



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**  
**ΠΜΣ ΣΤΗΝ «ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ»**

**Διπλωματική Εργασία**

**ΘΕΜΑ:**

**«Πολιτικές Αντιμετώπισης του Δημοσίου Χρέους:  
Σύγκριση Ελλάδας - Ιταλίας»**

**ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ**  
**ΚΟΠΤΣΙΑΛΗΣ**  
**ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ**

**A.M.**  
**1611114**

**Επιβλέπων Καθηγητής: Ζουμπουλάκης Μιχαήλ**

**Βόλος 2013**

## Υπεύθυνη Δήλωση

Βεβαιώνω ότι είμαι ο συγγραφέας αυτής της διπλωματικής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στη διπλωματική εργασία. Επίσης έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς ή παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνω ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών στην Εφαρμοσμένη Οικονομική του Τμήματος Οικονομικών Επιστήμων του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας.

Υπογραφή

Βόλος  
Ιούνιος 2013

## Περίληψη

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η παρουσίαση των βασικότερων θεωριών διαχείρισης του δημοσίου χρέους όπως αυτές καταγράφονται στην διεθνή βιβλιογραφία και ανάλυση του δημοσίου χρέους της Ελλάδας και της Ιταλίας, κυρίως από την Συνθήκη του Μάαστριχτ (1992) και μετά. Η εργασία χωρίζεται σε δυο μέρη. Το πρώτο μέρος περιλαμβάνει τα δυο πρώτα κεφάλαια στα οποία αναφέρονται οι βασικές διακρίσεις του δημοσίου χρέους και οι βασικότερες θεωρίες διαχείρισης του χρέους. Το δεύτερο μέρος της εργασίας περιλαμβάνει τα επόμενα τρία κεφάλαια τα οποία αναλύουν την εξέλιξη του ελληνικού και του ιταλικού δημοσίου χρέους τις τελευταίες δυο δεκαετίες και αναδεικνύουν τις δημοσιονομικές ανισορροπίες που οδήγησαν τις δυο χώρες στο επίκεντρο της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους. Τέλος βασιζόμενοι σε στατιστικά στοιχεία, γίνεται μια προσπάθεια σύγκρισης του δημοσίου χρέους και των δημοσιονομικών ελλειμμάτων των δυο χωρών, και συγκρίνονται τα αίτια της κρίσης και τα μέτρα αντιμετώπισης τους.

## **Abstract**

The purpose of this thesis is to highlight the fundamental theories of public debt management which are recorded in the international references as well as the analysis of the Greek and Italian public debt since the Treaty of Maastricht (1992). The present dissertation is structured in two parts. The first part includes the first two chapters, which describe the main distinctions of the public debt and the theories of public debt management. The second part includes the next three chapters which analyze the evolution of the Greek and Italian public debt during the last two decades. The financial imbalances that led the two countries to the center of the European debt crisis are being highlighted too. Finally, based on statistical descriptive analysis, an effort is being made to compare the public debt and budget deficits of the two countries, the causes of the crisis and the response measures to be taken.

## **Ευχαριστίες**

Φτάνοντας στο τέλος αυτής της προσπάθειας, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα της διπλωματικής μου, Καθηγητή του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών, κ. Ζουμπουλάκη Μιχαήλ, για τη σημαντική βοήθεια που μου προσέφερε ως επιβλέπων καθηγητής κατά τη διάρκεια της συγγραφής της διπλωματικής μου εργασίας. Οι σημαντικές παρατηρήσεις και υποδείξεις του, καθώς επίσης και η καθοδήγηση του υπήρξαν καθοριστικές για την ολοκλήρωση αυτής της εργασίας.

## Περιεχόμενα

Περίληψη .....	3
Abstract.....	4
Περιεχόμενα.....	6
Εισαγωγή .....	9
ΜΕΡΟΣ Α΄ .....	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 <sup>ο</sup> .....	13
1. Ορισμός Δημοσίου Χρέους.....	13
2. Βασικές Διακρίσεις Δημοσίου Χρέους.....	13
2.1) Καθαρό και Ακαθάριστο Δημόσιο Χρέος.....	13
2.2) Εσωτερικό και Εξωτερικό Δημόσιο Χρέος .....	14
2.3) Βραχυπρόθεσμο, Μεσοπρόθεσμο και Μακροπρόθεσμο Χρέος .....	14
2.4) Επαχθές Χρέος.....	15
3. Λόγος Χρέους προς ΑΕΠ.....	16
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 <sup>ο</sup> .....	17
Σύγχρονες Θεωρίες Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους .....	17
1) Ρικαρδιανή Ισοδυναμία .....	18
2) Θεωρία Ουδετερότητας του Δημοσίου Χρέους .....	20
3) Δημοσιονομική πολιτική, Νομισματική πολιτική και πολιτική για τη διαχείριση του Δημοσίου Χρέους.....	23
4) Πολιτική έκδοσης χρεογράφων .....	26
5) Πολιτική της άριστης χρονικής διάρκειας των χρεογράφων .....	31
6) Πολιτική ελαχιστοποίησης κόστους-ρίσκου .....	37
7) Διατηρησιμότητα του Δημοσίου Χρέους.....	41
ΜΕΡΟΣ Β΄ .....	46
Εισαγωγή στο Μέρος Β΄ .....	47
1) Συνθήκη του Μάαστριχτ.....	47
2) Κριτήρια Σύγκλισης του Μάαστριχτ .....	48
3) Άξονες της Συνθήκης του Μάαστριχτ .....	49
4) Συμπερασματικά Σχόλια για την Συνθήκη του Μάαστριχτ.....	50
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 <sup>ο</sup> .....	52
1. Η εξέλιξη του Ελληνικού Δημοσίου Χρέους.....	55
2. Η τρέχουσα δομή του Ελληνικού Δημοσίου Χρέους.....	59
3. Από την Ακμή στην Παρακμή .....	66
3.1)Περίοδος 1990-1993 .....	66
3.2)Περίοδος 1994-2007 .....	67
3.3)Ελληνική Κρίση Χρέους.....	70
4. Συμπεράσματα Κεφαλαίου .....	77
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 <sup>ο</sup> .....	79
1. Η εξέλιξη του Ιταλικού Δημοσίου Χρέους.....	84
2. Η τρέχουσα δομή του Ιταλικού Δημοσίου Χρέους .....	91
3. Η πορεία της Ιταλικής Οικονομίας: 1990-2000 .....	94
4. Ιταλική Κρίση Χρέους.....	96
5. Συμπεράσματα Κεφαλαίου .....	99
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 <sup>ο</sup> .....	100
1) Ελληνική και Ιταλική Οικονομία .....	100
2) Σύγκριση Ελληνικού και Ιταλικού Δημοσίου Χρέους .....	105
Γενικά Συμπεράσματα.....	110
Βιβλιογραφία .....	114

## Κατάλογος Διαγραμμάτων – Πινάκων

- **Διάγραμμα 1:** Ελληνικό Δημόσιο Χρέος (σε δις ευρώ), 1981-1990 – σελ. 53
- **Διάγραμμα 2:** Ρυθμοί Ανάπτυξης ΑΕΠ, Ελλάδα 1996-2014 – σελ. 54
- **Διάγραμμα 3:** Ελληνικό Δημόσιο Χρέος ως Ποσοστό του ΑΕΠ, 1995-2011 – σελ. 55
- **Διάγραμμα 4:** Δημόσιο Χρέος/ΑΕΠ – Δημοσιονομικά Ελλείμματα, Ελλάδα 2000-2011 – σελ. 56
- **Διάγραμμα 5:** Δημόσιο Χρέος/ΑΕΠ – Πληθωρισμός, Ελλάδα 1996-2011 – σελ. 57
- **Διάγραμμα 6:** Ελληνικό Δημόσιο Χρέος – Δημόσιο Χρέος ΕΕ 27, 1996-2011 – σελ. 58
- **Διάγραμμα 7:** Διαχείριση Ελληνικού Δημοσίου Χρέους – σελ. 59
- **Διάγραμμα 8:** Σύνθεση Χρέους, Ελλάδα – σελ. 60
- **Διάγραμμα 9:** Κατανομή νέου δανεισμού κατά διάρκεια (Μνημόνιο 2) – σελ. 61
- **Διάγραμμα 10:** Μέση Σταθμική Διάρκεια νέου δανεισμού – σελ. 62
- **Διάγραμμα 11:** Χρονοδιάγραμμα Λήξης Χρέους Κεντρικής Διοίκησης την 30/09/2012 (ποσά σε δις ευρώ) – σελ. 62
- **Διάγραμμα 12:** Εισαγωγές – Εξαγωγές – Έλλειμμα Εμπορικού Ισοζυγίου, Ελλάδα 1975-2009 – σελ. 63
- **Διάγραμμα 13:** Άμεσες Ξένες Επενδύσεις, Ελλάδα 2004-2011 – σελ. 64
- **Διάγραμμα 14:** Εισαγωγές – Εξαγωγές, Ελλάδα 2003-2014 – σελ. 65
- **Διάγραμμα 15:** Εκλογικός – Δημοσιονομικός Κύκλος στην Ελλάδα, 1988-2009 – σελ. 71
- **Διάγραμμα 16:** Πιστοληπτική Ικανότητα της Ελλάδος, 1997-2013 – σελ. 73
- **Διάγραμμα 17:** Πορεία των Ελληνικών Spreads, 1998-2011 – σελ. 74
- **Διάγραμμα 18:** Ιταλικό Δημόσιο Χρέος-Ιταλικές Δημόσιες Δαπάνες, 1971-2011 – σελ. 80
- **Διάγραμμα 19:** Ρυθμοί Ανάπτυξης ΑΕΠ, Ιταλία 1995-2014 – σελ. 82
- **Διάγραμμα 20:** Ιταλικό Δημόσιο Χρέος ως Ποσοστό του ΑΕΠ, 1995-2012 – σελ. 84
- **Διάγραμμα 21:** Δημόσιο Χρέος/ΑΕΠ – Δημοσιονομικά Ελλείμματα, Ιταλία 2000-2012 – σελ. 85

- **Διάγραμμα 22:** Δημόσιο Χρέος/ΑΕΠ – Πληθωρισμός, Ιταλία 1995-2012 – σελ. 86
- **Διάγραμμα 23:** Ιταλικό Δημόσιο Χρέος – Δημόσιο Χρέος ΕΕ 27, 1996-2012 – σελ. 87
- **Διάγραμμα 24:** Εισαγωγές – Εξαγωγές, Ιταλία 1995-2014 – σελ. 88
- **Διάγραμμα 25:** Άμεσες Ξένες Επενδύσεις, Ιταλία 2000-2011 – σελ. 89
- **Διάγραμμα 26:** Δημόσιο Χρέος/ΑΕΠ – Δημοσιονομικά Ελλείμματα – Άμεσες Ξένες Επενδύσεις – Εμπορικό Ισοζύγιο, Ιταλία 2000-2010 – σελ. 90
- **Διάγραμμα 27:** Ποσοστό Κρατικών Ομολόγων στο Ιταλικό Δημόσιο Χρέος – σελ. 91
- **Διάγραμμα 28:** Ανάλυση Κρατικών Ομολόγων ανά μέσο, Ιταλία – σελ. 92
- **Διάγραμμα 29:** Δομή Ιταλικού Δημοσίου Χρέους και Μέση Σταθμική Διάρκεια – σελ. 93
- **Διάγραμμα 30:** Δημοσιονομικά Ελλείμματα, Ιταλία 1990-2013 – σελ. 95
- **Διάγραμμα 31:** Πορεία των Ιταλικών Spreads, 2007-2012 – σελ. 97
- **Διάγραμμα 32:** Τομείς της Οικονομίας στο ΑΕΠ κατά περιόδους, Ελλάδα – σελ. 100
- **Διάγραμμα 33:** Πηγές Ανάπτυξης ΑΕΠ κατά περιόδους, Ελλάδα – σελ. 102
- **Διάγραμμα 34:** Τομείς της Οικονομίας στο ΑΕΠ, Ιταλία 2000-2010 – σελ. 104
- **Διάγραμμα 35:** Ρυθμοί Ανάπτυξης ΑΕΠ, Ελλάδα – Ιταλία – ΕΕ 27, 1995-2012 – σελ. 106
- **Διάγραμμα 36:** Δημόσιο Χρέος/ΑΕΠ, Ελλάδα – Ιταλία – ΕΕ 27, 1995-2012 – σελ. 107
- **Διάγραμμα 37:** Δημοσιονομικά Πλεονάσματα/Ελλείμματα, Ελλάδα – Ιταλία 1995-2012 – σελ. 108
- **Πίνακας 1:** Σύνοψη Χρέους Κεντρικής Διοίκησης την 30/09/2012, Ελλάδα – σελ. 60
- **Πίνακας 2:** Ύψος Χρέους Κεντρικής Κυβέρνησης, Ιταλία 2009-2012 – σελ. 91
- **Πίνακας 3:** Ανάλυση των κρατικών ομολόγων ανά μέσο και το συνολικό ποσό - ποσοστό που καταλαμβάνουν στο δημόσιο χρέος της Ιταλίας στις 31 Μαρτίου του 2013 – σελ. 92



## Εισαγωγή

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του ΠΜΣ στην Εφαρμοσμένη Οικονομική του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας. Στόχος της διπλωματικής εργασίας είναι η ανάδειξη των βασικότερων θεωριών διαχείρισης του δημοσίου χρέους, όπως αυτές καταγράφονται στην διεθνή βιβλιογραφία και η ανάλυση του δημοσίου χρέους της Ελλάδας και της Ιταλίας, κυρίως από την Συνθήκη του Μάαστριχτ και μετά. Επίσης γίνεται μια λεπτομερής καταγραφή των γεγονότων που οδήγησαν τις δυο χώρες στο επίκεντρο της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους.

Η διπλωματική εργασία χωρίζεται σε δυο μέρη. Το πρώτο μέρος περιλαμβάνει τα δυο πρώτα κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια αναφορά στον ορισμό του δημοσίου χρέους και στις βασικές διακρίσεις του. Το δεύτερο κεφάλαιο περιλαμβάνει τις βασικές θεωρίες διαχείρισης του δημοσίου χρέους. Η πιο σημαντική και γνωστή απ' όλες είναι η Ρικαρδιανή Ισοδυναμία την οποία ανέδειξε ο Barro. Ο Barro, αμφισβήτησε την οικονομική υπόθεση της εποχής, που ήθελε τα νοικοκυριά να νιώθουν πλουσιότερα όταν το δημόσιο χρέος μεγάλωνε. Ένας παράγοντας ο οποίος δεν λαμβάνονταν υπόψη ήταν οι φόροι που απαιτούνταν από τις μελλοντικές γενιές για την εξυπηρέτηση του χρέους. Ο χαρακτηρισμός της πρότασης του Barro σαν Ρικαρδιανή Ισοδυναμία οφείλεται στον Buchanan ο οποίος ανέδειξε την συνάφεια της πρότασης του Barro με την εργασία του Ricardo. Επίσης επέκταση της Ρικαρδιανής Ισοδυναμίας αποτελεί και η θεωρία της ουδετερότητας του δημοσίου χρέους.

Στην συνέχεια γίνεται αναφορά στην διαχείριση των δομικών χαρακτηριστικών του δημοσίου χρέους. Συγκεκριμένα αναφέρονται η πολιτική της άριστης χρονικής διάρκειας των χρεογράφων, η πολιτική έκδοσης πραγματικών και ονομαστικών χρεογράφων, η πολιτική ελαχιστοποίησης κόστους-ρίσκου και τέλος η θεωρία της διατηρησιμότητας-βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους. Σε αυτό το σημείο το πρώτο μέρος της διπλωματικής εργασίας τελειώνει.

Το δεύτερο μέρος αποτελείται από την εισαγωγή στο Μέρος Β' και τα κεφάλαια 3, 4 και 5. Αρχικά γίνεται μια αναφορά στην Συνθήκη του Μάαστριχτ, η οποία αποτελεί σημείο σταθμό τόσο για την ελληνική όσο και για την ιταλική οικονομία. Πρόδρομο της Συνθήκης αποτέλεσε η έκθεση Delors που υποβλήθηκε το 1989 και όριζε ως στόχο της νομισματικής ένωσης την πλήρη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, την πλήρη ολοκλήρωση των χρηματοοικονομικών αγορών, την

αμετάκλητη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων, το κλείδωμα των ισοτιμιών και την πιθανή αντικατάσταση των εθνικών νομισμάτων με ένα ενιαίο νόμισμα. Με λίγα λόγια, η έκθεση Delors έθεσε σε γενικές γραμμές τις βάσεις για την δημιουργία της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Επίσης περιλαμβάνονται τα Κριτήρια Σύγκλισης και οι 3 βασικοί άξονες της Συνθήκης του Μάαστριχτ.

Το επόμενο κεφάλαιο αναφέρεται στο ελληνικό δημόσιο χρέος. Γίνεται μια ιστορική αναδρομή στα επίπεδα του χρέους από τη μεταπολίτευση και μετά. Στις αρχές της δεκαετίας του 80', το δημόσιο χρέος ήταν σε επίπεδα της τάξης του 20% του ΑΕΠ. Μέσα σε δέκα χρόνια το χρέος ξεπέρασε το 100%. Αυτό οφείλονταν στην επεκτατική οικονομική πολιτική που είχε ακολουθήσει η Ελλάδα καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του 80'. Επίσης καταγράφεται μια ραγδαία αύξηση των δημοσίων δαπανών, χωρίς να υπάρχει μια ανάλογη αύξηση στα έσοδα. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την συνεχή προσφυγή του κράτους στον δανεισμό με συνέπεια την αύξηση του δημοσίου χρέους. Η δεκαετία του 80' ήταν καταστροφική από δημοσιονομικής άποψης για την Ελλάδα. Ιδρύονται αμέτρητοι δημόσιοι οργανισμοί οι οποίοι δεν είναι κερδοφόροι, γίνονται μεγάλες δημόσιες καταναλωτικές δαπάνες με την μορφή μαζικών προσλήψεων στο δημόσιο, δημιουργούνται νέες θέσεις εργασίας στο δημόσιο τομέα, γίνονται μεγάλες αυξήσεις των μισθών και των συντάξεων κτλ

Την επόμενη δεκαετία η Ελλάδα υπογράφει την Συνθήκη του Μάαστριχτ, και η προοπτική της υιοθέτησης του κοινού ευρωπαϊκού νομίσματος οδηγεί τη χώρα σε πολιτικές δημοσιονομικής εξυγίανσης. Πράγματι καταφέρνει να μειώσει τα επίπεδα του δημοσίου χρέους και να τα σταθεροποιήσει ενώ τα δημοσιονομικά ελλείμματα αποκλιμακώνονται. Η Ελλάδα εισέρχεται στην ΟΝΕ και από το 2002 εγκαταλείπει τη δραχμή και υιοθετεί το ευρώ. Σημαντικό είναι να αναφέρουμε, πως όπως αποδείχτηκε αργότερα, μετά από δυο αναθεωρήσεις του ελλείμματος (2004 και 2009) και μια του ΑΕΠ (2006), το έλλειμμα της Ελλάδας το 2000 ήταν 3,7%, και δεν εκπληρούσε τα Κριτήρια Σύγκλισης που ορίζονταν από την Συνθήκη του Μάαστριχτ.

Μέχρι το 2008 η Ελλάδα γνώρισε μια περίοδο ανάπτυξης και ευημερίας. Όμως η παγκόσμια οικονομική κρίση ανέδειξε τις δημοσιονομικές ανισορροπίες της χώρας και την βύθισε στην ύφεση. Το πολύ υψηλό δημόσιο χρέος σε συνδυασμό με τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα κατέστησαν τον δανεισμό της χώρας από τις διεθνείς χρηματαγορές πολύ δύσκολο. Έτσι η Ελλάδα βρέθηκε στο επίκεντρο της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους.

Το επόμενο κεφάλαιο αναφέρεται στο ιταλικό δημόσιο χρέος. Όπως και στην Ελλάδα, έτσι και στην Ιταλία, το δημόσιο χρέος αυξήθηκε ραγδαία τη δεκαετία του 80'. Αυτό οφείλονταν σε μεγάλο βαθμό στην ραγδαία αύξηση των δημοσίων δαπανών. Οι δυο πετρελαϊκές κρίσεις και η προσπάθεια επίλυσης του οικονομικού προβλήματος του Mezzogiorno, εκτόξευσαν το δημόσιο χρέος σε ποσοστά άνω του 100% του ΑΕΠ. Τη δεκαετία του 90', εξαιτίας της ευρωπαϊκής προοπτικής της χώρας, το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώνεται και το δημόσιο χρέος ακολουθεί καθοδική πορεία. Η Ιταλία γίνεται μέλος της ΟΝΕ το 1999.

Τα τελευταία 10 χρόνια η Ιταλία διακρίνεται από πολύ χαμηλούς ή ακόμα και μηδενικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η παγκόσμια οικονομική κρίση ανέδειξε τις μακροχρόνιες αδυναμίες της Ιταλίας. Όπως αναφέρει η έκθεση του ΟΟΣΑ το Σεπτέμβριο του 2012, η Ιταλική οικονομία πλήττεται από έναν συνδυασμό προβλημάτων, τα οποία αλληλοεπηρεάζονται. Αυτά είναι: **α)** η πολύ χαμηλή ανάπτυξη, **β)** το πολύ υψηλό δημόσιο χρέος και **γ)** η περιορισμένη ικανότητα δανεισμού από τις διεθνείς χρηματαγορές. Η ευρωπαϊκή κρίση χρέους, η οποία εξακολουθεί να υφίστανται, επηρεάζει αρνητικά την ιταλική οικονομία και σε συνδυασμό με τον γρήγορο ρυθμό γήρανσης του πληθυσμού, είναι σημαντικό να υπάρξει άμεση δράση σε πολλούς τομείς

Στο τελευταίο κεφάλαιο της διπλωματικής γίνεται μια σύγκριση της Ελληνικού και του Ιταλικού δημοσίου χρέους. Οι οικονομίες των δυο χωρών διαφέρουν αρκετά ως προς τη δομή και ως προς το μέγεθος. Το ΑΕΠ της Ιταλίας ανέρχεται σήμερα στα 1,6 τρις ευρώ, ενώ της Ελλάδας στα 195 δις ευρώ. Επίσης η Ελλάδα έχει το υψηλότερο ποσοστό δημοσίου χρέους στην Ευρώπη, το οποίο ανέρχεται στο 156,9% του ΑΕΠ, ενώ δεύτερη ακολουθεί η Ιταλία με 127%. Αξίζει να αναφερθεί πως το ιταλικό δημόσιο χρέος είναι το τρίτο μεγαλύτερο παγκοσμίως και ανέρχεται στα 2 τρις ευρώ. Σε αυτό το σημείο το δεύτερο μέρος της διπλωματικής εργασίας τελειώνει και ακολουθούν τα συμπεράσματα και η βιβλιογραφία.

## **ΜΕΡΟΣ Α΄**

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

## **1. Ορισμός Δημοσίου Χρέους**

Δημόσιο χρέος είναι το μέγεθος που αναφέρεται στον υφιστάμενο συνολικό δανεισμό του δημοσίου σε δεδομένο χρονικό σημείο.*(Ι. Βαβούρας)*. Επίσης σαν δημόσιο χρέος ορίζεται το σύνολο των οφειλών σε χρηματικές μονάδες του ευρύτερου δημοσίου τομέα στο εσωτερικό και εξωτερικό μιας χώρας. Στην έννοια του ευρύτερου δημοσίου τομέα συμπεριλαμβάνονται όλα τα επίπεδα δημόσιας διοίκησης ενός κράτους όπως η γενική κυβέρνηση, η τοπική αυτοδιοίκηση (Δήμοι και Νομαρχίες) και οι Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμοί (ΔΕΚΟ). Το δημόσιο χρέος αυξάνεται από έτος σε έτος κατά το ποσό που ο ετήσιος κρατικός προϋπολογισμός παρουσιάζει έλλειμμα, ή αντιστρόφως μειώνεται κατά το ποσό που παρουσιάζει πλεόνασμα. Δημόσιο έλλειμμα είναι το ποσό κατά το οποίο τα έξοδα της κυβέρνησης υπερβαίνουν τα έσοδα κατά την διάρκεια ενός έτους. Το δημόσιο χρέος δημιουργείται με το δημόσιο δανεισμό που συνιστά ένα από τα πιο γνωστά μέτρα χρηματοδότησης των δημοσίων δαπανών. Υπάρχουν και άλλοι τρόποι χρηματοδότησης όπως είναι τα φορολογικά έσοδα και η έκδοση νέου χρήματος, μέτρο το οποίο καταργήθηκε για την Ελλάδα με την ένταξη της στην ΟΝΕ.

## **2. Βασικές Διακρίσεις Δημοσίου Χρέους**

### **2.1) Καθαρό και Ακαθάριστο Δημόσιο Χρέος**

Το δημόσιο χρέος μπορεί να διακριθεί σε ακαθάριστο και καθαρό δημόσιο χρέος. Το ακαθάριστο χρέος περιλαμβάνει το σύνολο των υποχρεώσεων του δημοσίου και σχετίζεται άμεσα με το ύψος των δαπανών εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους (χρεολύσια και τόκοι) που αποτελούν το μεγαλύτερο πρόβλημα στην αποπληρωμή του χρέους. Το καθαρό δημόσιο χρέος προκύπτει όταν από το ακαθάριστο χρέος αφαιρεθούν τα διαθέσιμα ρευστά και οι καταθέσεις όψεως και προθεσμίας των δημοσίων επιχειρήσεων και οργανισμών.

## **2.2) Εσωτερικό και Εξωτερικό Δημόσιο Χρέος**

Μια άλλη σημαντική διάκριση του δημοσίου χρέους σχετίζεται με την προέλευση του και διακρίνεται σε εσωτερικό και εξωτερικό. Το εσωτερικό χρέος προκύπτει από τους πιστωτές που βρίσκονται εντός της χώρας, ενώ το εξωτερικό χρέος προκύπτει από τον δανεισμό που έχει συναφθεί στο εξωτερικό. Αυτή η διάκριση είναι σημαντική καθώς προκύπτουν διαφορετικές οικονομικές επιπτώσεις στην ανάπτυξη της χώρας-οφειλέτη. Ο εξωτερικός δανεισμός έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση των παραγωγικών πόρων που διατίθενται για κατανάλωση ή επένδυση. Η εξυπηρέτηση όμως του εξωτερικού δανεισμού μειώνει αυτούς τους πόρους. Αυτό που έχει σημασία μετά τη σύναψη του δανείου είναι ο τρόπος αξιοποίησης του, καθώς αν ο δανεισμός χρησιμοποιηθεί σε επενδύσεις που η παραγωγικότητα τους είναι μεγαλύτερη από τις δαπάνες εξυπηρέτησης τους σημαίνει ότι το εθνικό εισόδημα αυξάνεται λόγω της προσφυγής στο εξωτερικό δανεισμό.

Αντίθετα με τον εξωτερικό δανεισμό ο εσωτερικός δανεισμός δεν επηρεάζει το σύνολο των παραγωγικών πόρων που διατίθενται για κατανάλωση και επενδύσεις. Οι υφιστάμενοι παραγωγικοί πόροι ανακατανέμονται μεταξύ των πολιτών της χώρας, ενώ η εξυπηρέτηση του εσωτερικού χρέους μεταβιβάζεται και πάλι στους πολίτες της χώρας ως εισόδημα (που είναι και κάτοχοι των τίτλων του δημοσίου χρέους), διατηρώντας έτσι το εθνικό εισόδημα σταθερό. (Γεωργακόπουλος, 2005)

## **2.3) Βραχυπρόθεσμο, Μεσοπρόθεσμο και Μακροπρόθεσμο Χρέος**

Μια ακόμη διάκριση του δημοσίου χρέους είναι με βάση τη διάρκεια αποπληρωμής του. Έτσι το δημόσιο χρέος μπορεί να διακριθεί σε:

- i) Βραχυπρόθεσμο, το οποίο συνίσταται από δάνεια τα οποία η ληκτικότητα δεν υπερβαίνει το ένα έτος. Δημιουργείται κυρίως για την αντιμετώπιση ταμειακών δυσχερειών του δημοσίου τομέα που προκύπτουν από τον ετεροχρονισμό δημόσιων εσόδων (εισπράξεις φόρων) και δημοσίων δαπανών (πληρωμές σε μισθούς και συντάξεις κ.α.)
- ii) Μεσοπρόθεσμο, το οποίο συνίστανται από δάνεια τα οποία η ληκτικότητα είναι από ένα έως δέκα έτη.

- iii) Μακροπρόθεσμο, το οποίο συνίστανται από δάνεια τα οποία η ληκτικότητα είναι μεγαλύτερη των δέκα ετών. Τόσο ο μεσοπρόθεσμος όσο και ο μακροπρόθεσμος δανεισμός δημιουργούνται για την χρηματοδότηση δημόσιων επενδύσεων αλλά και καταναλωτικών δημοσίων δαπανών ή μεταβιβαστικών πληρωμών του δημοσίου, δηλαδή μεταβιβάσεων και τόκων του δημοσίου χρέους.

#### **2.4) Επαχθές Χρέος**

Ο Sack (1927), διατύπωσε για πρώτη φορά την έννοια του επαχθούς χρέους (odious debt). Σύμφωνα με τον Sack (1927), οι προϋποθέσεις για να ορίσουμε ένα χρέος ως επαχθούς είναι οι εξής:

- 1) Τα δάνεια να συμφωνήθηκαν χωρίς τη συγκατάθεση των πολιτών.
- 2) Τα ποσά που εισέρευσαν από τα δάνεια να σπαταλήθηκαν με τρόπο που αντιβαίνει στα συμφέροντα και στις ανάγκες του έθνους.
- 3) Ο πιστωτής να ήταν ενήμερος για αυτήν την κατάσταση.

Το επαχθές χρέος είναι μια θεωρία στο διεθνές δίκαιο, σύμφωνα με την οποία ορίζεται ότι είναι το χρέος που συνάπτει ένα δικτατορικό καθεστώς, χωρίς να λαμβάνει υπόψη το πραγματικό συμφέρον του λαού. Το καθεστώς που δημιούργησε το χρέος έχει την αποκλειστική ευθύνη για την αποπληρωμή του. Αυτό σημαίνει πως αν το καθεστώς αυτό χάσει την εξουσία του, τότε το χρέος ακυρώνεται αυτόματα και το εκάστοτε καθεστώς που ακολουθεί δεν έχει την υποχρέωση να το αποπληρώσει.

Σήμερα το πεδίο εφαρμογής του επαχθούς χρέους έχει διευρυνθεί σε σχέση με την διατύπωση που είχε στις αρχές του προηγούμενου αιώνα. Παρόλα αυτά όμως δεν υπάρχει θεωρία ή αρχή του «επαχθούς χρέους». Αρκετοί υποστηρίζουν πως αν συντεθεί χρέος ενάντια στο συμφέρον του λαού και χωρίς σεβασμό στους δημοκρατικούς κανόνες τότε μπορεί να χαρακτηριστεί ως επαχθές. Ο διακανονισμός για την τακτοποίηση του επαχθούς χρέους πραγματοποιείται από τις χώρες που τις αφορά. Αυτό γίνεται επειδή δεν υπάρχει κάποιο διεθνές σύστημα που να διεκπεραιώνει τέτοιες υποθέσεις, όμως σε περίπτωση που το επιθυμήσουν οι χώρες μπορεί να παρέμβει ο ΟΗΕ και βοηθήσει στις διαπραγματεύσεις.

### **3. Λόγος Χρέους προς ΑΕΠ**

Το ποσοστό του δημοσίου χρέους προκύπτει αν διαιρέσουμε το Χρέος προς το ΑΕΠ της χρονιάς και πολλαπλασιάσουμε με το 100.

- Ποσοστό Χρέους =  $(\text{Δημόσιο Χρέος}/\text{ΑΕΠ}) \cdot 100\%$

Ο λόγος του Χρέους προς ΑΕΠ είναι ένας πολύ σημαντικός δείκτης που μας δείχνει τη δυνατότητα αποπληρωμής του χρέους όπως αυτή μπορεί να εκτιμηθεί από την παραγωγική δυνατότητα μιας χώρας. Επίσης μας δείχνει την “υγεία” της οικονομίας μιας χώρας. Ένας χαμηλός δείκτης μας δείχνει ότι μια οικονομία παράγει μεγάλο αριθμό αγαθών και υπηρεσιών και είναι σε θέση να αποπληρώσει τα χρέη της. Αντίθετα ένας υψηλός δείκτης μας δείχνει ότι οι πιθανότητες μια χώρα να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της είναι λιγότερες και ότι ο κίνδυνος χρεοκοπίας της είναι μεγαλύτερος.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

### **Σύγχρονες Θεωρίες Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους**

Το δημόσιο χρέος κάθε χώρας πιθανώς να αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο χρηματοοικονομικό χαρτοφυλάκιο που έχουν στη κατοχή τους, ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο περιλαμβάνει ένα μεγάλο εύρος χρηματοοικονομικών εργαλείων, από απλά έντοκα γραμμάτια έως σύνθετα δομημένα ομόλογα και πράξεις χρηματοοικονομικών παραγώγων. Το μέγεθος του δημοσίου χρέους μπορεί να έχει σημαντικές μακροοικονομικές επιπτώσεις στην οικονομία μιας χώρας και να επηρεάσει άμεσα τον κρατικό προϋπολογισμό και κατά συνέπεια τη δημοσιονομική και νομισματική πολιτική μιας χώρας. Επομένως καθίσταται απαραίτητη η διαχείριση του δημοσίου χρέους και θα πρέπει να διέπεται από συνέπεια, ορθολογικότητα και σαφή καθορισμό στόχων τόσο σε βραχυχρόνιο όσο και σε μακροχρόνιο επίπεδο.

Το 1999 ο Missale δίνει έναν ορισμό για το τι είναι η διαχείριση του δημοσίου χρέους. Σύμφωνα με τον Missale (1999, σελ. 11) «Η διαχείριση του δημοσίου χρέους είναι η επιλογή μιας κυβέρνησης η οποία αφορά τη σύνθεση των εκκρεμών της υποχρεώσεων.» Στη συνέχεια και συγκεκριμένα το 2003 το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Παγκόσμια Τράπεζα (2003, σελ. 5) ορίζουν τη διαχείριση του δημοσίου χρέους ως εξής: « Η διαχείριση του δημοσίου χρέους είναι διαδικασία θεμελίωσης και εκτέλεσης μιας στρατηγικής διαχείρισης του χρέους της κυβέρνησης ώστε να συγκεντρωθεί η απαιτούμενη ποσότητα χρηματοδότησης, επιδιώκοντας τους αντικειμενικούς στόχους κόστους και ρίσκου, και σε συνέπεια με όποιους άλλους στόχους της διαχείρισης του δημοσίου χρέους έχει θέσει η κυβέρνηση, όπως η ανάπτυξη και η διατήρηση μιας αποτελεσματικής και ρευστής αγοράς κρατικών χρεογράφων.»

Αυτό που είναι ξεκάθαρο πάντως, τουλάχιστον για τις περισσότερες χώρες μέλη του ΟΟΣΑ (Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης) είναι ότι ο γενικός στόχος της διαχείρισης του δημοσίου χρέους είναι η χρηματοδότηση των ελλειμμάτων με το ελάχιστο δυνατό κόστος και ρίσκο. Η συγκεκριμένη στρατηγική αποτυπώνεται και από την Τράπεζα της Αγγλίας το 1995 στο «Debt Management Review». Όμως στην πράξη η ελαχιστοποίηση του κόστους και του ρίσκου δεν γίνεται να συμβαδίσουν, έτσι οι πολιτικές που εφαρμόζονται είναι περισσότερο της

λογικής ελαχιστοποίησης του κόστους δεδομένου του επιπέδου του ρίσκου που είναι διατεθειμένες να αναλάβουν οι κυβερνήσεις. Αν υποθέσουμε όμως πως οι αναμενόμενες αποδόσεις των διάφορων τύπων χρεογράφων σηματοδοτούν τα χαρακτηριστικά σχετικής απόδοσης με το ρίσκο που εμπεριέχουν, τότε η πολιτική διαχείρισης του δημοσίου χρέους καλείται να ρίξει βαρύτητα στην ελαχιστοποίηση του ρίσκου.

Επομένως η άριστη δομή ενός χαρτοφυλακίου δημοσίου χρέους χαρακτηρίζεται βάση των επιδιωκόμενων στόχων και στρατηγικών για το δημόσιο χρέος. Ο Angeletos το 2002 στο άρθρο του «Fiscal Policy with Noncontingent Debt and the Optimal Maturity Structure» αναφέρει πως η άριστη δομή είναι αυτή που διασφαλίζει τον προϋπολογισμό της κυβέρνησης από μακροοικονομικές διαταραχές και επιτρέπει σε αυτή να διατηρεί σταθερούς φορολογικούς συντελεστές. Επίσης σύμφωνα με τους Missale και Bacchiocchi το 2005 η άριστη δομή ενός χαρτοφυλακίου δημοσίου χρέους εξαρτάται από την ιδιαίτερη στοχαστική δομή που έχει κάθε οικονομία. Από αυτό συμπεραίνουμε ότι η άριστη δομή για μια χώρα δεν είναι απαραίτητο να είναι άριστη και για μια άλλη χώρα.

### **1) Ρικαρδιανή Ισοδυναμία**

Το 1974 ο Barro στο άρθρο του «Are Government Bonds Net Wealth?» αμφισβήτησε την οικονομική υπόθεση της εποχής, που ήθελε τα νοικοκυριά να νιώθουν πλουσιότερα όταν το δημόσιο χρέος μεγάλωνε. Συγκεκριμένα διατύπωσε το εξής ερώτημα «αποτελούν τα κρατικά ομόλογα πραγματικό πλούτο;». Η συγκεκριμένη υπόθεση αμελούσε έναν σημαντικό παράγοντα καθώς δεν λάμβανε υπόψη, τους φόρους που απαιτούνται από τις μελλοντικές γενιές για την εξυπηρέτηση και αποπληρωμή του δανείου. Έτσι ο Barro μετά από έρευνα διατύπωσε την απάντηση του στην αρχική του ερώτηση, και η απάντηση ήταν όχι. Το αποτέλεσμα της έρευνας του Barro είναι γνωστό ως Ρικαρδιανή Ισοδυναμία. Ο χαρακτηρισμός του θεωρήματος του Barro σαν Ρικαρδιανή Ισοδυναμία οφείλεται στον Buchanan (1976) ο οποίος πρώτος ανέδειξε την συνάφεια της πρότασης του Barro με την εργασία του Ricardo (1821) «The Principles of Political Economy and Taxation».

Κατά τον Ricardo ο δημόσιος δανεισμός οδηγεί στο μέλλον σε υψηλότερη φορολογία, η οποία έχει την ίδια παρούσα αξία με την τρέχουσα φορολογία.

Επομένως, αφού η παρούσα αξία δυο εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης είναι ίση, τα άτομα θα είναι εντελώς αδιάφορα μεταξύ των δυο επιλογών. Έτσι ο Ricardo, υποστήριξε πως ένα ορθολογικό άτομο θα ήταν αδιάφορο μεταξύ της καταβολής ενός εφάπαξ φόρου 1000 ευρώ και της εις το διηνεκές καταβολής ενός ετήσιου φόρου 50 ευρώ με επιτόκιο 5%. Για παράδειγμα έστω ότι έχουμε μια χώρα με μηδενικό δημόσιο χρέος και η κυβέρνηση αποφασίζει να αυξήσει τις δημόσιες δαπάνες κατά 1000 ευρώ μόνο για το τρέχον έτος. Οι επιλογές που έχει η κυβέρνηση είναι είτε να επιβάλει 1000 ευρώ εφάπαξ πρόσθετη φορολόγηση για να ισοσκελίσει τον προϋπολογισμό της, χωρίς οι πολίτες να αναλαμβάνουν μελλοντικές φορολογικές υποχρεώσεις, είτε να προσφύγει στον δημόσιο δανεισμό ο οποίος θα επιβαρύνει τους πολίτες μελλοντικά και με το πρόσθετο βάρος των τόκων εξυπηρέτησης του δανείου εκτός του ποσού του κεφαλαίου. Υποθέτοντας ότι το επιτόκιο είναι 5% τότε η συνολική επιβάρυνση για το επόμενο έτος θα είναι  $1000 + 5\%$ , δηλαδή 1050 ευρώ. Αν οι φορολογούμενοι πολίτες αγοράσουν σήμερα κρατικά ομόλογα αξίας 1000 ευρώ με επιτόκιο 5%, τότε θα είναι σε θέση αύριο με το ποσό των 1050 ευρώ που θα εισπράξουν να καλύψουν την επιπρόσθετη φορολογική επιβάρυνση που δημιουργήθηκε από τον δημόσιο δανεισμό. Ουσιαστικά τη χρονική στιγμή που δεν επιβαρύνονται με πρόσθετη φορολόγηση εξαιτίας του δανεισμού, οι φορολογούμενοι αποταμιεύουν (π.χ. αγοράζοντας κρατικά ομόλογα) με σκοπό να χρησιμοποιήσουν την σημερινή αποταμίευση μαζί με την αναμενόμενη απόδοση της όταν θα αυξηθεί η φορολογική επιβάρυνση. Το συνολικό διαθέσιμο εισόδημα και στους δυο τρόπους χρηματοδότησης των δημοσίων δαπανών μειώνεται κατά 1000 ευρώ. Άρα είναι εμφανές ότι η κατανάλωση δεν θα μεταβληθεί και η επιλογή μεταξύ φόρων και χρέους είναι αδιάφορη.

Η Ρικαρδιανή Ισοδυναμία του Barro αποτέλεσε αντικείμενο έντονης κριτικής και ακαδημαϊκής συζήτησης. Όπως αναφέρει ο Ricciuti (2003) το ένα τρίτο των οικονομολόγων στηρίζουν την άποψη του Barro, ενώ τα δυο τρίτα την απορρίπτουν. Το κύριο μέρος της κριτικής της Ρικαρδιανής Ισοδυναμίας επικεντρώνεται στις υποθέσεις ή συνθήκες του θεωρήματος του Barro. Έτσι οι συνθήκες οι οποίες θα πρέπει να ικανοποιούνται προκειμένου η Ρικαρδιανή Ισοδυναμία να διατηρήσει την αξία της συνοψίζονται από τον Buchanan (The logic of the Ricardian Equivalence Theorem) ως εξής:

- 1) Η φορολογία στην οποία υπόκεινται τα νοικοκυριά είναι εφάπαξ φορολογία και δεν στρεβλώνει τη διαχρονική επιλογή για κατανάλωση όπως για παράδειγμα ένας φόρος εισοδήματος.
- 2) Οι δημόσιες δαπάνες δεν εξαρτώνται από τον τρόπο χρηματοδότησης (φορολογία ή δανεισμός)
- 3) Οι κεφαλαιαγορές είναι τέλειες, δηλαδή ρευστές και ολοκληρωμένες.
- 4) Δεν υπάρχει αβεβαιότητα στην οικονομία σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές των εισοδημάτων των ατόμων.
- 5) Οι τόκοι του δημοσίου χρέους θα πρέπει να πληρωθούν από τα φορολογικά έσοδα στην επόμενη περίοδο.
- 6) Τα άτομα συμπεριφέρονται σαν να πρόκειται να ζήσουν για πάντα.
- 7) Τα άτομα είναι ικανά να προβλέψουν πλήρως τις μελλοντικές φορολογικές υποχρεώσεις που προκαλούνται από τον δημόσιο δανεισμό.

## **2) Θεωρία Ουδετερότητας του Δημοσίου Χρέους**

Προηγουμένως αναφερθήκαμε στην Ρικαρδιανή Ισοδυναμία και στις αναγκαίες συνθήκες οι οποίες πρέπει να ισχύουν προκειμένου αυτή να μην χάσει την αξία της. Δηλαδή να μπορεί μια κυβέρνηση να υποκαθιστά φόρους με χρέος, χωρίς να μεταβάλλεται η κατανάλωση ή η κατανομή των πόρων. Όμως η έννοια της διαχείρισης του δημοσίου χρέους μπορεί να διαφοροποιηθεί καθώς δεν έχει να κάνει με τις μεταβολές του ύψους του χρέους που οφείλονται σε φορολογικές μεταβολές, αλλά σχετίζεται με τις αποφάσεις της κυβέρνησης για τους τύπους των χρεογράφων που θα εκδώσει αλλά και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αυτών.

Είναι προφανές ότι η επιλογή των χρεογράφων δεν έχει καμία άμεση επίδραση στους τρέχοντες φορολογικούς συντελεστές. Όμως οι τρέχουσες επιλογές της διαχείρισης του δημοσίου χρέους μπορούν να επιφέρουν αλλαγές στους μελλοντικούς φορολογικούς συντελεστές αναλόγως με τις μακροοικονομικές συνθήκες που θα επικρατούν. Για να μπορέσουμε να το κατανοήσουμε αυτό θα δώσουμε ένα απλό παράδειγμα. Έστω πως σήμερα γίνεται η επιλογή για την έκδοση ενός τίτλου δεδομένης διάρκειας. Υποθέτουμε ότι έχει γίνει μια πρόβλεψη για τις συνθήκες της αγοράς κατά την ωρίμανση του υπό έκδοση τίτλου. Αν αυτές οι προβλέψεις δεν επαληθευτούν και οι συνθήκες της αγοράς δεν είναι ευνοϊκές, τότε η

αναχρηματοδότηση με νέο χρέος του υπό λήξη χρέους θα γίνει με υψηλότερο επιτόκιο. Επομένως το κόστος εξυπηρέτησης του νέου χρέους θα είναι υψηλότερο για την ίδια ποσότητα χρέους και κατά συνέπεια δημιουργείται η ανάγκη για αύξηση της φορολογίας για να καλυφτεί το επιπρόσθετο κόστος ή η έκδοση νέου χρήματος.

Η Ρικαρδιανή Ισοδυναμία μπορεί να επεκταθεί και στη διαχείριση του δημοσίου χρέους με το θεώρημα ουδετερότητας της διαχείρισης του δημοσίου χρέους, κατά το οποίο οποιαδήποτε επιλογή χρεογράφων δεν έχει καμία επίπτωση στην κατανομή των φόρων. Ο Missale (1999), καταγράφει της αναγκαίες συνθήκες του θεωρήματος ουδετερότητας του δημοσίου χρέους. Δεδομένων των τρεχόντων φόρων και το εξωγενές πλάνο δημοσίων δαπανών, η διαχείριση δημοσίου χρέους δεν επηρεάζει την πραγματική κατανομή των φόρων όταν:

1. Τα νοικοκυριά είναι ορθολογικά.
2. Οι τρέχουσες γενεές λαμβάνουν υπόψη τις μελλοντικές φορολογικές μεταβολές που υπονοούνται από τους κυβερνητικούς χειρισμούς χρηματοδότησης ή συνδέονται με τις μελλοντικές γενεές μέσω αλτρουιστικών μεταβιβάσεων περιουσιακών στοιχείων.
3. Το κομμάτι των μελλοντικών φόρων που καλείται να συνεισφέρει το κάθε άτομο στο μέλλον είναι ανεξάρτητο από το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον. (state independent)
4. Οι κεφαλαιαγορές είναι τέλειες. Πιο συγκεκριμένα δεν υπάρχουν περιορισμοί σε βραχυπρόθεσμες πωλήσεις δημοσίων χρεογράφων ή υπάρχουν υποκατάστατα των δημοσίων χρεογράφων, ιδιωτικών συμφερόντων.
5. Οι κεφαλαιαγορές ιδιωτικών συμφερόντων είναι ολοκληρωμένες . Εάν δεν είναι ολοκληρωμένες, τότε να μην έχει εκδοθεί κάποιου νέου τύπου χρεόγραφο, το οποίο δεν υπήρχε στην αρχική ισορροπία της αγοράς.
6. Το χρέος δεν δύναται να παράγει αξία. Για παράδειγμα παίγνια τύπου Ponzi (χρηματοοικονομικές πυραμίδες) δεν επιτρέπονται.
7. Οι φόροι δεν στρεβλώνουν τις επιλογές, για παράδειγμα είναι εφάπαξ.

