



ΠΑΡΑΤΗΡΗΤΗΡΙΟ  
CRISIS ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ  
OBSERVATORY

Πρωτοβουλία: Initiated by:



Υποστήριξη: Supported by:



ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΚΕΙΜΕΝΟ

No 16

Ιαν. 2015

# Η Ελληνική Κρίση: Αίτια και Επιπτώσεις

**Μανόλης Γαλενιανός**

Royal Holloway, University of London

Copyright © 2015

ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ (ΕΛΙΑΜΕΠ)

Βασ. Σοφίας 49, 106 76 Αθήνα

Τηλ.: (+30) 210 7257110, Fax: (+30) 210 7257114,

E-mail: [eliamep@eliamep.gr](mailto:eliamep@eliamep.gr), [info@crisisobs.gr](mailto:info@crisisobs.gr)

url: [www.eliamep.gr](http://www.eliamep.gr), [www.crisisobs.gr](http://www.crisisobs.gr)

Με την επιφύλαξη παντός δικαιώματος

## **Ερευνητικό Κείμενο Νο 16/2015**

### **Η Ελληνική Κρίση: Αίτια και Επιπτώσεις <sup>1</sup>**

**Μανόλης Γαλενιανός**

Royal Holloway, University of London

*Το ΕΛΙΑΜΕΠ δεν υιοθετεί ως ίδρυμα πολιτικές θέσεις. Καταβάλλει μάλιστα προσπάθεια να παρουσιάζονται στα πλαίσια των εκδηλώσεων του και στο μέτρο του δυνατού όλες οι υπάρχουσες απόψεις. Υπό το πρίσμα αυτό, οι αναλύσεις και οι γνώμες που δημοσιεύονται στις σειρές του θα πρέπει να αποδίδονται αποκλειστικά στους συγγραφείς και να μην θεωρούνται ότι αντιπροσωπεύουν απαραίτητα τις απόψεις του ιδρύματος, του διοικητικού συμβουλίου του, της διεύθυνσης ή των κατά περίπτωση και καθ' οιονδήποτε τρόπο συνεργαζομένων φορέων.*

---

<sup>1</sup> Θέλω να ευχαριστήσω τους Κώστα Αρκολάκη, Θανάση Γκούγκλα, Αρίστο Δοξιάδη, Δημήτρη Κατσικά, Ηλία Παπαϊωάννου, Andres Rodriguez-Clare και Wolfgang Schultheiss για τις παρατηρήσεις τους.

## **Η Ελληνική Κρίση:** **Αίτια και Επιπτώσεις**

### **Μανόλης Γαλεριανός**

Ο Μανόλης Γαλεριανός είναι καθηγητής οικονομικών στο πανεπιστήμιο Royal Holloway του Λονδίνου. Γεννήθηκε το 1979 στην Αθήνα. Πήρε το διδακτορικό του από το University of Pennsylvania το 2006 και ήταν επίκουρος καθηγητής οικονομικών στο Pennsylvania State University από το 2006 έως το 2013. Εξειδικεύεται στη μακροοικονομία.

**Ιανουάριος 2015**

## **Περίληψη**

Η κεντρική αιτία της κρίσης της Ελλάδας και της Ευρωζώνης θεωρείται ότι είναι η δημοσιονομική σπατάλη το οποίο προτείνει τη λιτότητα ως βασική πολιτική εξόδου από την κρίση. Αυτή η ερμηνεία της κρίσης ταιριάζει στην περίπτωση της Ελλάδας και, σε μικρότερο βαθμό, της Πορτογαλίας, αλλά δεν μπορεί να εξηγήσει γιατί η Ιρλανδία και η Ισπανία αναγκάστηκαν να ζητήσουν βοήθεια, δεδομένου ότι πριν από το 2008 είχαν χαμηλότερα ελλείμματα και δημόσιο χρέος από τις περισσότερες χώρες της Ευρωζώνης. Αυτό που διακρίνει τις τέσσερις περιφερειακές χώρες από την υπόλοιπη Ευρωζώνη είναι τα μεγάλα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών που είχαν πριν το 2008. Συνεπώς, οι αιτίες της κρίσης της Ευρωζώνης σχετίζονται με τις εξωτερικές, και όχι τις δημοσιονομικές, ανισορροπίες. Το συμπέρασμα είναι ότι η αποκλειστική εστίαση στη μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων είναι λανθασμένη και ότι οι τέσσερις περιφερειακές χώρες θα πρέπει να βοηθηθούν να μειώσουν το εξωτερικό έλλειμμα μέσω της ανάκτησης της ανταγωνιστικότητας.