Αν ισχύουν οι παραπάνω συνθήκες, τότε οποιαδήποτε δομή και να έχει το δημόσιο χρέος και οποιαδήποτε αλλαγή και να πραγματοποιήσει η κυβέρνηση σε αυτό δεν έχει καμία πραγματική επίδραση στην ισορροπία της οικονομίας. Μάλιστα ο Missale υποστηρίζει πως οι συνθήκες του θεωρήματος ουδετερότητας του δημοσίου

χρέους δεν είναι τόσο περιοριστικές όσο οι συνθήκες της Ρικαρδιανής Ισοδυναμίας. Συγκεκριμένα αναφέρει πως οι συνθήκες 2, 3 και 6 μπορούν να παραλειφτούν, εάν οι χρηματοοικονομικοί χειρισμοί δεν επηρεάσουν την απόδοση του συνολικού χρέους. Επομένως έτσι δεν θα χρειαστεί και η ανάλογη φορολογική προσαρμογή. Επίσης ο Missale χωρίζει τους χρηματοοικονομικούς χειρισμούς σε δυο κατηγορίες. Στην πρώτη κατηγορία οι χειρισμοί επηρεάζουν την απόδοση του συνολικού χρέους, ενώ στην δεύτερη δεν την επηρεάζουν και αφήνουν τους φόρους αλλά και την κατανάλωση αμετάβλητη. Άρα όταν οι χειρισμοί ανήκουν στην πρώτη κατηγορία, τότε για να ισχύει το θεώρημα ουδετερότητας του δημοσίου χρέους θα πρέπει να ισχύουν όλες οι συνθήκες.

Ως παράδειγμα τέτοιων χειρισμών, δηλαδή χειρισμών που μεταβάλλουν την απόδοση του συνολικού χρέους, ο Missale αναφέρει ένα παράδειγμα από τον Stiglitz (1983). Έστω λοιπόν πως από μια δεδομένη αρχική κατάσταση ισορροπίας, μια κυβέρνηση πραγματοποιεί μέσω διαδικασιών ανοικτής αγοράς μια δομική ανασυγκρότηση του δημοσίου χρέους της. Αποσύρει από την αγορά ένα μέρος των χρεογράφων της, ως τα αποκαλέσουμε τύπου A, δηλαδή τα επαναγοράζει, χρηματοδοτώντας αυτή την αγορά με έκδοση ενός διαφορετικού χρεογράφου τύπου B. Επίσης υποθέτουμε πως αυτή η οικονομία είναι υποκείμενη σε στοχαστικές μεταβολές, ώστε η απόδοση αυτών των χρεογράφων να διαφοροποιείται ανάλογα με τις γενικότερες οικονομικές μεταβολές. Ακόμα υποθέτουμε πως το χρεόγραφο τύπου A πληρώνει μια μεγαλύτερη απόδοση σε μια συγκυρία X, ενώ το B σε μια συγκυρία Y. Έτσι σε σχέση με την αρχική κατάσταση ισορροπίας, εάν προκύψει η οικονομική συγκυρία Y, δηλαδή αυξηθεί η οικονομική απόδοση του χρεογράφου B, τότε θα προκληθεί αύξηση των δημοσίων οφειλών. Αυτό συμβαίνει γιατί απλούστατα στην αρχική κατάσταση δεν υπήρχε χρεόγραφο τύπου B, άρα η συγκυρία Y δεν θα προκαλούσε μεταβολή στην θέση του χαρτοφυλακίου της κυβέρνησης. Εάν όμως πραγματοποιηθεί η οικονομική συγκυρία X, τότε θα προκληθεί μείωση των δημοσίων οφειλών. Δηλαδή σε σχέση με την αρχική κατάσταση όπου το χαρτοφυλάκιο περιλάμβανε μόνο χρεόγραφα τύπου A, μετά την ανταλλαγή των χρεογράφων A με B, η οικονομική συγκυρία X δεν έχει το ίδιο αποτέλεσμα με αυτό που θα είχε. Άρα έχοντας δεδομένη την υπόθεση ότι δεν επιτρέπουμε παίγνια τύπου Ponzi, αυτές οι μεταβολές υποχρεώσεων κάποια στιγμή τελικά θα εξυπηρετηθούν μέσω της φορολόγησης.

Αυτό που παρατηρούμε είναι ότι οι μεταβολές στη δομή του χρέους προκαλούν μεταβολές στην συνολική απόδοση του χρέους. Αυτές οι μεταβολές δημιουργούν αναπροσαρμογές στα έσοδα που προκύπτουν λόγω των διακυμάνσεων των αποδόσεων και έτσι απαιτούνται φορολογικές μεταβολές. Σε ένα περιβάλλον απόλυτης οικονομικής βεβαιότητας όπου τα νοικοκυριά μπορούν προβλέψουν με ακρίβεια το μέλλον τότε τα διαφορετικά χρεόγραφα θα είχαν την ίδια πραγματική αξία και την ίδια πραγματική απόδοση. Κατά συνέπεια σε αυτή την περίπτωση η διαχείριση του δημοσίου χρέους είναι πλήρως ουδέτερη και δεν έχει καμία επίπτωση στους μελλοντικούς φόρους.

Βέβαια υπάρχουν και πιο ιδιαίτερες περιπτώσεις ουδετερότητας της διαχείρισης του δημοσίου χρέους υπό καθεστώς αβεβαιότητας. Τέτοιες περιπτώσεις περιγράφονται χρησιμοποιώντας σαν εργαλείο το υπόδειγμα των επικαλυπτόμενων γενεών. (Overlapping Generations) Ο Missale αναφέρει τέτοιες εργασίες όπως του Chamley και Polemarchakis (1984) που λαμβάνουν υπόψη χρηματοοικονομικές λειτουργίες που ασχολούνται με χρήμα και επενδύσεις τεχνολογίας υψηλού κινδύνου. Μια από είναι και του Peled (1985) που λαμβάνει υπόψη τα δημόσια ομόλογα μιας περιόδου και επικίνδυνα χρεόγραφα άπειρου ορίζοντα. Και τέλος την πιο σημαντική που είναι του Angeletos (2002), ο οποίος κατάφερε να επεκτείνει το υπόδειγμα των Lukas και Stokey (1983). Όλα τα υποδείγματα καταλήγουν σε προτάσεις ουδετερότητας, δηλαδή ο προϋπολογισμός της κυβέρνησης προστατεύεται και έτσι οι φορολογικοί συντελεστές παραμένουν σταθεροί.

Το συμπέρασμα το οποίο προκύπτει από τη θεωρία ουδετερότητας του δημοσίου χρέους είναι ότι μπορεί να ισχύσει κάτω από ένα ευρύ φάσμα υποθέσεων, όχι ιδιαίτερα ρεαλιστικών ή μπορεί να ισχύσει κάτω από πολύ συγκεκριμένες δομές δημοσίου χρέους ή μεταβολών της δομής του.

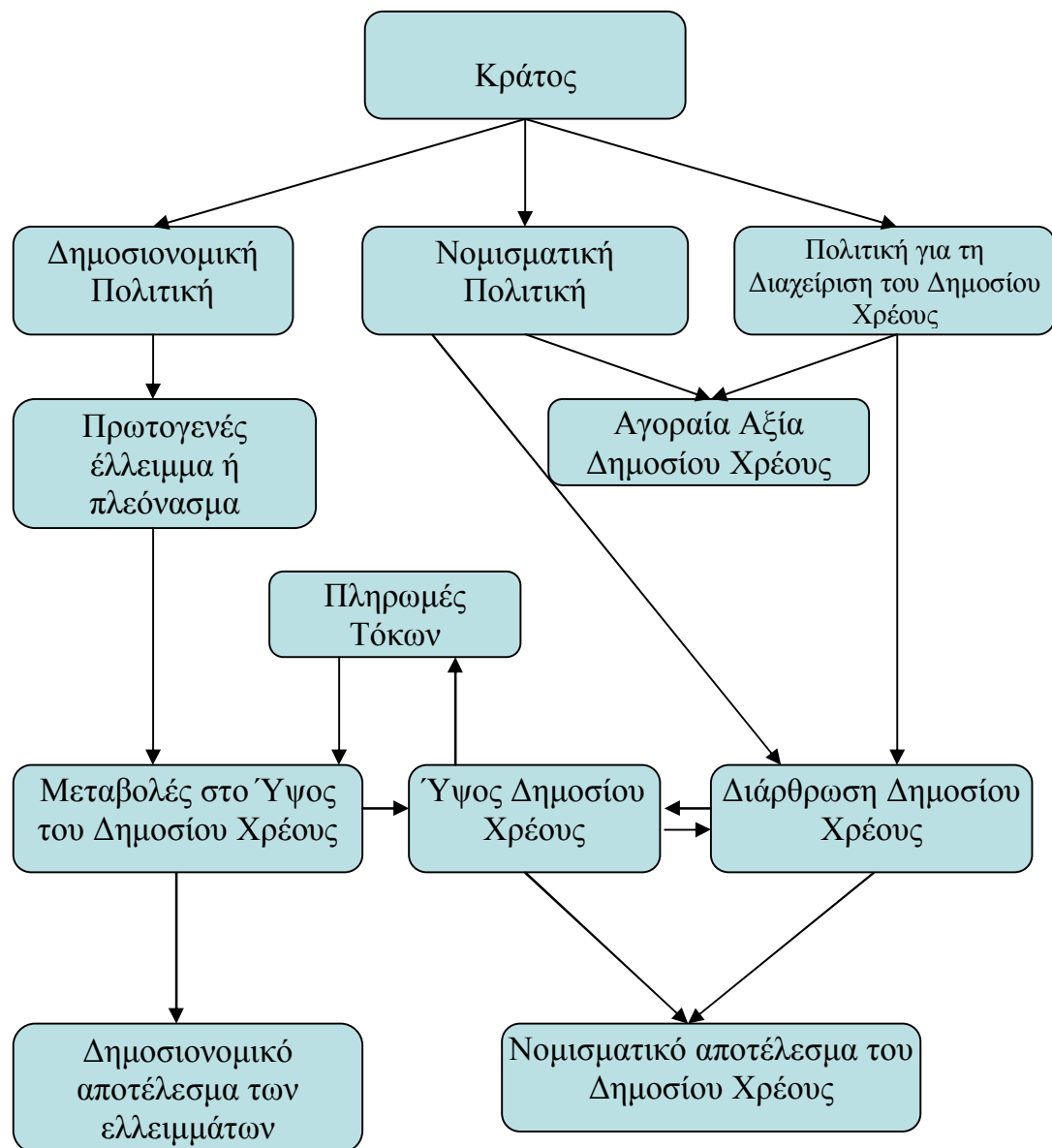
### **3) Δημοσιονομική πολιτική, Νομισματική πολιτική και πολιτική για τη διαχείριση του Δημοσίου Χρέους**

Σε ένα υπόδειγμα συνολικής κλίμακας της οικονομίας είναι αδύνατον να απομονώσει κανείς την νομισματική πολιτική από την δημοσιονομική πολιτική, αλλά και από την πολιτική για την διαχείριση του δημοσίου χρέους. Σε ένα μακροοικονομικό υπόδειγμα αριστοποίησης των δημοσίων οικονομικών η αύξηση

των κρατικών δαπανών χρηματοδοτείται είτε από μια αύξηση των φόρων που προσδιορίζεται από την δημοσιονομική πολιτική, είτε από την αύξηση της προσφοράς χρήματος που καθορίζεται από την νομισματική πολιτική αλλά και από την έκδοση τίτλων που γίνεται από την δανειακή πολιτική, που αποτελεί μέρος της πολιτικής για την διαχείριση του δημοσίου χρέους.

Η πολιτική για τη διαχείριση του δημοσίου χρέους, καθώς και η δημοσιονομική και νομισματική πολιτική αποτελούν ένα ενιαίο εργαλείο στα χέρια του κράτους το οποίο χρησιμοποιείται για την επίτευξη των στόχων κοινωνικής ευημερίας που έχουν τεθεί. Αυτό μπορούμε να το δούμε πιο αναλυτικά στο παρακάτω διάγραμμα.

**Εικόνα 1**



Πηγή: Συργούδη Β, 2012



Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα οι αρχές που είναι υπεύθυνες για τη διαχείριση του δημοσίου χρέους, καθώς και οι νομισματικές αρχές (κεντρική τράπεζα) δεν είναι δυνατόν να επηρεάσουν το ρυθμό μεταβολής του δημοσίου χρέους. Αντίθετα είναι σε θέση να επηρεάσει τη μορφή που θα λάβει το επιπρόσθετο χρέος που δημιουργείται από τις δημοσιονομικές ανάγκες και να παρέμβει στην διάρθρωση του υφιστάμενου χρέους. Σύμφωνα με τον Tobin (1963) η πολιτική διαχείρισης του δημοσίου χρέους θα πρέπει να εφαρμόζεται παράλληλα με την νομισματική πολιτική για τον έλεγχο των πραγματικών μεγεθών της οικονομίας και θα ήταν λάθος και αδύνατον να αναλύονται ξεχωριστά.

Ένα κρίσιμο κομμάτι της πολιτικής για τη διαχείριση του δημοσίου χρέους είναι η αποσύνδεση της από τη νομισματική πολιτική. Τρανό παράδειγμα είναι χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης. Στις συγκεκριμένες χώρες έχει γίνει σαφής διαχωρισμός των νομισματικών και των δημοσιονομικών αρχών, καθώς η νομισματική πολιτική πραγματοποιείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, ενώ η δημοσιονομική αρχή κάθε χώρας είναι υπεύθυνη για την πολιτική διαχείρισης του δημοσίου χρέους. Έτσι έχει καταστεί δυνατός ο πλήρης διαχωρισμός των στόχων πολιτικής των διαφορετικών αρχών καθώς και ο διακριτός ρόλος τους. (Συνθήκη του Μάαστριχ 1992) Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα συμερίζεται τις δημοσιονομικές αρχές κάθε χώρας και αναπτύσσονται μηχανισμοί ανταλλαγής πληροφοριών για τις ανάγκες χρηματοδότησης της κάθε χώρας.

Μέχρι εδώ είδαμε ορισμένες πρακτικές για την διαχείριση του δημοσίου χρέους όπως αυτές πηγάζουν από την Ρικαρδιανή Ισοδυναμία και την θεωρία ουδετερότητας του δημοσίου χρέους. Όταν καταρρέουν οι αναγκαίες συνθήκες που θεμελιώνουν την αρχή της ουδετερότητας του δημοσίου χρέους βρίσκει ρόλο και πρακτική σημασία η διαχείριση των δομικών χαρακτηριστικών του χρέους. Στην συνέχεια θα δώσουμε βάση, στις αποφάσεις που αφορούν στην επιλογή των δομικών χαρακτηριστικών του δημοσίου χρέους όπως η επιλογή μεταξύ ονομαστικών και πραγματικών χρεογράφων, η επιλογή διάρκειας χρεογράφων κτλ.

#### **4) Πολιτική έκδοσης χρεογράφων**

Το πιο γνωστό και διαδεδομένο μέσο χρηματοδότησης των δημοσίων ελλειμμάτων είναι ο δανεισμός μέσω της έκδοσης ομολόγων και ειδικά ονομαστικών ομολόγων. Στις μέρες μας αυτά τα κρατικά χρεόγραφα παρέχονται σε μεγάλη ποικιλία, έτσι ώστε να αντικατοπτρίζουν τις ιδιαίτερες πολιτικές έκδοσης χρεογράφων των εκάστοτε κυβερνήσεων. Οι στόχοι οι οποίοι τίθενται από τις κυβερνήσεις στα αρμόδια όργανα διαχείρισης του δημοσίου χρέους είναι η ελαχιστοποίηση του κόστους δανεισμού και του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους, ελαχιστοποιώντας παράλληλα το ρίσκο ανάληψης αυτών των δανειακών υποχρεώσεων, ή η ελαχιστοποίηση του κόστους δανεισμού έχοντας ως δεδομένο το ρίσκο που είναι διατεθειμένες οι κυβερνήσεις να αναλάβουν. Από την μεριά των καταναλωτών και των επενδυτών, η ζήτηση διαφορετικών τύπων χρεογράφων αντικατοπτρίζει τις προτιμήσεις τους και αποκαλύπτει τον χαρακτήρα τους ανάλογα με το ρίσκο το οποίο επιθυμούν να αναλάβουν.

Ενδεικτικά της ποικιλίας των ονομαστικών ομολόγων που κυκλοφορούν, χωρίς να μπούμε σε λεπτομέρειες, είναι τα ονομαστικά ομόλογα με μηδενικό κουπόνι, όπου το συμφωνημένο επιτόκιο του ομολόγου πληρώνεται στη λήξη μαζί με την ονομαστική του αξία, τα ονομαστικά ομόλογα τα οποία πληρώνουν το κουπόνι σε τακτά χρονικά διαστήματα, όπως σε έξι μήνες ή ένα χρόνο, τα ονομαστικά ομόλογα με έναν ευρύ ορίζοντα διάρκειας που μπορεί να είναι από λίγες μέρες έως και τριάντα ή ακόμα και πενήντα χρόνια, τα ονομαστικά ομόλογα με δικαίωμα επαναγοράς ή όχι και πολλά ακόμη. (Τζίντζος, 2008)

Τα τελευταία χρόνια έχει αναπτυχθεί ένα μεγάλο εύρος χρηματοοικονομικών εργαλείων και χρεογράφων, καθώς και παραγώγων προϊόντων όπως οι ανταλλαγές επιτοκίων (interest rate swaps). Η ανάπτυξη αυτή οφείλεται στις τεχνολογικές εξελίξεις στις πρωτογενείς αλλά και στις δευτερογενείς αγορές ομολόγων με σκοπό να καλύψουν τις απαιτήσεις τόσο των δανειοληπτών όσο και των επενδυτών ενισχύοντας παράλληλα τα χαρακτηριστικά ολοκλήρωσης αλλά και ρευστότητας των αγορών αυτών. Ένα από τα πιο ραγδαία αυξανόμενα εργαλεία δημοσίου δανεισμού είναι τα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα. Πρόκειται για εξειδικευμένες εκδόσεις ομολόγων, τα οποία φέρουν μεν σταθερό επιτόκιο, αλλά προκειμένου να υπολογιστεί η αξία του τοκομεριδίου λαμβάνεται υπόψη μια μεταβαλλόμενη ονομαστική αξία. Έτσι χρησιμοποιείται κάποιος δείκτης με βάση τον οποίο αναπροσαρμόζεται η αξία

επί της οποίας εφαρμόζεται το σταθερό επιτόκιο. Τέτοιοι δείκτες μπορούν να είναι το γενικό επίπεδο τιμών ή ο δείκτης τιμών λιανικής κτλ. Σύμφωνα με τον Shiller (2003) το πρώτο γνωστό τιμαριθμοποιημένο ομόλογο εκδόθηκε το 1780 από την Massachusetts Bay Company. Ο Barro (1997) αναφέρει πως το Ηνωμένο Βασίλειο έκανε χρήση τιμαριθμοποιημένων ομολόγων τον δέκατο έβδομο και δέκατο όγδοο αιώνα για να χρηματοδοτήσει τα ελλείμματα του. Στη σύγχρονη εποχή τα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα χρησιμοποιήθηκαν το 1945 από την Φινλανδία και ακολούθησαν το Ισραήλ και η Ισλανδία το 1964. Αξίζει να σημειωθεί ότι η χρήση τους από την Ελλάδα έγινε το 2003. Κάθε χώρα που πραγματοποιεί δανεισμό με τιμαριθμοποιημένα ομόλογα ακολουθεί και διαφορετικό τρόπο διασύνδεσης του ομολόγου, όπως για παράδειγμα οι Ηνωμένες Πολιτείες συνδέουν την απόδοση με τον δείκτη τιμών καταναλωτή, το Ηνωμένο Βασίλειο με τον δείκτη τιμών λιανικής και η Αυστραλία με τον σταθμισμένο μέσο όρο των τιμών οκτώ μεγάλων πόλεων.

Τα ονομαστικά ομόλογα, δηλαδή αυτά που αναφέραμε ως σταθερής ονομαστικής απόδοσης, παρά την μεταστροφή πολλών χωρών στην έκδοση τιμαριθμοποιημένων ομολόγων, είναι μακράν το πιο συνηθισμένο χρεόγραφο που εκδίδουν οι κυβερνήσεις. Η χρήση τους έναντι των πραγματικών ομολόγων, δηλαδή αυτών που είναι συνδεδεμένα με τον πληθωρισμό, έχουν προβληματίσει κατά καιρούς τους οικονομολόγους. Από την μεριά του κράτους ο ρόλος του ονομαστικού χρέους ως μέσο απορρόφησης των μακροοικονομικών διαταραχών των τιμών στον κρατικό προϋπολογισμό είναι προφανής λόγω της σύνδεσης της πραγματικής του αξίας του με τον πληθωρισμό. Από την μεριά των επενδυτών όμως αυτό έχει αντίθετο αποτέλεσμα, καθώς θα μπορούσαν να προστατεύσουν τις αποδόσεις που λαμβάνουν έναντι του απροσδόκητου πληθωρισμού κρατώντας πραγματικά ομόλογα, των οποίων η απόδοση θα αυξάνονταν μαζί με ένα απροσδόκητο σοκ στις τιμές.

Όπως είναι φανερό η επιλογή ενός τύπου χρεογράφου έχει κάποια θετικά και κάποια αρνητικά στοιχεία για την οικονομία. Για παράδειγμα όπως αναφέραμε και προηγουμένως το Ηνωμένο Βασίλειο επέλεξε να εκδώσει χρεόγραφα συνδεδεμένα με το δείκτη τιμών λιανικής πώλησης. Η κυβέρνηση έλαβε υπόψη της τρία στοιχεία. Το πρώτο στοιχείο ήταν η ελαχιστοποίηση του πληθωριστικού ρίσκου στον προϋπολογισμό της κυβέρνησης, σταθεροποιώντας το πραγματικό κόστος δανεισμού. Το δεύτερο στοιχείο ήταν η σταθερή πραγματική απόδοση και η ελαχιστοποίηση του ρίσκου του πληθωρισμού για τους επενδυτές, γεγονός που θα μπορούσε να βοηθήσει την κυβέρνηση εάν οι επενδυτές ήταν πρόθυμοι να πληρώσουν ένα αντίτιμο για την

παρεχόμενη σε αυτούς ασφάλεια. Τέλος το τρίτο στοιχείο ήταν η μείωση του κινήτρου της κυβέρνησης να μειώσει το πραγματικό μέγεθος του χρέους προκαλώντας μη προσδόκιμο πληθωρισμό. Έτσι αυτό μπορούσε να βοηθήσει την κυβέρνηση να αυξήσει την αξιοπιστία της στάσης της έναντι του πληθωρισμού.

Ο Fisher το 1982 επικαλέστηκε αυτή τη δυνατότητα που έχουν οι κυβερνήσεις, δηλαδή να επηρεάσουν ή καλύτερα να αυξήσουν απροσδόκητα τον πληθωρισμό, πάνω από τις προσδοκίες που έχουν σχηματίσει οι επενδυτές, με σκοπό να μειώσουν την πραγματική αξία των ονομαστικών χρεογράφων αλλά και το κόστος εξυπηρέτησής τους. Εκείνη την περίοδο ελάχιστα χρεόγραφα σε διεθνές επίπεδο ήταν συνδεδεμένα με το γενικό επίπεδο τιμών και οι οικονομολόγοι προσπαθούσαν να ερμηνεύσουν γιατί το κυρίαρχο μέσο δανεισμού ήταν τα ονομαστικά χρεόγραφα. Ο Fisher πίστευε πως οι κυβερνήσεις επιθυμούν να έχουν ονομαστικό χρέος ώστε σε άσχημες περιόδους όπως πόλεμους, να μπορούν να αντισταθμίσουν τα ελλείμματα μειώνοντας την αξία και το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους. Σε τέτοιες ακραίες καταστάσεις όμως, αντί για αυτό το οποίο πίστευε ο Fisher, οι κυβερνήσεις χρηματοδοτούσαν τα ελλείμματα τους με αύξηση των φόρων ή αύξηση της κυκλοφορίας του χρήματος στην οικονομία και ακόμα σε κάποιες περιπτώσεις με άρνηση της αποπληρωμής του χρέους προς στους επενδυτές.

Έτσι αναπτύχτηκε το βασικότερο επιχείρημα υπέρ των τιμαριθμοποιημένων ομολόγων, μέσα από μια σειρά δοκιμών που γράφτηκαν από το 1983 έως το 1997. Ενδεικτικά αναφέρουμε των Barro και Gordon (1983), Lucas και Stokey (1983), Bohn (1988) και Missale και Blanchard (1994). Το επιχείρημα ήταν πως η ύπαρξη τιμαριθμοποιημένων ομολόγων περιορίζει και μπορεί ακόμη και να εξαλείψει τον απροσδόκητο πληθωρισμό που δημιουργούν τα ονομαστικά χρεόγραφα. Οι Lucas και Stokey (1983) έδειξαν ότι υπάρχει κίνητρο για την κυβέρνηση να μειώσει την πραγματική αξία των ονομαστικών χρεογράφων αυξάνοντας το γενικό επίπεδο τιμών. Αυτή η δυνατότητα παύει μόνο όταν οι τιμές είναι αυστηρά προκαθορισμένες και στην περίπτωση που μπορεί να αποφευχθεί η στρεβλωτική φορολόγηση, δηλαδή μόνο εάν η φορολόγηση είναι εφάπαξ. Ο Bohn (1988) παρατηρεί πως οι υποθέσεις αυτές δεν μπορούν να είναι ρεαλιστικές και κατά συνέπεια σύμφωνα και με τους Lucas και Stokey το χρέος θα πρέπει να είναι πραγματικό. Αυτή η θεωρία όμως αποτυγχάνει να εξηγήσει γιατί ο συντριπτικός όγκος του χρέους σε όλες τις χώρες είναι σε ονομαστικά χρεόγραφα.

Ο Barro το 1995 και 1997 εξάγει την άριστη πολιτική του δημοσίου χρέους η οποία είναι υπέρ της έκδοσης των τιμαριθμοποιημένων ομολόγων. Το πλαίσιο στο οποίο στηρίζει το αποτέλεσμα του είναι το κλασσικό της φορολογικής εξομάλυνσης, όπου η κυβέρνηση θέλει να αποφύγει την μεταβολή των φορολογικών συντελεστών ενώ αντιμετωπίζει διαχρονικό πλάνο δημοσίων δαπανών χωρίς να αναγκάζεται να αναπροσαρμόσει τους φορολογικούς συντελεστές της, εκδίδει χρεόγραφα τα οποία είναι συνδεδεμένα με την πραγματοποιούμενη κάθε χρονική περίοδο δαπάνη της. Με λίγα λόγια αυτό το θεωρητικό χρεόγραφο αποδίδει λιγότερα όταν οι δαπάνες είναι υψηλότερες. Παρόλο όμως που δεν εκδίδονται τέτοια ομόλογα είναι σαφές ότι τίθεται ένα ζήτημα ηθικού κινδύνου από μια τέτοια έκδοση ομολόγων, καθώς η κυβέρνηση έχει κίνητρο να ξοδέψει περισσότερα από όσα θα έπρεπε ή δεν θα ήταν διατεθειμένη να περιορίσει τις σπατάλες. Επομένως ο Barro καταλήγει πως η άριστη πολιτική διαχείρισης του δημοσίου χρέους είναι η έκδοση τιμαριθμοποιημένου και μακροχρόνιου χρέους.

Στην σειρά των επιχειρημάτων υπέρ της έκδοσης πραγματικού χρέους έρχεται να προστεθεί και το επιχείρημα της σηματοδότησης (Signal extraction). Οι Campbell και Shiller (1996) υποστηρίζουν πως οι νομισματικές αρχές μπορούν να πάρουν δεδομένα από την αγορά του τιμαριθμοποιημένου χρέους και όλες τις πληροφορίες που προκύπτουν από την διασύνδεση των ομολόγων με το γενικό επίπεδο τιμών, έτσι ώστε να εμπλουτίσουν τις γνώσεις τους που θα τους βοηθήσουν στην εκτίμηση των προσδοκιών των επενδυτών για μελλοντικό πληθωρισμό. Όταν ανακοινώνεται η επερχόμενη έκδοση ομολογιακού δανείου δίνονται στην περιγραφή της στοιχεία όπως το ύψος της έκδοσης, το επιτόκιο, το οποίο είναι είτε ονομαστικό είτε τιμαριθμοποιημένο και η τιμή εκκίνησης της διαπραγμάτευσης. Τα δεδομένα αυτά αξιοποιούν οι επενδυτές ώστε να εκτιμήσουν την αξία του ομολόγου και να αποφασίσουν σε ποια τιμή τους συμφέρει να αγοράσουν. Κάπως έτσι πραγματοποιείται η διαπραγμάτευση μεταξύ επενδυτών και κράτους μέχρι να συμφωνήσουν στην τιμή του ομολόγου.

Αυτές ακριβώς τις πληροφορίες αξιοποίησε ο Campbell το 1977 όταν πραγματοποίησε προβλέψεις για το μελλοντικό πληθωρισμό του Ηνωμένου Βασιλείου. Αυτό που παρατήρησε είναι ότι τα αποτελέσματα των προβλέψεων του βελτιώθηκαν σημαντικά χρησιμοποιώντας πληροφορίες και από τα δυο χρεόγραφα, έναντι της περίπτωσης όπου χρησιμοποίησε τις αποδόσεις μόνο του ονομαστικού χρεογράφου. Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξαν και οι Breedon και Chadha (1997), οι

οποίοι είδαν τις προβλέψεις τους για τον πληθωρισμό να βελτιώνονται, όταν επιπρόσθετα με την πληροφορία των ονομαστικών ομολόγων χρησιμοποίησαν και την πληροφορία των πραγματικών ομολόγων. Έτσι θα μπορούσαμε να πούμε πως το επιχείρημα του signal extraction για το μελλοντικό πληθωρισμό ως εργαλείο των νομισματικών αρχών αλλά και των δημοσιονομικών αρχών εμφανίζει να έχει ικανοποιητική υποστήριξη ώστε να ωθήσει τους περισσότερους φορείς της διαχείρισης του δημοσίου χρέους να πραγματοποιήσουν εκδόσεις πραγματικών ομολόγων και να στηρίξουν την λειτουργία αντίστοιχων αγορών χρεογράφων.

Στην συγκεκριμένη ενότητα είδαμε τα βασικά επιχειρήματα υπέρ των ονομαστικών και των πραγματικών χρεογράφων. Αυτό το οποίο μπορούμε να εξάγουμε ως γενικό συμπέρασμα είναι πως το άριστο χαρτοφυλάκιο δημοσίου χρέους πρέπει να περιλαμβάνει και τους δυο τύπους χρεογράφων. Επίσης το άριστο χαρτοφυλάκιο κάθε χώρας δεν μπορεί να είναι άριστο για κάθε οικονομία, καθώς οι οικονομικές και οι θεσμικές δομές διαφέρουν από χώρα σε χώρα. Επιπλέον το άριστο χαρτοφυλάκιο σχετίζεται με τους ιδιαίτερους στόχους μακροοικονομικής πολιτικής και στρατηγικής που θέτει η εκάστοτε δημοσιονομική αρχή. Αν αυτοί οι στόχοι καθοριστούν και διασαφηνιστούν τα θεωρητικά και εμπειρικά εργαλεία είναι ανεπτυγμένα σε ικανοποιητικό βαθμό για να ενισχύσουν τις αποφάσεις και το έργο των φορέων διαχείρισης του δημοσίου χρέους στην ποσοτική επιλογή της δομής του χρέους. Στην ενότητα που ακολουθεί αναλύεται ένα ακόμα κρίσιμο ζήτημα της διαχείρισης του δημοσίου χρέους που είναι η διάρκεια.

## **5) Πολιτική της άριστης χρονικής διάρκειας των χρεογράφων**

Ένα από τα πιο βασικά χαρακτηριστικά των ομολόγων είναι ο χρόνος ή αλλιώς η διάρκεια της συμφωνίας που συνάπτει ο δανειολήπτης με το δανειοδότη για την αποπληρωμή του δανείου. Αντιμετωπίζοντας το ζήτημα της διαχείρισης του δημοσίου χρέους σε μακροοικονομικό επίπεδο, η έννοια διάρκεια ή ωρίμανση διαφοροποιείται από αυτήν του ομολόγου. Οι Alesina, Prati και Tabellini (1990), ορίζουν την διάρκεια ως το ποσό του χρέους που ωριμάζει σε κάθε περίοδο. Οι Missale και Blanchard (1994) ορίζουν ως αποτελεσματική διάρκεια το αποτέλεσμα μιας απροσδόκητης μεταβολής του πληθωρισμού στην πραγματική αξία του χρέους. Ο Barro (1997) με τη σειρά του, αντιλαμβάνεται το βραχυχρόνιο χρέος όχι σε σχέση με την ημερομηνία ωρίμανσης του, αλλά με τον βαθμό ευαισθησίας του κόστους εξυπηρέτησης σε διακυμάνσεις των βραχυχρόνιων πραγματικών επιτοκίων.

Η μεταβλητή η οποία απασχολεί περισσότερο τους οικονομολόγους είναι η μέση διάρκεια του δημοσίου χρέους, καθώς αυτό το στατιστικό στοιχείο εμπεριέχει πληροφορίες για το ρίσκο του χρέους. Όσο μικρότερη η μέση διάρκεια, τόσο μεγαλύτερος είναι ο όγκος του χρέους που ωριμάζει κάθε περίοδο και άρα τόσο μεγαλύτερος ο όγκος του νέου δανείου για την αναχρηματοδότηση αυτού που ωριμάζει. Γενικά η μέση διάρκεια του δημοσίου χρέους είναι ένας δείκτης του αποτελέσματος των αλλαγών των πραγματικών επιτοκίων στο συνολικό χρέος. Επιπλέον μας παρέχει πληροφορίες για την ευαισθησία της πραγματικής αξίας του ονομαστικού χρέους σε αλλαγές των πραγματικών επιτοκίων.

Η έκδοση βραχυχρόνιου χρέους είναι φθηνότερη μέθοδος χρηματοδότησης των δημοσιονομικών αναγκών από ότι η έκδοση μακροχρόνιου χρέους, εάν φυσικά η εξέλιξη των επιτοκίων εξελιχθεί ομαλά. Οι Campbell και Shiller (1996) σε μια βραχυχρόνια στρατηγική μείωσης του κόστους, αναφέρουν ότι η άριστη πολιτική έκδοσης δημοσίου χρέους συνίσταται από μια μεγαλύτερη από την απαραίτητη έκδοση βραχυχρόνιου χρέους, με το υπόλοιπο να επενδύεται στην αγορά των equity. Στον αντίποδα αυτής της πολιτικής η οποία είναι υπέρ της έκδοσης βραχυπρόθεσμου χρέους βρίσκεται το επιχείρημα του ρίσκου αναχρηματοδότησης. Η συχνή αναχρηματοδότηση που οφείλεται στην βραχεία διάρκεια των εκδόσεων των τίτλων, εμπεριέχει ένα υψηλότερο ρίσκο για χρηματοδότηση του χρέους σε υψηλότερα επιτόκια. Αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση της μεταβλητότητας του

προϋπολογισμού με τις λογικές συνέπειες στους φορολογικούς συντελεστές και κατά συνέπεια στα νοικοκυριά.

Σε μια άλλη προσέγγιση, Missale και Blanchard (1994) προσπαθούν να εξηγήσουν την διαφορά μεταξύ χωρών αλλά και για μια χώρα διαχρονικά τις διαφορές στη διάρκεια του χρέους. Το σημαντικότερο στοιχείο που επηρεάζει την διάρκεια είναι το ύψος του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ. Ειδικά για χώρες που έχουν ξεπεράσει το 100% δείχνουν και εμπειρικά την αντίστροφη σχέση μεταξύ διάρκειας και του ύψους του δημοσίου χρέους. Έτσι με πολύ απλά λόγια το υψηλό δημόσιο χρέος μεγάλης διάρκειας, δίνει ένα επιπλέον κίνητρο σε μια κυβέρνηση να προβεί σε απροσδόκητη αύξηση του πληθωρισμού για να μειώσει την πραγματική του αξία. Επομένως οι επενδυτές θα προτιμούσαν να επενδύσουν σε βραχυχρόνιο χρέος για να μειώσουν το ρίσκο τους και το κίνητρο της κυβέρνησης. Σε αντίθεση με τους Missale και Blanchard, ο De Haan (1995) βρίσκει ένα αντίστροφο αποτέλεσμα και υποστηρίζει πως μια αύξηση του δημοσίου χρέους είναι πιθανόν να πιέσει τους διαχειριστές του δημοσίου χρέους να αυξήσουν την διάρκεια του προκειμένου να αποφευχθεί μια «κρίση εμπιστοσύνης». Σε ενδιάμεση θέση με τους προηγούμενους συγγραφείς είναι η θέση των Drudi και Giordano (2000), οι οποίοι δείχνουν πως υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ διάρκειας και ύψους του δημοσίου χρέους όταν αυτό είναι χαμηλό ή ιδιαίτερα υψηλό. Στο υπόδειγμα τους υπάρχουν στοιχεία όπως η δυνατότητα πρόκλησης απροσδόκητου πληθωρισμού, ο κίνδυνος μη αποπληρωμής του χρέους, όταν το χρέος είναι ιδιαίτερα υψηλό και ανάλογα μεγεθύνεται και το επιτόκιο και το ρίσκο αναχρηματοδότησης. Το αποτέλεσμα της έρευνας τους είναι ότι όταν το χρέος είναι χαμηλό και αυξάνεται κυριαρχεί η αβεβαιότητα του απροσδόκητου πληθωρισμού ή όταν το χρέος είναι πολύ υψηλό κυριαρχεί ο κίνδυνος μη αποπληρωμής του καθιστώντας την έκδοση μακροχρόνιου χρέους δυσκολότερη. Έτσι αποδεικνύουν πως σε αυτά τα επίπεδα χρέους η σχέση της διάρκειας με το ύψος του χρέους είναι αντίστροφη. Σε ενδιάμεσα επίπεδα χρέους όμως αυτό που κυριαρχεί και καθορίζει τη θετική σχέση διάρκειας και ύψους του χρέους είναι ο κίνδυνος αναχρηματοδότησης, ο οποίος για να μειωθεί, οι αρχές διαχείρισης του δημοσίου χρέους αυξάνουν τον χρόνο ωρίμανσης του.

Το 1997 η Miller αναδεικνύει πως η βραχυχρόνια διάρκεια των ομολόγων μπορεί να είναι ένα σημάδι πολιτικής αστάθειας σε μια χώρα. Στο υπόδειγμα της, ο μηχανισμός που καθίστα βέλτιστη την έκδοση βραχυπρόθεσμων ομολόγων έναντι μέσο-μακροπρόθεσμων είναι ο ακόλουθος. Η πολιτική αστάθεια προκαλεί



αβεβαιότητα για τον μελλοντικό πληθωρισμό. Αυτή η αβεβαιότητα επηρεάζει και αποτυπώνεται στα υψηλότερα επιτόκια. Έτσι ο δανεισμός της κυβέρνησης καθίσταται ασύμφορος παρά μόνο σε βραχυχρόνιες εκδόσεις τίτλων, οι οποίοι με την σειρά τους συντελούν και στην συνολική μείωση της διάρκειας του χρέους.

Ο Angeletos (2002) έδειξε πως υπάρχει μια άριστη δομή ωρίμανσης του δημοσίου χρέους των ονομαστικών χρεογράφων, τέτοια ώστε να μπορεί να αναπαράγει πλήρως τις διακυμάνσεις στην απόδοση των θεωρητικών χρεογράφων που είναι άμεσα συνδεδεμένα με τα στοχαστικά σοκ που επηρεάζουν τα μακροοικονομικά μεγέθη. Πάνω σε αυτό το σκεπτικό κινήθηκε και ο Missale (1997) ο οποίος αναφέρει πως εάν τα μακροοικονομικά σοκ στον προϋπολογισμό συσχετίζονται και με ανάλογες αλλαγές της καμπύλης αποδόσεων, τότε το προφίλ ωρίμανσης του δημοσίου χρέους μπορεί εάν είναι κατάλληλα σχεδιασμένο να απορροφήσει αυτές τις διακυμάνσεις ώστε να περιοριστούν οι φορολογικές αναπροσαρμογές. Επίσης τονίζει πως είναι σημαντικό να αντιληφτούμε πως οι απροσδόκητες αλλαγές των αποδόσεων που γίνονται αντιληπτές κατά την ωρίμανση μπορεί να οφείλονται είτε σε μεταβολές των επιτοκίων, των πραγματικών επιτοκίων ή λόγω αναπροσδιορισμού του απροσδόκητου πληθωρισμού. Δηλαδή στην πρώτη περίπτωση μεταβάλλονται τα πραγματικά μεγέθη της οικονομίας, ενώ στην δεύτερη τα ονομαστικά. Με βάση το πραγματικό επιτόκιο είναι δυνατόν να εκτιμήσουμε παρούσες αξίες μελλοντικών ροών που εισέρχονται στον προϋπολογισμό. Έτσι μια απροσδόκητη μεταβολή των πραγματικών επιτοκίων αλλάζει την καθαρά παρούσα αξία των μελλοντικών φόρων και των μελλοντικών κυβερνητικών δαπανών, οδηγώντας τον προϋπολογισμό σε σημαντικές ανισορροπίες. Με βάση αυτό το πλαίσιο σκέψης ο Missale (1997) αναπτύσσει το παρακάτω παράδειγμα για να αναδείξει τον ρόλο του χρόνου ωρίμανσης του χρέους. Η επίδραση μιας απροσδόκητης μεταβολής των πραγματικών επιτοκίων σε μια οικονομία εκφρασμένη σε πραγματικούς όρους στον προϋπολογισμό, εξαρτάται από τον συγχρονισμό των πρωτογενών αρνητικών ελλειμμάτων με την ωρίμανση κάποιων εκδόσεων του συνολικού χρέους. Στη πολύ ειδική περίπτωση όπου την κάθε χρονική περίοδο ωριμάζει ακριβώς μια τέτοια ποσότητα χρέους έτσι ώστε ο προϋπολογισμός έρχεται σε ισορροπία, τότε προφανώς οι μεταβολές των πραγματικών επιτοκίων δεν θα έχουν κανένα αποτέλεσμα στην παρούσα αξία των δυο ποσοτήτων. Έτσι σε περίπτωση μιας απροσδόκητης αύξησης των πραγματικών επιτοκίων σε μια περίοδο όπου το χρέος που ωριμάζει υπερκαλύπτει το πρωτογενές πλεόνασμα, σημαίνει θα επιφέρει αρνητικό αντίκτυπο στον προϋπολογισμό της κυβέρνησης. Αυτό σημαίνει

πως υπάρχει ισχυρό κίνητρο για μακροχρόνιο χρέος, καθώς όσο πιο μικρή η διάρκεια του τόσο μεγαλύτερη η δυσμενής επίδραση στον προϋπολογισμό της κυβέρνησης από μια αύξηση των επιτοκίων. Για παράδειγμα αν υποθέσουμε πως το χρέος ωριμάζει ανά δυο έτη και πρέπει να το αναχρηματοδοτήσουμε με νέο, ενώ τα προγραμματισμένα πρωτογενή υπόλοιπα είναι ανά τρία ή περισσότερα έτη και αν ακόμη υποθέσουμε πως γίνεται μια συνεχής μετατόπιση της καμπύλης των αποδόσεων, τότε η καθαρά παρούσα θέση της κυβέρνησης θα είναι αρνητική. Αυτό σημαίνει πως όσο συχνότερα αναχρηματοδοτείται το χρέος τόσο θα επιδεινώνεται η καθαρά παρούσα θέση της κυβέρνησης.

Αυτή ίσως είναι και η πιο απλή περίπτωση όπου η αύξηση των περιόδων ωρίμανσης του χρέους, υπερτερεί έναντι της μείωσης. Είναι σημαντικό να υπενθυμίσουμε ότι αυτή η πολιτική της αύξησης του χρόνου ωρίμανσης του χρέους εντάσσεται στα πλαίσια ελαχιστοποίησης του ρίσκου και μάλιστα όταν οι διακυμάνσεις πραγματοποιούνται μόνο στα πραγματικά επιτόκια, χωρίς αυτές να συσχετίζονται με άλλα μακροοικονομικά μεγέθη όπως για παράδειγμα την κατανάλωση. Ο Barro (1995) πραγματοποίησε ένα υπόδειγμα στο οποίο περιλαμβάνει τις παραπάνω παραδοχές και εισάγει και το κόστος της στρεβλωτικής φορολόγησης. Έτσι σύμφωνα με τον Barro οι δυσμενείς μεταβολές των πραγματικών επιτοκίων επηρεάζουν την καθαρή παρούσα αξία των εισροών και εκροών του διαχρονικού προϋπολογισμού της κυβέρνησης, ο οποίος για να έρθει σε μηδενική καθαρή παρούσα θέση θα πρέπει να μεταβάλει αναλόγως τους φορολογικούς συντελεστές, το οποίο θα προκαλέσει στρεβλώσεις. Έτσι ο Barro (1995) με αυτό του το υπόδειγμα επιχειρηματολογεί υπέρ της έκδοσης μακροχρόνιου χρέους και εισάγει την ιδέα πως τα ομόλογα μεγάλης διάρκειας μειώνουν το ρίσκο αναχρηματοδότησης.

Όμως με ένα ακόμα πιο απλό παράδειγμα μπορούμε να ισχυριστούμε και το αντίθετο. Εάν υποθέσουμε ένα πεπερασμένο χρονικό ορίζοντα σχεδιασμού, ίσο με την πραγματική χρονική διάρκεια ενός μακροχρόνιου ομολόγου, τότε στο πέρας αυτού του διαστήματος, στην μοναδική αναχρηματοδότηση του χρέους είναι δεδομένο πως θα υπάρχει είτε ένα όφελος είτε ένα κόστος, ανάλογα με την συγκυρία της στοχαστικής εξέλιξης των πραγματικών επιτοκίων. Αν όμως υποθέσουμε πως η στοχαστική διαταραχή των πραγματικών επιτοκίων είναι ένας «λευκός θόρυβος» και πως σε αυτό το διάστημα πραγματοποιήσαμε πολλές αναχρηματοδοτήσεις, δηλαδή επιλέξουμε μια μικρή χρονική διάρκεια, τότε αθροιστικά στο τέλος της περιόδου αναμένουμε πως τα οφέλη και τα κόστη θα έχουν ισορροπήσει. Το προαναφερθέν

παράδειγμα είναι μια απλούστευση που δεν έχει σαν σκοπό να προτείνει τη μείωση της διάρκειας του χρέους, αλλά να τονίσει πως η στοχαστική φύση της διαταραχής έχει σημασία. Ένα μακροοικονομικό σοκ δεν επηρεάζει μόνο την απόδοση των πραγματικών επιτοκίων, αλλά και το επίπεδο της κατανάλωσης και επομένως τα έσοδα της κυβέρνησης. Έτσι ο Barro (1995) στο άρθρο του ανέφερε πως αν το μακροχρόνιο χρέος συνδεθεί θετικά με την κατανάλωση ή το προϊόν τότε μπορεί να επιτευχτεί πλήρη φορολογική εξομάλυνση. Παρόλα αυτά ο Gale (1990) με μια επιχειρηματολογία την οποία αναπτύσσει, καταλήγει σε αντίθετο αποτέλεσμα από αυτό του Barro, τονίζοντας πως το βραχύ χρέος μπορεί να συντηρήσει ακυκλικούς φορολογικούς συντελεστές.

Ο Missale (1997) τοποθετείται για την διάρκεια των ονομαστικών χρεογράφων όταν η στοχαστικότητα βρίσκεται στο γενικό επίπεδο τιμών. Έτσι η επιλογή διάρκειας των ονομαστικών χρεογράφων εξαρτάται από την στοχαστική συσχέτιση του γενικού επιπέδου τιμών με τη δημόσια κατανάλωση και τα δημόσια έσοδα. Βάσει αυτής της σχέσης υπάρχει τέτοια δομή της διάρκειας των ομολόγων, ώστε να ωριμάζει η κατάλληλη ποσότητα την κάθε περίοδο και να καθίσταται δυνατή η φορολογική εξομάλυνση. Για παράδειγμα αναφέρει, πως αν η οικονομία δεχτεί ένα σοκ παραγωγικότητας και ένα σοκ δημοσίων δαπανών τα οποία οδηγούν στον ανάλογο πληθωρισμό μια μακρά διάρκεια ονομαστικού χρέους είναι πιο επιθυμητή από μια βραχεία. Ωστόσο σημειώνει πως η άριστη δομή του δημοσίου χρέους δεν μπορεί να είναι τόσο ξεκάθαρη καθώς εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, όχι μόνο από το ύψος του δημοσίου χρέους, αλλά και από τον πληθωρισμό και την εμμονή του που προκύπτει από τα σοκ στις μεταβλητές που επηρεάζουν τον προϋπολογισμό και τον πληθωρισμό.

Με σκοπό να μελετήσουν την άριστη πολιτική έκδοσης δημοσίου χρέους, οι Calvo και Guidotti (1990), αναπτύσσουν ένα υπόδειγμα τριών περιόδων με ονομαστικό χρέος, λαμβάνοντας υπόψη τους το ρίσκο αναχρηματοδότησης, την άριστη φορολόγηση και την δυνατότητα έμμεσης φορολόγησης από την πρόκληση απροσδόκητου πληθωρισμού και τη μείωση της αξίας του ονομαστικού χρέους. Έτσι μας δείχνουν πως είναι προτιμότερη η έκδοση ονομαστικού χρέους το οποίο ωριμάζει σε δυο περιόδους από το να εκδίδεται ονομαστικό χρέος μιας περιόδου και να αναχρηματοδοτείται την επόμενη. Αυτό συμβαίνει γιατί το χρέος της μιας περιόδου αποτελεί φορολογική βάση μόνο για μια περίοδο, τη δεύτερη περίοδο, ενώ το χρέος των δυο περιόδων δίνει την δυνατότητα στην κυβέρνηση να μείωση την αξία του δυο

φορές, τη δεύτερη και την τρίτη περίοδο, φυσικά ανάλογα πάντα με την στοχαστική πραγματοποίηση της δημόσιας επένδυσης.

Μια ακραία περίπτωση αλλά πιθανή και ιστορικά επαναλαμβανόμενη σε διαφορετικές περιπτώσεις, είναι η άρνηση ανάληψης των υποχρεώσεων της κυβέρνησης έναντι των δανειοδοτών της. Δηλαδή η άρνηση αποπληρωμής του χρέους που οδηγεί μια χώρα σε κατάσταση χρεοκοπίας (default). Αυτό μπορεί να συμβεί αν το χρέος έχει βραχεία διάρκεια και οι ποσότητες που ωριμάζουν την κάθε περίοδο διαφέρουν κατά πολύ σε μέγεθος. Τότε ανακύπτει το ρίσκο σε κάποια περίοδο το χρέος να μην είναι δυνατό να αναχρηματοδοτηθεί. Έτσι η κυβέρνηση αναλαμβάνει να εξυπηρετήσει το χρέος αναχρηματοδοτώντας το με αύξηση των φόρων για όσο το κόστος αυτής της αύξησης τους είναι μικρότερο από το κόστος να μην δεχτεί την ανάληψη των υποχρεώσεων της έναντι των δανειοδοτών της, το οποίο φυσικά και περιλαμβάνει και την μελλοντική δυσκολία να δανειστεί ξανά.

Μέχρι τώρα είδαμε πως η επιλογή των χαρακτηριστικών των χρεογράφων, και γενικότερα η δομή του δημοσίου χρέους, όπως η διάρκεια του χρέους, έχει να παίζει καθοριστικό ρόλο στην επιτυχία της επίτευξης των στόχων των διαχειριστών του δημοσίου χρέους. Όπως μπορούμε να διαπιστώσουμε από εκθέσεις διαφόρων διεθνών φορέων και οργανισμών οι στόχοι αφορούν κυρίως την μείωση του κόστους και του ρίσκου. Στην επόμενη ενότητα θα αναδείξουμε τα κύρια στοιχεία της πολιτικής ελαχιστοποίησης κόστους και ρίσκου.

## **6) Πολιτική ελαχιστοποίησης κόστους-ρίσκου**

Σε διάφορες εκθέσεις χωρών αλλά και σε εκθέσεις του ΔΝΤ και της Παγκόσμιας Τράπεζας, ο βασικός στόχος που θέτουν οι δημοσιονομικές αρχές προς τους εκάστοτε διαχειριστές του δημοσίου χρέους είναι ελαχιστοποίηση του κόστους. Η επίτευξη της ελαχιστοποίησης του κόστους έχει σαν άμεσο αποτέλεσμα την εξοικονόμηση πόρων οι οποίοι μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε προγράμματα κοινωνικής πολιτικής, σε περιορισμό της φορολόγησης και σε προγράμματα δημόσιων επενδύσεων σε έργα υποδομής. Όλα αυτά έχουν σαν στόχο την βελτίωση της ευημερίας των πολιτών. Επίσης σε κάποιες περιπτώσεις οι πόροι που εξοικονομούνται από την ελαχιστοποίηση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους επενδύονται σε χρηματοοικονομικά εργαλεία τα οποία έχουν σαν στόχο την διαχρονική φορολογική εξομάλυνση και την ενίσχυση της ρευστότητας των αγορών. Για τις χώρες που αντιμετωπίζουν μεγάλο πρόβλημα χρέους και ελλειμμάτων, η πολιτική ελαχιστοποίησης του κόστους αποκτά νευραλγική σημασία για τις δημοσιονομικές αρχές και βοηθάει στην συγκράτηση των ελλειμμάτων αλλά και στην διατήρηση του επιπέδου του χρέους. Μάλιστα πολλές φορές, τα μακροοικονομικά δεδομένα είναι τόσο πειστικά για τις δημοσιονομικές αρχές, έτσι ώστε αυτές να υποχρεούνται να αναλάβουν και να σχηματίσουν χαρτοφυλάκια μεγάλου ρίσκου προκειμένου να μειώσουν το κόστος. Έτσι λοιπόν είναι εφικτό να επιτευχτεί μια μείωση του κόστους του χρέους ακολουθώντας μια μέσο-βραχυπρόθεσμη πολιτική, η οποία περιλαμβάνει χρεόγραφα τα οποία δεν μπορούν ταυτόχρονα να επιτύχουν και την προστασία του προϋπολογισμού έναντι κάποιων μακροοικονομικών διαταραχών.

Για να μπορέσουμε να κατανοήσουμε καλύτερα τα προηγούμενα θα δώσουμε ένα απλό παράδειγμα. Έστω ότι σε μια χώρα παρουσιάζεται μια πτώση της γενικής οικονομικής δραστηριότητας. Αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα η κυβέρνηση να απολέσει σημαντικά φορολογικά έσοδα. Αν αυτή η πτώση της οικονομικής δραστηριότητας οφείλεται σε μια απροσδόκητη μεταβολή του γενικού επιπέδου τιμών, η οποία λόγου χάρη θα μπορούσε να οφείλεται σε μια εξωγενή αύξηση της τιμής του πετρελαίου, τότε η επίδραση αυτής της συγκυρίας στον προϋπολογισμό θα εξαρτάται από την τρέχουσα δομή του χρέους. Επομένως μπορούν να συμβούν μια από τις ακόλουθες περιπτώσεις. Σε περίπτωση που το δημόσιο χρέος αποτελείται σε μεγαλύτερο βαθμό από ονομαστικά χρεόγραφα μεγάλης διάρκειας το αποτέλεσμα στον προϋπολογισμό θα είναι λιγότερο δυσμενές. Αυτό συμβαίνει γιατί με την

ταυτόχρονη μείωση των φορολογικών εσόδων μειώνεται και η πραγματική αξία του χρέους και συνεπώς το κόστος εξυπηρέτησης του. Έτσι το δυσμενές αποτέλεσμα στον προϋπολογισμό μετριάζεται. Στην περίπτωση όμως που η τρέχουσα δομή του δημοσίου χρέους έχει πραγματικά χαρακτηριστικά και δεν μεταβάλλεται η πραγματική του αξία, τότε έχουμε την πλήρη μετάβαση του μακροοικονομικού σοκ στον προϋπολογισμό. Επίσης στην περίπτωση που τα κυρίαρχα χρεόγραφα είναι ονομαστικά βραχείας διάρκειας, τα οποία έχουν επιλεγεί ως εργαλεία για την μείωση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους, σε μια ενδεχόμενη περίοδο με αύξουσα κλίση της καμπύλης αποδόσεων, η κυβέρνηση θα αναγκαστεί να εξοφλήσει το χρέος που ωριμάζει με νέο χρέος το οποίο θα αναλάβει με μεγαλύτερο επιτόκιο και συνεπώς με μεγαλύτερο κόστος.

Επομένως βλέπουμε πως το πρόβλημα της ελαχιστοποίησης του κόστους με το πρόβλημα της ελαχιστοποίησης του ρίσκου είναι δυο αλληλένδετες διαδικασίες. Από την μια η πολιτική ελαχιστοποίησης του κόστους, η οποία δεν λαμβάνει υπόψη της το ρίσκο, μπορεί να είναι αποτελεσματική βραχυπρόθεσμα, όμως αυτό συμβαίνει κυρίως συγκυριακά καθώς μακροπρόθεσμα ένα μακροοικονομικό σοκ όπως αυτό στο προηγούμενο παράδειγμα μπορεί να μην επιφέρει μείωση του κόστους αλλά αντίθετα αποτελέσματα. Από την άλλη μεριά μια πολιτική ελαχιστοποίησης του ρίσκου μπορεί να οδηγήσει και σε μείωση του κόστους σε έναν εύλογο χρονικό ορίζοντα.

Το ζήτημα της ελαχιστοποίησης του κόστους συνοψίζεται από τον Missale (1999) σε δυο βασικούς άξονες. Ο πρώτος άξονας επικεντρώνεται σε τεχνικά ζητήματα που αφορούν τις διαδικασίες διαπραγμάτευσης και αγοραπωλησίας τίτλων του δημοσίου στις πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές. Ο στόχος είναι δηλαδή η μείωση δυο εκ των premium που εμπεριέχονται στο συμφωνηθέν επιτόκιο των ομολόγων. Το ένα premium ή ασφάλιστρο είναι το κόστος που πληρώνει η κυβέρνηση ή ζητάει ο επενδυτής για την προστασία του από το ρίσκο της ρευστότητας και το άλλο έχει να κάνει με το γενικότερο ρίσκο της αβεβαιότητας για την πολιτική εκδόσεων και διαθέσεων των χρεογράφων. Αυτά τα δυο ασφάλιστρα σχετίζονται περισσότερο με την διαχειριστική πολιτική και όχι τόσο με την μακροοικονομική πολιτική. Το ΔΝΤ αλλά και η Παγκόσμια Τράπεζα αναλύοντας τις εκθέσεις των διαχειριστών δημοσίου χρέους αρκετών χωρών, συμφωνούν με την άποψη του Missale (1999), που λέει πως μπορούν να μειωθούν τα επιτόκια των ομολόγων, ενισχύοντας τη διαφάνεια και την προβλεψιμότητα της πολιτικής έκδοσης τίτλων δημοσίου, αλλά και βελτιώνοντας την ρευστότητα και αποτελεσματικότητα των δευτερογενών αγορών χρεογράφων,

εκδίδοντας ομόλογα τα οποία να μπορούν να αποτελούν ομόλογα αναφοράς και σύγκρισης, καθώς και με την ανάπτυξη αγορών χρηματοοικονομικών παραγώγων. Ο δεύτερος άξονας του Missale αφορά την ελαχιστοποίηση του κόστους με την έκδοση και συναλλαγή χρεογράφων των οποίων οι τιμές δεν αντικατοπτρίζουν την οπτική και την πληροφόρηση που διαθέτουν οι διαχειριστές του δημοσίου χρέους. Η βασική ιδέα είναι πως οι διαχειριστές του δημοσίου χρέους έχουν την δυνατότητα να προβλέψουν την εξέλιξη των επιτοκίων, του πληθωρισμού και των ισοτιμιών σε σχέση με τους επενδυτές, καθώς έχουν καλύτερη και έγκυρη πρόσβαση σε πληροφορίες που προκύπτουν από τις δημοσιονομικές αρχές.

Παρατηρώντας τις πρακτικές ελαχιστοποίησης του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους, διαπιστώνουμε πως το ενδιαφέρον μπορεί να επικεντρωθεί περισσότερο στην ελαχιστοποίηση του ρίσκου που φέρει το χαρτοφυλάκιο του δημοσίου χρέους. Όλες οι στρατηγικές ελαχιστοποίησης του κόστους που αναλαμβάνουν να διεκπεραιώσουν οι διαχειριστές του δημοσίου χρέους, έχουν σαν θεμελιώδη παράμετρο το φέρον ρίσκο της στρατηγικής αυτής. Έτσι στοχεύουν σε ένα δεδομένο επίπεδο ρίσκου ή στην ελαχιστοποίηση του. Αν δούμε την έννοια του κόστους με μια πιο ευρεία αντίληψη, χωρίς να το περιορίζουμε με το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους, και συμπεριλάβουμε για παράδειγμα το κόστος της απώλειας κοινωνικής ευημερίας από μια απροσδόκητη μεταβολή των φορολογικών συντελεστών που πρόεκυψε εξαιτίας μιας λανθασμένης διαχείρισης του δημοσίου χρέους, διαπιστώνουμε πως η ελαχιστοποίηση του ρίσκου είναι επί της ουσίας και ελαχιστοποίηση του κόστους.

Νωρίτερα είδαμε πως η επιλογή των δοκιμών χαρακτηριστικών του δημοσίου χρέους, ειδικά μεταξύ ονομαστικών και πραγματικών χρεογράφων και σχετικά με την διάρκεια του χρέους, κυρίως αφορούσε την ελαχιστοποίηση του ρίσκου για την προστασία του προϋπολογισμού. Σε αυτό το σημείο είναι σημαντικό να αναφέρουμε την πρόταση του Missale (1999) για τις ιδιότητες της δομής του χρέους. «Ο αντικειμενικός στόχος της ελαχιστοποίησης του ρίσκου απαιτεί χαμηλές αποδόσεις του χρέους σε καταστάσεις όπου το προϊόν είναι χαμηλότερο και η δημόσια δαπάνη υψηλότερη από τα αναμενόμενα, έτσι ώστε να αποφευχθούν υψηλοί φορολογικοί συντελεστές όταν συμβούν δυσμενή σοκ στο προϊόν ή στη δημόσια δαπάνη».

Η επιτυχία της στρατηγικής της ελαχιστοποίησης του ρίσκου του δημοσίου χρέους εξαρτάται από το κατά το πόσο είναι δυνατό να αναπαραχθούν από συμβατικά χρεόγραφα και από τα χαρακτηριστικά αυτών, οι συμπεριφορές των ομολόγων τα οποία είναι άμεσα και ρητά συνδεδεμένα με την κάθε στοχαστική διαταραχή που

μπορεί να πλήξει τον προϋπολογισμό. Έτσι η άριστη επιλογή των τύπων των χρεογράφων εξαρτάται και από το είδος των διαταραχών στα οποία είναι εκτεθειμένη η κάθε οικονομία και από την εμμονή τους στην οικονομική δραστηριότητα. Επομένως τα ονομαστικά ομόλογα προσφέρουν προστασία στον προϋπολογισμό όταν προκύπτουν διαταραχές στην μεριά της προσφοράς της οικονομίας, τα οποία οδηγούν σε χαμηλότερα από τα αναμενόμενα φορολογικά έσοδα και υψηλότερο από τον αναμενόμενο πληθωρισμό. Από την άλλη μεριά, όταν τα σοκ προκύπτουν από την μεριά της ζήτησης, τότε ο προϋπολογισμός προστατεύεται καλύτερα από την έκδοση πραγματικών ομολόγων, καθώς αυτά έχουν την ιδιότητα να κρατούν χαμηλά τις πραγματικές αποδόσεις τους όταν το εισόδημα υποχωρήσει κάτω των προσδοκιών. Επίσης όπως έδειξε ο Angeletos (2002) ένα προσεκτικά δομημένο προφίλ ωρίμανσης των ονομαστικών ομολόγων μπορεί να προστατεύσει τον προϋπολογισμό από ανάλογες διαταραχές.

Σε κάθε περίπτωση η ελαχιστοποίηση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί χωρίς να ληφθεί υπόψη το φέρον ρίσκο. Έτσι γίνεται κατανοητό πως η ελαχιστοποίηση του ρίσκου είναι επί της ουσίας μια ευρύτερη έννοια σε μακροχρόνιο ορίζοντα ελαχιστοποίησης του κόστους. Αυτό συμβαίνει επειδή αν μια πολιτική έκδοσης δημοσίου χρέους αποτύχει να θωρακίσει αποτελεσματικά τον προϋπολογισμό της κυβέρνησης από διάφορες εξωγενείς διαταραχές, τότε η αποτυχία αυτή θα οδηγήσει την κυβέρνηση σε κόστος από την αύξηση των φορολογικών συντελεστών ή σε νέο χρέος με υψηλότερα επιτόκια. Αυτό το οποίο μπορούμε να αντιληφτούμε είναι πως η διαχείριση του δημοσίου χρέους είναι περισσότερο προσανατολισμένη στην ελαχιστοποίηση του κόστους θέτοντας παράλληλα και όρια ρίσκου.



## **7) Διατηρησιμότητα του Δημοσίου Χρέους**

Τα δημοσιονομικά ελλείμματα αποτελούν έναν από τους πιο σημαντικούς δείκτες αξιολόγησης της οικονομίας σε εθνικό επίπεδο. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο τα δημοσιονομικά ελλείμματα έχουν κεντρίσει το ενδιαφέρον των οικονομολόγων αλλά και των πολιτικών. Οι αυξημένες δαπάνες μιας κυβέρνησης μπορούν να καλυφθούν είτε με αύξηση της φορολογίας είτε με δημόσιο δανεισμό. Ο δημόσιος δανεισμός μπορεί να καλυφθεί είτε με εγχώρια είτε με ξένα δανειακά κεφάλαια. Όμως ο συνεχής δανεισμός σε συνδυασμό με τα υψηλά ελλείμματα θα οδηγήσει σε συσσώρευση του χρέους. Αυτή η συσσώρευση του χρέους υποχρεώνει τις οικονομίες σε μια επιτακτική ανάγκη για δημοσιονομική πειθαρχία και έλεγχο του ελλείμματος. Για τον σκοπό αυτό στην οικονομική πολιτική χρησιμοποιείται συχνά ο όρος διατηρησιμότητα του χρέους. Ο ορισμός της διατηρησιμότητας του χρέους βασίζεται στην έννοια του διαχρονικού περιορισμού του προϋπολογισμού. Η παραβίαση αυτού του περιορισμού έχει σαν αποτέλεσμα μια μη-διατηρήσιμη δημοσιονομική πολιτική. Ο χρονικός ορίζοντας στον οποίο θα γίνει η εκτίμηση της διατηρησιμότητας του χρέους εξαρτάται κάθε φορά από τον σκοπό της εκτίμησης. Έτσι στην βραχυχρόνια περίοδο η εκτίμηση εξαρτάται από παράγοντες όπως το ύψος του χρέους και η αξία του νομίσματος, ενώ στην μακροχρόνια περίοδο ο χρονικός ορίζοντας θα πρέπει να είναι μεγαλύτερος για να εκτιμηθεί έτσι η επίδραση του προϋπολογισμού στις δεσμεύσεις της κυβέρνησης.

Κατά καιρούς πολλοί οικονομολόγοι ασχολήθηκαν με το θέμα της διατηρησιμότητας του χρέους. Ο καθένας προσέγγισε το θέμα και έδωσε την δική του ερμηνεία. Ο πιο ευρύς και αποδεκτός ορισμός της διατηρησιμότητας του δημοσίου χρέους (*ANT, 2002*) αναφέρει πως το δημόσιο χρέος είναι διατηρήσιμο όταν η κυβέρνηση μπορεί να συνεχίσει την εξυπηρέτηση του χωρίς να απαιτείται μια εξωπραγματική (από κοινωνική και πολιτική άποψη) προσαρμογή των μελλοντικών εσόδων (φόρων) ή των πρωτογενών δαπανών (χωρίς τόκους), δηλαδή το επίπεδο του χρέους θα πρέπει είναι τέτοιο που να επιτρέπει σε μια χώρα οφειλέτη να καλύψει τις τρέχουσες και μελλοντικές υποχρεώσεις εξυπηρέτησης του στο σύνολο τους, χωρίς την προσφυγή σε περαιτέρω ελάφρυνση ή αναδιάρθρωση του χρέους, αποφεύγοντας τη συσσώρευση καθυστερούμενων οφειλών, και το οποίο επιτρέπει ένα αποδεκτό επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης.

Όπως αναφέραμε και προηγουμένως δεν υπάρχει ένας συγκεκριμένος ορισμός της διατηρησιμότητας του χρέους καθώς είναι ένα πολύπλευρο θέμα, έτσι ο κάθε οικονομολόγος που ασχολήθηκε με αυτό το θέμα έδωσε τη δική του ερμηνεία. Έτσι σύμφωνα με την Quintos (1995), το ζήτημα της διατηρησιμότητας του χρέους αναφέρεται στο κατά πόσο η κυβέρνηση θα μπορέσει να λειτουργήσει επ' αόριστον υπό την τρέχουσα δημοσιονομική πολιτική, καθώς κάθε δημοσιονομική πολιτική περιορίζεται από την ανάγκη να χρηματοδοτεί το έλλειμμα όσο αυτό υφίσταται. Μόνον εάν μπορούσε η κυβέρνηση να δανειστεί χωρίς περιορισμούς και να χρηματοδοτεί τους τόκους επί του χρέους με νέο χρέος το έλλειμμα θα ήταν διατηρήσιμο. Όμως κάθε κυβέρνηση αντιμετωπίζει έναν περιορισμό όσον αφορά στο ύψος του δανεισμού. Έτσι η κυβέρνηση ισοσκελίζει διαχρονικά τον προϋπολογισμό της, θέτοντας την τρέχουσα αγοραία αξία του χρέους ίση με το άθροισμα των προσδοκώμενων προεξοφλημένων μελλοντικών πλεονασμάτων. Μια παραβίαση της ισορροπίας του διαχρονικού περιορισμού του προϋπολογισμού θα σήμαινε μη διατηρήσιμη δημοσιονομική πολιτική, διότι η τιμή του χρέους θα αυξάνονταν γρηγορότερα από τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας.

Λίγο αργότερα ο Cuddington (1996) προτείνει δυο εναλλακτικές προσεγγίσεις και ερμηνείες για την διατηρησιμότητα του δημοσίου χρέους. Η πρώτη αναφέρεται στην λογιστική προσέγγιση, σύμφωνα με την οποία το δημοσιονομικό έλλειμμα που δεν προκαλεί καμία μεταβολή στο λόγο χρέος προς ΑΕΠ είναι διατηρήσιμο. Η δεύτερη αναφέρεται στην προσέγγιση της παρούσας αξίας του περιορισμού και θεωρεί ότι η διατηρησιμότητα της δημοσιονομικής πολιτικής εξαρτάται εξολοκλήρου από το μέγεθος του χρέους που μπορεί να χρηματοδοτηθεί.

Το 2000 ο Afonso δίνει και αυτός την δική του ερμηνεία και υποστηρίζει ότι μια δημοσιονομική πολιτική είναι διατηρήσιμη όταν ικανοποιείται διαχρονικά ο περιορισμός του κρατικού προϋπολογισμού. Αυτό επιτυγχάνεται όταν η παρούσα αξία του χρέους, στο όριο, ισούται με το μηδέν. Όταν οι κυβερνητικές εισφορές δεν επαρκούν να καλύψουν τις δαπάνες, δημιουργείται έλλειμμα που οδηγεί σε μη διατηρήσιμη δημοσιονομική πολιτική και ως εκ τούτου απαιτούνται αλλαγές σε αυτήν. Στην συνέχεια οι Chalk και Hemming (2000) χρησιμοποίησαν την ερμηνεία του Afonso (2000) με σκοπό να καταφέρουν να εκτιμήσουν της διατηρήσιμες δημοσιονομικές πολιτικές από τις μη διατηρήσιμες. Η θεωρητική τους προσέγγιση βασίστηκε στο κατά πόσο η δημοσιονομική πολιτική μπορεί να συνεχιστεί στο μέλλον χωρίς να επηρεαστεί η φερεγγυότητα της κυβέρνησης.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (2002) θεωρεί τη διατηρησιμότητα του χρέους, ως μια κατάσταση στην οποία ο δανειζόμενος προσδοκά στην ικανότητα του να συνεχίσει να εξυπηρετεί το χρέος, χωρίς να προκαλέσει μεγάλες μελλοντικές διαρθρώσεις στην οικονομία, οι οποίες θα έχουν σαν αποτέλεσμα να διαταράξουν την ισορροπία του εισοδήματος και των δαπανών. Επίσης αναφέρει ότι καταστάσεις όπως η αναδιάρθρωση του χρέους τώρα ή στο μέλλον ή καταστάσεις όπου ο δανειζόμενος συνεχίζει να δανείζεται και συνεπώς συσσωρεύει το χρέος του με ρυθμό μεγαλύτερο από την ικανότητα του να το αποπληρώσει, δεν ανταποκρίνονται με την έννοια της διατηρησιμότητας τους χρέους. Επιπλέον δίνει έναν εναλλακτικό ορισμό της διατηρησιμότητας, σύμφωνα με τον οποίο θεωρεί ότι το χρέος είναι διατηρήσιμο, εάν ικανοποιείται η συνθήκη της φερεγγυότητας. Η συνθήκη της φερεγγυότητας επιτυγχάνεται όταν το μελλοντικό πλεόνασμα επαρκεί για την αποπληρωμή του χρέους. Επομένως η μελλοντική εξισορρόπηση του χρέους αποτελεί το σημαντικότερο συστατικό για μια διατηρήσιμη πολιτική. Όμως τα αποτελέσματα της ανάλυσης της διατηρησιμότητας του χρέους θα πρέπει να εξεταστούν με προσοχή επειδή η εκτίμηση της διατηρησιμότητας βασίζεται σε υποθέσεις που αφορούν την μελλοντική εξέλιξη του προϋπολογισμού, του προϊόντος, των επιτοκίων και του πληθωρισμού.

Ένας εναλλακτικός ορισμός της διατηρησιμότητας του χρέους, αναφέρεται στην ικανότητα της κυβέρνησης να πραγματοποιήσει τις υποσχέσεις της, όσον αφορά την δημοσιονομική πολιτική που θα ακολουθήσει. Η σταθερότητα της δημοσιονομικής πολιτικής επιτυγχάνεται όταν ικανοποιείται ο διαχρονικός περιορισμός του κρατικού προϋπολογισμού. Αυτή την άποψη έχουν και οι Ballbriga και Mongay (2005), οι οποίοι αναφέρουν πως όταν μια κυβέρνηση χαρακτηρίζεται από φερεγγυότητα, η δημοσιονομική της πολιτική είναι διατηρήσιμη και ο διαχρονικός περιορισμός του κρατικού προϋπολογισμού ικανοποιείται. Επίσης ο Bohn (2005) διατύπωσε και αυτός την άποψη του, σύμφωνα με την οποία μια δημοσιονομική πολιτική ικανοποιεί την υπόθεση της διατηρησιμότητας του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού, όταν η προσδοκώμενη παρούσα αξία του μελλοντικού πλεονάσματος είναι ίση με το αρχικό χρέος.

Όπως γίνεται αντιληπτό υπάρχουν πολλοί ορισμοί για την διατηρησιμότητα του χρέους. Ένας ακόμη αναφέρεται στην ικανότητα της κυβέρνησης να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της, εάν και όταν αυτές προκύψουν στο μέλλον. Έτσι είναι φανερό, ότι η έννοια της διατηρησιμότητας του χρέους εξαρτάται από τα μελλοντικά

κυβερνητικά έσοδα και από τις μελλοντικές υποχρεώσεις. Έτσι η ικανότητα της κυβέρνησης να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της υποδηλώνει ότι η κυβέρνηση θα πρέπει να εξετάσει την περίπτωση της χρηματοδότησης μέσω έκδοσης χρέους μόνο και μόνο όταν το «βάρος» του χρέους παραμένει σε συνετό επίπεδο.

Σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή, οι υποχρεώσεις της κυβέρνησης μπορούν να εκφραστούν από τον διαχρονικό περιορισμό του προϋπολογισμού. Σύμφωνα λοιπόν με τον διαχρονικό περιορισμό του προϋπολογισμού, η παρούσα αξία όλων των προεξοφλημένων μελλοντικών εσόδων θα πρέπει να ισούται με την παρούσα αξία όλων των προεξοφλημένων μελλοντικών εξόδων και του τρέχοντος ανεξόφλητου χρέους. Όταν ο διαχρονικός περιορισμός του προϋπολογισμού ικανοποιείται δεν σημαίνει απαραίτητα ότι το χρέος έχει αποπληρωθεί. Έτσι η διατηρησιμότητα του χρέους δεν μετριέται σε όρους χρέους προς ΑΕΠ αλλά στην ικανότητα της κυβέρνησης να εξυπηρετεί το χρέος. Εάν ο διαχρονικός περιορισμός του προϋπολογισμού δεν ικανοποιείται, δηλαδή τα μελλοντικά έσοδα δεν επαρκούν να καλύψουν τις δαπάνες και το χρέος, τότε δημιουργείτε μια ανισορροπία η οποία αποκαλείται «κενό» του διαχρονικού προϋπολογισμού.

Με το ζήτημα της μέτρησης της διατηρησιμότητας του χρέους ασχολήθηκαν οι Polito και Wickens (2005). Για τον σκοπό αυτό χρησιμοποίησαν έναν δείκτη της δημοσιονομικής κατάστασης της οικονομίας και ένα μοντέλο πρόβλεψης VAR. Ο χρονικός ορίζοντας που χρησιμοποιούν είναι περιορισμένος. Έτσι, εάν ο δείκτης δείξει μη διατηρήσιμη δημοσιονομική κατάσταση, τότε μπορεί να θεωρηθεί αναγκαία μια αλλαγή της οικονομικής πολιτικής. Ο συγκεκριμένος τρόπος μέτρησης της διατηρησιμότητας του χρέους, εμφανίζει πολλά πλεονεκτήματα σε σχέση με παλαιότερους μεθόδους, εκ των οποίων το σημαντικότερο είναι ότι δεν υποθέτει σταθερά πραγματικά επιτόκια, πληθωρισμό και οικονομική ανάπτυξη.

Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2010) δεν υπάρχει ένας σαφής ορισμός της έννοιας της διατηρησιμότητας και αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το ζήτημα της διατηρησιμότητας είναι ένα πολύπλευρο αντικείμενο μελέτης. Επίσης θεωρεί ότι η έννοια της διατηρησιμότητας περιλαμβάνει την αποφυγή της υπερβολικής επιβάρυνσης στις μελλοντικές γενεές, καθώς επίσης εγγυάται και την ικανότητα της κυβέρνησης να προσαρμόζει κατάλληλα την πολιτική του προϋπολογισμού στη βραχυχρόνια αλλά και στην μακροχρόνια περίοδο. Έτσι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2010) δίνει δυο εναλλακτικούς ορισμούς για την έννοια της διατηρησιμότητας του χρέους. Σύμφωνα με τον πρώτο ορισμό η έννοια της διατηρησιμότητας του χρέους

αντλείται από τον περιορισμό του προϋπολογισμού. Αυτό απαιτεί, το τρέχον δημόσιο χρέος και η προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών δαπανών, συμπεριλαμβανομένης και της επίδρασης που έχει στον προϋπολογισμό η γήρανση του πληθυσμού, να καλύπτεται από την προεξοφλητική αξία των μελλοντικών εσόδων. Ο δεύτερος ορισμός της διατηρησιμότητας του δημοσίου χρέους αναφέρεται στο κατά πόσο οι τρέχουσες πολιτικές μπορούν να εγγυηθούν την επίτευξη ενός επιθυμητού επιπέδου του χρέους σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Επίσης για τον έλεγχο της διατηρησιμότητας η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2010) προτείνει δυο δείκτες, τους S1 indicator και S2 indicator, οι οποίοι ονομάζονται δείκτες διατηρησιμότητας και μετράμε το μέγεθος των απαιτούμενων προσαρμογών στο προϋπολογισμό για την επίτευξη των στόχων, δηλαδή το χρέος να κυμανθεί στην τιμή του 60% του ΑΕΠ μέχρι το 2050, και την ικανοποίηση του διαχρονικού περιορισμού του προϋπολογισμού σε πεπερασμένο χρονικό ορίζοντα.

## **ΜΕΡΟΣ Β΄**

## Εισαγωγή στο Μέρος Β΄

### 1) Συνθήκη του Μάαστριχτ

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ (1992), η οποία είναι επίσης γνωστή και ως συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, θεωρείται η πιο σημαντική και η πιο ιστορική συνθήκη της Ευρωπαϊκής ηπείρου. Στην παγκόσμια ιστορία, δεν υπήρξε ποτέ παρόμοια συνθήκη με τόσο πλούσιο οικονομικό, πολιτικό, κοινωνικό και πολιτιστικό περιεχόμενο, που να διατηρούσε ταυτόχρονα και το «ισότιμων» μεταξύ των συμμετεχόντων κρατών. Η Συνθήκη του Μάαστριχτ υπογράφηκε στις 7 Φεβρουαρίου του 1992 στην ομώνυμη πόλη Μάαστριχτ της Ολλανδίας από την οποία έλαβε και το όνομα της. Αποτελεί την τρίτη κατά σειρά θεμελιώδη συνθήκη με την οποία ολοκληρώθηκε η Ευρωπαϊκή Ένωση ως σύγχρονος θεσμός, μετά από την Συνθήκη της Ρώμης (1957) και την Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη (1986). Κατά την εξέλιξη αυτού του θεσμού υπήρξαν και άλλες επιμέρους συνθήκες που συνέβαλαν ουσιαστικά στην εξέλιξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Πρόδρομο της συνθήκης αποτέλεσε η έκθεση της Επιτροπής Μελέτης της οικονομικής και νομισματικής ένωσης, γνωστή και ως έκθεση Jacques Delors. Η έκθεση Delors υποβλήθηκε το 1989 και όριζε ως στόχο της νομισματικής ένωσης την πλήρη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, την πλήρη ολοκλήρωση των χρηματοοικονομικών αγορών, την αμετάκλητη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων, το κλείδωμα των ισοτιμιών και την πιθανή αντικατάσταση των εθνικών νομισμάτων με ένα ενιαίο νόμισμα. Επίσης σύμφωνα με την έκθεση, αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί σε τρία στάδια. Ξεκινώντας από τον στενότερο οικονομικό και νομισματικό συντονισμό και καταλήγοντας σε ένα ενιαίο νόμισμα με ανεξάρτητη Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και κανόνες που θα διέπουν το ύψος και τη χρηματοδότηση των εθνικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

Έτσι με βάση την έκθεση Delors το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο που διεξάγεται στη Μαδρίτη τον Ιούνιο του 1989 αποφασίζει να προχωρήσει στο πρώτο στάδιο της ΟΝΕ για την ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων με έναρξη εφαρμογής το 1990. Στη συνέχεια, το Δεκέμβριο του 1989, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Στρασβούργου αποφασίζει τη σύγκλιση διακυβερνητικής διάσκεψης προκειμένου να καθοριστούν οι αναγκαίες αναθεωρήσεις και η προπαρασκευή της Συνθήκης για τη μετάβαση στο δεύτερο και

τρίτο στάδιο και την υλοποίηση της ONE. Με λίγα λόγια, η έκθεση Delor έθεσε σε γενικές γραμμές τις βάσεις για την προώθηση μιας συνθήκης που θα προέβλεπε την εγκαθίδρυση μιας νομισματικής ένωσης στην Ευρώπη (Μούσης 1995). Μετά από μια σειρά διαπραγματεύσεων η γνωστή σε όλους Συνθήκη εγκρίθηκε το 1991 και στις 7 Φεβρουαρίου του 1992 στη Σύνοδο του Μάαστριχτ υπογράφηκε η Συνθήκη του Μάαστριχτ. Αξίζει να αναφέρουμε ότι εκ μέρους της Ελλάδας υπεγράφη από τον Υπουργό Εξωτερικών Αντώνη Σαμαρά και από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας Ευθύμιο Χριστοδούλου.

## **2) Κριτήρια Σύγκλισης του Μάαστριχτ**

Κάθε χώρα που επιθυμούσε την ένταξη της στη ζώνη του ευρώ, θα έπρεπε να πληρούσε τα «Κριτήρια Σύγκλισης» που προέβλεπε η Συνθήκη του Μάαστριχτ. Τα κριτήρια αυτά ήταν τα εξής:

- Οι ισοτιμίες του νομίσματος της κάθε χώρας θα πρέπει να παραμείνουν μέσα στην ζώνη που ορίζει ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ERM) για τουλάχιστον δυο χρόνια, χωρίς σοβαρή ένταση και ειδικότερα χωρίς υποτίμηση έναντι του ευρώ ή του νομίσματος άλλου κράτους μέλους της ΕΕ.
- Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια δεν θα πρέπει να ξεπερνάμε κατά περισσότερες από δυο ποσοστιαίες μονάδες τα επιτόκια των τριών πιο αποδοτικών χωρών.
- Ο μέσος όρος του πληθωρισμού της χώρας (με βάση τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή) δεν πρέπει να υπερβαίνει περισσότερο από 1,5 εκατοστιαίες μονάδες το μέσο όρο πληθωρισμού των τριών χωρών της ΕΕ με τις καλύτερες επιδόσεις, από την άποψη της σταθερότητας των τιμών.
- Επίτευξη δημοσιονομικής κατάστασης χωρίς υπερβολικό δημοσιονομικό έλλειμμα, πράγμα που σημαίνει ότι το δημόσιο έλλειμμα δεν πρέπει να ξεπερνάει το 3% του ΑΕΠ και ότι το συνολικό δημόσιο χρέος δεν πρέπει να ξεπερνάει το 60% του ΑΕΠ ή να βαίνει προς αυτό το στόχο, δηλαδή μπορεί να είναι μεγαλύτερο το ποσοστό αλλά να έχει πτωτική τάση και να τείνει προς αυτό.



Τα κριτήρια σύγκλισης μπορούν να χωριστούν σε δυο κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τα κριτήρια που αφορούν την νομισματική πολιτική και είναι η τιμή του πληθωρισμού, η τιμή του μακροχρόνιου επιτοκίου και η τιμή του συναλλάγματος, και η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τα δημοσιονομικά κριτήρια που αφορούν το δημόσιο χρέος και το έλλειμμα του προϋπολογισμού. Επίσης τα κριτήρια σύγκλισης αποκαλούνται και ονομαστικά κριτήρια, δεδομένου ότι είναι τα μοναδικά, βάση των οποίων δύναται να οδηγηθούν σε πραγματική σύγκλιση οι πολίτες της Ευρώπης. Το κάθε κράτος μέλος, προκειμένου να πετύχει τις προϋποθέσεις και να ξεφύγει από την αβεβαιότητα και την ανασφάλεια που δημιουργούσε ο υψηλός πληθωρισμός και τα υψηλά επιτόκια, χρειάστηκε να κάνει πολλές θυσίες.

### **3) Άξονες της Συνθήκης του Μάαστριχτ**

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ έχει στηριχτεί σε τρεις βασικούς άξονες, τις Ευρωπαϊκές Κοινότητες, την κοινή εξωτερική πολιτική και την πολιτική ασφαλείας (ΚΕΠΠΑ) που θα ακολουθούσαν τα κράτη μέλη καθώς και την αστυνομική αλλά και δικαστική συνεργασία σε ποινικές υποθέσεις (ΔΕΥ). Η συγκεκριμένη συνθήκη άλλαξε την πορεία των γεγονότων, τόσο των οικονομικών όσο και των πολιτικών σε όλο τον κόσμο, και εισήγαγε μεταξύ άλλων καινοτομικές έννοιες, όπως την έννοια της ευρωπαϊκής ιθαγένειας. Παράλληλα ενίσχυσε την δύναμη του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, εδραιώνοντας τη θέση του στην αγορά και εγκαινίασε την Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ). Επίσης ταυτόχρονα η ΕΟΚ έγινε Ευρωπαϊκή Κοινότητα (ΕΚ).

Πιο αναλυτικά σύμφωνα με την Συνθήκη του Μάαστριχτ η Ευρωπαϊκή Ένωση θα κινείτο σε τρεις βασικούς άξονες. Αυτοί είναι οι εξής:

- Ο πρώτος άξονας αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κοινότητα, την ΕΚΑΧ, δηλαδή την Ευρωπαϊκή Κοινότητα άνθρακα και χάλυβα καθώς και την EURATOM (Ευρωπαϊκή Κοινότητα Ατομικής Ενέργειας) και αφορά σε

εκείνους τους τομείς για τους οποίους τα κράτη μέλη καθοδηγούν τις διαδικασίες από κοινού, με την βοήθεια των κοινοτικών οργάνων.

- Ο δεύτερος άξονας αφορά την κοινή εξωτερική πολιτική και την πολιτική ασφαλείας (ΚΕΠΠΑ), βάσει της οποίας τα κράτη μέλη δύναται πλέον να αναλαμβάνουν την από κοινού δράση ενεργειών στην εξωτερική πολιτική.
- Ο τρίτος άξονας αφορά την συνεργασία των κρατών μελών στο χώρο της δικαιοσύνης. Έτσι η Ευρωπαϊκή Κοινότητα θα μπορεί να προστατεύει τους πολίτες, προκειμένου να παρέχει ένα υψηλό επίπεδο προστασίας των πολιτών της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε ένα κοινωνικό περιβάλλον με μεγαλύτερη ασφάλεια, ελευθερία και δικαιοσύνη. Σε αυτό το στάδιο οι αποφάσεις λαμβάνονται από κοινού από τις κυβερνήσεις των κρατών μελών.

#### **4) Συμπερασματικά Σχόλια για την Συνθήκη του Μάαστριχτ**

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ αποτέλεσε το επιστέγασμα μιας σειράς ενεργειών και σταδιακών βημάτων που είχαν προηγηθεί με στόχο την μετάβαση σε ένα περιβάλλον οικονομικής και νομισματικής ενοποίησης, κινώντας όλες τις απαραίτητες διαδικασίες για την ολοκλήρωση της ΟΝΕ. Πρώτα απ' όλα όρισε το χρονοδιάγραμμα ολοκλήρωσης της ΟΝΕ σε τρία στάδια κατά τη διάρκεια των οποίων θα πραγματοποιούνταν όλες ενέργειες και διεργασίες μετάβασης σε ένα νέο καθεστώς οικονομικής και νομισματικής ολοκλήρωσης. Αρχικά όρισε το όνομα του νέου ευρωπαϊκού νομίσματος, του ευρώ, που θα αντικαθιστούσε το ECU. Στην συνέχεια καθόρισε τους βασικούς άξονες της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ορίζοντας ως αρμόδιο όργανο την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα που αποτελεί τον πυρήνα του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, και άφησε την αρμοδιότητα άσκησης δημοσιονομικής πολιτικής στις κυβερνήσεις των κρατών μελών, περιορίζοντας την ωστόσο, με μια σειρά από δεσμευτικούς κανόνες (ΣΣΑ). Επίσης καθόρισε και τα κριτήρια σύγκλισης που θα έπρεπε να πληρούν τα υποψήφια κράτη μέλη προκειμένου να ενταχθούν στην ΟΝΕ.

Η συμμετοχή ενός κράτους στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση έχει αρκετά οφέλη αλλά και κόστη τόσο βραχυχρόνια όσο και μακροχρόνια. Στα σημαντικά οφέλη συγκαταλέγονται η σταθεροποίηση του πληθωρισμού, η μείωση

των επιτοκίων, η διευκόλυνση του δημόσιου και εξωτερικού χρέους μιας χώρας, η εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου στις συναλλαγές με άλλα κράτη μέλη της Ευρωζώνης, η τόνωση του εμπορίου εντός της Ευρώπης και η σταθεροποίηση των προσδοκιών για την πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας έναντι των υπολοίπων νομισμάτων. Στον αντίποδα, σύμφωνα με τους επικριτές της ΟΝΕ, η συμμετοχή στην Ένωση, έχει και σημαντικά μειονεκτήματα. Το κυριότερο είναι η έλλειψη εργαλείων πολιτικής που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για την αντιμετώπιση μακροοικονομικών διαταραχών, όπως η τρέχουσα. Η νομισματική πολιτική υλοποιείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα με βάση τις ευρωπαϊκές ανάγκες, ενώ η δημοσιονομική πολιτική η οποία παραμένει στην δικαιοδοσία των κρατών μελών οφείλει να πειθαρχεί στα κριτήρια σύγκλισης της Συνθήκης του Μάαστριχτ αλλά και στους κανόνες του ΣΣΑ (Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης) με αποτέλεσμα τον περιορισμό στην άσκηση αυτόνομης δημοσιονομικής πολιτικής.

Είναι φανερό ότι η ένταξη μιας χώρας στη ΟΝΕ εκτός από πολλά πλεονεκτήματα έχει και μειονεκτήματα. Για αυτόν τον λόγο η Συνθήκη του Μάαστριχτ, εκτός από πολλούς οπαδούς είχε και πολλούς επικριτές οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η Συνθήκη ολοκληρώθηκε αρκετά βιαστικά με αποτέλεσμα να μην προσεγγιστούν αρκετά θέματα με την απαιτούμενη προσοχή, τα οποία έγιναν προβλήματα για την Ευρωπαϊκή Ένωση τα επόμενα χρόνια. Ένας από τους επικριτές ήταν και ο Καθηγητής Βεργόπουλος, ο οποίος έκρινε ότι η Συνθήκη δεν ήταν επιτυχημένη επειδή τα κριτήρια ήταν πολύ λίγα σε σχέση με το εύρος των στόχων των οποίων η Συνθήκη θέλει να επιτύχει και επίσης ότι τα κριτήρια δεν λαμβάνουν υπόψη τους παράγοντες όπως η απασχόληση και οι θέσεις εργασίας με αποτέλεσμα να εκλείπει ο κοινωνικός χαρακτήρας στην Συνθήκη.

Παρόλα αυτά η Συνθήκη του Μάαστριχτ θεωρείται σήμερα η σημαντικότερη ιστορικά Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Ηπείρου, ενώ θεωρείται η δεύτερη σε παγκόσμια κλίμακα ύστερα από εκείνη του ΟΗΕ. Ουσιαστικά έχει σημαδέψει την οικονομική και νομισματική πολιτική εξαιτίας της εισαγωγής του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος, του ευρώ, το οποίο πλέον κυριαρχεί στην καθημερινή ζωή των περίπου 316 εκατομμυρίων πολιτών σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση. Η σπουδαιότητα της Συνθήκης του Μάαστριχτ οφείλεται στο γεγονός ότι το περιεχόμενο της περιλαμβάνει τα πλουσιότερα οικονομικά, πολιτικά, κοινωνικά και πολιτισμικά στοιχεία, με την ιδιαιτερότητα ότι παράλληλα διατηρεί την έννοια του «ασότιμου» μεταξύ των κρατών μελών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

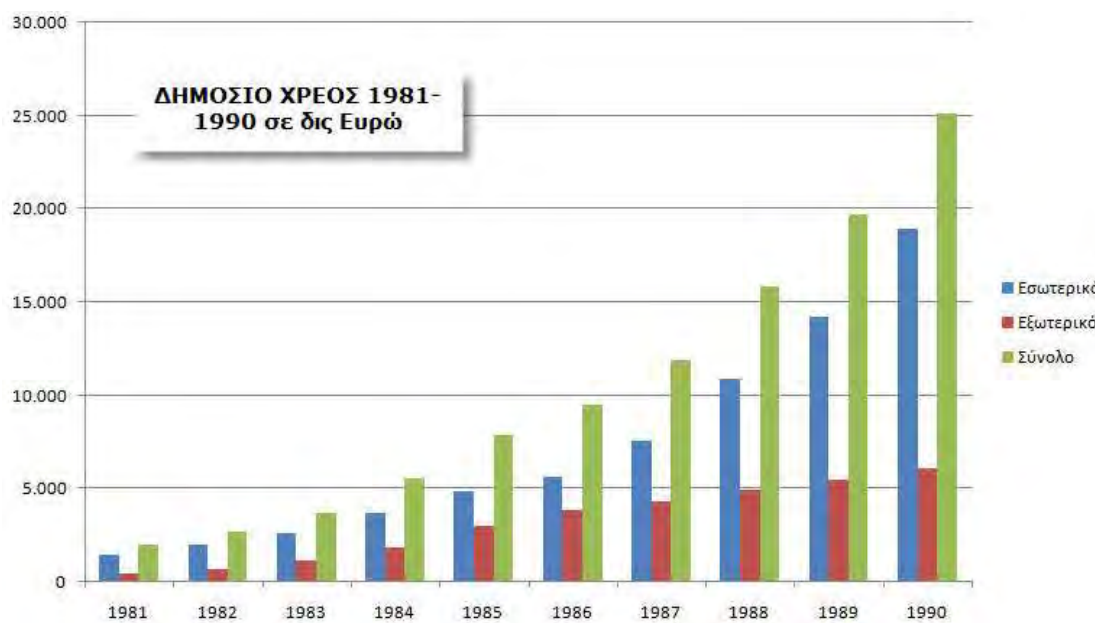
Η μεταπολίτευση βρήκε την ελληνική οικονομία σε στασιμότητα και τη διεθνή οικονομία να ταλανίζεται από τη πετρελαϊκή κρίση του 1973-74. Ο Κωνσταντίνος Καραμανλής ο οποίος ανέλαβε την διακυβέρνηση της χώρας μετά τη δικτατορία, ακολούθησε μια σφιχτή οικονομική πολιτική με ελάχιστες παροχές και κατάφερε να μειώσει τον πληθωρισμό αλλά και να περάσει την χώρα μας σε ρυθμούς ανάπτυξης. Η δεκαετία του 70' ήταν μια δύσκολη περίοδος καθώς περιελάμβανε τις δυο πετρελαϊκές κρίσεις (1973 και 1979). Η Ελλάδα έγινε μέλος της ΕΟΚ και έτσι κατάφερε αργά αλλά σταθερά να αντιμετωπίσει τις διεθνείς δυσκολίες.