## **Λέξεις Κλειδιά**

Οικονομική κρίση, Ελλάδα, Ευρωζώνη, εξωτερικές και δημοσιονομικές ανισορροπίες

## Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή.....	6
2. Διάγνωση της κρίσης .....	8
2.1 Δημοσιονομικές ανισορροπίες.....	8
2.2 Εξωτερικές ανισορροπίες: η πραγματική αιτία του προβλήματος .....	11
3. Οι εξωτερικές ανισορροπίες και το ευρώ.....	15
3.1 Η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση και το ευρώ.....	15
3.2 Το ευρώ, οι κεφαλαιακές ροές και η περιφέρεια .....	17
3.3 Προσδοκίες σύγκλισης.....	18
3.4 Οι κρυφές οικονομικές αδυναμίες .....	19
4. Την επαύριο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης: εξελίξεις και πολιτικές.....	23
4.1 Η εξέλιξη των δημοσιονομικών και εξωτερικών ελλειμμάτων από το 2008 .....	24
4.2 Προκλήσεις προσαρμογής για την Ελλάδα .....	26
5. Παραπομπές .....	28

## 1. Εισαγωγή

Η Ελλάδα αντιμετωπίζει μια εξαιρετικά σοβαρή οικονομική κρίση, το μέγεθος της οποίας είναι συγκρίσιμο, αν όχι δυσμενέστερο, με τη Μεγάλη Ύφεση της δεκαετίας του '30. Μεταξύ 2008 και 2013, το πραγματικό ΑΕΠ συρρικνώθηκε κατά 23% ενώ το ποσοστό ανεργίας σχεδόν τετραπλασιάστηκε, φτάνοντας το 27,5%. Οι ρίζες αυτής της οικονομικής καταστροφής εντοπίζονται στις ανισορροπίες που συσσωρεύτηκαν στην Ελλάδα πριν από την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007-2009. Συνεπώς, για να κατανοήσουμε τα αίτια της κρίσης και, κυρίως, για να αξιολογήσουμε ποιες πολιτικές μπορούν να συμβάλουν στην έξοδο από αυτήν, πρέπει πρώτα να εξετάσουμε τα γεγονότα εκείνων των ετών.

Έχει ευρέως εμπεδωθεί η άποψη ότι η δημοσιονομική σπατάλη είναι η κύρια αιτία της ελληνικής κρίσης. Αυτή η ανάγνωση της κρίσης οδηγεί σε τρία σημαντικά συμπεράσματα: πρώτον, ότι η ελληνική κυβέρνηση είναι ο αποκλειστικός υπεύθυνος για τη δυσχερή θέση στην οποία έχει περιέλθει η χώρα, επειδή επέλεξε την οδό των μεγάλων ελλειμμάτων, ενώ θα μπορούσε να είχε κινηθεί με μεγαλύτερη σύνεση. Δεύτερον, ότι για να βγει η Ελλάδα από την κρίση αρκεί να μειωθεί το δημόσιο έλλειμμα και χρέος. Τρίτον, ότι η παρούσα κρίση της Ευρωζώνης θα μπορούσε να έχει αποφευχθεί εάν δεν είχε επιτραπεί η είσοδος της Ελλάδας στο ευρώ. Αυτό το σκεπτικό είναι ευρέως διαδεδομένο στο δημόσιο διάλογο και την πολιτική συζήτηση της Ευρώπης. Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια της προεκλογικής εκστρατείας του 2013, τόσο η Καγκελάρια Μέρκελ όσο και ο πρόεδρος του Σοσιαλδημοκρατικού Κόμματος Sigmar Gabriel, δήλωσαν ότι δεν θα έπρεπε να είχε επιτραπεί η είσοδος της Ελλάδας στο ευρώ, αποδίδοντας, εμμέσως ή ρητώς, στην Ελλάδα την ευθύνη για την κρίση στην Ευρωζώνη.