Στις αρχές της δεκαετίας του 80' η κυβέρνηση του Ανδρέα Παπανδρέου ακολουθεί μια πολιτική δημοσιονομικών ελλειμμάτων με αποτέλεσμα τη διεύρυνση του δημοσίου χρέους. Το δημοσιονομικό έλλειμμα το 1981 κλείνει στο 10,9% του ΑΕΠ. Την επόμενη χρονιά έγιναν κάποιες προσπάθειες μείωσης του και το αποτέλεσμα ήταν να υποχωρήσει στο 7,6%. (*Economic Outlook, Δεκέμβριος 1990*) Τις επόμενες χρονιές αυτό δεν κατέστη δυνατό και το έλλειμμα διογκώθηκε. Η αιτία της ραγδαίας αύξησης του ελλείματος οφείλεται στις δημόσιες δαπάνες. Οι δημόσιες δαπάνες αυξήθηκαν με πολύ ταχείς ρυθμούς, κατά πολύ μεγαλύτερους από ότι επέτρεπε η δυνατότητα χρηματοδότησης τους από το φορολογικό σύστημα. Το κενό που δημιουργήθηκε επέβαλε την όλο και πιο συχνή προσφυγή του κράτους στο δανεισμό από την Κεντρική και τις εμπορικές τράπεζες, τους ιδιώτες και το εξωτερικό. Αυτό είχε σαν συνέπεια την αύξηση του δημοσίου χρέους, τους μικρούς ρυθμούς ανάπτυξης και τον πολύ υψηλό πληθωρισμό. Βέβαια η συγκεκριμένη άποψη δεν γίνεται ομόφωνα δεκτή, καθώς πολλοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν πως είναι άδικο ο δημόσιος τομέας να χρεώνεται την αποτυχία της οικονομικής πολιτικής ενώ άλλοι παράγοντες εξακολουθούν με αμείωτη ένταση να ασκούν το διαβρωτικό τους ρόλο στην οικονομία σε ολόκληρη τη δεκαετία του 80'. (*N. Τάσος 1991*)

Το ΠΑΣΟΚ ουσιαστικά εγκαινιάζει μια επεκτατική οικονομική πολιτική. Κρατικοί πόροι που προέρχονται από δανεισμό διοχετεύονται στην κατανάλωση και στην ενίσχυση της εσωτερικής ζήτησης. Επιπλέον γίνονται προσπάθειες προκειμένου να δημιουργηθεί μια ισχυρή παραγωγική βάση. Αυτό όμως δεν επιτυγχάνεται. Με την είσοδο της χώρας στην ΕΟΚ, οι εισαγωγές αυξάνονται και οι καταναλωτές δεν επιλέγουν τα εγχώρια προϊόντα αλλά τα εισαγόμενα. Το αποτέλεσμα είναι οι δυο υποτιμήσεις της δραχμής το 1983 και το 1985. (*Γιάνναρης 1994*)

Το δημόσιο χρέος από το 23,8% του ΑΕΠ που ήταν το 1980, μέσα σε 5 χρόνια διπλασιάστηκε και έφτασε το 51,6%, ενώ το 1990 έφτασε το 90,1% του ΑΕΠ. Η δεκαετία του 80΄ ήταν καταστροφική από οικονομικής άποψης για την Ελλάδα. Ιδρύονται αμέτρητοι δημόσιοι οργανισμοί οι οποίοι δεν ήταν κερδοφόροι, γίνονται μεγάλες δημόσιες καταναλωτικές δαπάνες με την μορφή μαζικών προσλήψεων στο δημόσιο, δημιουργούνται νέες θέσεις εργασίας στο δημόσιο τομέα, γίνονται μεγάλες αυξήσεις των μισθών και των συντάξεων κτλ. Στο Διάγραμμα 1 που ακολουθεί φαίνεται η εξέλιξη του δημοσίου χρέους της Ελλάδας τη δεκαετία του 80΄.

**Διάγραμμα 1**



Πηγή: [economics.gr](http://economics.gr)

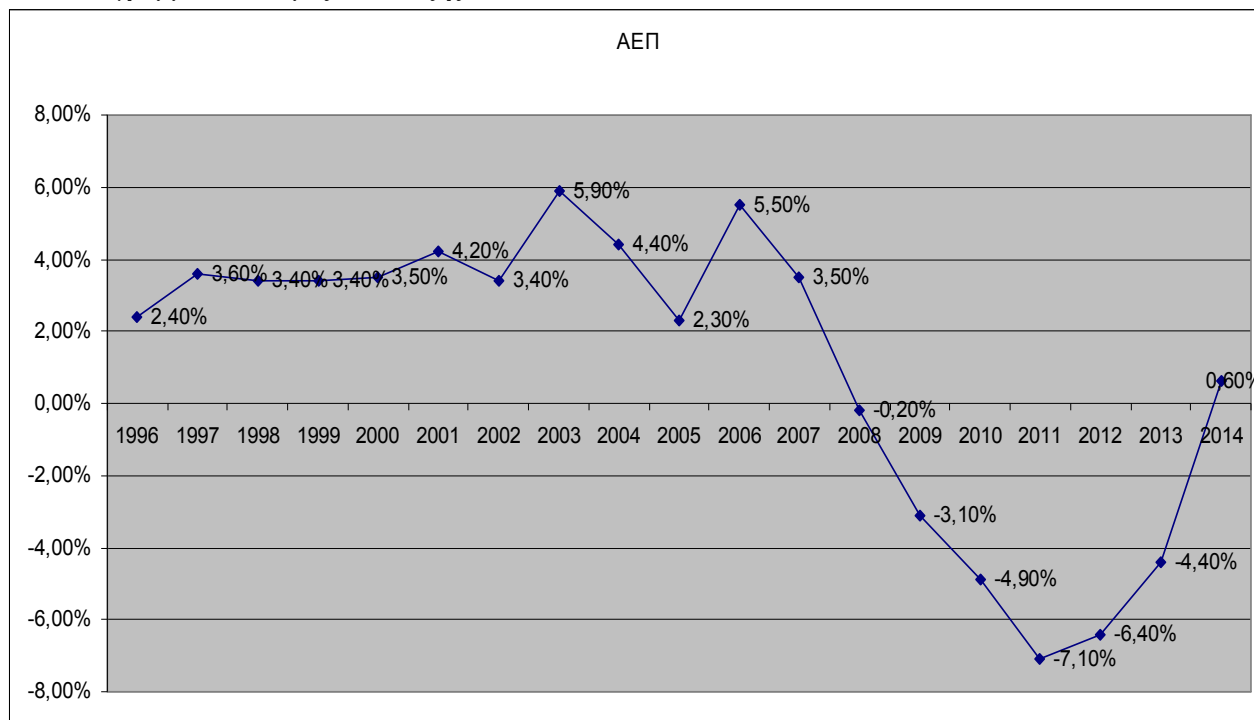
Παρά την αποτυχία της δημοσιονομικής πολιτικής της δεκαετίας του 80΄ υπήρξαν κάποια σημαντικά οφέλη σε κοινωνικό επίπεδο καθώς εξασφαλίστηκαν τα κατώτατα εισοδήματα, μειώθηκαν οι εισοδηματικές διαφορές και προωθήθηκε μια πολιτική κοινωνικής πρόνοιας. (N. Τάτσος 1991)

Στις επόμενες δυο δεκαετίες που ακολούθησαν η Ελλάδα γνώρισε την ακμή και την παρακμή. Η δεκαετία του 90΄ χαρακτηρίζεται από πολύ υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης αλλά και από την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ το 1992 και την είσοδο της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση. Η επόμενη δεκαετία ξεκίνησε και αυτή με πολύ υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, την ολοκλήρωση μεγάλων δημόσιων έργων και την επιτυχή διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004.

Έτσι η Ελλάδα απέκτησε μεγάλη αυτοπεποίθηση και παρουσιάζονταν σαν μια πολύ ισχυρή οικονομία. Όμως αυτό δεν επιβεβαιώνονταν από τους οικονομικούς δείκτες, αλλά αντίθετα έδειχναν πόσο ευάλωτη θα ήταν στην περίπτωση ενός εξωγενούς σοκ.

Στις μέρες η Ελλάδα βρίσκεται στο επίκεντρο της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους κατέχοντας το υψηλότερο ποσοστό δημοσίου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ευρωζώνη, το οποίο αντιστοιχεί σε 156,9%.

**Διάγραμμα 2 – Ρυθμός Ανάπτυξης ΑΕΠ**



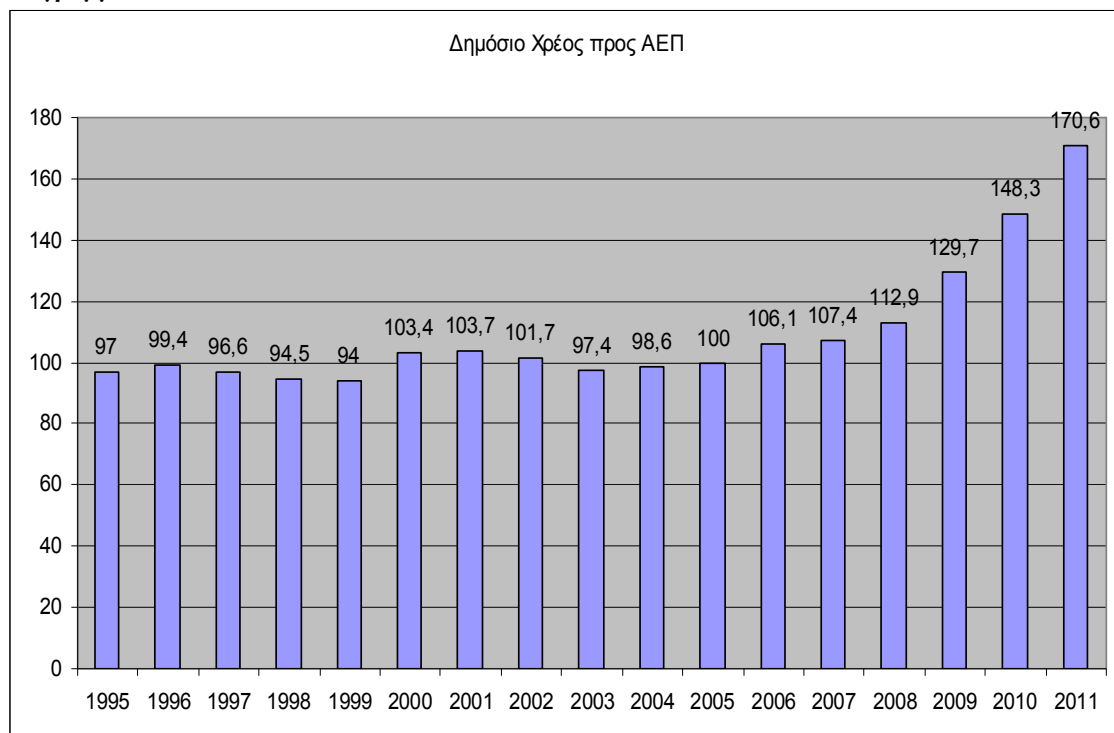
**Πηγή: Στοιχεία Eurostat – Διάγραμμα δικό μου**

Το Διάγραμμα 2 μας δείχνει τους εντυπωσιακούς ρυθμούς ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας από το 1996 μέχρι την στιγμή που η χώρα πλήττεται από την παγκόσμια οικονομική κρίση και προσγειώνεται απότομα. Δυστυχώς στην περίοδο της ανάπτυξης και της ευημερίας οι ελληνικές κυβερνήσεις δεν έλυσαν τα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας. Μάλιστα η ίδια επεκτατική οικονομική πολιτική συνεχίστηκε με αποτέλεσμα η χώρα να περάσει σε βαθιά ύφεση η οποία όπως φαίνεται και στο διάγραμμα το 2011 έφτασε το 7,1% του ΑΕΠ. Στις επόμενες ενότητες θα γίνει μια ανάλυση στην εξέλιξη του ελληνικού δημοσίου χρέους και στα προβλήματα που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία.

## 1. Η εξέλιξη του Ελληνικού Δημοσίου Χρέους

Όπως αναφέραμε και στο πρώτο κεφάλαιο, το κρίσιμο μέγεθος που μας δείχνει την δυνατότητα αποπληρωμής του χρέους όπως αυτή μπορεί να αποτιμηθεί από την παραγωγική δυνατότητα μιας χώρας είναι το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Αυτό το μέγεθος μας δείχνει τι χρωστάει μια χώρα σε σχέση με αυτό που μπορεί να παράγει. Στο Διάγραμμα 3 που ακολουθεί μπορούμε να δούμε μια σύντομη ιστορική εξέλιξη του δημοσίου χρέους της Ελλάδας από το 1995 ως το 2011.

Διάγραμμα 3

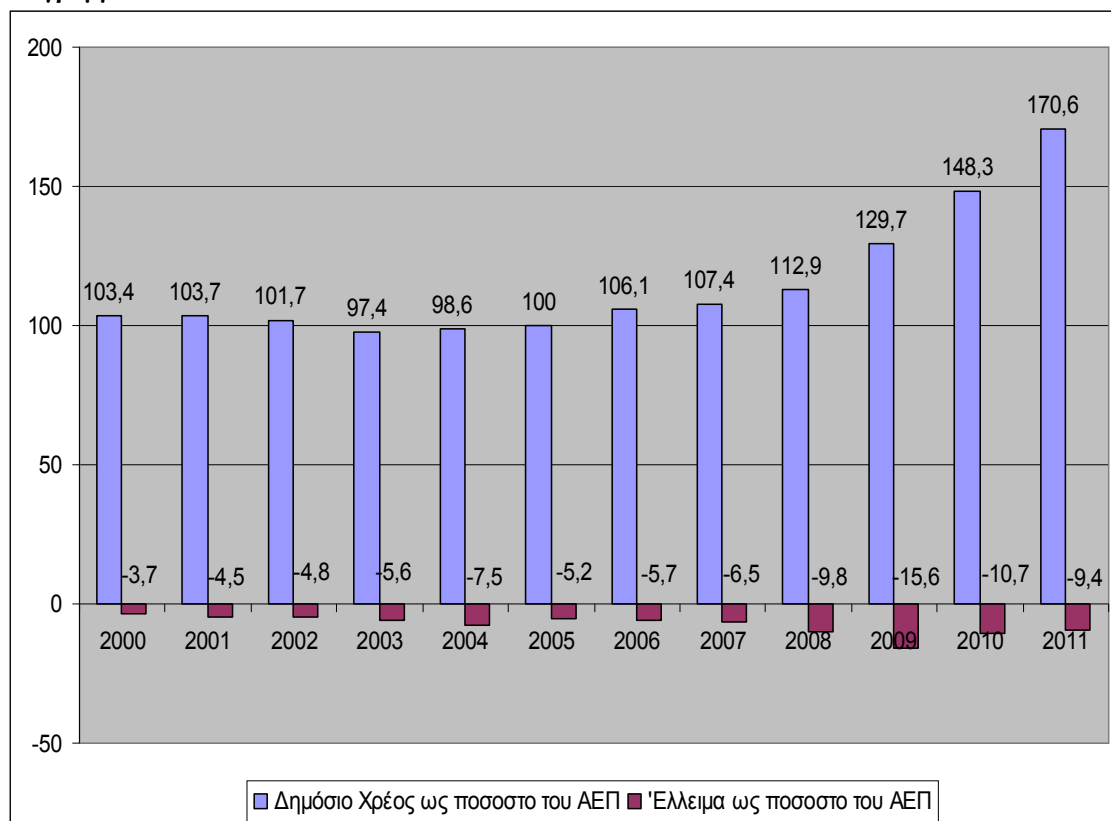


Πηγή: Στοιχεία Eurostat – Διάγραμμα δικό μου

Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ το 1995 ήταν στο 97%. Τα επόμενα τέσσερα χρόνια είχε μια μικρή πτωτική τάση. Το 1999 το δημόσιο χρέος διαμορφώθηκε στο 94% και έπειτα ακλούθησε μια ανοδική πορεία τα επόμενα δυο χρόνια φτάνοντας το 103,7%. Έπειτα υπήρξαν κάποια σκαμπανεβάσματα (2002 και 2003), όμως η ανοδική πορεία συνεχίστηκε και τα επόμενα χρόνια έφτασε στα υψηλότερα επίπεδα του με το 2010 να αγγίζει το 148,3% και το 2011 το 170,6% του ΑΕΠ.

Αυτή η συσσώρευση του χρέους οφείλεται στην συσσώρευση των ελλειμμάτων. Στο Διάγραμμα 4 που ακολουθεί παρουσιάζεται η εξέλιξη του δημοσίου χρέους σε αντιπαραβολή με την εξέλιξη των δημοσίων ελλειμμάτων ως ποσοστό του ΑΕΠ, από το 2000 ως το 2011.

**Διάγραμμα 4**



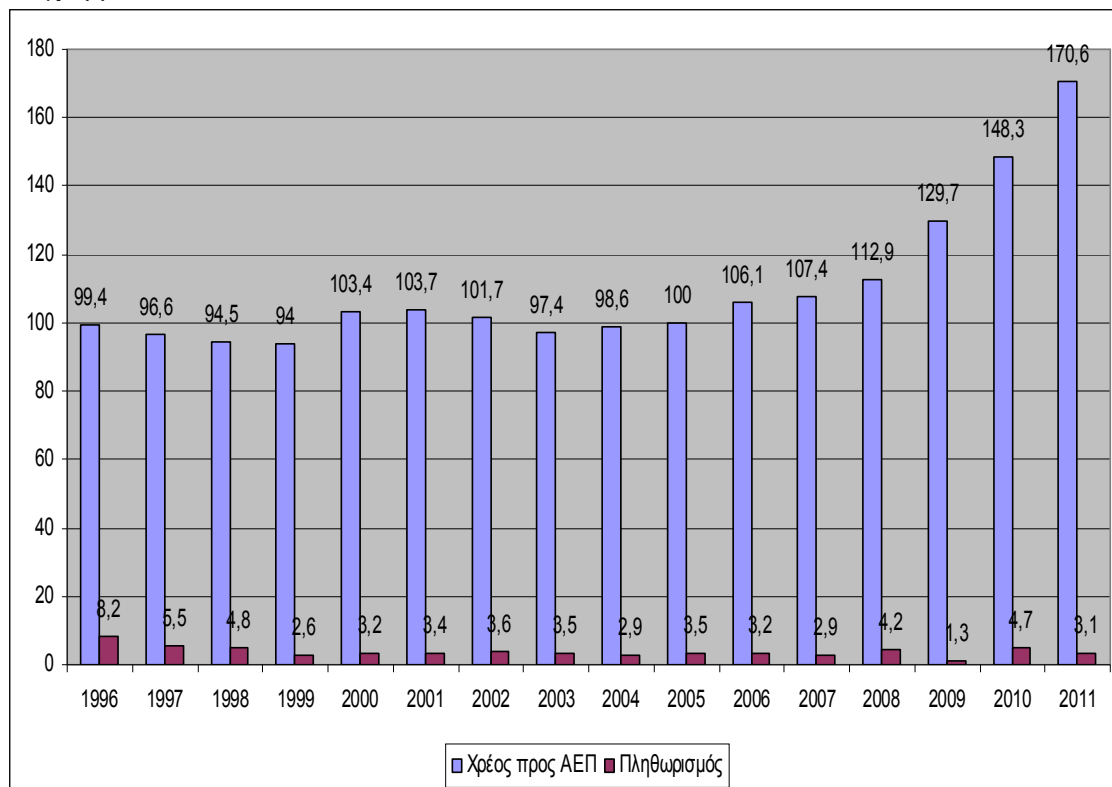
**Πηγή: Στοιχεία Eurostat – Διάγραμμα δικό μου**

Αυτό το οποίο γίνεται εύκολο αντιληπτό από το Διάγραμμα 4, είναι ότι τα ελλείμματα παρουσιάζουν συνεχώς ανοδική πορεία, με κορύφωση το 2009 που το έλλειμμα αγγίζει το 15,6% του ΑΕΠ. Αυτή είναι και η μεγαλύτερη του τιμή καθώς από το 2009 και μετά το έλλειμμα έχει μια πτωτική πορεία. Επομένως είναι εμφανές ότι τα ιδιαίτερα υψηλά ελλείμματα που σημειώθηκαν κυρίως από το 2008 και μετά τροφοδότησαν την ραγδαία αύξηση του δημοσίου χρέους. Επίσης είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι την περίοδο 2000-2011 η Ελλάδα δεν ανταποκρίθηκε καμία χρονιά στον περιορισμό της Συνθήκης του Μάαστριχτ (1992), σύμφωνα με τον οποίο το έλλειμμα του προϋπολογισμού δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 3% του ΑΕΠ. Μόνο το 2000, που το έλλειμμα ήταν 3,7% η Ελλάδα ήταν κοντά στον περιορισμό της Συνθήκης του Μάαστριχτ.



Τα ίδια συμπεράσματα προκύπτουν αν αντιπαραβάλουμε το δημόσιο χρέος της Ελλάδας με τον πληθωρισμό. Στο Διάγραμμα 5 που ακολουθεί παρουσιάζεται το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ σε σχέση με τον πληθωρισμό από το 1996 ως το 2011.

**Διάγραμμα 5**



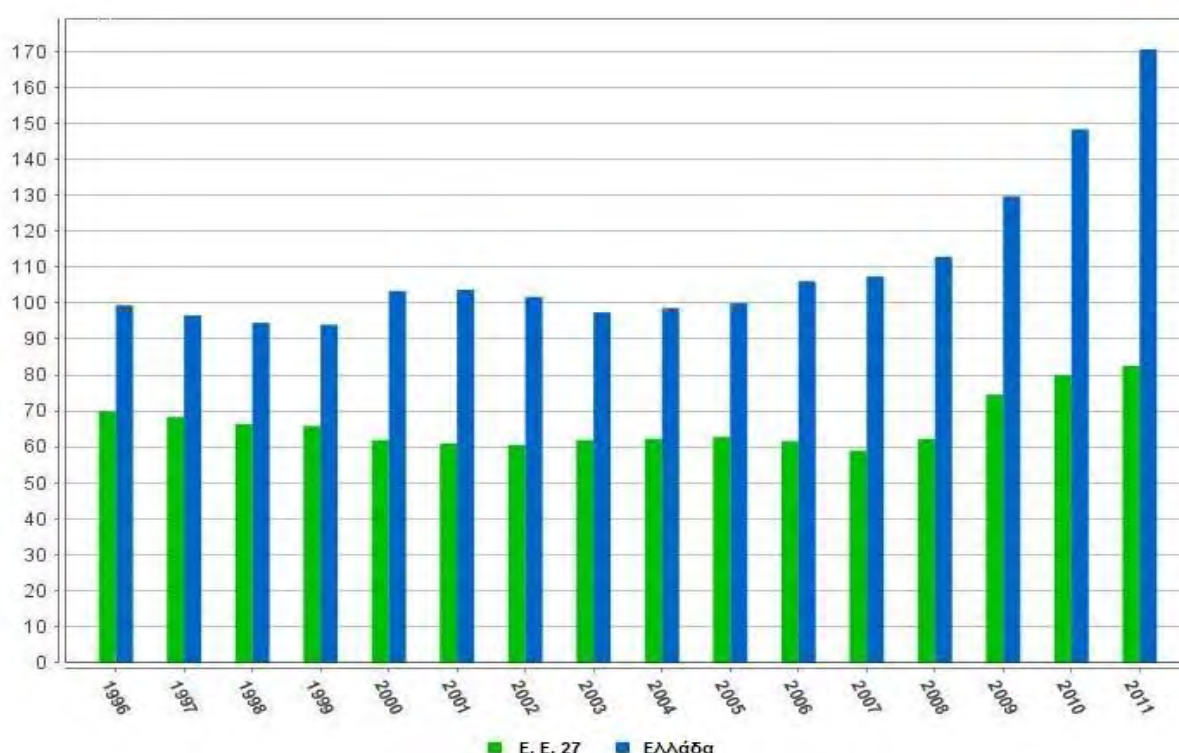
**Πηγή: Στοιχεία Eurostat – Διάγραμμα δικό μου**

Όπως μπορούμε να διακρίνουμε η υψηλότερη τιμή του πληθωρισμού ήταν 8,2% το 1996. Η απελευθέρωση του Ελληνικού Τραπεζικού συστήματος το 1992 και η περιοριστική νομισματική πολιτική που ακολούθησε η Τράπεζα της Ελλάδος μέχρι την εκχώρηση της στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, κατάφεραν να μειώσουν τον πληθωρισμό από το επίπεδο του 8,2% σε ένα επίπεδο κοντά στο 3%. Αυτή η μείωση όμως δυστυχώς δεν ήταν μόνιμη καθώς από το 2007 και μετά υπήρξε μια αύξηση του πληθωρισμού. Ο πληθωρισμός έχει μόνο αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομία γιατί μειώνει την αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων (ιδίως εκείνων που έχουν σταθερά ονομαστικά εισοδήματα), ενισχύει την ανισοκατανομή του εισοδήματος, μειώνει την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, ενθαρρύνει τις εισαγωγές και περιορίζει τη ροπή προς αποταμίευση. Επίσης κάτι το οποίο μπορούμε να παρατηρήσουμε είναι ότι τις χρονιές που ο πληθωρισμός έχει τις χαμηλότερες του τιμές ή ακολουθεί μια πτωτική

πορεία το δημόσιο χρέος βρίσκεται στα χαμηλότερα επίπεδα του. Αντίθετα τις χρονιές που έχουμε μια αύξηση του πληθωρισμού έχουμε και μια αύξηση του δημοσίου χρέους.

Πριν περάσουμε στην επόμενη ενότητα στο Διάγραμμα 6 θα δούμε ποια είναι η θέση του δημοσίου χρέους της Ελλάδας σε σχέση με την Ευρώπη των 27 από το 1996 ως το 2011.

**Διάγραμμα 6**  
**Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης**  
**% Του ΑΕΠ και εκατομμύρια ευρώ**  
**Ποσοστό του ΑΕΠ**



**Πηγή: Eurostat**

Παρατηρούμε πως το δημόσιο χρέος της Ελλάδας είναι έως και 50% υψηλότερο σε σχέση με το ΜΟ της Ευρώπης των 27. Βλέπουμε ότι το 2007, δηλαδή την χρονιά που ξέσπασε η παγκόσμια οικονομική κρίση, τόσο το δημόσιο χρέος της Ελλάδας όσο και της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως σύνολο ακολούθησε μια ραγδαία αύξηση, με το Ελληνικό δημόσιο χρέος να βρίσκεται συνεχώς 50% με 60% υψηλότερο από το μέσο όρο των 27. Ενδεικτικά το 2011 ο μέσος όρος του χρέους της Ευρώπης των 27 είναι λίγο μεγαλύτερος από το 80% ενώ το δημόσιο χρέος της Ελλάδας είναι 170,6%.

## 2. Η τρέχουσα δομή του Ελληνικού Δημοσίου Χρέους

Το ύψος του συνολικού δημοσίου χρέους της κεντρικής κυβέρνησης, σύμφωνα με το Δελτίο Δημοσίου Χρέους στις 30/9/2012, ανέρχεται περίπου σε 303,5 δις ευρώ. Από αυτό 53,27% είναι υπό την διαχείριση του ΟΔΔΗΧ ( Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους), ενώ το υπόλοιπο 46,7% στο Γενικό Λογιστήριο του Κράτους. Αυτό παρουσιάζεται και στο Διάγραμμα 7 που ακολουθεί:

Διάγραμμα 7



Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, 2012

Από το σύνολο του χρέους το 43,4% αποτελείται από τίτλους σταθερού επιτοκίου, ενώ το υπόλοιπο 56,6% από τίτλους κυμαινόμενου επιτοκίου. Επίσης το 45,1% του συνόλου του χρέους είναι διαπραγματεύσιμο ενώ το υπόλοιπο 54,9% είναι μη διαπραγματεύσιμο. Το σύνολο του χρέους είναι αποτιμημένο σε ευρώ καθώς το 96,7% είναι σε ευρώ ενώ το υπόλοιπο 3,3% είναι σε ξένο νόμισμα. Στον Πίνακα 1 που ακολουθεί μπορούμε να δούμε αυτά τα στοιχεία αναλυτικά.

Πίνακας 1

Στοιχεία Χρέους Κεντρικής Διοίκησης <sup>1</sup>		
Σύνθεση Χρέους Κεντρικής Διοίκησης (ποσά σε εκατ. ευρώ) <sup>+</sup>		
	30/06/2012	30/09/2012
Υψος Χρέους Κεντρικής Διοίκησης	303.527,12	303.508,80
A. Σταθερού επιτοκίου <sup>2</sup>	43,2%	43,4%
Κυμαινομένου επιτοκίου <sup>2,3</sup>	56,8%	56,6%
B. Διαπραγματεύσιμο	45,0%	45,1%
Μη Διαπραγματεύσιμο	55,0%	54,9%
Γ. Σε ευρώ	96,7%	96,7%
Σε νομίσματα εκτός ζώνης ευρώ	3,3%	3,3%

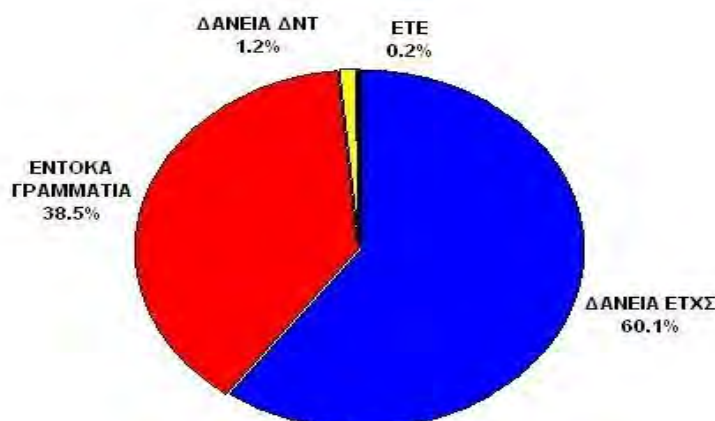
1. Το Χρέος της Κεντρικής Διοίκησης διαφέρει από το Χρέος της Γενικής Κυβέρνησης (Χρέος κατά Μάαστριχτ) κατά το ποσό του ενδοκυβερνητικού χρέους και λοιπών στοιχείων που προβλέπονται από τον ESA '95.
2. Η σχέση σταθερού/κυμαινομένου συμπεριλαμβάνει τις πράξεις swap επιτοκίου.
3. Τα τιμηριοποιημένα ομόλογα περιλαμβάνονται στα κυμαινόμενα ομόλογα.

\* Προσωρινά στοιχεία

Πηγή: Δελτίο Δημοσίου Χρέους

Σύμφωνα με το Δελτίο Δημοσίου Χρέους η σύνθεση του χρέους είναι η εξής: Το 60,1% αφορά δάνεια του ΕΤΧΣ (Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας), το 38,5% έντοκα γραμμάτια, το 1,2% δάνεια του ΔΝΤ και το 0,2% δάνεια της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος.

Διάγραμμα 8



Πηγή: Δελτίο Δημοσίου Χρέους, 2012

Επίσης παρατηρούμε πως η διάρκεια του νέου χρέους που εκδόθηκε από τον Ιανουάριο ως το Σεπτέμβριο του 2012 (Μνημόνιο 2) αποτελείται από 58,1% με διάρκεια μεγαλύτερη ή ίση τα 5 έτη, ενώ το υπόλοιπο 41,9% με διάρκεια μικρότερη ή ίση του ενός έτους. Αυτό παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 9 που ακολουθεί:

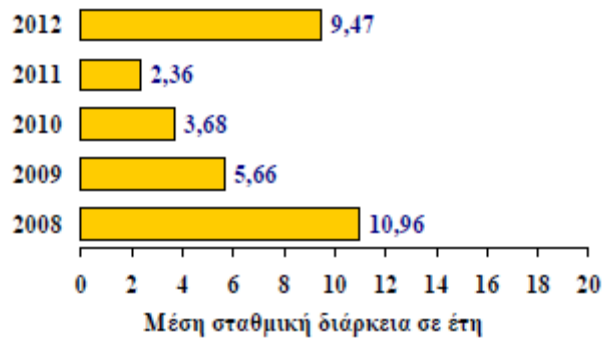


**Πηγή: Δελτίο Δημοσίου Χρέους, 2012**

Η μέση σταθμική διάρκεια του χρέους (ΜΣΔ)<sup>1</sup> το 2008 ήταν 10,96 έτη. Τα επόμενα τρία χρόνια ακολούθησε μια πτωτική πορεία και το 2011 έφτασε τα 2,36 έτη. Ο νέος δανεισμός όμως στις αρχές του 2012 λόγω της υπογραφής του 2<sup>ου</sup> Μνημονίου είχε σαν αποτέλεσμα η μέση σταθμική διάρκεια του χρέους να αυξηθεί πάλι και να φτάσει τα 9,47 έτη. Αυτό παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 10 που ακολουθεί. Επίσης στο Διάγραμμα 11 παρουσιάζεται το χρονοδιάγραμμα λήξης χρέους της κεντρικής διοίκησης την 30/9/2012 σύμφωνα με την τελευταία έκδοση του Δελτίου Δημοσίου Χρέους.

<sup>1</sup> Ορισμός ΜΣΔ στην σελίδα 31

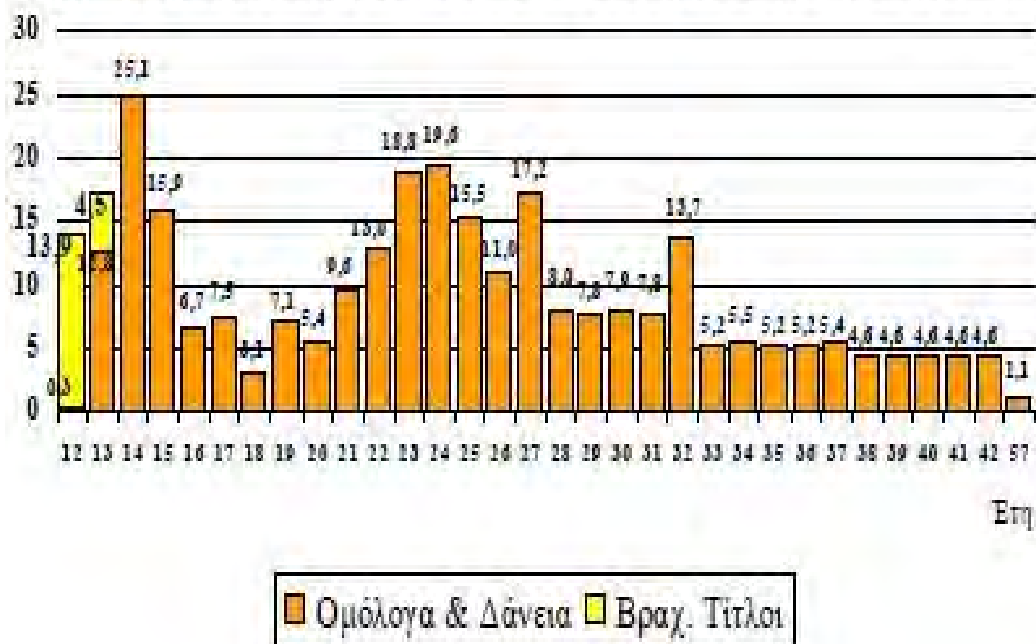
**Διάγραμμα 10**  
**Μέση σταθμική διάρκεια νέου δανεισμού**



Πηγή: Δελτίο Δημοσίου Χρέους, 2012

**Διάγραμμα 11**

**Χρονοδιάγραμμα Λήξης Χρέους Κεντρικής Διοίκησης την 30/09/2012 (ποσά σε δισεκ. ευρώ)**

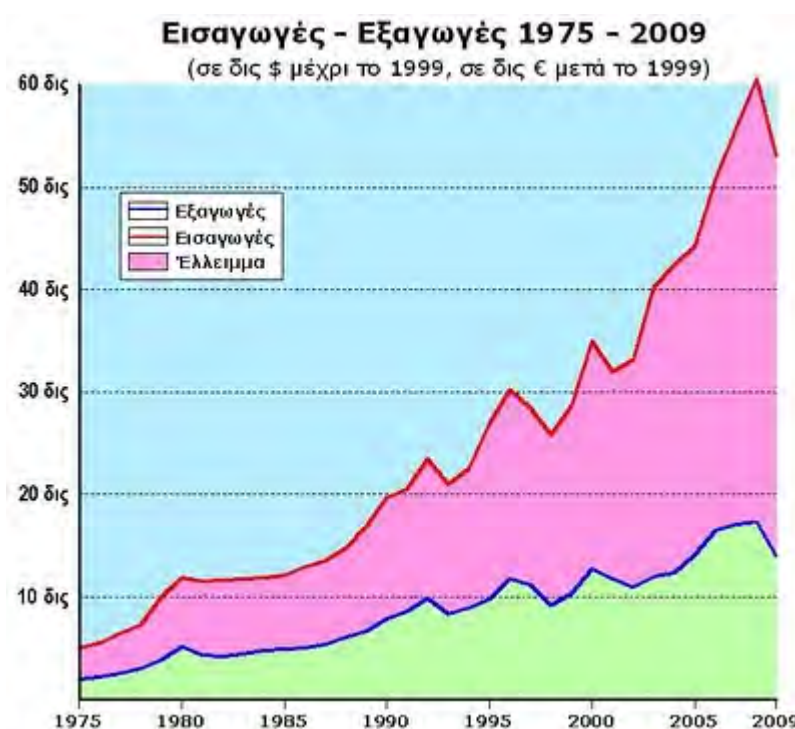


Πηγή: Δελτίο Δημοσίου Χρέους, 2012

Ένας πολύ σημαντικός παράγοντας ο οποίος συμβάλει στην αύξηση του ελληνικού δημοσίου χρέους, είναι το ελλειμματικό εμπορικό ισοζύγιο. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος στο εμπορικό ισοζύγιο καταγράφονται οι χρηματικές ροές που αφορούν σε συναλλαγές σε αγαθά (πληρωμές/εισαγωγές και εισπράξεις/εξαγωγές), των οποίων η κυριότητα αλλάζει μεταξύ ενός κατοίκου και μη κατοίκου. Επιπλέον στο εμπορικό ισοζύγιο καταχωρίζονται οι τριγωνικές συναλλαγές, η αξία της επεξεργασίας αγαθών, η αξία επισκευής αγαθών και η αξία των αγαθών για τον εφοδιασμό πλοίων και αεροπλάνων.

Η Ελλάδα από την μεταπολίτευση και μετά έχει μονίμως ελλειμματικό εμπορικό ισοζύγιο και αυτό έχει συμβάλει στη συνεχή αύξηση του δημοσίου χρέους της. Στο Διάγραμμα 12 που ακολουθεί βλέπουμε το ελληνικό εμπορικό ισοζύγιο από το 1975 ως το 2009.

**Διάγραμμα 12**

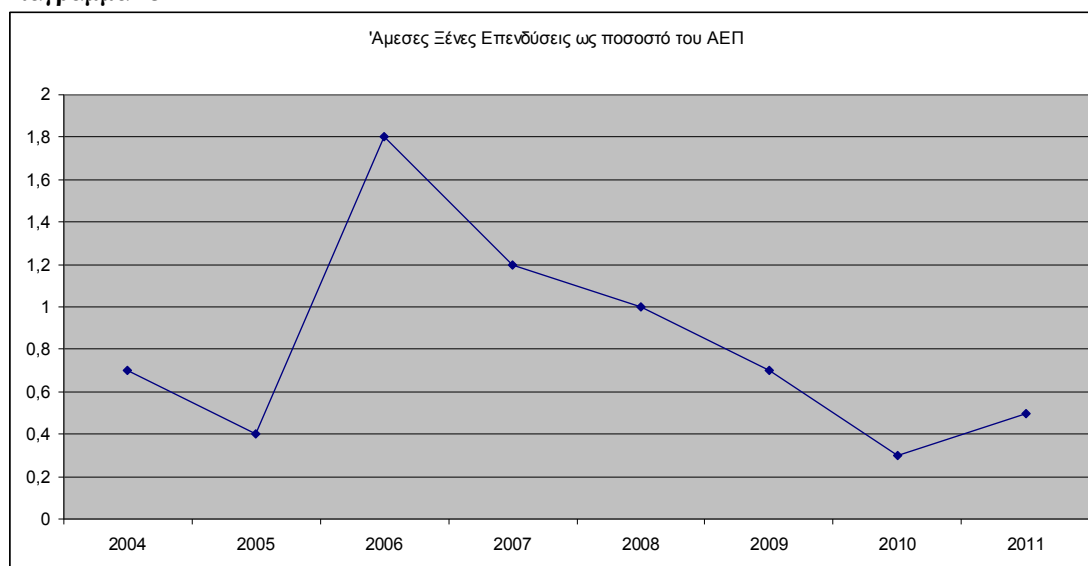


Με μια απλή ματιά στο Διάγραμμα 12 μπορούμε να παρατηρήσουμε πως οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών της χώρας μας, είναι μονίμως υψηλότερες από τις εξαγωγές. Μάλιστα από το 1992 και την είσοδο της χώρας μας στην ΟΝΕ, οι εισαγωγές αυξάνονται ραγδαία και το χάσμα μεταξύ εισαγωγών και εξαγωγών

διευρύνεται. Επομένως η Ελλάδα αντιμετωπίζει δυο πολύ σημαντικά και υψηλά ελλείμματα τα οποία συσχετίζονται μεταξύ τους. Μπορούμε να τα αποκαλέσουμε δίδυμα ελλείμματα και αυτά είναι, το έλλειμμα του προϋπολογισμού, το οποίο προσδιορίζεται από τη διαφορά μεταξύ εσόδων και εξόδων της κυβέρνησης, και από την άλλη το εμπορικό έλλειμμα, το οποίο προσδιορίζεται από τη διαφορά μεταξύ εισαγωγών και εξαγωγών. Από την θεωρία των διπλών ελλειμμάτων γνωρίζουμε ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα επηρεάζεται θετικά από το εμπορικό έλλειμμα και αρνητικά από τις επενδύσεις. Δηλαδή μια περαιτέρω μείωση του εμπορικού ελλείμματος (μείωση των εισαγωγών ή/και αύξηση των εξαγωγών) θα μειώσει και το δημοσιονομικό έλλειμμα. Επίσης, μια αύξηση των επενδύσεων θα έχει και αυτή θετικές επιπτώσεις στον προϋπολογισμό. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι επείγει η αντιμετώπιση του εμπορικού ελλείμματος με ενίσχυση και υποστήριξη των ελληνικών προϊόντων τόσο στην εσωτερική αγορά όσο και στην εξωτερική. Για αυτό ευθύνη φέρουν τόσο οι καταναλωτές όσο και η κυβέρνηση. Οι καταναλωτές θα πρέπει να αυξήσουν την κατανάλωση των ελληνικών προϊόντων έτσι ώστε να ευνοηθεί η παραγωγή τους, και το κράτος θα πρέπει να δώσει κίνητρα και διευκολύνσεις στην παράγωγή τους.

Στο Διάγραμμα 13 που ακολουθεί παρουσιάζονται οι άμεσες ξένες επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ.

**Διάγραμμα 13**



**Πηγή: Στοιχεία Eurostat – Διάγραμμα δικό μου**

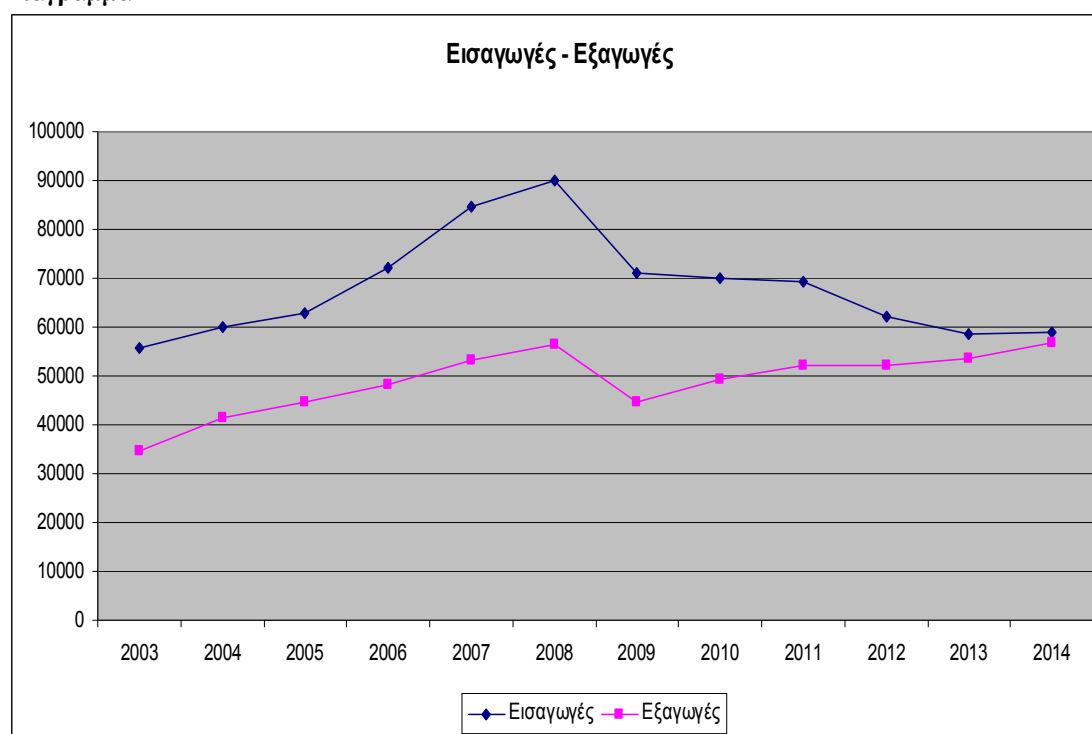
Πιο αναλυτικά βλέπουμε ότι λίγο μετά τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004 οι άμεσες ξένες επενδύσεις στην χώρα μας γνώρισαν μια ραγδαία αύξηση. Το 2006 οι



άμεσες ξένες επενδύσεις αποτελούσαν περίπου το 2% του ΑΕΠ της χώρας μας. Όμως από την στιγμή που ξέσπασε η παγκόσμια οικονομική κρίση οι άμεσες ξένες επενδύσεις μειώθηκαν ραγδαία. Το 2010 έφτασαν στο χαμηλότερο επίπεδο τους και έπειτα καταγράφεται μια μικρή ανάκαμψη.

Επομένως η Ελλάδα θα πρέπει να προσπαθήσει να μειώσει τις εισαγωγές και παράλληλα να αυξήσει τις εξαγωγές τις έτσι ώστε να μειωθεί το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου ή ακόμα και να μηδενιστεί. Αυτό συμβαίνει από το 2010 και μετά. Το 2012 το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου μειώθηκε σημαντικά και συμφωνά με προβλέψεις της Eurostat (Διάγραμμα 14) το 2014 το έλλειμμα θα είναι σχεδόν μηδενικό. Επίσης όπως έχουμε δει και στο Διάγραμμα 2 οι προβλέψεις δείχνουν ότι εκείνη την χρονιά η Ελλάδα θα βγει από την ύφεση και θα περάσει πάλι σε ρυθμούς ανάπτυξης. Έτσι το ΑΕΠ της Ελλάδας μετά από 6 χρόνια ύφεσης θα αρχίσει ξανά να αυξάνεται. (αν βέβαια επιβεβαιωθούν οι προβλέψεις)

**Διάγραμμα 14**



**Πηγή: Στοιχεία Eurostat – Διάγραμμα δικό μου**

### **3. Από την Ακμή στην Παρακμή**

#### **3.1) Περίοδος 1990-1993**

Κατά την δεκαετία του 80' το δημόσιο χρέος της Ελλάδος δεκαπλασιάστηκε ενώ το έλλειμμα του προϋπολογισμού αλλά και ο πληθωρισμός κάποιες χρονιές εκτινάχτηκαν στα ύψη. Η παραγωγικότητα της εργασίας επιβραδύνθηκε, ενώ οι επιχειρήσεις αντιμετώπιζαν ένα ασταθές οικονομικό περιβάλλον και επιπλέον είχαν να αντιμετωπίσουν πανίσχυρα εργατικά συνδικάτα, μεγάλες αυξήσεις μισθών και περιορισμούς στις αυξήσεις τιμών των προϊόντων τους. Η συγκεκριμένη δεκαετία ουσιαστικά αποδιάρθρωσε όλη την εγχώρια παραγωγή η οποία βασιζόταν στο ρουσφέτι, την διαφθορά, την διαπλοκή και τις ελάχιστες ή μηδενικές επενδύσεις. Βέβαια τη συγκεκριμένη δεκαετία επιτυγχάνεται σε μεγάλο βαθμό η μείωση των εισοδηματικών διαφορών.

Στις αρχές της δεκαετίας του 90' ο Κωνσταντίνος Μητσοτάκης αναλαμβάνει την διακυβέρνηση της χώρας. Εκείνη την περίοδο η Ελλάδα άρχισε να συγκλίνει προς την Ευρωπαϊκή Ένωση. Έτσι η κυβέρνηση ακολουθεί ένα πρόγραμμα δημοσιονομικής εξυγίανσης και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων προκειμένου να προετοιμαστεί για το ενδεχόμενο συμμετοχής της χώρας στο ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα. Παρά την σφιχτή οικονομική πολιτική την οποία ακολούθησε η οικονομία δεν κατάφερε να επανέλθει σε ανταγωνιστική τροχιά. Ο πληθωρισμός και το έλλειμμα μειώθηκαν, όχι όμως σε ικανοποιητικά επίπεδα. Παράλληλα το δημόσιο χρέος αυξήθηκε και έφτασε το 110,1% του ΑΕΠ. Αυτή η αύξηση οφείλεται σε δυο λόγους. Πρώτον στην εξυπηρέτηση του χρέους της προηγούμενης δεκαετίας και δεύτερον σε ένα μεγάλο μέρος του χρέους που παρέμενε «αόρατο», έξω από τα επίσημα στοιχεία μέχρι το 1993. (Alogoskoufis, 2012) Τα χρέη αυτά ήταν χρέη κρατικών τραπεζών, ελλείμματα οργανισμών και δημόσιων επιχειρήσεων που αναλήφθηκαν από το κράτος, καταπτώσεις εγγυήσεων, κεφαλαιοποιήσεις τόκων και συναλλαγματικές διαφορές. (Γεωργακόπουλος, 2005) Έτσι η κυβέρνηση άρχισε να εντάσσει στο κανονικό χρέος, όλα τα κρυφά χρέη και να εκδίδει δάνεια οικονομικής εξυγίανσης. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα το δημόσιο χρέος να αυξηθεί. Γι' αυτό τον λόγο η κυβέρνηση της Νέας Δημοκρατίας κατηγορήθηκε για διόγκωση του δημοσίου χρέους την τριετία 1990-

1993 που προκλήθηκε εξαιτίας της ανάληψης των χρεών που είχαν δημιουργηθεί την προηγούμενη δεκαετία και για τα οποία δεν έφερε καμία ευθύνη.

Η κυβέρνηση της Νέας Δημοκρατίας προχώρησε σε διαρθρωτικές αλλαγές με σκοπό τη μείωση του δημοσίου τομέα και την προώθηση των πρώτων ιδιωτικοποιήσεων δημόσιων οργανισμών προκαλώντας έτσι μεγάλες αντιδράσεις από την μεριά της αντιπολίτευσης αλλά και των συνδικάτων. Το έλλειμμα εκείνη την περίοδο υποχώρησε ελάχιστα. Εξαιτίας των μεγάλων έμμεσων φόρων που επιβάλλει ο τότε Υπουργός Οικονομίας και Οικονομικών Στέφανος Μάνος (1992-1993), η Ελλάδα εισέρχεται σε ύφεση και το έλλειμμα το 1993 κλείνει στο 13,8% του ΑΕΠ. Μετά από αυτές τις εξελίξεις η κυβέρνηση καταρρέει και η χώρα οδηγείται σε εκλογές όπου η κυβέρνηση του Μητσοτάκη γνωρίζει την ήττα και την διακυβέρνηση της χώρας αναλαμβάνει το ΠΑΣΟΚ με πρωθυπουργό τον Ανδρέα Παπανδρέου.

### **3.2) Περίοδος 1994-2007**

Μετά τον θάνατο του Ανδρέα Παπανδρέου το 1996 την διακυβέρνηση της χώρας αναλαμβάνει ο Κώστας Σημίτης. Μέσα σε λίγα χρόνια τα ελλείμματα αποκλιμακώθηκαν ραγδαία και ο πληθωρισμός επανήλθε σε μονοψήφιο αριθμό μετά από περίπου 20 χρόνια (Στοιχεία ΟΟΣΑ). Τα δημόσια έσοδα παρουσιάζουν πολύ σημαντική αύξηση ενώ ο δανεισμός για την εκτέλεση δημοσίων επενδύσεων μειώνεται. Αυτό συμβαίνει εξαιτίας της ενεργοποίησης αναπτυξιακών πακέτων της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις αρχές της δεκαετίας του 90'. Η ανάπτυξη εκτοξεύεται μετά από πολλά χρόνια σε επίπεδα της τάξης του 4%. (Διάγραμμα 2) Οι επενδύσεις και η παραγωγικότητα της εργασίας αυξάνονται, ενώ η ανεργία και τα ελλείμματα μειώνονται. Παράλληλα το δημόσιο χρέος της χώρας σταθεροποιείται, παραμένοντας όμως σε υψηλά επίπεδα. Αυτό δεν αποτελεί πρόβλημα για τους διαχειριστές του καθώς το ΑΕΠ της χώρας αυξάνεται με πολύ ταχείς ρυθμούς. Επίσης εκείνη την περίοδο επιχειρούνται πάρα πολλές ιδιωτικοποιήσεις. Έτσι η κυβέρνηση ανεβάζει ακόμη πιο πολύ τον πήχη για την ελληνική οικονομία και εντείνει τις προσπάθειες προκειμένου η Ελλάδα να εισαχθεί στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση.

Η κυβέρνηση το Μάρτιο του 1998 προχωρεί σε υποτίμηση της δραχμής κατά 14% και παράλληλα έχοντας προβλέψει έλλειμμα κάτω του 3%, όπως προβλέπουν τα Κριτήρια Σύγκλισης, μπαίνει στον προθάλαμο της ΟΝΕ. Η δραχμή δένεται με τον

Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών με ισοτιμία 353,109 δραχμές ανά ευρώ. Το 2001 η Ελλάδα που πλέον συμμετέχει στην ΟΝΕ πραγματοποιεί την πρώτη ανατίμηση της δραχμής στην ιστορία της και η ισοτιμία κλειδώνει στις 340,75 δραχμές ανά ευρώ. Αυτή την περίοδο ένα μεγάλο μέρος της κοινής γνώμης υποστηρίζει ότι συντελείται ένα οικονομικό θαύμα για την ελληνική οικονομία ανάλογο της δεκαετίας του 60'.

Σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία της Eurostat φαίνεται ότι το έλλειμμα του ελληνικού κράτους το 2000 ήταν 3,7% του ΑΕΠ και ουδέποτε έπεσε κάτω από το 3% που ορίζει η Συνθήκη του Μάαστριχτ. Το ίδιο ισχύει και για το δημόσιο χρέος το οποίο θα έπρεπε να ήταν στο 60% του ΑΕΠ ή να βαίνει προς αυτή την κατεύθυνση. Επομένως η χώρα μας δεν θα έπρεπε να είναι μέσα στην ΟΝΕ καθώς δεν εκπληρούσαι τα κριτήρια σύγκλισης που προβλέπονταν από την Συνθήκη του Μάαστριχτ.

Το 2000 ξεκινάει η δεύτερη περίοδος διακυβέρνησης του Κωνσταντίνου Σημίτη. Οι εντυπωσιακοί ρυθμοί ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας συνεχίζονται. Το δημόσιο χρέος όμως αρχίζει και πάλι να αυξάνεται. Με την είσοδο της χώρας μας στην ΟΝΕ τα επιτόκια που δανείζονται οι πολίτες και το κράτος πέφτουν δραματικά. Αυτό το όφελος όμως μπορεί να συνέβαλε στην συσσώρευση του δημοσίου χρέους. Ορισμένοι οικονομολόγοι υποστηρίζουν πως αν οι αγορές είχαν αποθαρρύνει τον υπερβολικό δανεισμό, κάνοντας την χρηματοδότηση του χρέους πιο ακριβή, τότε η Ελλάδα θα είχε αναγκαστεί να συμβιβαστεί νωρίτερα με την ανάγκη για λιτότητα και μεταρρυθμίσεις. (*R. Nelson - P. Belkin - D. Mix, 2010*) Από το 1997 και μετά παρατηρείται ότι ο κόσμος αρχίζει και αυξάνει σε μεγάλο βαθμό τον δανεισμό του από τις τράπεζες ενώ και το ίδιο το κράτος λειτουργεί με τον ίδιο τρόπο. Η κυβέρνηση θεωρώντας πως έχει πετύχει τον στόχο της αρχίζει να αυξάνει τις κοινωνικές παροχές. Παράλληλα ανέλαβε και την διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 και μαζί μεγάλες οικονομικές υποχρεώσεις. Έτσι το κράτος δανείζεται συνεχώς μεγάλα ποσά, κυρίως από το εξωτερικό με συνέπεια την αύξηση του ήδη μεγάλου δημοσίου χρέους. Οι χρόνιες αδυναμίες και ανισοροπίες που αντιμετωπίζει το ελληνικό κράτος δεν ξεπεράστηκαν αλλά αντίθετα συσσωρεύτηκαν. Η μη έγκυρη και συστηματική λήψη μέτρων που ήταν απαραίτητα για την συγκράτηση του ήδη υπέρογκου δημοσίου χρέους και η μη εμπέδωση πολιτικών που θα εξασφάλιζαν συνθήκες συνετούς δημοσιονομικής διαχείρισης είχαν σαν

αποτέλεσμα την επιδείνωση των δημοσιονομικών επιδόσεων. (*Meghir-Vayanos-Vettas 2010*)

Το 2004 η χώρα οδηγείται σε εκλογές. Από την εκλογική αναμέτρηση νικήτρια βγαίνει η Νέα Δημοκρατία και την διακυβέρνηση της χώρας αναλαμβάνει ο Κωνσταντίνος Καραμανλής. Τα πρώτα διαρθρωτικά προβλήματα στην ελληνική οικονομία αρχίζουν να είναι ορατά. Η ανταγωνιστικότητα άρχισε να πέφτει, η ανάπτυξη άρχισε να μειώνεται, τα ελλείμματα να αυξάνονται και το δημόσιο χρέος να διογκώνεται. (*Χαρδούβελης 2011*) Το 2004 η κυβέρνηση ξεκινά τη δημοσιονομική απογραφή που αποτελούσε ρητή προγραμματική της δέσμευση. Σύμφωνα με κυβερνητικά στελέχη σκοπός της απογραφής δεν ήταν να πλήξει τα συμφέροντα της χώρας αλλά να διερευνήσει αν ισχύουν τα στοιχεία που παρουσιάζει το ΠΑΣΟΚ σύμφωνα με τα οποία η Ελλάδα παρουσιάζεται σαν μια ισχυρή οικονομία ή όχι, προκειμένου να γνωρίζουμε ακριβώς ποια είναι η οικονομική κατάσταση της χώρας. Η απογραφή πραγματοποιήθηκε από την Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία σε συνεργασία με την Ελληνική Στατιστική Υπηρεσία. Τα αποτελέσματα ήταν δραματικά για την Ελλάδα καθώς όλα τα στοιχεία έδειχναν σημαντικές αποκλίσεις σε σχέση με τα στοιχεία τα οποία είχε παρουσιάσει η προηγούμενη κυβέρνηση. Το πραγματικό έλλειμμα το 2004 έκλεισε στο 7,5% του ΑΕΠ σε αντίθεση με τα προηγούμενα στοιχεία που έδειχναν ότι το έλλειμμα ήταν κάτω από το 3%. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να μειωθεί κατά πολύ η αξιοπιστία της Ελλάδας στην διεθνή κοινότητα και να μπει σε επιτήρηση από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Επίσης της επιβάλλεται από την Κομισιόν η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ) και της ζητείται να πάρει δραστικά μέτρα προκειμένου να μειώσει το έλλειμμα της μέχρι το τέλος της επόμενης χρονιάς (*Manessiotis, 2011*). Η ΔΥΕ είναι μια διαδικασία που προβλέπεται για χώρες με υπερβολικά υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα και η οποία μπορεί να φτάσει μέχρι και την καταβολή υψηλών προστίμων.

Το 2006 η Εθνική Στατιστική Υπηρεσία πραγματοποιεί αναθεώρηση του ΑΕΠ η οποία είναι επιβεβλημένη με βάση τον κανονισμό ΕΚ 2223/96 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής που ορίζει την ανανέωση των στοιχείων του ΑΕΠ ανά πενταετία. Η αναθεώρηση οδήγησε σε αύξηση του ΑΕΠ κατά 25,7% από το 2000 και σε αυτήν συνυπολογίστηκαν έρευνες για την παραοικονομία στο εμπόριο, τις μεταφορές, τα ξενοδοχεία, τις κατασκευές και τα στοιχεία μη κερδοσκοπικών ιδρυμάτων. Με άλλα λόγια η κυβέρνηση αύξησε την αξία του συνόλου των παραγόμενων αγαθών και υπηρεσιών της χώρας (ΑΕΠ), προσθέτοντας αξία (εισόδημα) χωρίς να μπορεί να το

εντοπίσει και να το φορολογήσει. Η αναθεώρηση του ΑΕΠ είχε σαν αποτέλεσμα να μειωθεί το δημόσιο χρέος και το δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ. (OECD Economic Surveys: Greece 2007)

### **3.3) Ελληνική Κρίση Χρέους**

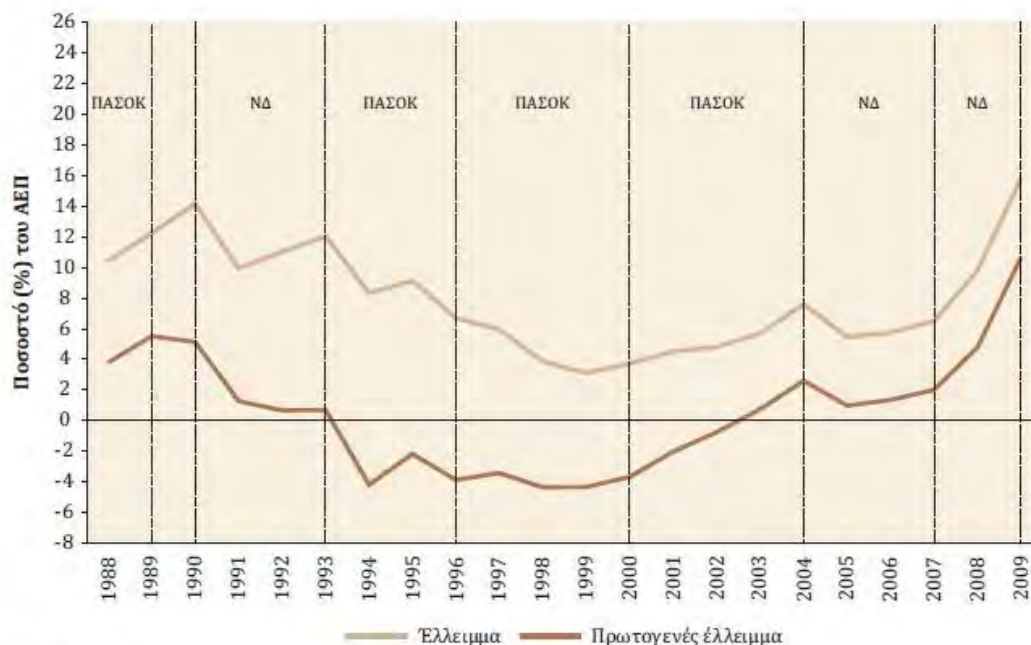
Έως τις αρχές του 2007, η παγκόσμια οικονομία παρουσίαζε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Μάλιστα, κατά τη διάρκεια της πενταετίας 2002-2007 σημειώθηκε η υψηλότερη μέση παγκόσμια ανάπτυξη των τελευταία 40 ετών. (Χαρδούβελης 2011) Κατά τη διάρκεια του 2007, τα πρώτα σημάδια της παγκόσμιας κρίσης κάνουν την εμφάνιση τους στην αγορά ακινήτων των ΗΠΑ. Το ισχυρό «σοκ» όμως έρχεται το Σεπτέμβριο του 2008 όταν οι ΗΠΑ αποφασίζουν να αφήσουν να χρεοκοπήσει η επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers. (Ivashina-Scharfstein, 2008) Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα η χρηματοπιστωτική κρίση να μεταφερθεί στην Ευρώπη. Η πρώτη χώρα η οποία επηρεάζεται είναι η Ισλανδία όπου οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες δηλώνουν πτώχευση. Τα επόμενα χρόνια φαίνεται πως η κατάσταση στις ΗΠΑ αρχίζει να ομαλοποιείται σε αντίθεση με την Ευρώπη. Η χρηματοπιστωτική κρίση μετατρέπεται σε κρίση χρέους και το 2009 χτυπάει την Ελλάδα.

Το Σεπτέμβριο του 2007, η Ελλάδα οδηγείται σε εκλογές. Η Νέα Δημοκρατία βγαίνει νικήτρια και η δεύτερη περίοδος διακυβέρνησης του Κωνσταντίνου Καραμανλή αρχίζει. Οι πολιτικές οι οποίες ακολουθούν οι περισσότερες χώρες προκειμένου να αντιμετωπίσουν την χρηματοπιστωτική κρίση είναι η ενίσχυση της ρευστότητας και η παροχή εγγυήσεων στον τραπεζικό τομέα. (Laeven-Valencia, 2008) Την ίδια πολιτική ακολουθεί και η κυβέρνηση παρέχοντας ρευστότητα και εγγυήσεις στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Παρόλα αυτά τα δυο από τα μεγαλύτερα προβλήματα της Ελλάδας εξακολουθούν να υφίστανται. Η χώρα συνεχίζει να έχει μεγάλες δημοσιονομικές ανισορροπίες και η ανταγωνιστικότητα της να επιδεινώνεται.

Η συμμετοχή της χώρας μας στην Ευρωζώνη εξασφάλισε στο δημόσιο τομέα εύκολη και φτηνή πρόσβαση στις αγορές χρήματος. (εξαιτίας της ραγδαίας πτώσης των επιτοκίων) Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την ευφορία που δημιουργήθηκε από τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης οδήγησαν στην αύξηση του δανεισμού και τη διεύρυνση των ελλειμμάτων, πυροδοτώντας μια αποσταθεροποιητική δυναμική στα

δημοσιονομικά μεγέθη της χώρας. Στο Διάγραμμα 15 που ακολουθεί παρουσιάζεται ο εκλογικός-δημοσιονομικός κύκλος της Ελλάδας από το 1988 ως το 2009.

**Διάγραμμα15**



Πηγή: AMECO

Ιδιαίτερη σημασία πρέπει να δοθεί στο γεγονός ότι με εξαίρεση το 1996 όλα τα υπόλοιπα έτη διεξαγωγής εκλογών στο υπό εξέταση διάστημα συνδέονται με διόγκωση του ελλείμματος. Πιο συγκεκριμένα, η υψηλότερη αύξηση του ελλείμματος διαγράφεται στις τελευταίες εκλογές, όταν μέσα σε ένα χρόνο το έλλειμμα εκτινάχτηκε από 9,8% σε 15,6% του ΑΕΠ. Τα στοιχεία αυτά αποκαλύπτουν την πολύ ισχυρή παρουσία του εκλογικού δημοσιονομικού κύκλου στην Ελλάδα. (Αργείτης-Δαφέρμος-Νικολαΐδη, 2011)

Ο πληθωρισμός τη τελευταία δεκαετία βρίσκεται σε ιστορικά χαμηλά. Μάλιστα τα τελευταία δυο χρόνια η Ελλάδα κατέχει ένα από τα χαμηλότερα ποσοστά πληθωρισμού στην Ευρώπη. Τα προηγούμενα χρόνια, η Ελλάδα είχε χαμηλό πληθωρισμό για τα δεδομένα της, όμως εξακολουθούσε να παραμένει τουλάχιστον 1% μεγαλύτερος από ότι ήταν στην υπόλοιπη ζώνη του ευρώ. Επιπλέον οι αυξήσεις των μισθών υπερέβησαν τις μέσες αυξήσεις στην υπόλοιπη Ευρωζώνη. Έτσι ο συνδυασμός της αύξησης των τιμών και των μισθών είχε σαν αποτέλεσμα η ανταγωνιστικότητα να μειωθεί. Το 2009 η ανταγωνιστικότητα υπολογισμένη με βάση τις τιμές καταναλωτή μειώθηκε κατά 20%, ενώ με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μειώθηκε κατά 25%. Αυτή η μείωση της ανταγωνιστικότητας είχε

και συνέπειες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών όπου το 2008 το έλλειμμα έφτασε περίπου στο 14,5% του ΑΕΠ. Επομένως οι μεγάλες και συνεχώς αυξανόμενες δημοσιονομικές ανισορροπίες ήταν ξεκάθαρα μη βιώσιμες. (*Gibson S. Hall G. Tavlas, 2011*)

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική οικονομική κρίση το 2007 είχε μικρή επίπτωση στην ελληνική οικονομία. Τα spreads των 10ετων ομολόγων παρέμειναν σε πολύ χαμηλά επίπεδα και κυμάνθηκαν σε ένα εύρος μεταξύ 20 και 30 μονάδων βάσης. Με τον όρο spread εννοούμε τη διαφορά της απόδοσης των ελληνικών από τα γερμανικά δεκαετή ομόλογα. Συνεπώς είναι ένας δείκτης που μας φανερώνει πόσο εύκολα ή δύσκολα η χώρα μπορεί να δανειστεί από τις διεθνείς αγορές. Η κατάρρευση της Lehman Brothers είχε σαν αποτέλεσμα την μεγάλη αύξηση των spreads τα οποία έφτασαν τις 250 μονάδες βάσης τους πρώτες μήνες του 2009. Τους επόμενους μήνες υποχώρησαν στις 120 μονάδες βάσης. (*Gibson S. Hall G., Tavlas, 2011*)

Το 2009 η κυβέρνηση οδηγεί την χώρα εκ νέου σε εκλογές. Αυτή τη φορά γνωρίζοντας την κατάσταση της ελληνικής οικονομίας προτείνει αυστηρά δημοσιονομικά μέτρα για την αντιμετώπιση της κρίσης. Αντίθετα το ΠΑΣΟΚ μην έχοντας συνειδητοποιήσει την κατάσταση της ελληνικής οικονομίας υπόσχεται στον ελληνικό λαό μια σειρά από κοινωνικές παροχές. Το αποτέλεσμα ήταν η Νέα Δημοκρατία να γνωρίσει τη συντριβή και το ΠΑΣΟΚ να κερδίσει θριαμβευτικά τις εκλογές. Η νέα κυβέρνηση με πρωθυπουργό τον Γιώργο Παπανδρέου δεν μπόρεσε να κατανοήσει την σοβαρότητα της κατάστασης. Αδικαιολόγητα καθυστερεί πάρα πολύ να αντιληφθεί ότι η ελληνική οικονομία απαιτεί λήψη δημοσιονομικών μέτρων και έτσι χάνεται για άλλη μια φορά πολύτιμος χρόνος.

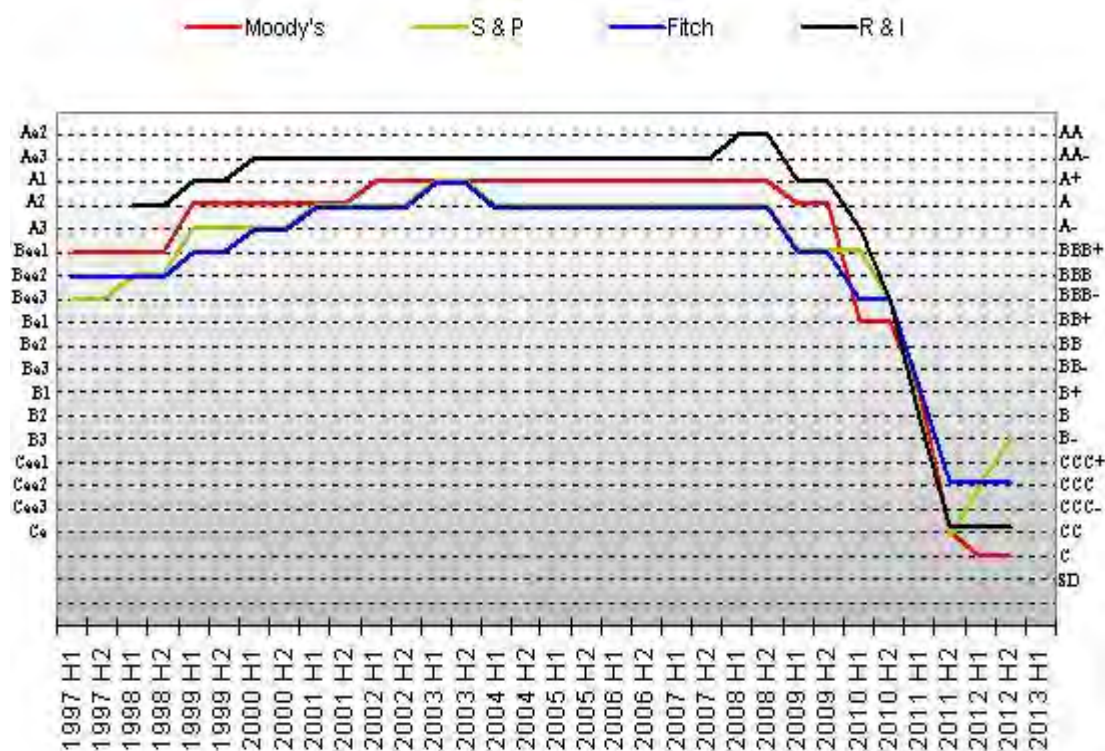
Τους πρώτους οχτώ μήνες του 2009 (Κυβέρνηση ΝΔ) το έλλειμμα έφτασε περίπου το 8%. Μάλιστα από τον Απρίλιο του 2009, η Ελλάδα βρίσκεται πάλι στην Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος από την Κομισιόν. Η νέα κυβέρνηση υπολογίζει ότι αυτό θα φτάσει το 12,6%. Τελικά το δημοσιονομικό έλλειμμα το 2009 κλείνει στο 15,6% του ΑΕΠ. Οι αγορές χάνουν την εμπιστοσύνη τους στην Ελλάδα και οι δημόσιες δηλώσεις της κυβέρνησης περί λανθασμένων στατιστικών στοιχείων επιδεινώνουν την αξιοπιστία της χώρας. Μάλιστα μια μεγάλη μερίδα της κοινής γνώμης πιστεύει ότι οι ελληνικές κυβερνήσεις παρουσίαζαν παραποιημένα στατιστικά στοιχεία προκειμένου να μειώσουν τα επίπεδα του χρέους. (*R. Nelson - P. Belkin - D. Mix, 2010*) Αυτό θορόβησε την Ευρωπαϊκή Ένωση και το ζήτημα της αξιοπιστίας των ελληνικών δεδομένων τέθηκε από τον πρόεδρο του Eurogroup Ζ. Κ.



Γιούνκερ καθώς δεν ήταν η πρώτη φορά που τα στοιχεία που παρουσίαζε η Ελλάδα ήταν λανθασμένα ή ψευδή.

Υπό το πρίσμα της ταχείας επιδείνωσης της δημοσιονομικής κατάστασης στην Ελλάδα, οι αγορές στρέφουν την προσοχή τους στην βιωσιμότητα του ελληνικού δημοσίου χρέους. (Gibson S. Hall G., Tavlas, 2011) Οι διεθνείς ιδιωτικές εταιρίες αξιολόγησης του χρέους υποβαθμίζουν την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας αλλά και του ελληνικού τραπεζικού συστήματος το οποίο μέχρι τώρα χρηματοδοτούσε το κράτος αγοράζοντας κρατικά ομόλογα. Όπως μπορούμε να διακρίνουμε και στο Διάγραμμα 16 που ακολουθεί, η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας κατρακύλησε και έφτασε ένα βήμα πριν την χρεοκοπία. Οι συνεχείς υποβαθμίσεις οδήγησαν σε μαζικές ρευστοποιήσεις ελληνικών ομολόγων προκαλώντας την άνοδο των αποδόσεων.

Διάγραμμα 16

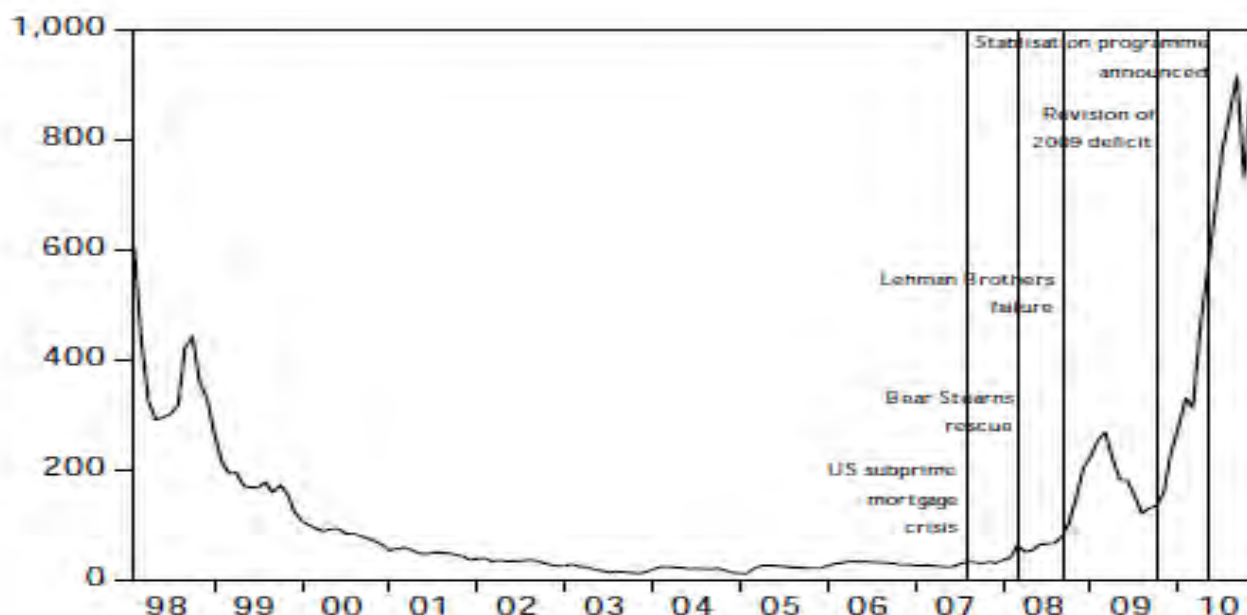


Πηγή: Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους

Παράλληλα με τις συνεχείς υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας τα spreads των 10ετών ομολόγων αυξήθηκαν ραγδαία. Από τις 120 μονάδες βάσης, το 2010 έφτασαν τις 900 μονάδες βάσης. Έτσι τα επιτόκια που έπρεπε να πληρώνει η χώρα μας για να δανειστεί ανέβηκαν ραγδαία και ο δανεισμός της χώρας μας από τις

αγορές έγινε υπερβολικά δύσκολος. Στο Διάγραμμα 17 που ακολουθεί φαίνεται η πορεία των spreads από το 1998 έως και το 2010.

Διάγραμμα 17



Πηγή: ECB Statistical Data Warehouse

Παρά την αυξανόμενη νευρικότητα γύρω από την ελληνική οικονομία, η κυβέρνηση καταφέρνει να αντλήσει 8 δις ευρώ από την πώληση ομολόγων στις αρχές του 2010. Τα υψηλά επιτόκια όμως κάνουν τον δανεισμό δύσκολο και ασύμφορο. Παρόλα αυτά η Ελλάδα χρειάζεται να δανειστεί επιπλέον 54 δις ευρώ προκειμένου να καλύψει τις ανάγκες της ως το τέλος του έτους. Έτσι πολλές ανησυχίες άρχισαν να αναπτύσσονται σχετικά με την ικανότητα της κυβέρνησης να το πράξει αυτό. (C. Mollenkamp – C. Bryan-Low, 2010)

Στο τέλος Μαρτίου του 2010, τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης δεσμεύτηκαν για την δημιουργία ενός μηχανισμού στήριξης για την παροχή οικονομικής βοήθειας στην Ελλάδα σε συνεργασία με το ΔΝΤ, αν χρειαστεί, και εφόσον ζητηθεί από την ελληνική κυβέρνηση. (R. Olivares-Caminal, 2011) Στον μηχανισμό συμμετέχουν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το ΔΝΤ. Αυτή η τριμελής επιτροπή αποτελεί τη γνωστή σε όλους μας Τρόικα.

Το πρώτο τρίμηνο του 2010 η κυβέρνηση πήρε μια σειρά από δημοσιονομικά μέτρα προκειμένου να αντιστραφεί το αρνητικό κλίμα που είχε δημιουργηθεί για την Ελλάδα. Παρόλα αυτά το αρνητικό κλίμα δεν άλλαξε. Ο δανεισμός μας από τις

διεθνείς αγορές είχε γίνει πολύ δύσκολος και ασύμφορος ενώ το δημόσιο χρέος αυξάνονταν συνεχώς. Έτσι το πολύ υψηλό δημόσιο χρέος σε συνδυασμό με τα μεγάλα ελλείμματα και την ύφεση κατέστησαν το δημόσιο χρέος μη βιώσιμο. (δηλαδή δεν μπορούσε να αποπληρωθεί) Στις 23 Απριλίου του 2010 ο πρωθυπουργός Γ. Παπανδρέου από το Καστελόριζο ανακοινώνει την προσφυγή της Ελλάδας στον μηχανισμό στήριξης και μας οδηγεί στο ΔΝΤ. Οι ηγέτες της Ευρωζώνης και το ΔΝΤ έρχονται σε συμφωνία με την ελληνική κυβέρνηση για την παροχή ενός πακέτου διάσωσης ύψους 110 δις ευρώ. Τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ θα παρείχαν τα 80 δις ευρώ και το ΔΝΤ τα υπόλοιπα 30 δις. Ο στόχος του πακέτου διάσωσης είναι η Ελλάδα να καταφέρει να μειώσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα κάτω από το 3% και να μπορέσει να επιστρέψει στις αγορές ως το 2014. Επίσης απαραίτητο για την εξασφάλιση της χρηματοδότησης από το πακέτο διάσωσης είναι η εφαρμογή σκληρών δημοσιονομικών μέτρων (Μνημόνιο 1) (K. Sauernheimer, 2011). Η αντίδραση του κόσμου ήταν μεγάλη όμως η κυβέρνηση λίγους μήνες αργότερα ψηφίζει το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής το οποίο περιλαμβάνει νέα σκληρά μέτρα.

Μέχρι τους πρώτους μήνες του 2011 υπήρχε έντονη αισιοδοξία στην κυβέρνηση ότι η Ελλάδα θα καταφέρει να πετύχει τους στόχους της. Μάλιστα μετά από τα πολλά δημοσιονομικά μέτρα και τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις που είχε εφαρμόσει, το ΔΝΤ και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσαν μια σειρά από ευνοϊκές εκθέσεις για την Ελλάδα. Όμως αυτή η αισιοδοξία εξαφανίστηκε στις αρχές του 2011. Σε αυτό συνέβαλλαν δυο λόγοι. Πρώτον επειδή η Eurostat δημοσίευσε μια αναθεωρημένη εκτίμηση για το έλλειμμα του 2009, το οποίο το εκτίμησε κατά 2% υψηλότερο και δεύτερον επειδή από τις αρχές του 2011 υπήρχαν ενδείξεις ότι η Ελλάδα δεν θα μπορέσει να επιστρέψει έγκαιρα στις αγορές. Επομένως έγινε σαφές ότι το σχέδιο διάσωσης της ελληνικής οικονομίας θα έπρεπε να επανεξεταστεί. (S. Ardagna, F. Caselli, 2012)

Κατά τη σύνοδο κορυφής στις Βρυξέλλες το Μάρτιο του 2011 αναγνωρίζεται ότι η εκτίμηση για επιστροφή της Ελλάδας στις αγορές σε τρία χρόνια ήταν λανθασμένη και ότι το ελληνικό χρέος είναι μη βιώσιμο. Παράλληλα ανακοινώνεται η δημιουργία ενός μόνιμου μηχανισμού διάσωσης, του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM), στον οποίο η Ελλάδα εντάσσεται τον Ιούλιο του 2011. Παράλληλα εξασφαλίζεται νέα χρηματοδότηση στην οποία θα συμμετέχει και ο ιδιωτικός τομέας. (K. Sauernheimer, 2011)

Στις 26 Οκτωβρίου του 2011 συγκλήθηκε έκτακτη σύνοδος κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης με στόχο την κατάρτιση ενός οριστικού σχεδίου αντιμετώπισης της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη. Η σύνοδος κατέληξε σε συμφωνία και απέβλεπε σε «κούρεμα» κατά 53,5% του ελληνικού χρέους και πρόσθετο πακέτο βοήθειας προς την Ελλάδα ύψους 130 δις ευρώ. Με βάση την συμφωνία οι ιδιώτες θα αποδεχτούν σε εθελοντική βάση, μείωση της αξίας των ελληνικών ομολόγων που διαθέτουν κατά 53,5%. Η συμφωνία θα συνοδεύεται από πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής με διάρκεια μέχρι το 2020 και δημιουργία μηχανισμού μόνιμης εποπτείας της Ελλάδας για την συνεχή παρακολούθηση της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων. Παράλληλα αποφασίστηκε η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών με ποσό ύψους 30 δις ευρώ και αύξηση κατά 1 τρις ευρώ των κεφαλαίων του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Στόχος της συμφωνίας είναι να μειωθεί το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στο 120,5% ως το 2020. (*Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2011-2012, Μάρτιος 2012*)

Μετά από αυτές τις εξελίξεις την διακυβέρνηση της χώρας αναλαμβάνει ο Λουκάς Παπαδήμος. Στόχος της νέας κυβέρνησης είναι η ψήφιση της νέας δανειακής σύμβασης δηλαδή του δευτέρου Μνημονίου και της υλοποίησης της, δηλαδή του PSI (Private Sector Involvement). Στις 9 Μαρτίου του 2012 ανακοινώνεται η υλοποίηση του PSI με επιτυχία με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα να φτάνει το 95,7%. Μετά από λίγες μέρες ο πρωθυπουργός προκηρύσσει εκλογές και μετά από δυο εκλογικές αναμετρήσεις η Νέα Δημοκρατία βγαίνει νικήτρια χωρίς όμως να έχει αυτοδυναμία. Έτσι κατόπιν πολλών διαπραγματεύσεων και με ορατό τον κίνδυνο της χρεοκοπίας σχηματίζεται κυβέρνηση συνεργασίας με πρωθυπουργό τον Αντώνη Σαμαρά την οποία στηρίζουν η Νέα Δημοκρατία, το ΠΑΣΟΚ και η Δημοκρατική Αριστερά. Η οικονομική πολιτική την οποία ακολούθησε η νέα κυβέρνηση δεν διαφοροποιήθηκε και μετά από μια σειρά διαπραγματεύσεων με τους πιστωτές και τον κίνδυνο της μη καταβολής της επόμενης δόσης του δανείου, ήρθε σε συμφωνία για ένα νέο πακέτο δημοσιονομικών μέτρων.

#### **4. Συμπεράσματα Κεφαλαίου**

Η Ελλάδα την τελευταία 20ετία γνώρισε μια μεγάλη περίοδο οικονομικής ανάπτυξης και ευημερίας. Είχε όλες τις προϋποθέσεις και τις δυνατότητες να μετατραπεί σε μια ισχυρή οικονομία και να αντιμετωπίσει πολλά από τα προβλήματα τα οποία εώς και τώρα την ταλαιπωρούν. Όμως κάτι τέτοιο δεν συνέβη. Αντιθέτως τα προβλήματα της διογκώθηκαν. Οι κυβερνήσεις δεν κατάφεραν να τα επιλύσουν, στον βαθμό στον οποίο θα ήταν εφικτό, και έχοντας σαν φόβο το πολιτικό κόστος, επέλεξαν να κρύβουν τα προβλήματα της οικονομίας και να ακολουθούν μια πολιτική που προέβλεπε πολλές κοινωνικές παροχές. Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ καθώς και τα δημοσιονομικά ελλείμματα αυξάνονται συνεχώς. Λίγες προσπάθειες έγιναν προκειμένου να περιοριστούν αλλά δεν είχαν το επιθυμητό αποτέλεσμα. Οι πολιτικές ηγεσίες χαρακτηρίζονται από έλλειψη αποφασιστικότητας και δυναμικής να συγκρουστούν με συγκεκριμένα συμφέροντα.

Ο τρόπος που λειτουργούσε το ελληνικό κράτος τα τελευταία χρόνια ήταν καταστροφικός και οδήγησε στον υπερκαταναλωτισμό. Ο υπερκαταναλωτισμός ο οποίος υπήρξε και από την μεριά του κράτους αλλά και από την μεριά της ελληνικής κοινωνίας, κατά την γνώμη μου ήταν μια από τις κυριότερες αιτίες που η Ελλάδα οδηγήθηκε σε αυτό το σημείο.

Η Ελλάδα θα πρέπει να κάνει συγκεκριμένες ενέργειες προκειμένου να βελτιώσει την οικονομική της κατάσταση. Κατά την γνώμη μου, θα πρέπει να δώσει κίνητρα για παράγωγη ανταγωνιστικών εξαγωγικών προϊόντων τα οποία θα μειώσουν το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου και θα συμβάλλουν και στην μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Παράλληλα πολλές νέες θέσεις εργασίας θα δημιουργηθούν και θα συμβάλλουν στην μείωση της ανεργίας, η οποία μαστίζει την ελληνική κοινωνία. Επίσης οι πολίτες από την μεριά τους, θα πρέπει να στρέψουν την προσοχή τους στην κατανάλωση ελληνικών προϊόντων έτσι ώστε να βοηθήσουν τις ελληνικές επιχειρήσεις να επιβιώσουν και να διατηρήσουν το εργατικό τους δυναμικό.

Επίσης πρέπει να ενταθούν οι προσπάθειες για αύξηση των επενδύσεων. Προκειμένου να αυξηθούν οι επενδύσεις στη χώρα μας, η Ελλάδα θα πρέπει να καταπολεμήσει ορισμένα προβλήματα. Το κυριότερο από αυτά είναι η γραφειοκρατία η οποία αποτελεί το μεγαλύτερο εμπόδιο για την έναρξη μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας. Επιπλέον επιβάλλεται ένα απλό και σταθερό φορολογικό καθεστώς το

οποίο θα είναι φιλικό για την έναρξη μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας. Αυτό στην Ελλάδα δεν συμβαίνει και μάλιστα τα τελευταία χρόνια έχει αλλάξει 3 φορές. Τέλος θα πρέπει να ενταθούν οι προσπάθειες για την πάταξη της φοροδιαφυγής. Η φοροδιαφυγή στην Ελλάδα αγγίζει το 15% του ΑΕΠ, το οποίο αντιστοιχεί περίπου σε 25 δις ευρώ. Επομένως είναι εύκολο να αναλογιστούμε πόσα δημόσια έσοδα στερείται το κράτος και πόσα λιγότερα μέτρα λιτότητας δεν θα είχαν εφαρμοστεί εάν είχε αντιμετωπιστεί το συγκεκριμένο πρόβλημα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

Η Ιταλία είναι μια από τις πιο ανεπτυγμένες χώρες στον κόσμο με πολύ υψηλό ΑΕΠ, κατά κεφαλήν ΑΕΠ και πολύ ανεπτυγμένες υποδομές. Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η Ιταλία το 2008 ήταν η έβδομη μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο και η τέταρτη μεγαλύτερη στην Ευρώπη. Με το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου η οικονομία της, η οποία είχε πληγεί σοβαρά από τις συνέπειες του πολέμου, μετατράπηκε σταδιακά από μια αδύναμη γεωργική οικονομία σε μια βιομηχανική. (Sara G. 2010). Αυτό την κατέστησε σε μια από τις πιο βιομηχανοποιημένες χώρες του κόσμου και μια από τις ηγέτιδες χώρες του παγκοσμίου εμπορίου. Επίσης είναι από τα ιδρυτικά μέλη του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), μέλος της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας, της Ευρωπαϊκής Ένωσης και μέλος των G8 χωρών από το 1975.

Ένα στοιχείο το οποίο κάνει την Ιταλική οικονομία ιδιαίτερη είναι το χάσμα στην ανάπτυξη ανάμεσα στη Βόρεια και Νότια Ιταλία. Η Βόρεια Ιταλία χαρακτηρίζεται από τους πολύ υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και την ανεπτυγμένη βιομηχανία, σε αντίθεση με τη Νότια Ιταλία η οποία παραμένει έως σήμερα μια από τις πιο υποανάπτυκτες περιοχές της Ευρώπης. Όπως αναφέραμε και προηγουμένως, η Ιταλία μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, κατάφερε να ορθοποδήσει και να σημειώσει πολύ σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Μάλιστα μέσα σε μερικές δεκαετίες έγινε μια από τις πιο ισχυρές οικονομίες του κόσμου. Αυτή η ανάπτυξη της όμως οφείλονταν στην ανάπτυξη της βιομηχανοποιημένης Βόρειας και Κεντρικής Ιταλίας. Αντίθετα η Νότια Ιταλία, παρά τις προσπάθειες και τις επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν, δεν κατάφερε ποτέ να ακολουθήσει τους ρυθμούς ανάπτυξης της υπόλοιπης χώρας. Υπάρχει μεγάλο χάσμα μεταξύ του κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Νότιας Ιταλίας σε σχέση με την υπόλοιπη Ιταλία, το οποίο μεγαλώνει με την πάροδο του χρόνου. (Helg, Peri, Viesti, 2000)

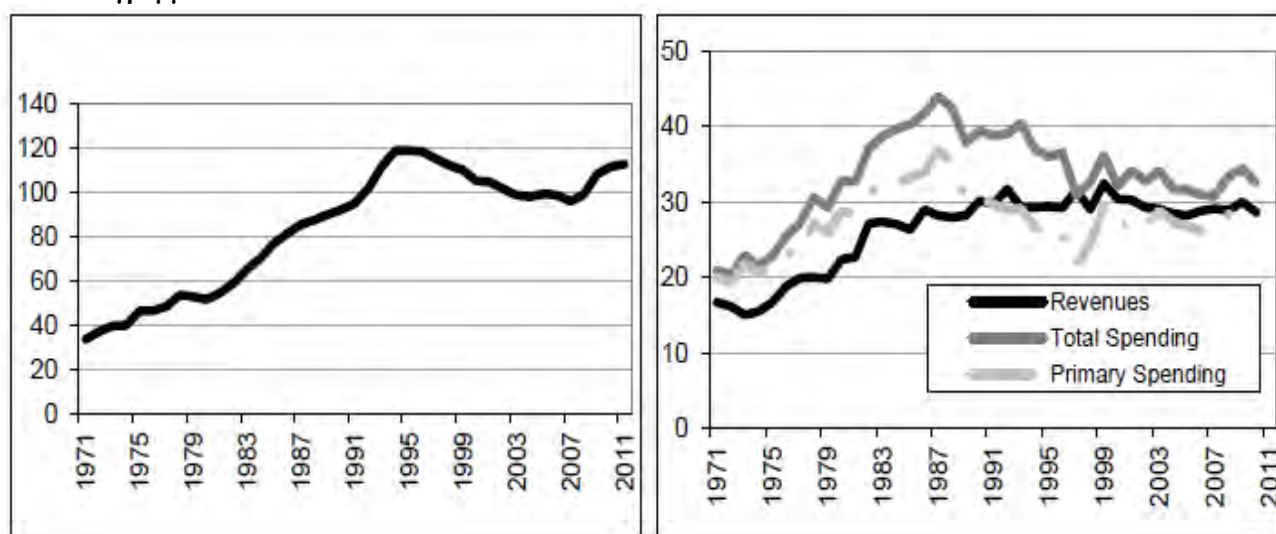
Η οικονομική ανάπτυξη της Ιταλίας μπορεί να χωριστεί σε τρεις περιόδους. Η πρώτη περίοδος αρχίζει το 1950 και τελειώνει στις αρχές της δεκαετίας του 70'. Αναφέρεται συχνά ως η περίοδος του Ιταλικού Οικονομικού Θαύματος. Μοχλός της ανάπτυξης και της ευημερίας ήταν οι πολλές οικογενειακές επιχειρήσεις που δημιουργήθηκαν, οι επιχειρήσεις χάλυβα, αυτοκινήτων, ελαστικών και οι χημικές βιομηχανίες. Οι επιχειρηματίες επικεντρώθηκαν στον τομέα της

κλωστοϋφαντουργίας, στον επαγγελματικό εξοπλισμό, στην επεξεργασία των τροφίμων και το κράτος κατασκεύασε τις υποδομές των μεταφορών και της ενέργειας. Αξίζει να σημειωθεί ότι από το 1950 έως το 1963 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ήταν 5,8% ενώ από το 1964-1973 ήταν 5%.