Στο παρόν κείμενο θα υποστηριχθεί ότι τα παραπάνω αποτελούν μια θεμελιωδώς εσφαλμένη ανάγνωση των προβλημάτων της Ελλάδας και της Ευρωζώνης. Μολονότι είναι αναμφίβολο ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα αποτελεί σημαντική πτυχή της κρίσης, δεν είναι η αποκλειστική (ή ακόμα και η κύρια) αιτία της, ενώ η εκμηδένισή του, αν και αναγκαία και επιθυμητή, δεν θα επαναφέρει από μόνη της την οικονομική ανάπτυξη. Επιπλέον, η αποκλειστική ενασχόληση με τις δημοσιονομικές ανισορροπίες αποσπά την προσοχή από άλλες μεταρρυθμίσεις οι οποίες είναι πιο κατάλληλες για την έξοδο από την κρίση.

Η μέθοδος που θα ακολουθήσουμε είναι να συγκρίνουμε την Ελλάδα με τρεις χώρες που έχουν επίσης λάβει οικονομική βοήθεια από την Ευρωπαϊκή Ένωση: την Ιρλανδία, την Πορτογαλία και την Ισπανία. Η μελέτη της ελληνικής περίπτωσης εντός του ευρύτερου πλαισίου της Ευρωζώνης θα μας βοηθήσει να διαχωρίσουμε τα βαθύτερα αίτια της κρίσης, τα οποία είναι κοινά σε όλες τις χώρες που αναγκάστηκαν να ζητήσουν εξωτερική βοήθεια, από τα ειδικά προβλήματα της Ελλάδας, τα οποία δεν ήταν υπεύθυνα για τη συνολική κρίση.

Η σύγκριση αυτή φανερώνει ότι, πριν από το 2008, οι δημοσιονομικές συνθήκες διέφεραν σημαντικά ανάμεσα στις τέσσερις χώρες: η Ελλάδα και η Πορτογαλία είχαν υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα και υψηλό δημόσιο χρέος ενώ η Ιρλανδία και η Ισπανία επεδείκνυαν πολύ συνετά δημοσιονομικά χαρακτηριστικά, περισσότερο δε από τη Γερμανία. Αυτό υποδηλώνει ότι η δημοσιονομική σπατάλη δεν αποτελεί κοινό χαρακτηριστικό των χωρών που χρειάστηκαν εξωτερική βοήθεια.

Εν τούτοις, το 2008 οι τέσσερις αυτές χώρες παρουσίαζαν μεγάλο εμπορικό έλλειμμα και αυξημένο εξωτερικό χρέος, σε αντίθεση με τα άλλα μέλη της Ευρωζώνης.<sup>2</sup> Ενώ για το εξωτερικό χρέος της Ελλάδας και της Πορτογαλίας ευθύνεται κυρίως ο δημόσιος τομέας, στις περιπτώσεις της Ιρλανδίας και της Ισπανίας ο ιδιωτικός τομέας ήταν ο βασικός υπεύθυνος του δανεισμού. Μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007-2009, οι διεθνείς χρηματοδοτικές ροές μειώθηκαν απότομα, το οποίο προξένησε προβλήματα και στις τέσσερις χώρες, ανεξάρτητα από την προηγούμενη δημοσιονομική θέση τους. Φυσικά, οι χώρες με μεγαλύτερα δημοσιονομικά ελλείμματα, όπως η Ελλάδα, είχαν μικρότερο περιθώριο ελιγμών, οπότε και βίωσαν πιο σοβαρές συνέπειες.

Από αυτές τις παρατηρήσεις συμπεραίνουμε ότι τα βαθύτερα αίτια της κρίσης στην Ευρωζώνη είναι οι εξωτερικές, και όχι οι δημοσιονομικές, ανισορροπίες. Αυτές οι ανισορροπίες παρατηρήθηκαν σε όλες τις χώρες της ευρωπαϊκής περιφέρειας και η Ελλάδα ήταν απλώς η χώρα που επηρεάστηκε δυσμενέστερα καθότι χειρότερα προετοιμασμένη για την κρίση. Με άλλα λόγια, τα αίτια της κρίσης του ευρώ ήταν πολύ ευρύτερα από την Ελλάδα και η απουσία της Ελλάδας από την Ευρωζώνη δεν θα απέτρεπε την κρίση.