Η δεύτερη περίοδος ξεκινάει το 1973 και τελειώνει περίπου το 1988. Διακρίνεται από οικονομικές, πολιτικές και κοινωνικές αναταραχές. Η ανεργία σκαρφαλώνει σε υψηλά επίπεδα ενώ ο πληθωρισμός αυξάνεται. Το εθνικό νόμισμα της Ιταλίας, η λίρα, αρχίζει και υποχωρεί σταθερά έναντι του δολαρίου των ΗΠΑ. Η πετρελαϊκή κρίση το 1973 οδηγεί σε δυο υποτιμήσεις της λίρας, το 1974 και το 1976. Έτσι μέσα σε λίγο καιρό η συναλλαγματική αξία της λίρας μειώνεται κατά 7% και 18% αντίστοιχα. Έτσι δημιουργούνται όλες οι προϋποθέσεις για αύξηση των εξαγωγών. Το 1976 οι εξαγωγές γίνονται για πρώτη φορά περισσότερες από τις εισαγωγές και η Ιταλία δημιουργεί ένα σημαντικό πλεόνασμα στο εμπορικό ισοζύγιο. Η οικονομία φαίνεται ότι οδηγείται σε ανάκαμψη αλλά διακόπτεται από μια νέα πετρελαϊκή κρίση το 1979. (Nordozzi, 1980) Το έλλειμμα του προϋπολογισμού φτάνει στο 10% του ΑΕΠ και αρχίζει πλέον να γίνεται μόνιμο και να αυξάνεται σταθερά. Αξίζει να σημειωθεί ότι αντιστοιχεί στο μεγαλύτερο έλλειμμα από οποιαδήποτε άλλη βιομηχανοποιημένη χώρα. (Boltho, 1992) Επίσης το δημόσιο χρέος αυξήθηκε ραγδαία μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 90', όπου και σταθεροποιήθηκε.

Στο Διάγραμμα 18 που ακολουθεί βλέπουμε την εξέλιξη του ιταλικού δημοσίου χρέους, τις συνολικές δαπάνες και τα συνολικά έσοδα από το 1971 ως το 2011.

**Διάγραμμα18**



Πηγή: Francese and Pace (2011), Bafigi (2011), RGS (2011)



Όπως παρατηρούμε στο διάγραμμα, το ιταλικό δημόσιο χρέος στις αρχές της δεκαετίας του 80' αντιστοιχούσε περίπου στο 55% του ΑΕΠ. Στη συνέχεια ακολούθησε μια ραγδαία αύξηση και στις αρχές της επόμενης δεκαετίας ξεπέρασε το 100%. Μπορούμε να διακρίνουμε ότι οι δημόσιες δαπάνες αυξήθηκαν και αυτές ραγδαία κατά τις δεκαετίες του 70' και του 80'.

Η οικονομία άρχισε να ανακάμπτει από το 1983 και έτσι εφαρμόστηκε μια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Πιο αναλυτικά η αύξηση των κοινωνικών δαπανών και η προσπάθεια δημιουργίας ενός κράτους πρόνοιας, που είχε ήδη αναπτυχθεί από άλλες δυτικές χώρες, συνέβαλλαν σημαντικά στην αύξηση των δημοσίων δαπανών. Επίσης ένας άλλος παράγοντας που τις επηρέασε, ήταν η αύξηση των τιμών των πρώτων υλών και του πετρελαίου κατά τη προηγούμενη δεκαετία, που οφείλονταν στις δυο πετρελαϊκές κρίσεις. (*S. Bartoletto, 2013*)

Το 1973 οι συνολικές επενδύσεις για την ανάπτυξη της Νότιας Ιταλίας ανήλθαν στο 30% του ΑΕΠ, ενώ μέχρι το 1984 μειώθηκαν σταδιακά στο 20%. (*Loddo 2004*). Πολλές από τις βιομηχανίες οι οποίες δραστηριοποιούνταν στον νότο, και κυρίως χημικές και μεταλλουργικές, αντιμετώπιζαν σοβαρά προβλήματα καθώς οι υψηλές τιμές της ενέργειας τις έκαναν να γίνουν λιγότερο ανταγωνιστικές. Προκειμένου να αποφευχθεί η πτώχευση τους και ακολούθως να χαθούν χιλιάδες θέσεις εργασίας, το κράτος ανέλαβε τον ρόλο της διάσωσης τους. Πρωταγωνιστικό ρόλο έπαιξαν οι κρατικές επιχειρήσεις IRI (Institution for Industrial Reconstruction) και ENI, οι οποίες αργότερα κατέγραψαν σημαντικές απώλειες και μεγάλη αύξηση του χρέους τους. (*Baum, Munro, Schachter 2007*)

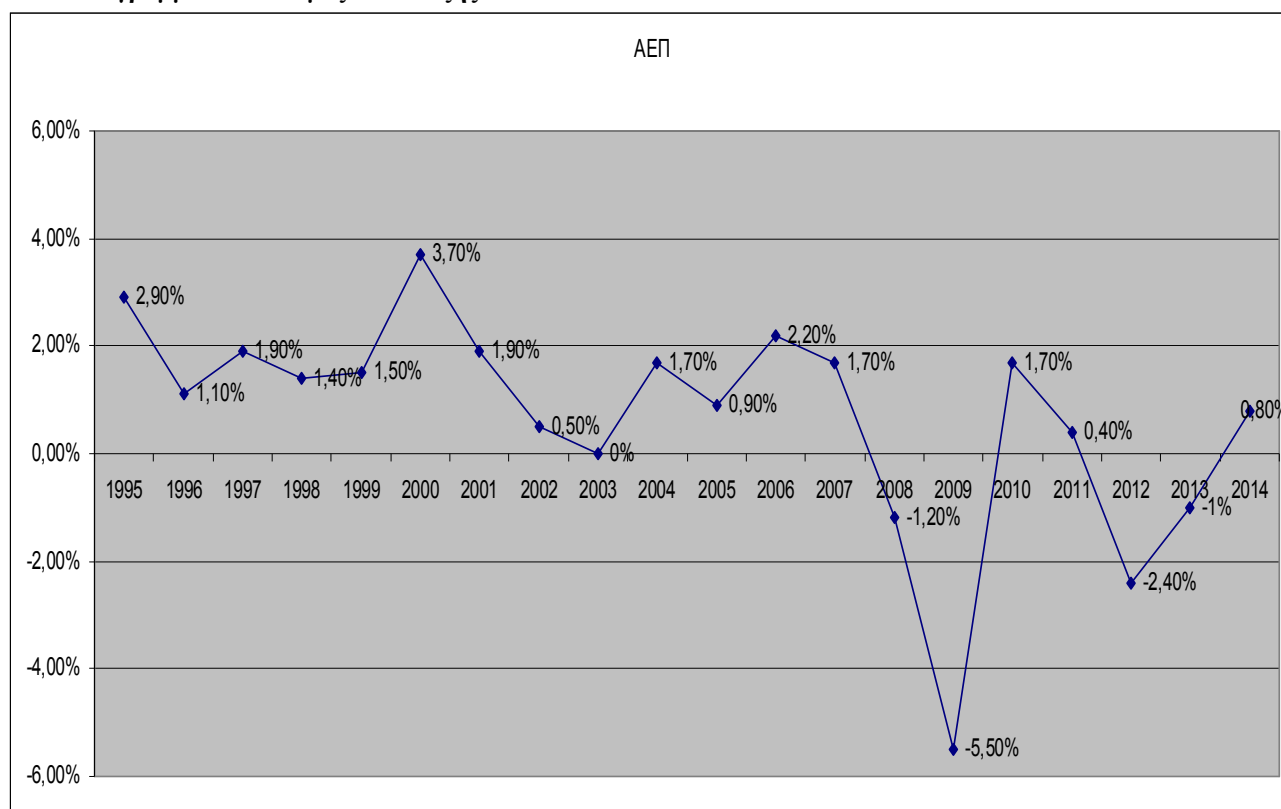
Επίσης προκειμένου να μειωθεί η ανεργία η οποία αυξάνονταν συνεχώς, πολλοί άνεργοι απορροφήθηκαν στον δημόσιο τομέα με αποτέλεσμα τη ραγδαία αύξηση των δημοσίων δαπανών. Από το 1970 ως το 1989 υπολογίζεται ότι το 70% της αύξησης της απασχόλησης στο δημόσιο τομέα οφείλονταν στην Νότια Ιταλία. Οι μισθοί άρχισαν σιγά σιγά να αυξάνονται και αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να χαθεί το πλεονέκτημα της φθηνότερης εργασίας στον νότο. Αυτό δεν είχε καμία επίδραση στον δημόσιο τομέα αλλά υπήρξε μεγάλο εμπόδιο στην ανάπτυξη νέων επιχειρήσεων και υπηρεσιών στις περιοχές της Νότιας Ιταλίας. (*Helg, Peri, Viesti 2000*) Έτσι η ραγδαία αύξηση των δημοσίων δαπανών συνέβαλλαν στην αύξηση του δημοσίου χρέους.

Στις αρχές της δεκαετίας του 90', τόσο το δημόσιο χρέος όσο και οι δημόσιες δαπάνες σταθεροποιούνται. Αυτό οφείλεται στην υπογραφή της Συνθήκης του

Μάαστριχτ το 1992. Έτσι ο νέος στόχος των Ιταλικών κυβερνήσεων είναι η απελευθέρωση της οικονομίας, η μείωση του δημοσίου χρέους και των δημόσιων δαπανών, η ιδιωτικοποίηση των κρατικών εταιριών και η πάταξη της φοροδιαφυγής. Η Ιταλία για άλλη μια φορά υποτιμά το εθνικό της νόμισμα και ωθεί τις εξαγωγές. Έτσι το εμπορικό ισοζύγιο μετατράπηκε σε πλεονασματικό και σε συνδυασμό με την απελευθέρωση της οικονομίας και τη ραγδαία μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, η Ιταλία εισήρθε στη ζώνη του ευρώ το 1999. (Pistoresi, Rinaldi 2011)

Στο Διάγραμμα 19 που ακολουθεί, παρουσιάζονται οι ρυθμοί ανάπτυξης της Ιταλικής οικονομίας από το 1995 έως το 2014. (οι τιμές για τα έτη 2013 και 2014 είναι προβλέψεις της Eurostat) Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε η δεκαετία του 90' χαρακτηρίζεται από χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Την επόμενη δεκαετία η Ιταλική οικονομία βρίσκεται σε στασιμότητα και το 2008 εξαιτίας της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης εισέρχεται σε ύφεση. Την επόμενη χρονιά φαίνεται ότι ανακάμπτει αλλά και πάλι βυθίζεται στην ύφεση το 2012.

**Διάγραμμα 19 – Ρυθμός Ανάπτυξης ΑΕΠ**



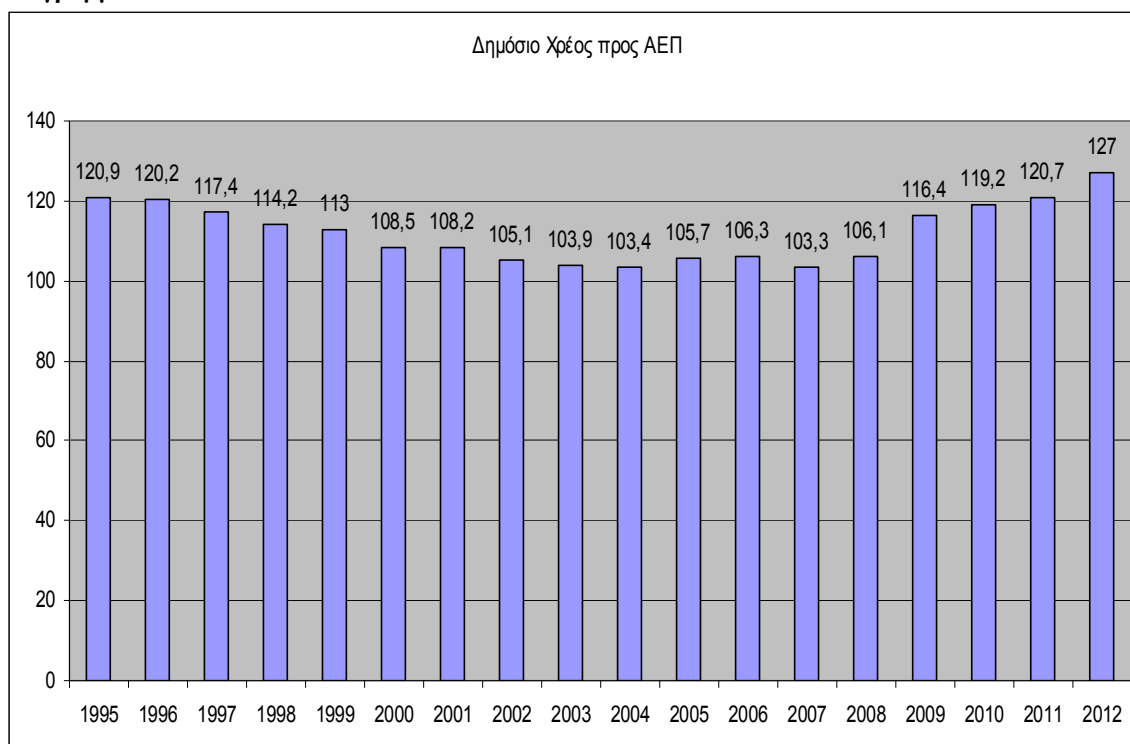
**Πηγή: Στοιχεία Eurostat – Διάγραμμα δικό μου**

Μέχρι και σήμερα, η δύναμη της Ιταλικής οικονομίας δεν είναι οι μεγάλες εταιρίες αλλά οι μικρό-μεσαίες οικογενειακές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται κυρίως στο Μιλάνο, στο Τορίνο και στην Γένοβα, το λεγόμενο “βιομηχανικό τρίγωνο”. Όπως είδαμε και στο προηγούμενο διάγραμμα, η οικονομική της ανάπτυξη είναι ιδιαίτερα στάσιμη τα τελευταία χρόνια και οι ρυθμοί ανάπτυξης της ήταν μικρότεροι από τον μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το 2008 η Ιταλία πλήττεται από την παγκόσμια οικονομική κρίση που εκδηλώνεται στις ΗΠΑ και από την στασιμότητα περνάει στην ύφεση.

## 1. Η εξέλιξη του Ιταλικού Δημοσίου Χρέους

Στο Διάγραμμα 20 που ακολουθεί βλέπουμε μια σύντομη ιστορική αναδρομή του δημοσίου χρέους της Ιταλίας από το 1995 έως το 2012.

Διάγραμμα 20

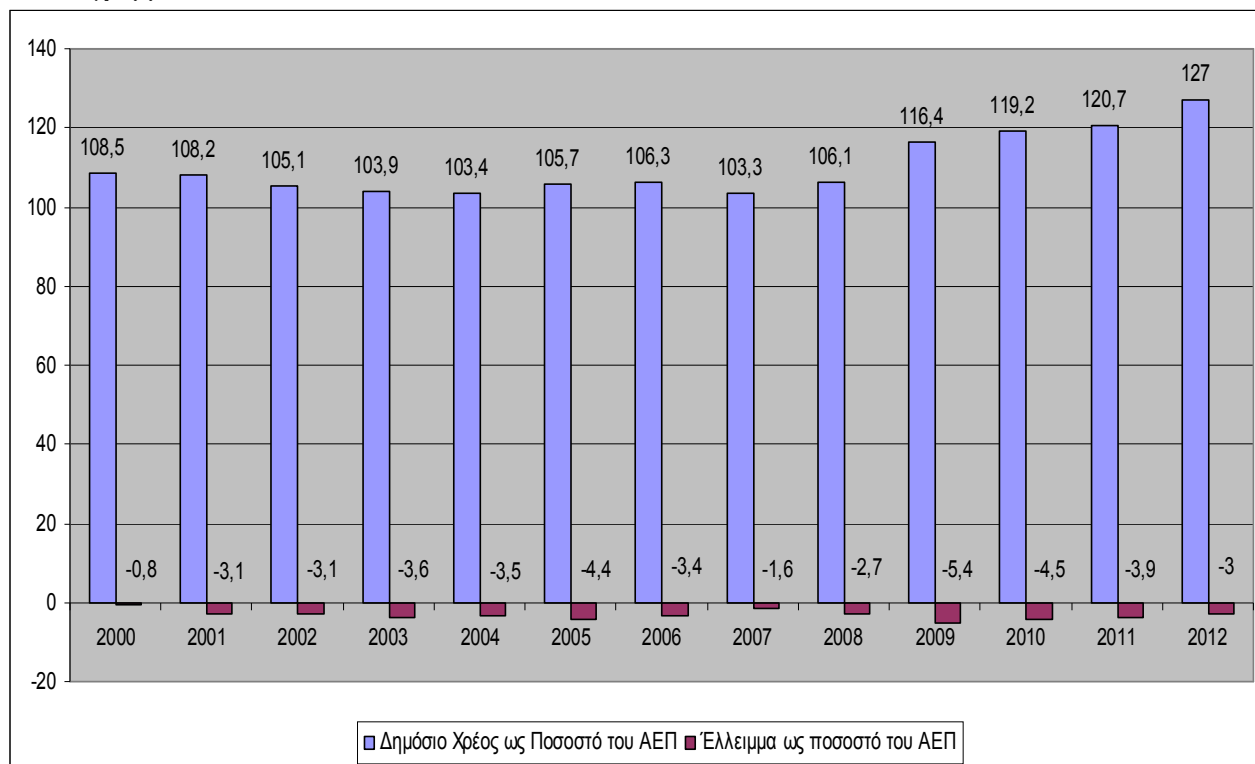


Πηγή: Στοιχεία Eurostat – Διάγραμμα δικό μου

Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ το 1995 ήταν στο 120,9%. Τα επόμενα χρόνια ακολούθησε μια ελαφρά καθοδική πορεία. Το 2004 έφτασε στην χαμηλότερη του τιμή, δηλαδή στο 103,4%. Αυτή η μείωση του δημοσίου χρέους οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ το 1992 και τις προσπάθειες της Ιταλίας για την ένταξη της στην ΟΝΕ. Από το 2004 μέχρι το 2007 το ιταλικό δημόσιο χρέος παρουσίασε μια σταθεροποιητική τάση, με μικρές αυξομειώσεις. Όμως από το 2008 και μετά, και ενώ η παγκόσμια οικονομική κρίση βρίσκεται σε εξέλιξη το δημόσιο χρέος αυξήθηκε σημαντικά φτάνοντας το 2012 το 127% του ΑΕΠ. Έτσι η Ιταλία κατέχει το δεύτερο υψηλότερο δημόσιο χρέος στην Ευρωζώνη μετά την Ελλάδα.

Στο Διάγραμμα 21 που ακολουθεί παρουσιάζεται η εξέλιξη του δημοσίου χρέους σε αντιπαραβολή με την εξέλιξη των δημοσίων ελλειμμάτων ως ποσοστό του ΑΕΠ, από το 2000 έως το 2012.

**Διάγραμμα 21**



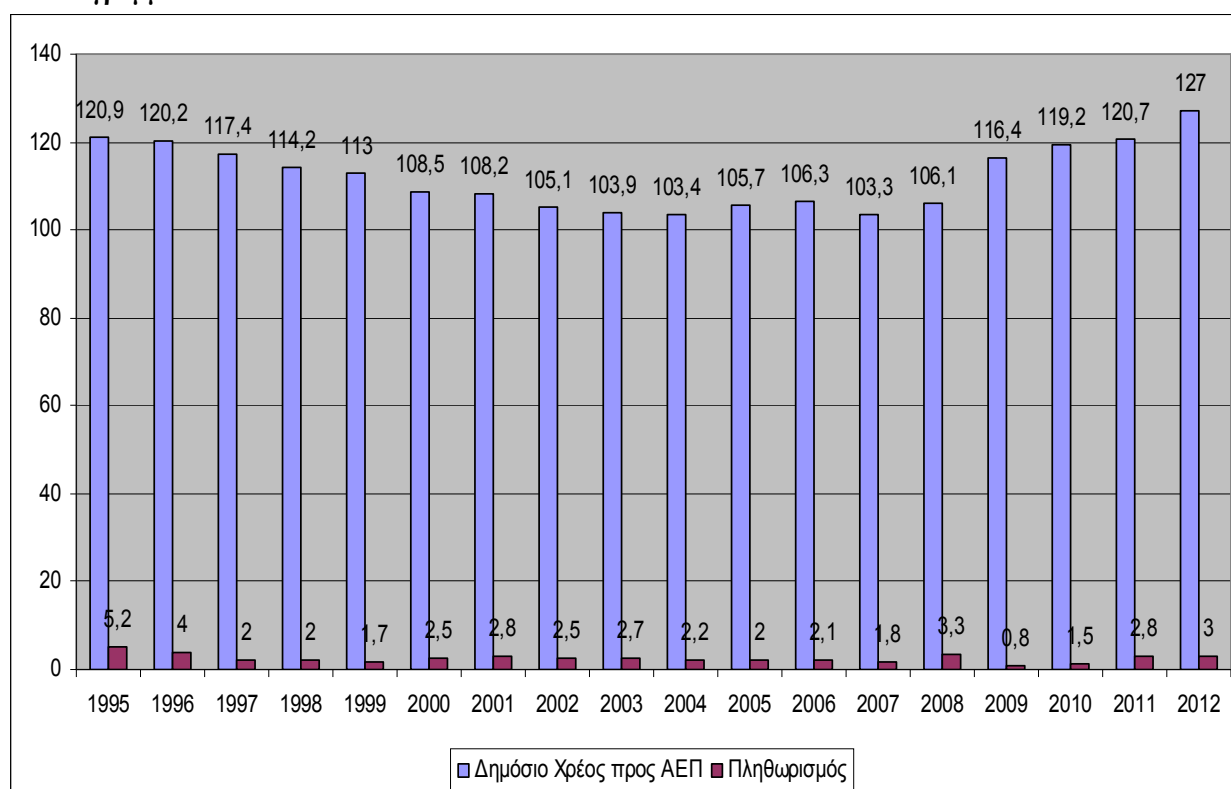
**Πηγή: Στοιχεία Eurostat – Διάγραμμα δικό μου**

Όπως βλέπουμε στο Διάγραμμα 21, η Ιταλία, παρά το υψηλό της δημόσιο χρέος έχει σχετικά χαμηλά δημοσιονομικά ελλείμματα. Το 1999, η χώρα πληροί τις προϋποθέσεις που ορίζουν τα κριτήρια σύγκλισης της Συνθήκης του Μάαστριχτ για την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος (πλην του χρέους). Αξίζει να σημειωθεί πως το χρέος της παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα και δεν έπεσε ποτέ κάτω από το 60%. Όμως όπως είδαμε και στο προηγούμενο διάγραμμα ακολούθησε μια ελαφρά καθοδική πορεία. Το 2000 το έλλειμμα καταγράφει την χαμηλότερη του τιμή και είναι στο 0,8% του ΑΕΠ. Από το 2001 ως το 2008 το έλλειμμα αυξήθηκε και σταθεροποιήθηκε έχοντας μικρές αυξομειώσεις. Το 2009, και κατά την διάρκεια της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης το έλλειμμα φτάνει στο 5,4% που είναι και η υψηλότερη του τιμή. Τα επόμενα δυο χρόνια μειώνεται και το 2012 κλείνει στο 3% του ΑΕΠ. Από το συγκεκριμένο διάγραμμα μπορούμε να παρατηρήσουμε πως οι περισσότερες αυξήσεις του ελλείματος προκαλούν και αύξηση του δημοσίου

χρέους. Από το 2010 και μετά το έλλειμμα μειώνεται όμως το δημόσιο χρέος της χώρας αυξάνεται. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ιταλίας αυτό οφείλεται στην συμμετοχή της Ιταλίας στα προγράμματα οικονομικής βοήθειας προς τις ευρωπαϊκές χώρες, που αντιμετωπίζουν μεγάλες οικονομικές δυσκολίες αλλά και στην επιβράδυνση της ανάπτυξης.

Στο Διάγραμμα 22 που ακολουθεί παρουσιάζεται το δημόσιο χρέος της Ιταλίας ως ποσοστό του ΑΕΠ σε σχέση με τον πληθωρισμό από το 1995 έως το 2012.

**Διάγραμμα 22**

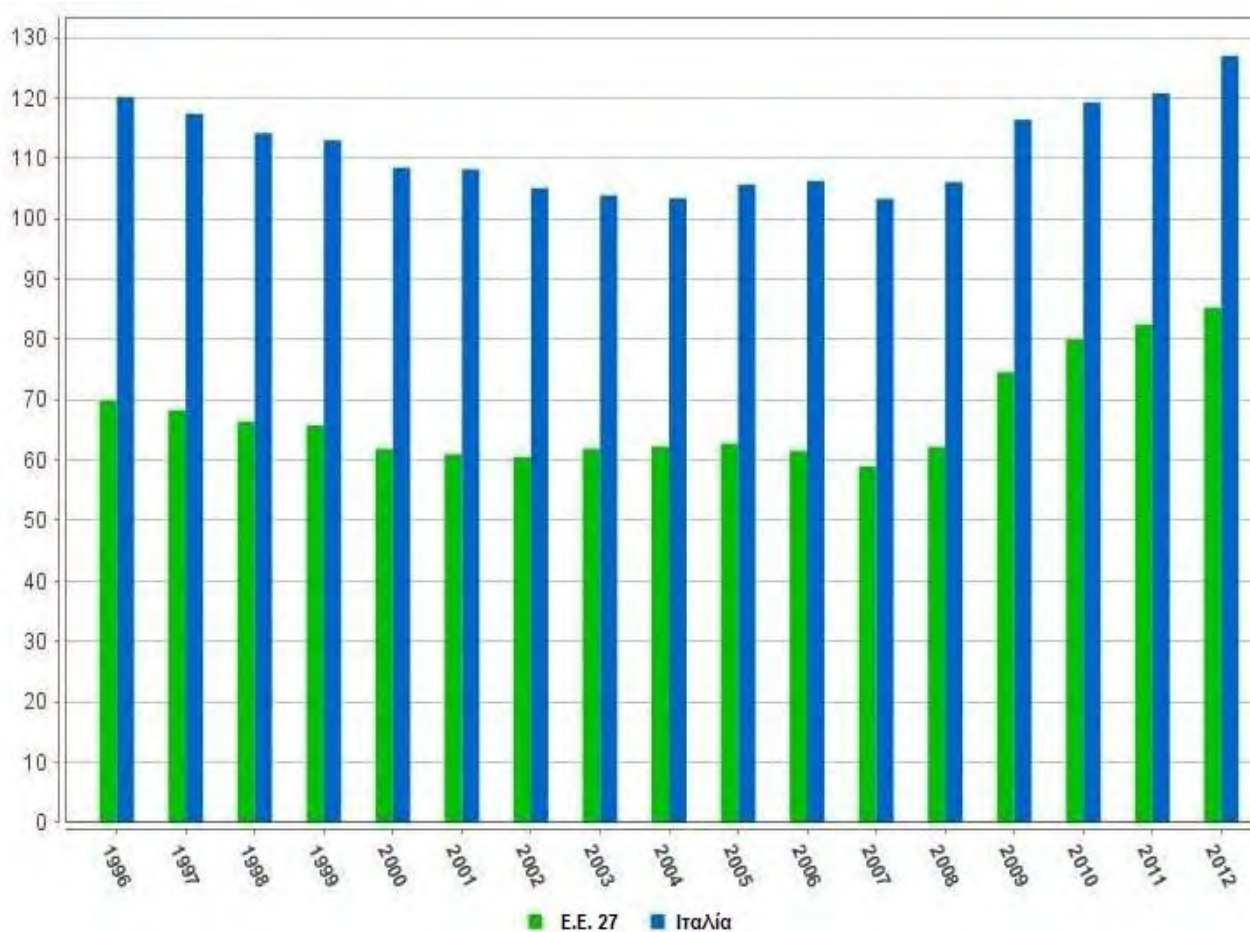


**Πηγή: Στοιχεία Eurostat – Διάγραμμα δικό μου**

Η υψηλότερη τιμή του πληθωρισμού είναι 5,2% και καταγράφεται το 1995. Τα επόμενα χρόνια, η Ιταλία εφαρμόζει μια περιοριστική νομισματική πολιτική προκειμένου η χώρα να μπορέσει να ανταποκριθεί στα κριτήρια σύγκλισης της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Ο πληθωρισμός μειώνεται και σταθεροποιείται σε ένα επίπεδο της τάξης του 2-3% μέχρι το 2008. Το 2009 καταγράφεται η χαμηλότερη του τιμή, η οποία είναι 0,8%. Έκτοτε ακολουθεί μια ανοδική πορεία παράλληλα με το δημόσιο χρέος.

Στο Διάγραμμα 23 βλέπουμε ποια είναι η σχέση του Ιταλικού δημοσίου χρέους σε σχέση με την Ευρώπη των 27 από το 1996 έως το 2012.

**Διάγραμμα 23**  
**Ακαθάριστο χρέος γενικής κυβέρνησης**  
**% Του ΑΕΠ και εκατομμύρια ευρώ**  
**Ποσοστό του ΑΕΠ**



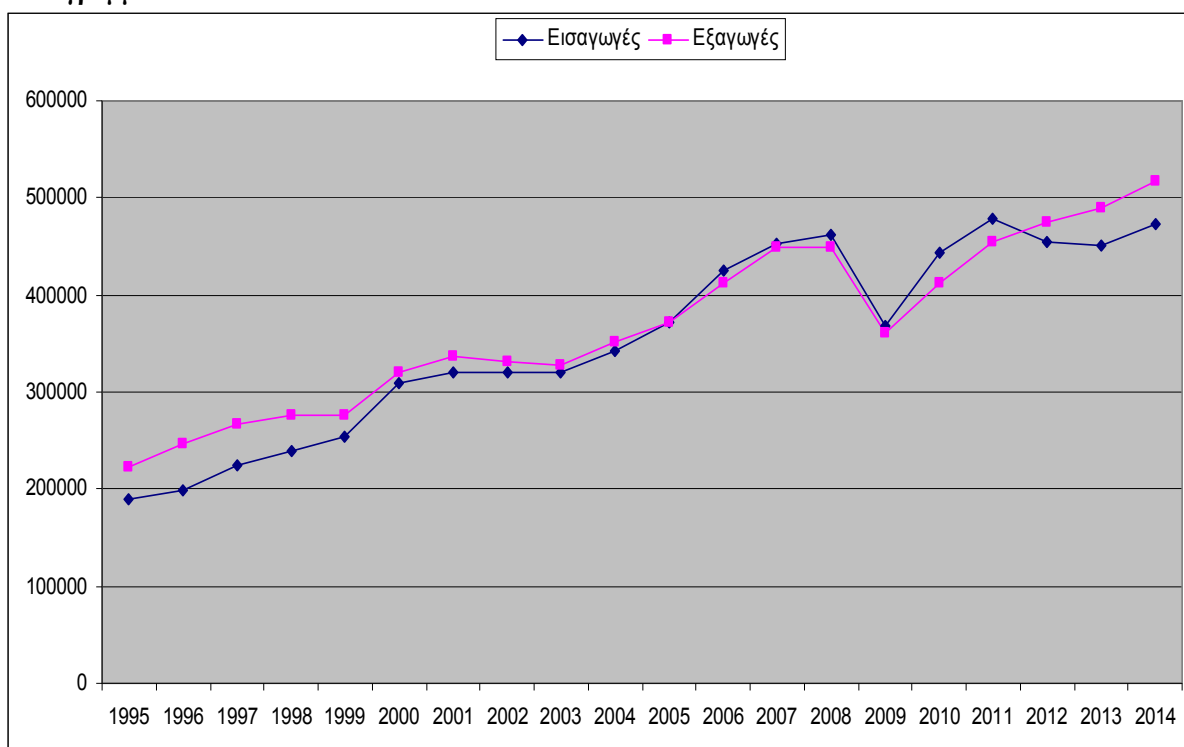
**Πηγή: Eurostat**

Παρατηρούμε πως το δημόσιο χρέος της Ιταλίας είναι έως και 40% υψηλότερο σε σχέση με το ΜΟ της Ευρώπης των 27. Βλέπουμε ότι το 2007, δηλαδή την χρονιά που ξέσπασε η παγκόσμια οικονομική κρίση, τόσο το δημόσιο χρέος της Ιταλίας όσο και της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως σύνολο ακολούθησε μια ανοδική πορεία, με το Ιταλικό δημόσιο χρέος να βρίσκεται συνεχώς περίπου 40% υψηλότερο από το μέσο όρο των

27. Ενδεικτικά το 2012 ο μέσος όρος του χρέους της Ευρώπης των 27 είναι 85,3% ενώ το δημόσιο χρέος της Ιταλίας είναι 127% του ΑΕΠ.

Στο Διάγραμμα 24, παρουσιάζεται το εμπορικό ισοζύγιο της Ιταλίας από το 1995 ως το 2014. ( οι τιμές για τα έτη 2013 και 2014 είναι προβλέψεις της Eurostat)

**Διάγραμμα 24**



**Πηγή: Στοιχεία Eurostat – Διάγραμμα δικό μου**

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε από το διάγραμμα, η Ιταλία από το 1995 ως το 2005 είχε πλεονασματικό εμπορικό ισοζύγιο. Από εκείνη τη στιγμή και έπειτα το πλεόνασμα μετατράπηκε σε έλλειμμα. Εξαιτίας της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, από το 2007 και έπειτα, το έλλειμμα αυξήθηκε και συνέβαλλε στην αύξηση του δημοσίου χρέους. Από το 2012 και μετά αναμένεται αύξηση των εξαγωγών και μείωση των εισαγωγών έτσι ώστε το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου να μετατραπεί σε πλεόνασμα.

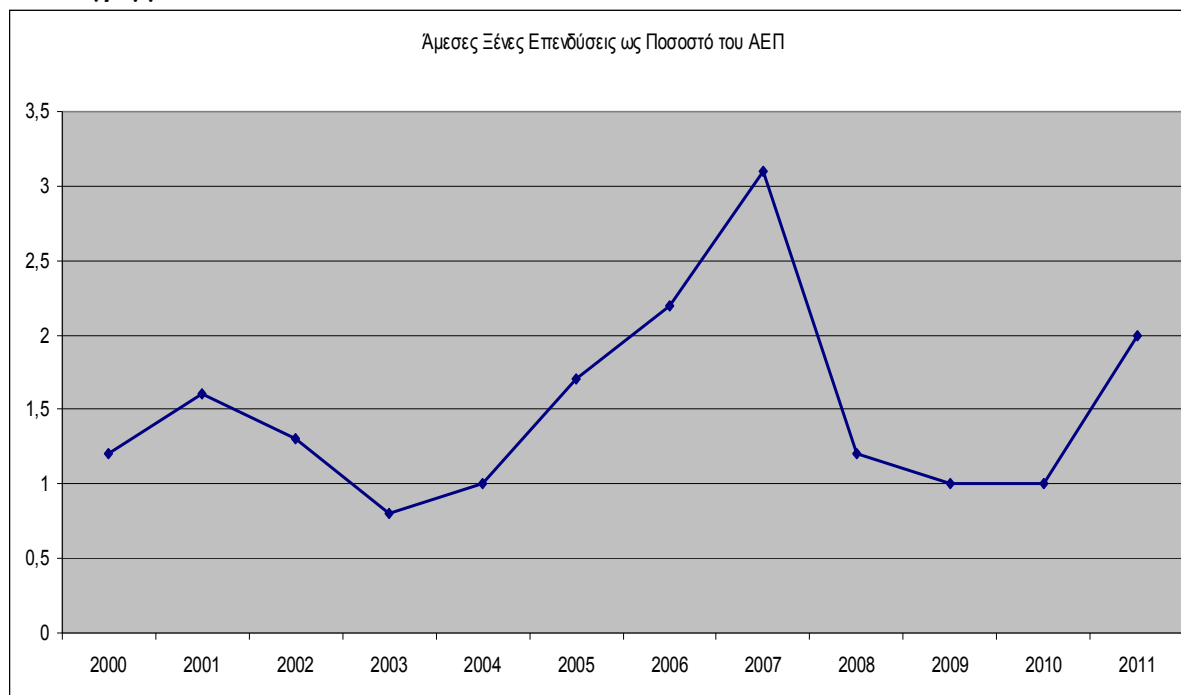
Αν παρατηρήσουμε τα Διαγράμματα 20 και 24 βλέπουμε ότι την χρονιά που το εμπορικό ισοζύγιο μετατράπηκε σε ελλειμματικό, δηλαδή το 2005, το ιταλικό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε για πρώτη φορά από το 1995. Επίσης όπως γνωρίζουμε το εμπορικό έλλειμμα επηρεάζεται θετικά από το δημοσιονομικό



έλλειμμα και αρνητικά από τις άμεσες ξένες επενδύσεις. Το 2005 το εμπορικό έλλειμμα της Ιταλίας αυξήθηκε στο 4,4% του ΑΕΠ που αντιστοιχεί σε ένα από τα υψηλότερα ελλείμματα για τη τελευταία δεκαετία.

Στο Διάγραμμα 25, βλέπουμε τις άμεσες ξένες επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ από το 2000 ως το 2011.

**Διάγραμμα 25**



**Πηγή: Στοιχεία Eurostat – Διάγραμμα δικό μου**

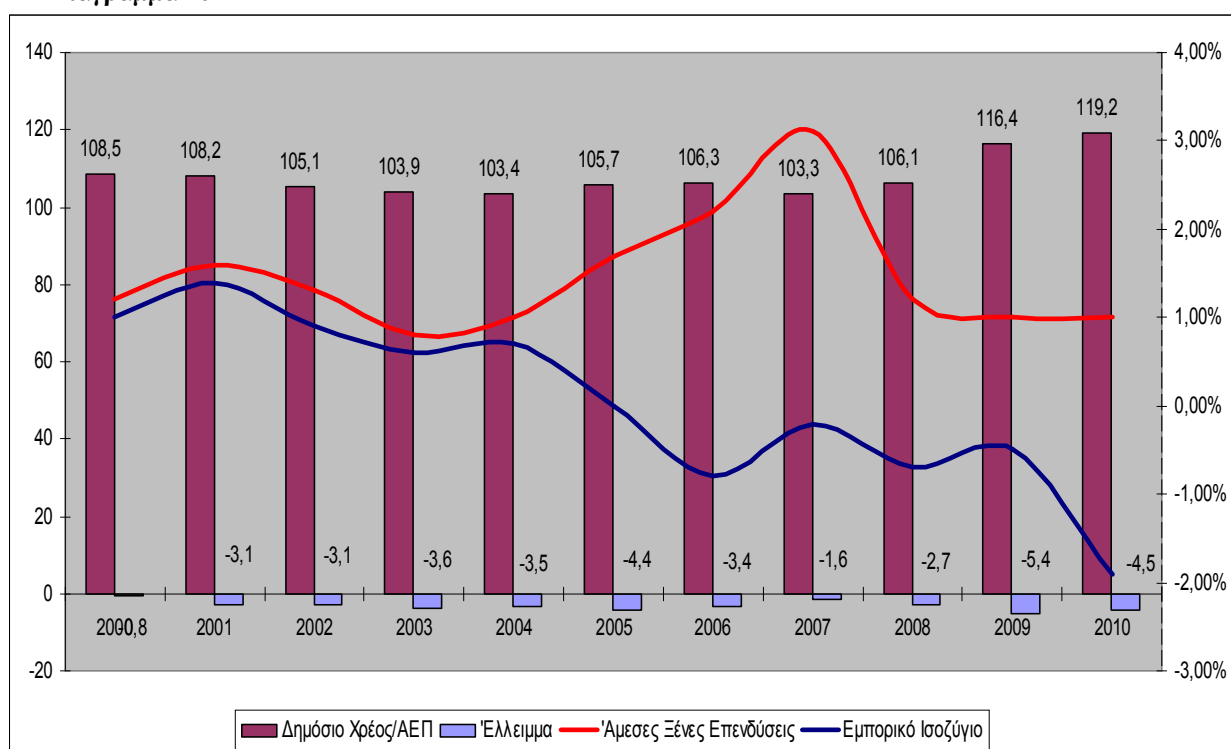
Οι άμεσες ξένες επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ, γνώρισαν μια ραγδαία αύξηση από το 2003. Το 2007 έφτασαν στο υψηλότερο σημείο τους και αντιστοιχούσαν στο 3,1% του ΑΕΠ. Έκτοτε παρουσίασαν μια ραγδαία μείωση και το 2010 φτάνουν στο χαμηλότερο τους σημείο και αντιστοιχούν στο 1% του ΑΕΠ. Έπειτα καταγράφεται μια μικρή ανάκαμψη.

Παρατηρώντας τα Διαγράμματα 21, 24 και 25, βλέπουμε πως το 2005 για πρώτη φορά μετά από 10 χρόνια το δημόσιο χρέος αυξάνεται. Ένας λόγος που συμβαίνει αυτό είναι η μετατροπή του πλεονάσματος του εμπορικού ισοζυγίου σε έλλειμμα. Από το 2005 ως το 2007 το ιταλικό δημόσιο χρέος και το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώνονται. Το εμπορικό ισοζύγιο παραμένει ελλειμματικό, όμως αυτές τις χρονιές καταγράφεται μια ραγδαία αύξηση των άμεσων ξένων επενδύσεων οι οποίες συμβάλλουν στη μείωση του ελλείμματος και του δημοσίου χρέους. Από το 2007 που

ξέσπασε η παγκόσμια οικονομική κρίση, οι άμεσες ξένες επενδύσεις μειώθηκαν ραγδαία και το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου αυξήθηκε. Έτσι το αποτέλεσμα ήταν το δημόσιο χρέος της Ιταλίας να αυξηθεί ραγδαία. Συγκεκριμένα από το 2007 ως το 2011 το ιταλικό δημόσιο χρέος αυξήθηκε κατά 20 ποσοστιαίες μονάδες. Το ίδιο συνέβη και στο δημοσιονομικό έλλειμμα το οποίο το 2009 έφτασε το 5,4% του ΑΕΠ.

Στο Διάγραμμα 26 που ακολουθεί παρουσιάζεται η εξέλιξη του δημοσίου χρέους σε συνδυασμό με το δημοσιονομικό έλλειμμα, τις άμεσες ξένες επενδύσεις και το εμπορικό ισοζύγιο ως ποσοστό του ΑΕΠ από το 2000 ως το 2010.

**Διάγραμμα 26**



**Πηγή: Στοιχεία Eurostat, IMF – Διάγραμμα δικό μου**

## 2. Η τρέχουσα δομή του Ιταλικού Δημοσίου Χρέους

Το ύψος του χρέους της κεντρικής κυβέρνησης, σύμφωνα με το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών της Ιταλίας, ανέρχεται 1,988 τρις ευρώ το 2012. Στον Πίνακα 2 παρουσιάζεται το ύψος του χρέους και το ΑΕΠ από το 2009 έως το 2012.

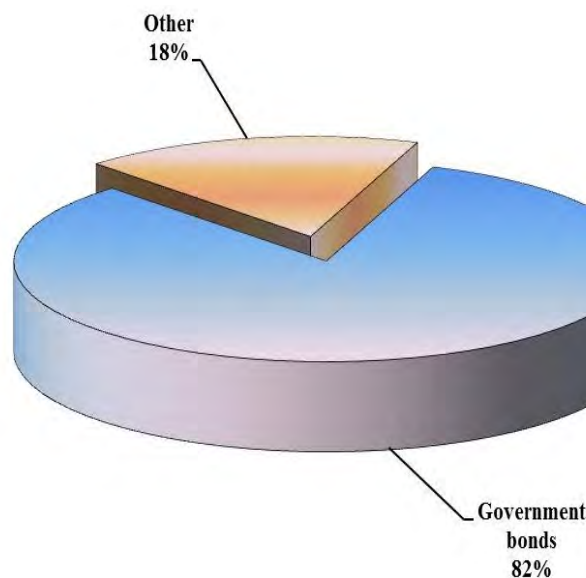
Πίνακας 2

Year	Public Debt (millions of euro)	GDP (millions of euro)
2009	1,769,254	1,519,695
2010	1,851,252	1,551,886
2011	1,907,392	1,578,497
2012	1,988,658	1,565,916

Πηγή: Ministry of Economy and Finance of Italy

Τα κρατικά ομόλογα σε κυκλοφορία είναι το ποσό των τίτλων που εκδίδονται από το Υπουργείο Οικονομικών για την εγχώρια αγορά και τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Σύμφωνα με το Υπουργείο Οικονομικών της Ιταλίας, τα κρατικά ομόλογα την 31 Δεκεμβρίου του 2012 καταλαμβάνουν το 82% του συνολικού δημοσίου χρέους. Αυτό παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 27 που ακολουθεί.

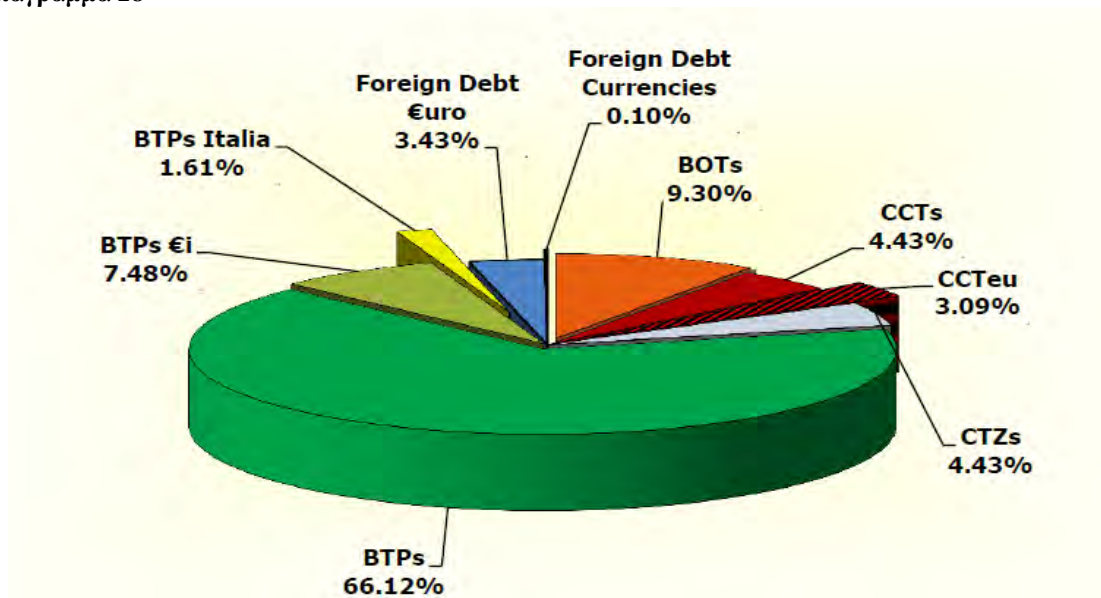
Διάγραμμα 27



Πηγή: Ministry of Economy and Finance of Italy, 2012

Στο Διάγραμμα 28 παρουσιάζεται η ανάλυση των κρατικών ομολόγων ανά μέσο, σύμφωνα με το Υπουργείο Οικονομικών της Ιταλίας στις 31 Μαρτίου του 2013.

Διάγραμμα 28



Πηγή: Department of Treasury, Italy 2013

Στον Πίνακα 3 βλέπουμε την ανάλυση των κρατικών ομολόγων ανά μέσο και το συνολικό ποσό αλλά και ποσοστό που καταλαμβάνουν στο δημόσιο χρέος της Ιταλίας στις 31 Μαρτίου του 2013.

Πίνακας 3

Bonds	Amount (mln. €)	%
<b>BOTs</b>	156,800.83	9.30%
<b>Flexible BOTs</b>	0	0
<b>CCTs</b>	126,662.13	7.52%
<i>of which CCTeu</i>	52,067.56	3.09%
<b>CTZs</b>	74,687.60	4.43%
<b>BTPs</b>	1,113,711.67	66.09%
<b>BTPs €i (indexed)</b>	126,023.65	7.48%
<b>BTPs Italia (indexed)</b>	27,132.06	1.61%
<b>Atypical BTPs</b>	563.05	0.03%
<b>Foreign Debt Euro</b>	57,842.28	3.43%
<i>of which ISPA Bonds</i>	9,602.03	0.57%
<b>Foreign Debt Currencies</b>	1,757.13	0.10%
<b>Total Amount</b>	<b>1,685,180.40</b>	<b>100%</b>

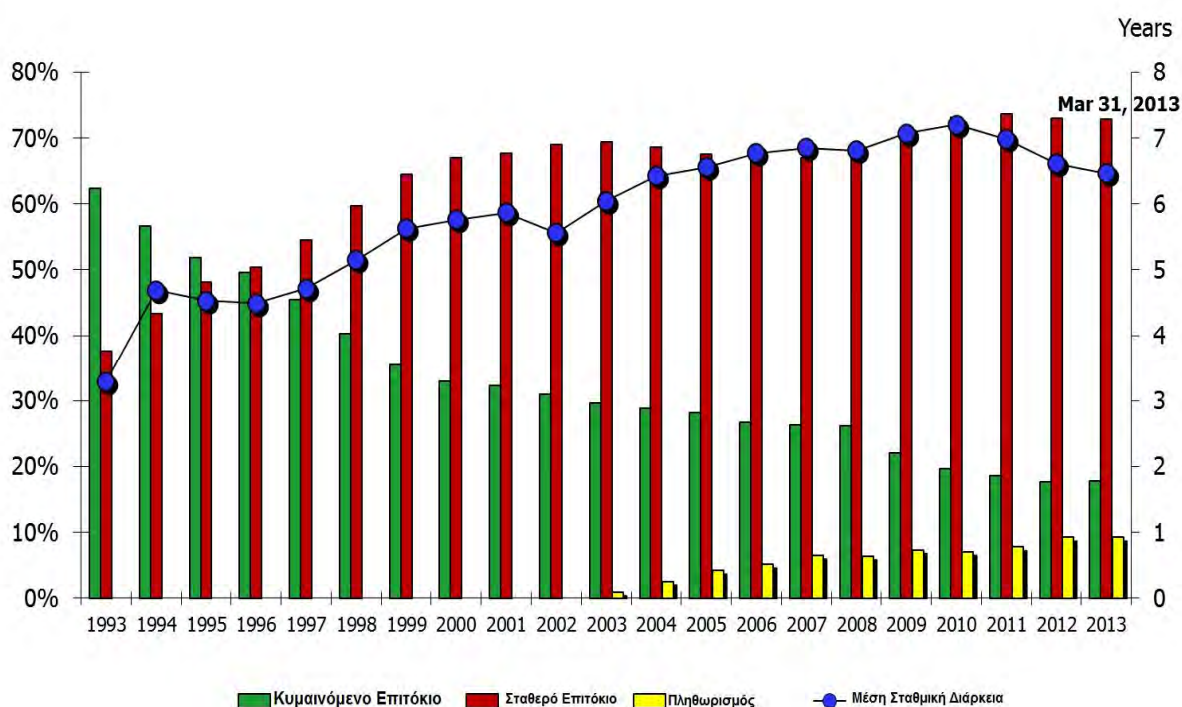
<b>Average Life of Government Debt</b>
<b>6.47</b>

Πηγή: Department of Treasury, Italy 2013

Από τον Πίνακα 3 μπορούμε να δούμε πως το σύνολο του χρέους των κρατικών ομολόγων αντιστοιχεί σε 1,685 τρις ευρώ. Δηλαδή στο 82% του συνολικού ιταλικού δημοσίου χρέους.

Επίσης η μέση σταθμική διάρκεια (ΜΣΔ)<sup>2</sup> των ομολόγων ανέρχεται στα 6,47 έτη. Στο επόμενο διάγραμμα παρουσιάζεται η δομή του δημοσίου χρέους και η μέση σταθμική διάρκεια του χρέους από το 1993 ως το 2013.

**Διάγραμμα 29**



**Πηγή:** Department of Treasury, Italy 2013

Στις αρχές της δεκαετίας του 90', η δομή του δημοσίου χρέους αποτελούνταν κυρίως από ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου. Από εκείνη την περίοδο τα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου παρουσίασαν ραγδαία μείωση, ενώ τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου ραγδαία αύξηση. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα η δομή του χρέους να διαμορφωθεί όπως είναι σήμερα. Παράλληλα η αύξηση των ομολόγων σταθερού επιτοκίου μαζί με την σταδιακή αύξηση του πληθωρισμού είχαν σαν αποτέλεσμα την αύξηση της μέσης σταθμικής διάρκειας του δημοσίου χρέους.

<sup>2</sup> Ορισμός ΜΣΔ στην σελίδα 31

### **3. Η πορεία της Ιταλικής Οικονομίας: 1990-2000**

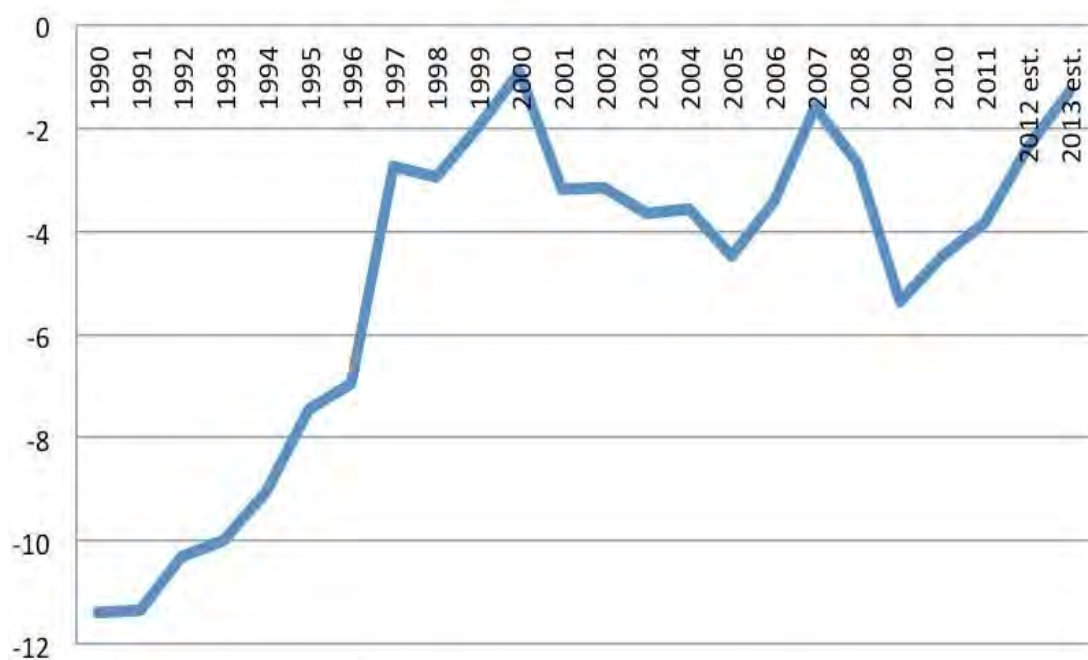
Τα δημόσια οικονομικά της Ιταλίας, στις αρχές της δεκαετίας του 90', παρουσίαζαν μεγάλες ανισορροπίες και έτσι η κυβέρνηση ακολουθεί μια πολιτική δημοσιονομικής εξυγίανσης. Το δημόσιο χρέος είχε αυξηθεί ραγδαία κατά τις δυο προηγούμενες δεκαετίες και είχε ξεπεράσει το 100% του ΑΕΠ ενώ το έλλειμμα του προϋπολογισμού ξεπερνούσε το 10%. Μετά την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ το 1992, στόχος της Ιταλίας είναι η οικονομική ανάπτυξη και η ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ.

Το 1992 η κυβέρνηση λαμβάνει μια σειρά από διαρθρωτικά μέτρα προκειμένου να μετριάσει τις επεκτατικές τάσεις των δημοσίων δαπανών. Αυτά περιλαμβάνουν τις μεταρρυθμίσεις στο συνταξιοδοτικό σύστημα της χώρας, την αναδιαμόρφωση της οργανωτικής και οικονομικής δομής του εθνικού συστήματος υγείας και την αύξηση της φορολογικής εξουσίας στις τοπικές αρχές. Επίσης τα μέτρα που εφαρμόστηκαν περιλάμβαναν έκτατες εισφορές και περικοπές δαπανών προκειμένου να περιοριστεί το έλλειμμα, με αποτέλεσμα τα δημόσια έσοδα να αυξηθούν κατά 6% του ΑΕΠ. (F. Balassone, D. Franco, S. Momigliano, D. Monacelli, 2002) Ακόμα προκειμένου να αυξήσει τα δημόσια έσοδα, μέσα σε μια δεκαετία, η Ιταλία, πραγματοποίησε τις περισσότερες ιδιωτικοποιήσεις από οποιαδήποτε άλλη χώρα στο κόσμο. (Locatelli, 2005)

Επιπλέον η νομοθεσία που είχε θεσπιστεί τις προηγούμενες δεκαετίες δεν ήταν σε θέση να σταματήσει την αύξηση της απασχόλησης στο δημόσιο τομέα. Αυτή η τάση όμως αντιστράφηκε κατά το 1993 καθώς οι περιορισμοί για την πρόσληψη των εργαζομένων στο δημόσιο ενισχύθηκαν. Μάλιστα μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 90', ο αριθμός των δημοσίων υπαλλήλων μειώθηκε κατά 5%.

Τα επόμενα χρόνια η δημοσιονομική εξυγίανση συνεχίστηκε και το δημόσιο χρέος από το 1995 και μετά άρχισε να μειώνεται. Επόμενος στόχος της Ιταλικής κυβέρνησης ήταν η μείωση του ελλείμματος στο 3% όπως προέβλεπαν τα Κριτήρια Σύγκλισης της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Το 1990 το έλλειμμα ήταν μεγαλύτερο από 10% του ΑΕΠ. Εξαιτίας των περικοπών στις δημόσιες δαπάνες και την παράλληλη αύξηση των εσόδων, το έλλειμμα παρουσίασε μια σταδιακή μείωση, φτάνοντας το 2000 στο 0,8%. Στο Διάγραμμα 30 που ακολουθεί βλέπουμε την εξέλιξη των ελλειμμάτων από το 1990 ως το 2013.

Διάγραμμα 30 – Δημοσιονομικό Έλλειμμα



Πηγή: European Central Bank

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε και από το διάγραμμα, η δημοσιονομική πολιτική που ακολούθησε η Ιταλία κατά την δεκαετία του 90', είχε σαν αποτέλεσμα την δραστική μείωση του ελλείμματος. Το 1997 βρίσκεται πολύ κοντά στο όριο του 3%. Έτσι η κυβέρνηση δίνει την τελική ώθηση και επιτυγχάνει την αύξηση των δημοσίων εσόδων. Ουσιαστικά εφάρμοσε μια σειρά από προσωρινά μέτρα τα οποία ανήλθαν σε περισσότερο από 1,5% του ΑΕΠ και αφορούσαν κυρίως εφάπαξ φόρους. Αυτά τα μέτρα περιλάμβαναν και τον λεγόμενο «ευρώ-φόρο», ο οποίος ήταν μια προοδευτική προσαύξηση στον φόρο εισοδήματος. Επιπλέον η μείωση του ελλείμματος επιταχύνθηκε και από την σημαντική μείωση των επιτοκίων. (F. Balassone, D. Franco, S. Momigliano, D. Monacelli, 2002)

Έτσι η Ιταλία πληροί τα Κριτήρια Σύγκλισης και η χώρα εισέρχεται στη ζώνη του ευρώ το 1999. Τα επόμενα χρόνια η δημοσιονομική πολιτική παρουσιάζει μια χαλάρωση και οι κυβερνήσεις στρέφονται προς την κοινωνική πολιτική και στην προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης. Το φορολογικό σύστημα μεταρρυθμίζεται με στόχο την απλούστευση του και την ενίσχυση της ουδετερότητας του, ενώ σταδιακά μειώνεται και η φορολογική επιβάρυνση. Η οικονομική ανάπτυξη χαρακτηρίζεται από στασιμότητα και το 2007, η Ιταλία πλήττεται από την παγκόσμια οικονομική κρίση.

#### 4. Ιταλική Κρίση Χρέους

Κατά τη δεκαετία του 90', η Ιταλική οικονομία παρουσίασε σημαντική βελτίωση και η χώρα κατάφερε να εισέρθει στην Ευρωζώνη. Όμως αυτό δεν σημαίνει ότι τα διαθροτικά προβλήματα της Ιταλίας δεν συνέχισαν να υφίστανται. Το δημόσιο χρέος παρά τη μείωση του, βρίσκονταν ακόμα σε πολύ υψηλά επίπεδα, η οικονομική ανάπτυξη της χώρας ήταν ελάχιστη, η ανεργία στους νέους ήταν πολύ υψηλή και οι άμεσες ξένες επενδύσεις και η ανταγωνιστικότητα μειώθηκαν. (*B. Mascitelli, E. Zucchi, 2007*)

Κατά την επόμενη δεκαετία, οι δημοσιονομικοί κανόνες που επιβάλλονταν από την ΟΝΕ είχαν σαν αποτέλεσμα την επίτευξη δημοσιονομικής πειθαρχίας. Το έλλειμμα που έφτανε κατά μέσο όρο το 12% του ΑΕΠ, τη περίοδο 1980-1990, μειώθηκε στο 3,3% κατά μέσο όρο τη περίοδο 2000-2010. Αυτό όμως συνέβαλλε στο να περιοριστεί σημαντικά η ανάπτυξη της οικονομίας η οποία χαρακτηρίζεται από χαμηλή έως και μηδενική κάποιες χρονιές. Επίσης οι ιταλικές κυβερνήσεις αντιμετώπιζαν συνεχώς την ανάγκη για αύξηση των δημοσίων δαπανών προκειμένου να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους για συνταξιοδοτήσεις και για την παροχή υπηρεσιών υγείας στους συνταξιούχους, ενώ παράλληλα το εργατικό δυναμικό αλλά και η παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών μειώθηκε. (*S. Bartoletto, B. Chiarini, E. Marzano, 2013*)

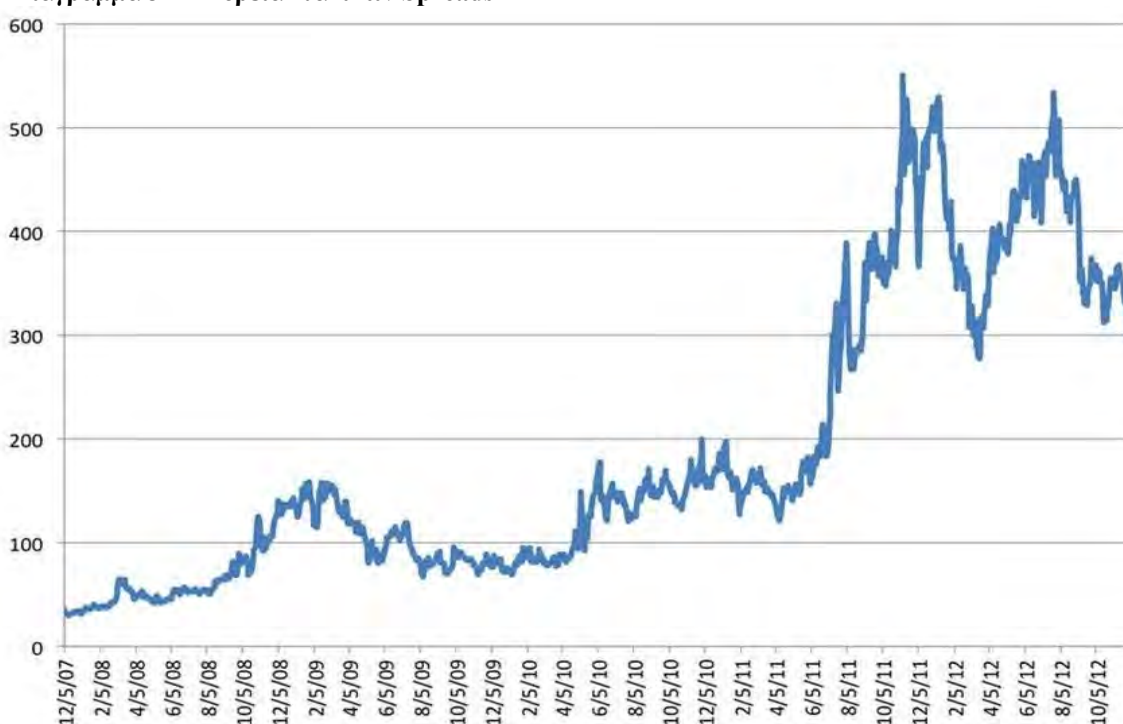
Η παγκόσμια οικονομική κρίση που ξεσπάει στις ΗΠΑ το 2007 δεν αργεί να μεταφερθεί και στην Ευρώπη. Η ζήτηση για ιταλικά αγαθά μειώνεται και το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου αυξάνεται. Το 2008 η οικονομία συρρικνώθηκε κατά 1,2% του ΑΕΠ και το 2009 κατά 5,5%. Η κυβέρνηση σε μια προσπάθεια της να τονώσει την οικονομία αυξάνει τις δημόσιες δαπάνες με σκοπό την ενίσχυση των κοινωνικών παροχών και της βιομηχανικής παραγωγής. Τα περισσότερα μέτρα ήταν σχεδιασμένα έτσι ώστε να είναι ουδέτερα ως προς τον προϋπολογισμό και για αυτό χαρακτηρίστηκαν ως επιτυχημένα. Όμως από το 2009 και μετά το δημόσιο χρέος της Ιταλίας αυξάνεται και αυτό οφείλεται κυρίως στους χαμηλούς ή μηδενικούς ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας και όχι σε μια αποτυχημένη δημοσιονομική πολιτική. (*E. Cencig, 2012*)

Η ευρωπαϊκή κρίση χρέους είχε σαν αποτέλεσμα να επηρεάσει τα Ιταλικά ομόλογα. Τα spreads των 10ετών ομολόγων αυξήθηκαν σε πρωτόγνωρα επίπεδα από την έναρξη του κοινού νομίσματος. Ο κίνδυνος μετάδοσης της κρίσης από τις χώρες



που αντιμετώπιζαν σοβαρά προβλήματα αλλά και η εγχώρια πολιτική αβεβαιότητα είχαν σαν αποτέλεσμα τα spreads να αυξηθούν ραγδαία. Στις 16 Νοεμβρίου του 2011 φτάνουν το υψηλότερο σημείο τους, δηλαδή τις 533 μονάδες βάσης. Αξίζει να σημειωθεί ότι πριν την παγκόσμια οικονομική κρίση τα spreads βρίσκονταν στις 30 μονάδες βάσης. Έτσι η ανησυχία των χρηματοπιστωτικών αγορών σχετικά με την βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους εντείνεται και ο δανεισμός της χώρας καθίσταται πιο δύσκολος και ακριβός. (*W. R. Cline, 2012*) Στο Διάγραμμα 31 που ακολουθεί παρουσιάζεται η εξέλιξη των Ιταλικών spreads από το 2008 ως το 2011.

**Διάγραμμα 31 – Πορεία Ιταλικών Spreads**



**Πηγή: Bloomberg**

Η κυβέρνηση παίρνει τον Ιούνιο του 2011 ένα πακέτο μέτρων προκειμένου να μειώσει το έλλειμμα τα επόμενα τρία χρόνια. Μετά τη συμφωνία για το ελληνικό πακέτο διάσωσης το 2011, οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης υποβαθμίζουν την πιστοληπτική ικανότητα της Ιταλίας. Μάλιστα ανακοινώνουν πως υπάρχει ενδεχόμενο για επιπλέον υποβαθμίσεις μιας και ο κίνδυνος χρεοκοπίας της Ιταλίας είναι πιθανός. Επομένως το πολύ υψηλό δημόσιο χρέος σε συνδυασμό με τους πολύ χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και τον αργό ρυθμό υλοποίησης μεταρρυθμίσεων οδηγούν τη χώρα στην υποβάθμιση. (*L. Menendez, 2012*) Έτσι μετά από αυτές τις εξελίξεις και την άνοδο των spreads, τα μέτρα του Ιουνίου δεν θεωρήθηκαν αρκετά

ώστε να μπορέσουν να μειώσουν το δημόσιο χρέος. Το Νοέμβριο του 2011 η κυβέρνηση παίρνει και ένα δεύτερο πακέτο μέτρων λιτότητας. Τα μέτρα περιλάμβαναν μείωση των δημοσίων δαπανών και αύξηση των φόρων. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ιταλίας τα μέτρα είχαν αρνητική επίπτωση στην ανάπτυξη της οικονομίας αλλά απομάκρυναν τον κίνδυνο της κρίσης χρέους.

Η αδράνεια της κυβέρνησης στην αντιμετώπιση της κρίσης, τα μέτρα λιτότητας τα οποία εφάρμοσε και η αδυναμία ανάκτησης της αξιοπιστίας από τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, την οδήγησαν σε παραίτηση.

Η νέα κυβέρνηση έθεσε σαν πρωταρχικό στόχο την μείωση του ελλείμματος ως το 2013 και παράλληλα την υλοποίηση διαρθρωτικών αλλαγών στην οικονομία. Το πρώτο πακέτο μέτρων ανακοινώνεται ένα μήνα μετά και ονομάζεται «Salva Italia». Ο κύριος στόχος του, είναι η μείωση των δημοσίων δαπανών κατά 34 δις ευρώ προκειμένου να επιτευχθεί η σταδιακή μείωση του ελλείμματος και η προώθηση σημαντικών μεταρρυθμίσεων κυρίως στο συνταξιοδοτικό σύστημα της χώρας. Οι μεταρρυθμίσεις συνεχιστήκαν και ο επόμενος στόχος ήταν η απελευθέρωση των κλειστών επαγγελμάτων και η προώθηση πολιτικών ανάπτυξης οι οποίες θα επέφεραν την αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας της Ιταλίας. Αυτές οι μεταρρυθμίσεις ονομάστηκαν «Cresci Italia» και σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ και την Ιταλική κυβέρνηση, μακροπρόθεσμα θα επέφεραν αύξηση του ΑΕΠ κατά 10%. Επίσης προωθούνται σημαντικές αλλαγές στην αγορά εργασίας και γίνεται προσπάθεια εκσυγχρονισμού της δημόσιας διοίκησης, αξιοποιώντας την τεχνολογία με σκοπό την αντιμετώπιση της γραφειοκρατίας και την ενίσχυση της παραγωγικότητας. (*E. Cencig, 2012*)

Στο τέλος του 2012 η Ιταλική οικονομία βρίσκονταν σε ύφεση και το δημόσιο χρέος της αυξήθηκε στο 127% του ΑΕΠ. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ιταλίας αυτό οφείλεται στη συμμετοχή της Ιταλίας στην οικονομική βοήθεια προς χώρες που αντιμετωπίζουν κρίση χρέους. Το έλλειμμα του προϋπολογισμού μειώθηκε στο 3% και ο στόχος είναι μειωθεί ακόμη περισσότερο το 2013. Παράλληλα τα μέτρα τα οποία εφαρμόστηκαν τα τελευταία χρόνια δημιούργησαν ένα πολύ σημαντικό πρωτογενές πλεόνασμα. Έτσι είναι εμφανές ότι η εξυπηρέτηση του χρέους είναι ένα από τα πιο σημαντικά προβλήματα της Ιταλικής οικονομίας. Τα spreads των 10ετών ομολόγων παρουσίασαν ραγδαία μείωση όπως βλέπουμε και στο Διάγραμμα 31, καθώς η υλοποίηση πολλών μεταρρυθμίσεων επέφεραν μια ανακούφιση στις αγορές. Όμως η παραίτηση της κυβέρνησης και η πολιτική κρίση η οποία εμφανίστηκε στην χώρα έφερε μια ραγδαία αύξηση των spreads.

## 5. Συμπεράσματα Κεφαλαίου

Το δημόσιο χρέος της Ιταλίας είναι μεγαλύτερο από όσο είναι της Ελλάδας, της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας μαζί. Το ΑΕΠ της ξεπερνάει το 1,5 τρις ευρώ και αυτό την κατατάσσει σε μια από τις μεγαλύτερες οικονομίες παγκοσμίως. Μια ενδεχόμενη κατάρρευση της θα έφερνε μεγάλες οικονομικές συνέπειες στις πιο ανεπτυγμένες χώρες του κόσμου και ενδεχομένως να καθόριζε και το μέλλον της Ευρωζώνης.

Το μεγαλύτερο πρόβλημα το οποίο αντιμετωπίζει η ιταλική οικονομία είναι το υπέρογκο δημόσιο χρέος της. Το 2012 έφτασε το 127% του ΑΕΠ το οποίο αποτελεί το μεγαλύτερο δημόσιο χρέος στην Ευρώπη, μετά την Ελλάδα. Σε απόλυτους αριθμούς ξεπέρασε τα 2 τρις ευρώ και αντιστοιχεί σε ένα από τα μεγαλύτερα χρέη στον κόσμο. Μάλιστα δεν είναι η πρώτη φορά που το δημόσιο χρέος της είναι τόσο υψηλό. Κατά τις δεκαετίες του 80' και του 90' το δημόσιο χρέος της Ιταλίας σημείωσε εξίσου υψηλά επίπεδα. Η μεγάλη αύξηση των δημοσίων δαπανών προκειμένου να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα της υποανάπτυκτης Νότιας Ιταλίας, είχε σαν αποτέλεσμα το δημόσιο χρέος να ακολουθήσει επί σειρά ετών μια ανοδική πορεία. Όμως η διαφορά είναι ότι τότε η ιταλική οικονομία παρουσίαζε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η ευρωπαϊκή προοπτική και το ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα έκανε τις ιταλικές κυβερνήσεις να θέσουν σαν στόχο τους την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ. Πολλές από τις δημοσιονομικές ανισορροπίες βελτιώθηκαν. Τα ελλείμματα αποκλιμακώθηκαν ενώ το δημόσιο χρέος σταθεροποιήθηκε. Χωρίς να σημαίνει ότι δεν παρέμεινε ακόμη σε υψηλά επίπεδα.

Τα τελευταία 10 χρόνια η Ιταλία διακρίνεται από πολύ χαμηλούς ή ακόμα και μηδενικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η ανταγωνιστικότητα και η παραγωγικότητα μειώθηκαν, ενώ το εργατικό κόστος αυξήθηκε. Η παγκόσμια οικονομική κρίση ανέδειξε τις μακροχρόνιες αδυναμίες της Ιταλίας. Όπως αναφέρει η έκθεση του ΟΟΣΑ το Σεπτέμβριο του 2012, η Ιταλική οικονομία πλήττεται από έναν συνδυασμό προβλημάτων, τα οποία αλληλοεπηρεάζονται. Αυτά είναι: **α)** η πολύ χαμηλή ανάπτυξη, **β)** το πολύ υψηλό δημόσιο χρέος και **γ)** η περιορισμένη ικανότητα δανεισμού από τις διεθνείς χρηματαγορές. Η ευρωπαϊκή κρίση χρέους, η οποία εξακολουθεί να υφίστανται, επηρεάζει αρνητικά την ιταλική οικονομία και σε συνδυασμό με τον γρήγορο ρυθμό γήρανσης του πληθυσμού, είναι σημαντικό να υπάρξει άμεση δράση σε πολλούς τομείς.

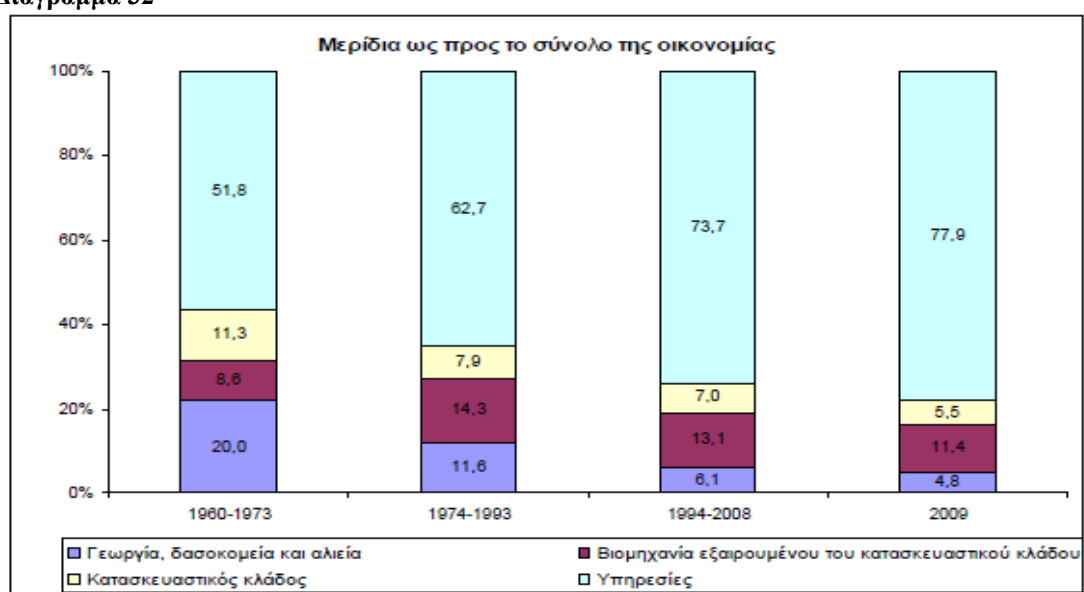
## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### 1) Ελληνική και Ιταλική Οικονομία

Η Ελλάδα και η Ιταλία είναι δυο χώρες οι οποίες είναι μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και μέλη της Ευρωζώνης. Μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο και οι δυο χώρες γνώρισαν μεγάλες περιόδους οικονομικής ανάπτυξης αλλά από το 2007 και μετά, εξαιτίας και της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, πέρασαν στην ύφεση. Οι οικονομίες τους διαφέρουν αρκετά καθώς η Ελλάδα είναι μια χώρα που βασίζεται στον τομέα των υπηρεσιών ενώ η Ιταλία κατατάσσεται ανάμεσα στις πιο βιομηχανοποιημένες χώρες του κόσμου.

Η οικονομία της Ελλάδας περιστρέφεται κυρίως γύρω από τον τομέα των υπηρεσιών, ο οποίος καταλαμβάνει το 77,9% της οικονομίας. Ακολουθεί ο τομέας της βιομηχανίας, ο οποίος καταλαμβάνει το 16,9% (μαζί με τον κατασκευαστικό κλάδο), και τέλος ο αγροτικός τομέας με μερίδιο 4,8%. Οι βαριές βιομηχανίες της Ελλάδας είναι ο τουρισμός, η ναυτιλία, τα βιομηχανικά προϊόντα, η επεξεργασία τροφίμων και καπνού και τα προϊόντα μετάλλου. Στο Διάγραμμα 32 που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα μερίδια του κάθε τομέα της οικονομίας στο εθνικό προϊόν σε 4 περιόδους (κατασκευάζονται ως η προστιθέμενη αξία του κάθε τομέα προς τη συνολική προστιθέμενη αξία της οικονομίας).

Διάγραμμα 32

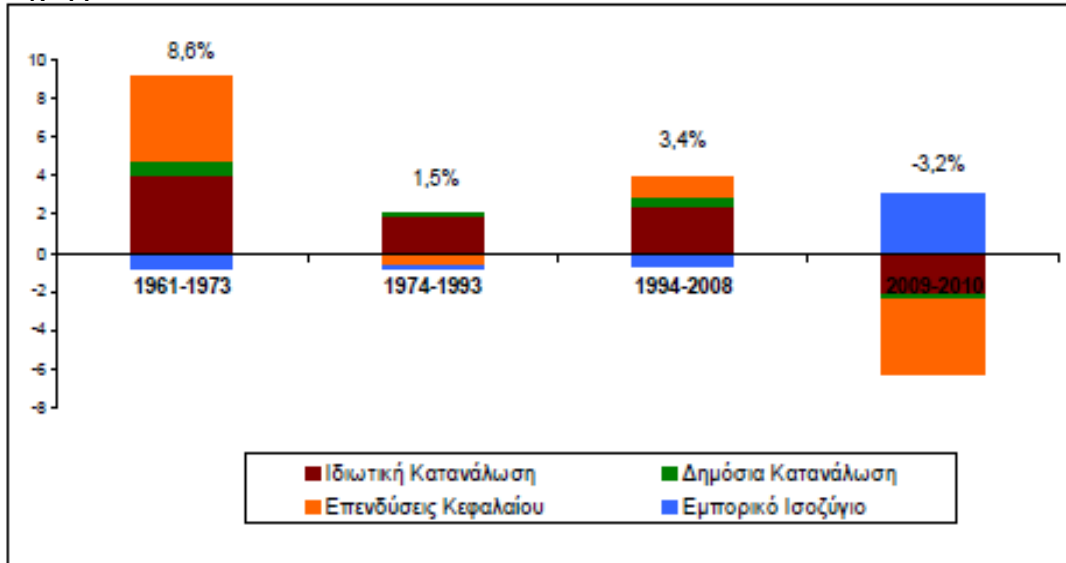


Πηγή: AMECO

Μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, η ελληνική οικονομία γνώρισε πολύ υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Αυτή βασίστηκε στην αύξηση της συμμετοχής της μεταποίησης στο ΑΕΠ. Από τη μεταπολίτευση και μετά, η χαμηλή παραγωγικότητα της βιομηχανίας σε συνδυασμό με τη συνεχιζόμενη μείωση του μεριδίου του γεωργικού τομέα, συνοδεύτηκε από μείωση των ρυθμών ανάπτυξης. Με την πάροδο του χρόνου, η Ελλάδα μετεξελίχθηκε σε οικονομία εγχώριου εμπορίου και υπηρεσιών. Αυτή η εξέλιξη παρουσιάστηκε σε όλες τις ανεπτυγμένες οικονομίες. Ωστόσο, στην Ελλάδα ο τριτογενής τομέας μεγεθύνθηκε ραγδαία για να καλύψει το κενό το οποίο άφηνε πίσω της η εξελισσόμενη αποβιομηχάνιση και η εκτόπιση των εξαγωγικών τομέων. Ο τομέας των υπηρεσιών χαρακτηρίστηκε από το μικρό μέγεθος των επιχειρήσεων, γεγονός που σημαίνει μικρή δυνατότητα εκμετάλλευσης οικονομιών κλίμακας και εισαγωγής τεχνολογίας, άρα χαμηλή ανταπόκριση της παραγωγικότητας σε μεταβολές της τεχνολογίας. Αυτό δεν είναι άσχετο με το ότι οι υπηρεσίες, με τις πάγιες εξαιρέσεις της ναυτιλίας και του τουρισμού, επικεντρώνονταν ολοένα και περισσότερο στην εξυπηρέτηση της μεγεθυνόμενης εγχώριας αγοράς. Για να προσελκύσουν εργατικό δυναμικό, οι κλάδοι αυτοί έπρεπε να αυξάνουν τους μισθούς, και άρα τις τιμές τους, εξίσου γρήγορα ή και ταχύτερα σε σχέση με τους μισθούς και τις τιμές στους κλάδους των διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων. Επειδή όμως οι κλάδοι των μη εμπορεύσιμων έχουν μικρότερη παραγωγικότητα, αυτό ενέτεινε τις πληθωριστικές πιέσεις και την απώλεια ανταγωνιστικότητας. Τέλος, σημαντικό ρόλο στη διόγκωση των υπηρεσιών έπαιξε η μεγέθυνση του δημόσιου τομέα. (N. Καραμούζης – T. Αναστασάτος, 2011)

Τα συμπεράσματα αυτά τεκμηριώνονται ευκρινέστερα από την ανάλυση των πηγών της ανάπτυξης κατά συστατικό του ΑΕΠ, δηλαδή της συμβολής στην ανάπτυξη της κατανάλωσης, ιδιωτικής και δημόσιας, των επενδύσεων και του εξωτερικού τομέα όπως παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 33 που ακολουθεί:

Διάγραμμα 33



Πηγή: AMECO

Όπως παρατηρούμε και στο διάγραμμα, το «ελληνικό θαύμα» της περιόδου 1953-1973 βασίστηκε σε πολύ μεγάλο βαθμό στις επενδύσεις. Από το 1961, η αναπτυξιακή συμβολή των επενδύσεων αναλογούσε στο 39,5%. Ο εξωτερικός τομέας είχε αρνητική συμβολή αλλά αυτό σε μεγάλο βαθμό οφείλεται στην εισαγωγή κεφαλαιουχικών αγαθών, τα οποία προώθησαν την ανάπτυξη. Η ιδιωτική κατανάλωση, με λογικό ακόμα μερίδιο στο ΑΕΠ (61,2%), συνεισέφερε το 44,2% της ανάπτυξης. Ομοίως και η δημόσια κατανάλωση με μερίδιο 15,3% και συμβολή 8,1%. Την περίοδο 1974-1993, το μερίδιο της ιδιωτικής κατανάλωσης εκτοξεύεται στο 69,9%. Ουσιαστικά το πρότυπο ανάπτυξης στην Ελλάδα αντιστρέφεται πλήρως. Οι μειωμένες επενδύσεις έχουν πλέον αρνητική συμβολή. Την περίοδο 1994-2008, οι επενδύσεις ιδιωτικές, δημόσιες και κατοικίας, επανακάμπτουν σε θετική συμβολή, παρότι το μερίδιο τους επί του ΑΕΠ παραμένει ακριβώς το ίδιο κατά μέσο όρο. Η αρνητική συμβολή του εξωτερικού τομέα όμως μεγεθύνεται λόγω των μεγάλων εξωτερικών ελλειμμάτων, ιδίως μετά την είσοδο στην ΟΝΕ. Για την εξαγωγή συμπερασμάτων πολιτικής, είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι το μερίδιο των εισαγωγών στο ελληνικό ΑΕΠ την περίοδο 2001-2010 είναι μικρότερο του μέσου αντίστοιχου των χωρών της Ευρωζώνης. Αυτό που καθιστά τη συμβολή του εξωτερικού τομέα αρνητική είναι η υστέρηση των εξαγωγών, οι οποίες έχουν πολύ μικρότερο μερίδιο και αναιμική συμβολή στην ανάπτυξη. Η ιδιωτική κατανάλωση η οποία έχει φτάσει πλέον το 73,8% του ΑΕΠ, συνεισφέρει το 70,6% της ανάπτυξης. Σε

αυτό το διάγραμμα, τα έτη της κρίσης, 2009-2010, παρουσιάζονται ξεχωριστά για να δειχτεί πως η ταχεία μείωση των εισαγωγών αναστρέφει την συμβολή του εξωτερικού τομέα σε θετική. Αναμενόμενα αρνητική είναι η επίδραση της αποεπένδυσης. Είναι ενδιαφέρον όμως ότι η ιδιωτική κατανάλωση, αυξάνει το μερίδιό της σε 74,9% λόγω της σχετικά ταχύτερης μείωσης των άλλων συστατικών του ΑΕΠ. (N. Καραμούζης – T. Αναστασάτος, 2011)

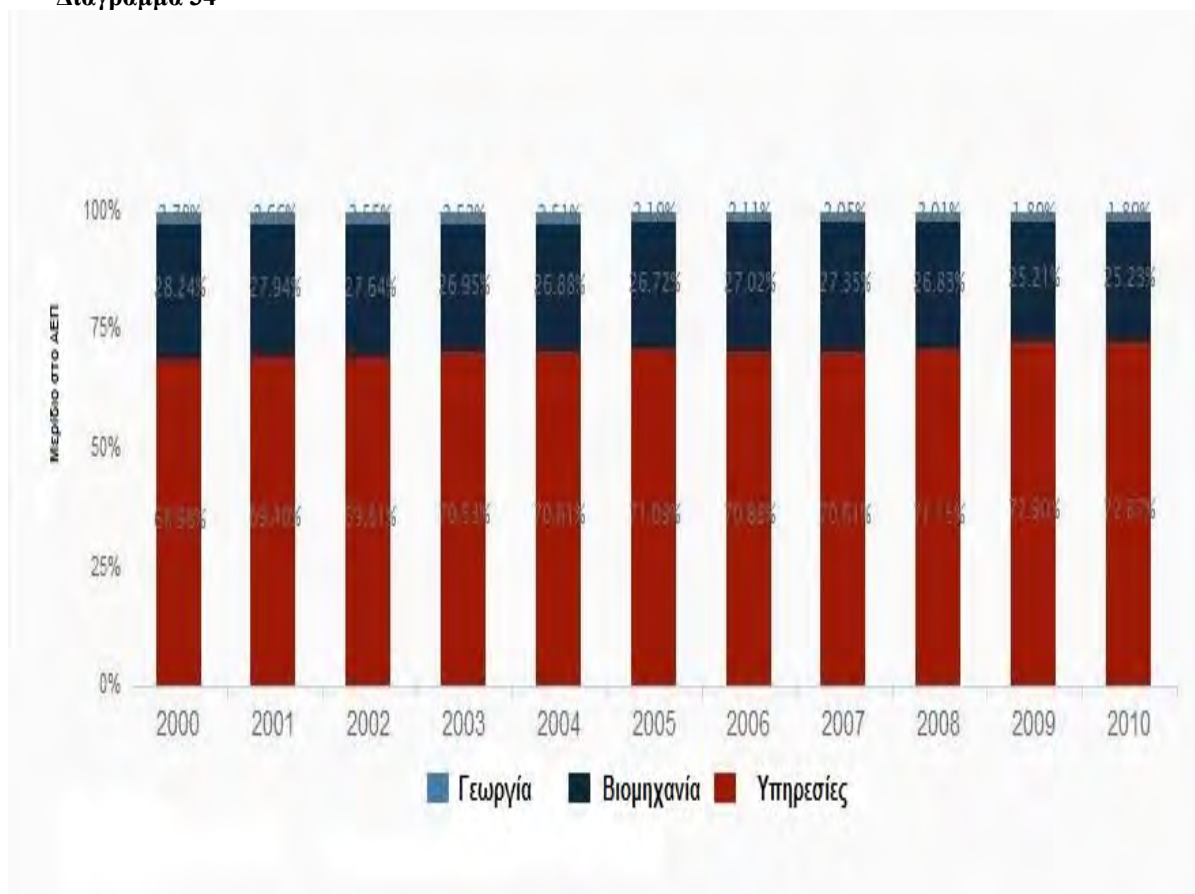
Η Ιταλία είναι μια από τις πιο ανεπτυγμένες χώρες στον κόσμο με πολύ υψηλό ΑΕΠ, κατά κεφαλήν ΑΕΠ και πολύ ανεπτυγμένες υποδομές. Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και την Παγκόσμια Τράπεζα, η Ιταλία το 2008 ήταν η έβδομη μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο και η τέταρτη μεγαλύτερη στην Ευρώπη. Χαρακτηρίζεται από μια διαφοροποιημένη βιομηχανική οικονομία, η οποία χωρίζεται στην ανεπτυγμένη και βιομηχανοποιημένη Βόρεια Ιταλία, που κυριαρχείται από πολλές ιδιωτικές επιχειρήσεις, και στην λιγότερο ανεπτυγμένη γεωργική Νότια Ιταλία, που είναι γνωστή ως Mezzogiorno. Οι βαριές βιομηχανίες της Ιταλίας είναι ο τουρισμός, οι τηλεπικοινωνίες, τα αυτοκίνητα, η επεξεργασία τροφίμων, η κατασκευή μηχανημάτων, τα φαρμακευτικά προϊόντα, τα είδη ένδυσης και η μόδα.

Η μεγάλη οικονομική ανάπτυξη που γνώρισε η Ιταλία μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο οφείλεται στην δημιουργία λίγων μεγάλων δημόσιων και ιδιωτικών επιχειρήσεων και στις πολλές μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις οι οποίες αποτελούν την ραχοκοκαλιά της Ιταλικής οικονομίας. Με τον όρο μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις εννοούμε τις επιχειρήσεις που απασχολούν έως 100 εργαζόμενους. Ένα σημαντικό πλεονέκτημα των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων είναι ότι διακρίνονται από ευελιξία στην παραγωγή. Αυτό είναι πολύ σημαντικό καθώς έχουν την δυνατότητα να μεταβάλλονται γρήγορα ανάλογα με τις απαιτήσεις της αγοράς. Αυτές οι επιχειρήσεις απασχολούν το 76% του εργατικού δυναμικού της Ιταλίας και ήταν αυτές οι οποίες συνέβαλλαν σημαντικά στην μείωση της ανεργίας με την δημιουργία πολλών νέων θέσεων εργασίας τις προηγούμενες δεκαετίες. Επίσης η δημιουργία των «βιομηχανικών περιοχών» (δηλαδή, τοποθετημένες μικρές επιχειρήσεις του ίδιου τύπου στην ίδια περιοχή), ώθησε τον ανταγωνισμό και συνέβαλλε στην αύξηση της αποδοτικότητας και της παραγωγικότητας. Έτσι οι επιχειρήσεις επένδυσαν στην ανάπτυξη του ανθρωπίνου δυναμικού, στην εισαγωγή καινοτομιών και στην τεχνολογική εξέλιξη. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα από τις αρχές της δεκαετίας του 90', οι μικρό-μεσαίες επιχειρήσεις να αυξήσουν τις εξαγωγές τους. Μαζί με τις εξαγωγές

από τις μεγάλες βιομηχανίες (κυρίως στον τομέα των χημικών και των αυτοκινήτων), η Ιταλία κατάφερε να δημιουργήσει ένα σημαντικό πλεόνασμα στο εμπορικό της ισοζύγιο. (M. Pellegrino, 2002)

Στο Διάγραμμα 34 που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα μερίδια του κάθε τομέα της οικονομίας στο ΑΕΠ της Ιταλίας, από το 2000 ως το 2010.

**Διάγραμμα 34**



**Πηγή: World Bank**

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε στο προηγούμενο διάγραμμα, η συνεισφορά του αγροτικού τομέα της Ιταλίας στο ΑΕΠ είναι ελάχιστη και κυμαίνεται κατά μέσο όρο στο 2%. Η βιομηχανία έχει ένα μεγάλο ποσοστό που κυμαίνεται περίπου στο 26%. Ο τομέας των υπηρεσιών είναι αυτός ο οποίος κατέχει το μεγαλύτερο ποσοστό ο οποίος κυμαίνεται κατά μέσο όρο στο 70%.



## **2) Σύγκριση Ελληνικού και Ιταλικού Δημοσίου Χρέους**

Η Ελλάδα και η Ιταλία είναι δυο χώρες οι οποίες βρίσκονται στο επίκεντρο της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους. Από τη μια η Ελλάδα κατέχει το υψηλότερο ποσοστό δημοσίου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ευρώπη, το οποίο το 2012 αγγίζει το 156,9%, ενώ η Ιταλία κατέχει ένα από τα υψηλότερα δημόσια χρέη παγκοσμίως που αντιστοιχεί σε 2 τρις ευρώ.

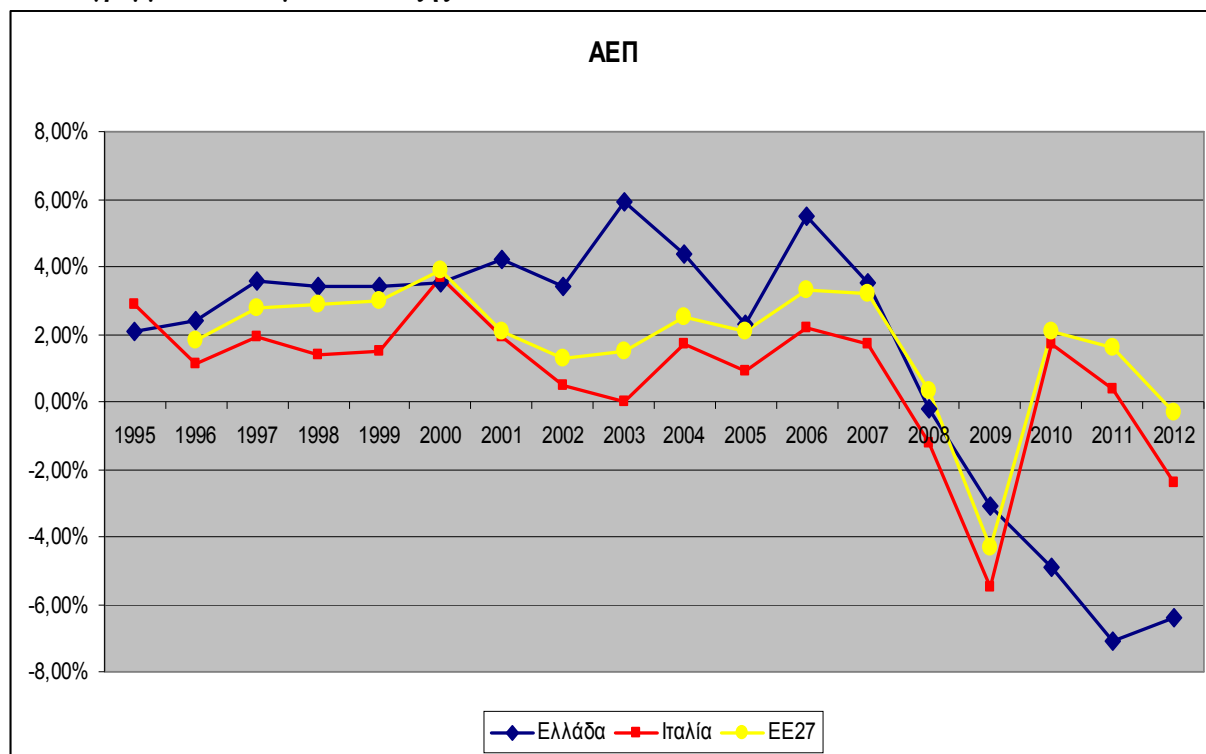
Στις αρχές της δεκαετίας του 90', οι δυο χώρες παρουσίαζαν σημαντικές δημοσιονομικές ανισορροπίες. Το δημόσιο χρέος, τόσο της Ελλάδας όσο και της Ιταλίας, τη προηγούμενη δεκαετία αυξήθηκε ραγδαία και ξεπέρασε το 100% του ΑΕΠ. Το ίδιο συνέβη και στις δημόσιες δαπάνες, χωρίς να υπάρχει μια ανάλογη αύξηση στα έσοδα. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τα δημοσιονομικά ελλείμματα των δυο χωρών να βρεθούν σε υψηλά επίπεδα. Η Ελλάδα και η Ιταλία το 1992 υπογράφουν την Συνθήκη του Μάαστριχτ και στόχος τους πλέον είναι η ένταξη τους στο ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα.

Οι δυο χώρες, προκειμένου να εκπληρώσουν τα Κριτήρια Σύγκλισης που όριζε η Συνθήκη του Μάαστριχτ εφαρμόζουν μια σφιχτή οικονομική πολιτική, με στόχο να επιτευχτεί δημοσιονομική εξυγίανση. Πράγματι οι δημόσιες δαπάνες μειώνονται, τα έσοδα αυξάνονται και τα ελλείμματα αποκλιμακώνονται. Το δημόσιο χρέος και των δυο χωρών αρχικά σταθεροποιείται και έπειτα ακολουθεί πτωτική πορεία. Παρά την μείωση του όμως, το δημόσιο χρέος παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα και στις δυο χώρες. Το 2002, Ελλάδα και Ιταλία, αντικαθιστούν τα εθνικά τους νομίσματα και υιοθετούν το ευρώ.

Σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα, η Ελλάδα και η Ιταλία είναι δυο χώρες υψηλού εισοδήματος. Το ΑΕΠ της Ελλάδος το 2012 ανήλθε στα 195 δις ευρώ, ενώ της Ιταλίας ήταν οκταπλάσιο σε σχέση με το ελληνικό και ανήλθε στα 1,6 τρις ευρώ. Η Ελλάδα από τις αρχές της δεκαετίας του 90', σημείωσε σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Την αντίστοιχη περίοδο η Ιταλία χαρακτηρίζεται από πολύ χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Μάλιστα κάποιες χρονιές η ανάπτυξη της ήταν μηδενική. Εξαιτίας της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης που ξεσπά στις ΗΠΑ το 2007, η ελληνική και η ιταλική οικονομία λίγο αργότερα βυθίζονται στην ύφεση.

Στο Διάγραμμα 35 που ακολουθεί, παρουσιάζονται οι ρυθμοί ανάπτυξης της Ελλάδας, της Ιταλίας και ο μέσος όρος ανάπτυξης της Ευρώπης των 27 από το 1995 ως το 2012.

Διάγραμμα 35 – Ρυθμοί Ανάπτυξης



Πηγή: Στοιχεία Eurostat, Διάγραμμα δικό μου

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε και από το διάγραμμα, οι ρυθμοί ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας ήταν εντυπωσιακοί. Από τα μέσα της δεκαετίας του 90' και μετά, οι ρυθμοί ανάπτυξης ξεπερνούν το 3%, ενώ την επόμενη δεκαετία αυξάνονται ακόμη περισσότερο. Το 2003 που είναι η επόμενη χρονιά μετά την υιοθέτηση του ευρώ, η ανάπτυξη έφτασε στο υψηλότερο της σημείο που ήταν 5,9%. Ένα σημαντικό στοιχείο που βλέπουμε από το διάγραμμα, είναι ότι οι ρυθμοί ανάπτυξης της Ελλάδας ήταν μονίμως υψηλότεροι από τους αντίστοιχους της ΕΕ των 27.

Σε αντίθεση με την ελληνική οικονομία, η ιταλική χαρακτηρίζεται από στασιμότητα. Τις τελευταίες δυο δεκαετίες οι ρυθμοί ανάπτυξης της Ιταλίας ήταν πολύ χαμηλοί και κυμάνθηκαν σε ποσοστά χαμηλότερα του 2%. Μάλιστα κάποιες χρονιές σημειώθηκαν μηδενικοί ρυθμοί ανάπτυξης. Επίσης πολύ σημαντικό είναι ότι, η ανάπτυξη της ιταλικής οικονομίας ήταν μονίμως χαμηλότερη από αυτήν της ΕΕ των 27.

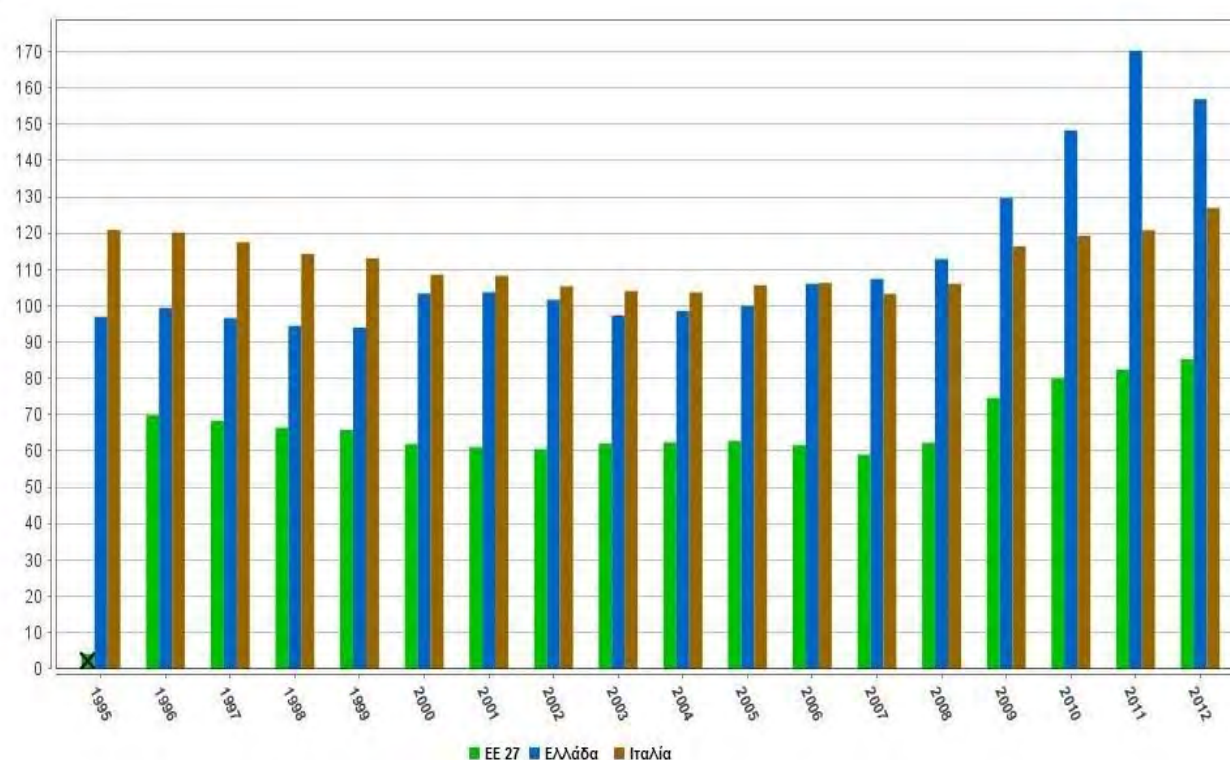
Από το 2008 και μετά οι δυο χώρες βυθίζονται στην ύφεση. Η παγκόσμια οικονομική κρίση αναδεικνύει τις δημοσιονομικές ανισορροπίες των δυο χωρών και το πολύ υψηλό δημόσιο χρέος τους. Η ύφεση το 2011 στην Ελλάδα φτάνει το 7,1%. Η Ιταλία κατάφερε να επανέλθει σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2010 αλλά το

2012, η οικονομία της συρρικνώθηκε κατά 2,4%. Σύμφωνα με προβλέψεις της Eurostat και του ΔΝΤ, η Ελλάδα και η Ιταλία αναμένονται να βρεθούν και πάλι σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2014.

Το κρίσιμο μέγεθος που μας δείχνει την δυνατότητα αποπληρωμής του χρέους όπως αυτή μπορεί να αποτιμηθεί από την παραγωγική δυνατότητα μιας χώρας είναι το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Αυτό το μέγεθος μας δείχνει τι χρωστάει μια χώρα σε σχέση με αυτό που μπορεί να παράγει. Στο Διάγραμμα 36 που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα ποσοστά δημοσίου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ, της Ελλάδας και της Ιταλίας σε σχέση με την Ευρώπη των 27, από το 1995 ως το 2012.

**Διάγραμμα 36**

Δημόσιο Χρέος  
ως % ΑΕΠ



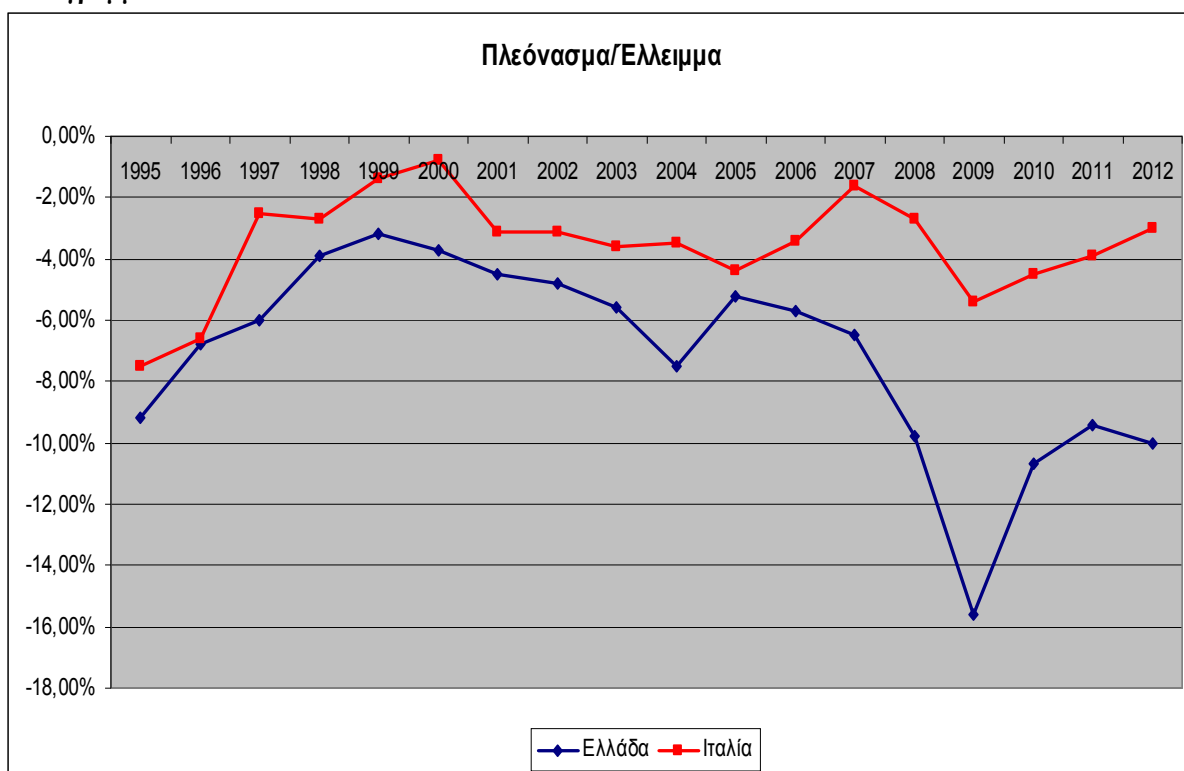
Πηγή: Eurostat

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε από το διάγραμμα, από το 1995 ως το 2006, η Ιταλία κατείχε υψηλότερο δημόσιο χρέος από την Ελλάδα. Από το 2007 και μετά, εξαιτίας και της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, το ελληνικό δημόσιο χρέος αυξήθηκε ραγδαία. Επίσης αύξηση σημειώθηκε στο χρέος της Ιταλίας και της Ευρώπης. Τόσο το ελληνικό όσο και το ιταλικό δημόσιο χρέος, από το 1995 μέχρι σήμερα είναι υψηλότερα από το μέσο όρο χρέους της ΕΕ των 27. Μάλιστα τα

τελευταία χρόνια, το χρέος της Ελλάδας είναι περίπου 50% υψηλότερο από αυτό της Ευρώπης, ενώ αντίστοιχα της Ιταλίας είναι περίπου 40% υψηλότερο. Ενδεικτικά το 2012 το δημόσιο χρέος της Ευρώπης των 27 ανήλθε σε 85,3%, της Ελλάδας ανήλθε σε 156,9%, το οποίο αντιστοιχεί στο υψηλότερο δημόσιο χρέος της Ευρώπης, ενώ δεύτερη ακολουθεί η Ιταλία με 127% του ΑΕΠ.

Η συσσώρευση του χρέους οφείλεται και στην συσσώρευση των ελλειμμάτων. Οι δυο χώρες παρουσίασαν μεγάλα ελλείμματα τα οποία τροφοδότησαν την ραγδαία αύξηση του χρέους. Στο Διάγραμμα 37 που ακολουθεί, παρουσιάζεται η πορεία των ελλειμμάτων ως ποσοστό του ΑΕΠ για την Ελλάδα και την Ιταλία από το 1995 έως το 2012.

**Διάγραμμα 37**



**Πηγή: Στοιχεία Eurostat, World Bank, Διάγραμμα δικό μου**

Από τις αρχές της δεκαετίας του 90', οι δυο χώρες παρουσίαζαν υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα. Η υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ το 1992, και η προοπτική συμμετοχής των δυο χωρών στο ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα, τις οδήγησε στην υιοθέτηση πολιτικών δημοσιονομικής εξυγίανσης. Τόσο η Ελλάδα όσο και η Ιταλία, κατάφεραν να εισέρθουν στην ΟΝΕ μειώνοντας το δημόσιο χρέος τους και τα ελλείμματα τους.

Αξίζει να αναφερθεί πως το έλλειμμα του ελληνικού κράτους το 2000 ήταν 3,7% του ΑΕΠ και ουδέποτε έπεσε κάτω από το 3%. Επομένως η χώρα μας δεν θα έπρεπε να είναι μέσα στην ΟΝΕ καθώς δεν εκπληρούσαι τα Κριτήρια Σύγκλισης που προβλέπονταν από την Συνθήκη του Μάαστριχτ.

Από το 2001 και μετά παρατηρείται μια συνεχόμενη αύξηση των ελλειμμάτων των δυο χωρών, απόρροια της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής που ακολούθησαν. Έτσι η Κομισιόν το 2004 (Ελλάδα), το 2005 (Ιταλία) και το 2009 (Ελλάδα και Ιταλία) εντάσσει τις δυο χώρες στην διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος προκειμένου να περιορίσουν τα ελλείμματα τους.

Συγκρίνοντας τα Διαγράμματα 37 και 38 παρατηρούμε πως τις χρονιές που το έλλειμμα μειώνεται, το ίδιο συμβαίνει και στο δημόσιο χρέος, ενώ αντίθετα το δημόσιο χρέος ακολουθεί ανοδική πορεία τις χρονιές που αυξάνονται τα ελλείμματα. Κατά την διάρκεια της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης το έλλειμμα της Ελλάδας εκτροχιάστηκε. Μετά από αναθεώρηση του ΑΕΠ (2006), και δυο αναθεωρήσεις του ελλείμματος (2004 και 2009), η Ελλάδα σημείωσε το υψηλότερο έλλειμμα της το 2009 που ήταν 15,6%. Αντίθετα η Ιταλία είχε καταφέρει να περιορίσει το έλλειμμα κάτω από το όριο του 3%, όμως δεν έμεινε ανεπηρέαστη από τη κρίση και το 2009 έφτασε το 5,4%.

Τα τελευταία χρόνια τα ελλείμματα της Ελλάδας είναι πολύ μεγαλύτερα από αυτά της Ιταλίας. Μάλιστα η Ιταλία κατάφερε να μειώσει το έλλειμμα του προϋπολογισμού στο 3% το 2012 και ο στόχος είναι μειωθεί ακόμη περισσότερο το 2013. Παράλληλα τα μέτρα τα οποία εφάρμοσε τα τελευταία χρόνια δημιούργησαν ένα πολύ σημαντικό πρωτογενές πλεόνασμα. Έτσι είναι εμφανές ότι η εξυπηρέτηση του χρέους είναι ένα από τα πιο σημαντικά προβλήματα της Ιταλικής οικονομίας.

## Γενικά Συμπεράσματα

Στο πρώτο μέρος της διπλωματικής εργασίας αναλύσαμε τις θεωρίες διαχείρισης του δημοσίου χρέους όπως αυτές καταγράφονται στην διεθνή βιβλιογραφία. Από την Ρικαρδιανή Ισοδυναμία και την θεωρία της ουδετερότητας του δημοσίου χρέους του Barro, ως τις τεχνικές διαχείρισης του χρέους, όπως την πολιτική άριστης χρονικής διάρκειας του χρέους και την θεωρία της διατηρησιμότητας-βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους. Το δεύτερο μέρος περιλαμβάνει την ανάλυση του ελληνικού και του ιταλικού δημοσίου χρέους, κυρίως από την Συνθήκη του Μάαστριχτ και μετά, η οποία αποτελεί σημείο σταθμό για τις δυο χώρες.

Το 1992, Ελλάδα και Ιταλία, υπογράφουν την Συνθήκη του Μάαστριχτ. Η προοπτική της συμμετοχής των δυο χωρών στο ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα τις κάνει να αναθεωρήσουν την οικονομική τους πολιτική. Σφιχτές οικονομικές πολιτικές με στόχο την δημοσιονομική εξυγίανση εφαρμόζονται με επιτυχία. Τα δημοσιονομικά ελλείμματα αποκλιμακώνονται και τόσο το χρέος της Ελλάδας όσο και της Ιταλίας μειώνονται, χωρίς βέβαια αυτό να σημαίνει πως δεν βρίσκονταν ακόμη σε υψηλά επίπεδα. Έτσι και οι δυο χώρες καταφέρνουν να εισέρθουν στην ΟΝΕ και το 2002 υιοθετούν το κοινό ευρωπαϊκό νόμισμα.

Το ευρώ αποτελεί σήμερα στοιχείο της καθημερινής ζωής των πολιτών 17 κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το κοινό νόμισμα δίνει ώθηση στις συναλλαγές εντός της Ευρωζώνης, εξαιτίας της απουσίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών και επομένως του συναλλαγματικού κινδύνου. Έτσι ενισχύει τις επενδύσεις, οι οποίες ενδεχομένως να οδηγήσουν σε αύξηση του ΑΕΠ. Η διαδικασία αυτή περιλαμβάνει την ελεύθερη διακίνηση αγαθών, υπηρεσιών, εργασίας και κεφαλαίου καθώς και το χαμηλότερο κόστος των εμπορικών και χρηματοοικονομικών συναλλαγών, λόγω της έλλειψης του κόστους μετατροπής των νομισμάτων. Επίσης τα επιτόκια δανεισμού των χωρών-μελών μειώνονται δραματικά και ο πληθωρισμός υποχωρεί. Επιπλέον γίνεται εφικτή και η τόνωση του ανταγωνισμού σε διεθνές επίπεδο και δημιουργούνται πολιτικά πλεονεκτήματα με την ανάπτυξη της αίσθησης της ενότητας μεταξύ των χωρών-μελών.

Παρά τα πολλά πλεονεκτήματα του ευρώ, υπάρχουν και μειονεκτήματα. Το κυριότερο από αυτά είναι η απώλεια ελέγχου της νομισματικής πολιτικής για τις χώρες-μέλη. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, με τη συμμετοχή των χωρών της ζώνης του ευρώ, καθορίζει μια ενιαία νομισματική πολιτική για όλη την Ευρωζώνη.

Οι Κεντρικές Τράπεζες των χωρών-μελών απλώς ελέγχουν τις τοπικές συνθήκες και δεν ασκούν καμία επιρροή στην προσφορά χρήματος και στα επιτόκια.

Η Ελλάδα και η Ιταλία είναι δυο χώρες οι οποίες βρίσκονται στο επίκεντρο της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους. Η Ελλάδα από τη μια, κατέχει το υψηλότερο ποσοστό δημοσίου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ευρώπη ενώ δεύτερη ακολουθεί η Ιταλία με ένα υπέρογκο δημόσιο χρέος το οποίο αγγίζει τα 2 τρις ευρώ.

Η Ελλάδα την τελευταία 20ετία γνώρισε μια μεγάλη περίοδο οικονομικής ανάπτυξης και ευημερίας. Είχε όλες τις προϋποθέσεις και τις δυνατότητες να μετατραπεί σε μια ισχυρή οικονομία και να αντιμετωπίσει πολλά από τα προβλήματα τα οποία εώς και τώρα την ταλαιπωρούν. Όμως κάτι τέτοιο δεν συνέβη. Αντιθέτως τα προβλήματα της διογκώθηκαν. Οι κυβερνήσεις δεν κατάφεραν να τα επιλύσουν, στον βαθμό στον οποίο θα ήταν εφικτό, και έχοντας σαν φόβο το πολιτικό κόστος, επέλεξαν να κρύβουν τα προβλήματα της οικονομίας και να ακολουθούν μια πολιτική που προέβλεπε πολλές κοινωνικές παροχές. Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ καθώς και τα δημοσιονομικά ελλείμματα αυξάνονταν συνεχώς. Λίγες προσπάθειες έγιναν προκειμένου να περιοριστούν αλλά δεν είχαν το επιθυμητό αποτέλεσμα.

Ο τρόπος που λειτουργούσε το ελληνικό κράτος τα τελευταία χρόνια ήταν καταστροφικός και οδήγησε στον υπερκαταναλωτισμό. Ο υπερκαταναλωτισμός ο οποίος υπήρξε και από την μεριά του κράτους αλλά και από την μεριά της ελληνικής κοινωνίας, κατά την γνώμη μου ήταν μια από τις κυριότερες αιτίες που η Ελλάδα οδηγήθηκε σε αυτό το σημείο. Από την μεριά του το κράτος, δανείζονταν συνεχώς χρήματα προκειμένου να ανταπεξέλθει στις μεγάλες καταναλωτικές δαπάνες, καθώς ιδρύθηκαν αμέτρητοι δημόσιοι οργανισμοί οι οποίοι δεν έχουν κανένα απολύτως όφελος για τη χώρα, γίνονται μαζικές προσλήψεις στο δημόσιο και δημιουργούνται χιλιάδες νέες θέσεις εργασίας προκειμένου να καλυφτούν τα ρουσφέτια. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα το δημόσιο χρέος και οι δημόσιες δαπάνες να αυξάνονται συνεχώς με αποτέλεσμα να συμβαίνει το ίδιο και στα δημοσιονομικά ελλείμματα. Από την άλλη μεριά η κοινωνία στρέφεται στα εισαγόμενα προϊόντα και συμβάλλει στην αύξηση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου. Από τη δεκαετία του 80' και μετά αντί να δημιουργηθεί μια ισχυρή παραγωγική βάση η οποία θα ήταν πολύ σημαντική για την ελληνική οικονομία ουσιαστικά αποδιαρθρώνεται.

Η κρίση χρέους η οποία χτύπησε την Ελλάδα το 2009, είχε σαν αποτέλεσμα οι διεθνείς αγορές να στρέψουν την προσοχή τους στην Ευρώπη. Η Ιταλία κατέχοντας

το τρίτο υψηλότερο δημόσιο χρέος στον κόσμο και το δεύτερο μεγαλύτερο ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ευρώπη, δεν έμεινε ανεπηρέαστη. Δεν είναι η πρώτη φορά που το δημόσιο χρέος της είναι τόσο υψηλό. Κατά τις δεκαετίες του 80' και του 90' το δημόσιο χρέος της Ιταλίας σημείωσε εξίσου υψηλά επίπεδα. Η μεγάλη αύξηση των δημοσίων δαπανών προκειμένου να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα της ανεργίας και της υποανάπτυκτης Νότιας Ιταλίας, είχε σαν αποτέλεσμα το δημόσιο χρέος να ακολουθήσει επί σειρά ετών μια ανοδική πορεία. Όμως η διάφορα είναι ότι τότε η ιταλική οικονομία παρουσίαζε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης.

Τα τελευταία 10 χρόνια η Ιταλία διακρίνεται από πολύ χαμηλούς ή ακόμα και μηδενικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Μετά την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος, παρατηρείται μια χαλάρωση στην δημοσιονομική πολιτική με αποτέλεσμα την αύξηση των ελλειμμάτων. Μάλιστα μέσα σε 5 χρόνια, στην Ιταλία όπως και στην Ελλάδα, εφαρμόστηκε η διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος από την Ευρώπη, προκειμένου να περιορίσει το έλλειμμα της. Σύμφωνα με το ΔΝΤ η ανταγωνιστικότητα και η παραγωγικότητα μειώθηκαν, ενώ το εργατικό κόστος αυξήθηκε. Οι δημοσιονομικές ανισορροπίες σε συνδυασμό με το υπέρογκο δημόσιο χρέος, έφεραν την Ιταλία στο επίκεντρο της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους. Όπως αναφέρει η έκθεση του ΟΟΣΑ το Σεπτέμβριο του 2012, η Ιταλική οικονομία πλήττεται από έναν συνδυασμό προβλημάτων, τα οποία αλληλοεπηρεάζονται. Αυτά είναι: **α)** η πολύ χαμηλή ανάπτυξη, **β)** το πολύ υψηλό δημόσιο χρέος και **γ)** η περιορισμένη ικανότητα δανεισμού από τις διεθνείς χρηματαγορές.

Η Ελλάδα και η Ιταλία θα πρέπει να εντείνουν τις προσπάθειες τους για αύξηση των επενδύσεων και των εξαγωγών τους έτσι ώστε να μειώσουν τα ελλείμματα τους αλλά και την ανεργία η οποία βρίσκεται σε πολύ υψηλά επίπεδα. Όμως προκειμένου να επιτευχτεί αυτό θα πρέπει να αντιμετωπιστούν ορισμένα προβλήματα τα οποία ταλανίζουν τις οικονομίες των δυο χωρών. Το κυριότερο από αυτά είναι η γραφειοκρατία η οποία αποτελεί το μεγαλύτερο εμπόδιο για την έναρξη μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας. Σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα, η Ελλάδα κατατάσσεται τελευταία και η Ιταλία προτελευταία στην ευκολία έναρξης μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας μεταξύ των χωρών υψηλού εισοδήματος του ΟΟΣΑ. Ενδεικτικά αναφέρουμε πως για την ίδρυση μιας επιχείρησης στην Ελλάδα απαιτούνται: (α) 15 διαδικασίες έναντι 6, κατά μέσο όρο, στις χώρες του ΟΟΣΑ. (β) 45 ημέρες έναντι 27, κατά μέσο όρο, στις ανεπτυγμένες οικονομίες, (γ) Το 70% του ετησίου κατά κεφαλήν εισοδήματος για την κάλυψη του κόστους ίδρυσης της, το οποίο είναι το



υψηλότερο στην ΕΕ-25. (δ) Το 145% του ετησίου κατά κεφαλήν εισοδήματος ως το ελάχιστο απαιτούμενο κεφάλαιο για την ίδρυση της, έναντι μηδέν τοις εκατό στην Ιρλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Η απλή λογική συνιστά ότι η απλοποίηση των ανωτέρω διαδικασιών σε συνδυασμό με τη μηχανοργάνωση των δημοσίων υπηρεσιών και την κατάλληλη αναβάθμιση ή στελέχωση του προσωπικού του δημόσιου τομέα, αποτελούν μια απαραίτητη προϋπόθεση για την προσέλκυση επενδύσεων.

Επίσης δυο άλλα προβλήματα τα οποία πρέπει να καταπολεμηθούν είναι η διαφθορά και η εγκληματικότητα. Η διαφθορά είναι μια πολύ σημαντική απειλή για οποιαδήποτε χώρα καθώς έχει την δυνατότητα να υπονομεύει οργανισμούς αλλά και ολόκληρη την χώρα στερώντας την παροχή βασικών υπηρεσιών στους πολίτες. Σύμφωνα με στοιχεία του Διεθνούς Οργανισμού Διαφάνειας, για το 2012 η Ελλάδα βρίσκεται στην 94<sup>η</sup> θέση και η Ιταλία στη 72<sup>η</sup> θέση διαφθοράς, ανάμεσα σε 176 χώρες. Επομένως είναι εμφανές ότι και οι δυο χώρες οφείλουν να εντείνουν την προσπάθειά τους για την αντιμετώπιση της διαφθοράς, καθώς κατατάσσονται πολύ χαμηλότερα σε σχέση με τις υπόλοιπες ανεπτυγμένες χώρες.

Επιπλέον το φορολογικό σύστημα κάθε χώρας είναι ένας πολύ σημαντικός παράγοντας για την προσέλκυση επενδύσεων. Προκειμένου να επιτευχθεί αυτό, θα πρέπει να είναι απλό και σταθερό. Κάτι τέτοιο δεν συμβαίνει σε Ελλάδα και Ιταλία. Μάλιστα στην Ελλάδα το φορολογικό καθεστώς έχει αλλάξει 3 φορές τα τελευταία 3 χρόνια και δεν αποκλείεται να αλλάξει ξανά.

Επίσης πολύ αποφασιστικά βήματα θα πρέπει να γίνουν για την πάταξη της φοροδιαφυγής. Στην Ελλάδα υπολογίζεται στο 10-15% του ΑΕΠ, το οποίο ισοδυναμεί με 25,2 δις ευρώ. Αντίστοιχα για την Ιταλία υπολογίζεται στο 27% του ΑΕΠ, το οποίο ισοδυναμεί περίπου με 400 δις ευρώ. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ιταλίας το 16% του ΑΕΠ αφορά την παραοικονομία, ενώ το υπόλοιπο 11% έχει να κάνει με εγκληματικές δραστηριότητες, όπως για παράδειγμα την διακίνηση ναρκωτικών. Έτσι γίνεται πολύ εύκολα αντιληπτό πόσο μεγάλο είναι το πρόβλημα της φοροδιαφυγής για τις δυο χώρες και πόσα πολύτιμα δημόσια έσοδα στερείται η Ελλάδα και η Ιταλία. Για να μπορέσουμε να κατανοήσουμε καλύτερα το μέγεθος του προβλήματος της φοροδιαφυγής, ενδεικτικά αναφέρουμε πως τα νέα μέτρα που συμπεριέλαβε στον Προϋπολογισμό του 2013 ο Υπουργός Οικονομικών κ. Γιάννης Στουρνάρας έχουν αξία 13 δις. ευρώ, μπορούμε να αντιληφθούμε ότι από την πάταξη της φοροδιαφυγής και μόνο τα χρήματα αυτά θα είχαν μαζευτεί και δεν θα χρειάζονταν ούτε μειώσεις μισθών και συντάξεων, ούτε επιπλέον φόροι. Επομένως γίνεται εύκολα αντιληπτό πως η πάταξη της φοροδιαφυγής θα πρέπει να είναι ένας από τους πρωταρχικούς στόχους των δυο χωρών.

# Βιβλιογραφία

## Ελληνική Βιβλιογραφία

- Αναστασάτος Α. Η εξωτερική ανισορροπία της ελληνικής οικονομίας: αιτία, χαρακτηριστικά και σενάρια προσαρμογής, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων Eurobank EFG
- Αργεΐτης Γ., Δαφέρμος Γ., Νικολαΐδη Μ. (2011), Κρίση δημοσίου χρέους στην Ελλάδα: αιτίες και προοπτικές, Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ
- Βαβούρας Ιωάννης Σ. (1993), Δημόσιο Χρέος: θεωρία και ελληνική εμπειρία, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση
- Βεργόπουλος Κ. (1994), Το δημόσιο χρέος και οι επιπτώσεις του, Αθήνα, Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών
- Γιάνναρης Β. Νικόλαος. (1988), Το εξωτερικό χρέος της Ελλάδος και οι επιπτώσεις του επί της εθνικής οικονομίας, Αθήνα, Εκδόσεις Εστίας
- Γεωργακόπουλος Α. Θεόδωρος (2005), Εισαγωγή στη Δημόσια Οικονομική Γ' Έκδοση, Αθήνα, Εκδόσεις Ευγ. Μπένου
- Δαλαμάγκας Β. Α. (1991), Τα δημόσια οικονομικά στην Ελλάδα – Επιμέλεια Τάτσος Ν., Αθήνα, Εκδόσεις Οικονομικό
- Δελτίο Δημοσίου Χρέους (2012), Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους
- Ινστιτούτο Εμπορίου και Υπηρεσιών (IN.EM.Y) (2011), Έκδοση από τη Eurostat στοιχείων για την Εξέλιξη του Δημοσίου Χρέους των χωρών της Ε.Ε. (27), για το Γ' τρίμηνο του 2011
- Καραμούζης Ν., Αναστασάτος Τ. (2011), Η Ανάπτυξη της Ελληνικής Οικονομίας: Πηγές, Προοπτικές και ο Ρόλος των Επενδύσεων και των Εξαγωγών, Eurobank Research, Vol. VI
- Μούσης Ν. (1995), Ευρωπαϊκή Ένωση: θεσμοί και πολιτικές, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση
- Στουρνάρας Ι. (1991), Τα δημόσια οικονομικά στην Ελλάδα – Επιμέλεια Τάτσος Ν., Αθήνα, Εκδόσεις Οικονομικό
- Συργούδη Β. (2012), Δομή και διαχείριση δημοσίου χρέους: «Η περίπτωση της Ελλάδας», Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
- Τζίντζος Π. (2008), Διαχείριση Δημοσίου Χρέους, Μια Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση, Διδακτορική Διατριβή Οικονομικού Τμήματος Πανεπιστημίου Μακεδονίας
- Τράπεζα της Ελλάδος (2012), Νομισματική Πολιτική 2011-2012
- Τράπεζα της Ελλάδος (2010), Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών της Ελλάδος: Αιτίες Ανισορροπιών και Προτάσεις Πολιτικής
- Χαρδούβελης Γ. (2011), Η ελληνική και ευρωπαϊκή κρίση και η νέα αρχιτεκτονική της ευρωζώνης, Eurobank Research, Vol. VI

## Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

- Afonso A. (2000), Fiscal Policy Sustainability: some unpleasant European evidence, Technical University of Lisbon, Working Paper No. 12
- Alesina A., Prati A., Tampelini G. (1989), Public Confidence and Debt Management: A model and a case of study of Italy, NBER Working Series, Working Paper No. 3135
- Alogoskoufis G. (2012), Greece's Sovereign Debt: Retrospect and Prospect, Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe, GreeSE Paper No. 54
- Angeletos George M. (2002), Fiscal Policy with Noncontingent Debt and the Maturity Structure, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 117, No. 3, pp. 1105-1131
- Ardagna S., Caselli F. (2012), The Political Economy of Greek debt crisis: A Tale of Two Bailouts,
- Bacchiocchi E., Missale A. (2005), Managing Debt Stability, CESifo Working Paper No. 1388
- Balassone F., Maura F., Pace A. (2011), Public Debt and Economic Growth in Italy, Banca d'Italia, Structural Economic Analysis Department - Economics, Research and International Relations Area
- Balassone F., Franco D., Momigliano S., Monacelli D. (2002), Banca d'Italia, Research Department
- Balladriga C. F., Mongay-Martinez C. (2005), Sustainability of EU public finances, European Economy, Economic papers, No. 225
- Banca d'Italia (2011), Economic Bulletin, No. 59
- Banca d'Italia (2012), The update of 2012 Economic and Financial Document
- Bank of England (1995), Debt Management Review
- Barro Robert J. (1974), Are Government Bonds Net Wealth?, Journal of Political Economy, Vol. 82, No. 6, pp. 1095-1117
- Barro Robert J. (1979), On the Determination of the Public Debt, The Journal of Political Economy, Vol. 87, No. 5, pp. 940-971
- Barro Robert J. (1995), Optimal Debt Management, NBER Working Paper Series, Working Paper 5327
- Barro Robert J. (1997), Optimal Management of Indexed and Nominal Debt, NBER Working Series, Working Paper 6197
- Barro R. J., Gordon B. D. (1983), Rules, Discretion and Reputation in a model of Monetary Policy, Journal of Monetary Economics, Vol. 12, pp. 101-121
- Bartoletto S., Chiarini B., Marzano E. (2013), Is the Italian Public Debt Really Unsustainable? An Historical Comparison (1861-2010), CESifo Working Paper No. 4185

- Baum F. C., Munro J, Schachter G. (2007). Structural Change and Economic Development in Southern Italy, *Journal of Development Studies* Vol.27, No.1, pp. 54-71
- Bohn H. (1988), Why do we have nominal government debt?, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 21, pp.127-140
- Bohn H. (2005), The Sustainability of Fiscal Policy in the United States, CESifo Working Paper No. 1446
- Bosworth B., Kollintzas T. (2001), Economic Growth in Greece: Past Performance and Future Prospects
- Breedon J. F., Chadha S. J. (1997), The information content of inflation term structure, Bank of England Working Paper 75
- Bryant R., Garganas N., Tavlas G. (2001) Greece's Economic Performance and Prospects, Bank of Greece – The Brookings Institution
- Buchanan J. (1976), Barro on the Ricardian Equivalence Theorem, *Journal of Political Economy*, Vol. 84, No. 2, pp. 337-342
- Calvo A. G., Guidotti E. P. (1989), Indexation and Maturity of Government Bonds: A simple model, IMF Research Department No. 46
- Caminal-Olivares R. (2011), The EU Architecture to Avert a Sovereign Debt Crisis, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2011, No.2
- Campbell J., Shiller R. (1996), A Scorecard for Indexed Government Debt, NBER Working Series, Working Paper No. 5587
- Cencig E. (2012), Italy's Economy in the euro zone crisis and Monti's reform agenda, German Institute of for International and Security Affairs
- Cenuse M., Driga I. (2010), Advantages and Disadvantages of the Euro, *Annals of the University of Petrosani, Economics*, Vol. 10, No. 3, pp. 61-68
- Chalk N., Hemming R. (2000), Assessing the Fiscal Sustainability in Theory and Practice, IMF Working Papers: Fiscal Affaires Department
- Chamley C., Polemarchakis H. (1984), Assets, General Equilibrium and the Neutrality of Money, *The Reviews of Economic Studies*, Vol. 51, No.1, pp. 129-138
- Christodoulakis N. (2010), Crisis, Threats and Ways Out for the Greek Economy, *Cyprus Economic Policy Review*, Vol. 4, No.1, pp. 89-96
- Cline W. R. (2012), Interest Rate Shock and Sustainability of Italy's Sovereign Debt, Institute for International Economics, No. PB12-5
- Cuddington T. J. (1996), Analysing the Sustainability of Fiscal Deficits in Developing Countries, Georgetown University, Economics Department
- Cukierman A., Meltzer H. A. (1986), A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Assymetric Information, Tepper School of Business, Paper No. 843
- Dipartimento Del Tesoro, Ministero Dell' Economia e delle Finanze (2013), Guidelines for Public Debt Management

- Destefanis, S. (2012), “Skills for Competitiveness: Country Report for Italy”, OECD Local Economic and Employment Development (LEED) Working Papers, 2012/04, OECD Publishing.
- Di Quirico R. (2010), Italy in the Global Economic Crisis, Bulletin of Italian Politics, Vol. 2, No. 2, pp. 3-19
- Drudi F., Giordano R. (2000), Default risk and optimal debt management, Journal of Banking and Finance, Vol. 24, pp. 861-891
- ECB Monthly Bulletin (2011), The European Stability Mechanism
- European Commission (2010), Report on Greek Government Deficit and Debt Statistics
- European Commission (2010), Το Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής για την Ελλάδα, European Economy: Occasional Papers 61
- European Commission (2012), The Second Economic Adjustment Programme for Greece, European Economy: Occasional Papers 123
- Fischer S. (1982), Welfare Aspects of Government Issue of Indexed Bonds, NBER Working Paper Series, Working Paper No. 874
- Freeman R. (2008), Labour Productivity Indicators, OECD Statistics Directorate: Division of Structural Economic Statistics
- Gibson H., Hall S., Tavlas G. (2011), The Greek Financial Crisis: growing imbalances and sovereign spreads, Bank of Greece
- Guillermo P., Guidotti P. C. (1989), Credibility and Nominal Debt: Exploring the Role of Maturity in Managing Inflation, IMF Working Paper 73
- Helg P., Peri G., Viesti G. (2000), Ambruzzo and Sicily: Catching up and lagging behind, EIB Papers, Vol. 5, No. 1
- IMF (2002), Assessing Sustainability, Policy Development and Review Department
- IMF (2008), France, Greece, Italy, Portugal and Spain – Competiveness in the Southern Euro Area, IMF Country Report No 08/145
- Ivashina V., Scharfstein D. (2008), Bank Lending During the Financial Crisis of 2008, J Finan Econ, Vol. 97, No. 3, pp. 319-338
- Jackson K. M. (2009), The Financial Crisis: Impact on Response by the European Union, CRS Report on Congress
- Janssen R. (2010), Greece and the IMF: Who Exactly is being Saved?, CERP
- Jones E. (2009), Italy and the Euro in the Global Economic Crisis, The International Spectator, Vol. 44, No. 4, pp. 93-103
- Kouretas P. G., Vlamis P. (2010), The Greek Crisis: Causes and Implications, Paneconomicus, Vol. 4, pp. 391-404
- Kremer M., Jayachandran S. (2002), Odious Debt, NBER Working Papers, Working Paper 8953
- Laeven L., Valencia F. (2012), Resolution of Banking Crises: The good, the Bad and the Ugly, CERP

- Larch M. (2005), Stuck in a rut? Italy's weak export performance and unfavourable product specialisation, *Ecofin Country's Focus*, Vol. 2, No. 9
- Loddo S. (2004) Old and New Intervention Policy: A Survey of Empirical Studies For The Mezzogiorno, Working Papers CRENoS
- Lukas R. E., Stokey L. N. (1983), Optimal Fiscal and Monetary Policy in an Economy without Capital, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, pp. 55-93
- Mandilaras A., Levine P. (2001), Public Debt and Inflation: The Role of Inflation-Sensitive Instruments, *The Manchester School Supplement*, pp. 1-21
- Manessiotis B. (2011), The root-causes of the Greek Sovereign Debt Crisis, 2<sup>nd</sup> Bank of Greece workshop on the economies of Eastern European and Mediterranean countries.
- Manfra, Pellegrino (2002), Entrepreneurship, firm size and the structure of the Italian economy, *Journal of Entrepreneurial Finance*, JEF, ISSN 1551-9570, Vol. 7, Iss. 3, pp. 99-111
- Mascitelli B., Zucchi E. (2007), Expectations and Reality: The Italian Economy under Berlusconi, *Journal of Contemporary European Studies*, Vol. 15, No. 2, pp. 129-147
- Meghir K., Vayanos D., Vettas N. (2010), The economic crisis in Greece: A time of reform and opportunity, *Greek Economists for Reform*
- Menendez L. (2012), *The Spread of the European Debt Crisis*
- Millesi F., Gian M. (1995), Do good or do well? Public debt management in a two-party economy, *Economics and Politics*, Vol. 7, No. 1
- Miller V. (1997), Political Instability and Debt Maturity, *Western Economic Association International*, Vol. XXXV, pp. 12-27
- Missale A. (1999), *Public Debt Management*, Oxford University Press
- Missale A. (1999), Optimal Debt Management with Stability and Growth Pact, *Public Finance and Management*, Vol. 1, No. 1, pp. 58-91
- Missale A. (1997), Managing the Public Debt: The Optimal Taxation Approach, *Journal of Economics Surveys*, Vol. 11, No. 3, pp. 235-265
- Missale A., Blanchard J. O. (1994), The Debt Burden and Debt Maturity, *NBER Working Papers Series*, Working Paper No. 3344
- Missale A., Giavazzi F., Benigno P. (1997), Managing the Public Debt in Fiscal Stabilizations: The Evidence, *NBER Working Papers Series*, Working Paper No. 6311
- Nelson R., Belkin P., Mix D. (2010), Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses and Implications, *CRS Report for Congress*
- OECD (2012), "Better Policies" Series, *Italy Reviving Growth and Productivity*
- OECD (1990), *Economic Outlook 1990*
- OECD (2007), *OECD Economic Surveys: Greece 2007*

- Papadimitriou D., Zezza G., Duwicquet V. (2012), Current Prospects for the Greek Economy: Interim Report, Observatory of Economic and Social Developments, Labour Institute, Greek General Confederation of Labour
- Peled D. (1985), Stochastic Inflation and Government Provision of Indexed Bonds, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15, pp. 291-308
- Piergallini A., Postigliola M. (2011), Fiscal Policy and public Debt Dynamics in Italy, 1861-2009, University of Rome
- Piluso, Giandomenico, Ricciuti, Roberto (2008), Fiscal policy and the banking system in Italy: have taxes, public spending and banks been procyclical in the longrun?, CESifo working paper, No. 2442
- Pistoresi B., Rinaldi A., (2011), Exports, Imports, and Growth New Evidence on Italy: 1863-2004, *Explorations in Economic History*, Vol. 49, pp. 241-254
- Polito V., Wickens M. (2011), Assessing the Fiscal Stance in the European Union and the United States, 1970-2011, CERP, CES, MSH, *Economic Policy*, pp. 599-647
- Quintos E. C. (1995), Sustainability of the deficit process with structural shifts, *Journal Business and Economic Statistics*, Vol. 13, No. 4, pp. 409-417
- Ricardo D. (1888), *The Works of David Ricardo*, McCulloch Ed.
- Ricciuti R. (2003), Assessing Ricardian Equivalence, *Journal of Economic Studies*, Vol. 17, No.1
- Roberts R. O. (1942), Ricardo's Theory of Public Debt, *Economica*, Vol. 9, No. 35, pp. 257-266
- Sara G. (2010). The North/South divide in Italy and England: Discursive construction of regional inequality, *European Urban and Regional Studies* Vol. 18(1), p.p. 62-76
- Sauernheimer K. (2011), Greece Bail-out Packages: Current Account and Foreign Debt, CESifo Forum 4/2011
- Sibbert A. (2010), The Greek Sovereign Debt Crisis and the Eurosystem, *European Parliament: Economic and Monetary Affairs*
- Stiglitz E. J. (1983), On the Relevance or Irrelevance of Public Financial Policy: Indexation, Price Rigidities, and Optimal Monetary Policy, NBER Working Paper Series, Working Paper No. 1106
- Stiglitz E. J. (1986), *Economics of Public Sector*
- Tempelman H. J. (2007), James M. Buchanan on Public-Debt Finance, *The Independent Review*, Vol. XI, No. 3, pp. 435-449
- Tobin J. (1963), *An Essay on the Principles of Debt Management, From Fiscal and Debt Management Policies*, Commission on Money and Credit, 1963, pp. 143-218
- Toniolo G. (2012), Italy's Economic Growth: An Overview, *The Oxford Handbook of the Italian Economy since 1861*, Ch. 1
- Tridico P. (2013), Italy: From Economic Decline to Current Crisis, ISSN 2279 - 6916 Working papers No. 173