Τα συμπεράσματα αυτής της ανάγνωσης για τις πολιτικές ανάσχεσης της κρίσης είναι σαφή: οι χώρες που χρειάστηκαν βοήθεια, και ιδιαίτερα η Ελλάδα, πρέπει να ισοσκελίσουν το εξωτερικό τους ισοζύγιο, το οποίο απαιτεί την ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας. Η δημοσιονομική πειθαρχία, παρότι απαραίτητη, δεν συμβάλλει άμεσα σε αυτό το σκοπό και σε κάποιες περιπτώσεις μάλιστα μπορεί ακόμα και να τον δυσχεραίνει. Μέχρι σήμερα, ωστόσο, οι φορείς χάραξης ευρωπαϊκής πολιτικής έχουν επικεντρωθεί σχεδόν αποκλειστικά στη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Για να τερματιστεί η κρίση στην Ευρωζώνη και την Ελλάδα, αυτό πρέπει να αλλάξει.

Το υπόλοιπο της μελέτης έχει ως εξής. Στην δεύτερη ενότητα θα παρουσιάσουμε τα στοιχεία τα οποία θα υποστηρίξουν την προέχουσα σημασία των εξωτερικών ανισορροπιών ως την κύρια αιτία της κρίσης στην Ευρωζώνη. Στην τρίτη ενότητα θα περιγράψουμε πώς δημιουργήθηκαν αυτές οι ανισορροπίες και γιατί δεν έτυχαν επαρκούς προσοχής έως ότου ήταν πλέον αργά. Στην τέταρτη ενότητα θα καταλήξουμε με την περιγραφή των συμπερασμάτων που προκύπτουν σχετικά με το ποιες πολιτικές μπορούν να συμβάλουν στην έξοδο από την κρίση.

---

<sup>2</sup> Αυτή η επισήμανση έχει ξαναγίνει αρκετούς σχολιαστές, συμπεριλαμβανομένων του Martin Wolf στους Financial Times (*Merkozy failed to save the Eurozone*, Financial Times, 6 Δεκεμβρίου 2011) και του Πωλ Κρούγκμαν στο ιστολόγιό του στους New York Times (*European Crisis Realities*, 25 Φεβρουαρίου 2012).

## 2. Διάγνωση της κρίσης

Με πρώτη την Ελλάδα το 2010, πέντε χώρες της Ευρωζώνης ζήτησαν βοήθεια από την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) για να χρηματοδοτήσουν τους κρατικούς τους προϋπολογισμούς ή για να ανακεφαλαιοποιήσουν τις τράπεζές τους: η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, η Ισπανία και η Κύπρος.<sup>3</sup> Η Λετονία, της οποίας το νόμισμα ήταν συνδεδεμένο με το ευρώ και εντάχθηκε στο κοινό νόμισμα την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2014, επίσης έλαβε βοήθεια ενώ αρκετές ακόμα χώρες της Ευρωζώνης, όπως η Ιταλία και η Σλοβενία, έχουν δεχθεί σημαντικές πιέσεις. Καθεμία από αυτές τις χώρες βρίσκεται αντιμέτωπη με διαφορετικά προβλήματα, όμως το γεγονός ότι καμία χώρα της ΕΕ που βρίσκεται εκτός ευρώ δεν αντιμετωπίζει συγκρίσιμες πιέσεις υποδηλώνει ότι η συμμετοχή στο ευρώ αποτελεί προϋπόθεση για την κρίση.<sup>4</sup>

Η παρούσα ενότητα έχει ως στόχο να προσδιορίσει τον κοινό παρονομαστή των χωρών της Ευρωζώνης που επλήγησαν από την κρίση, συγκρίνοντας τις χώρες που δέχτηκαν χρηματοδοτική βοήθεια με εκείνες που δεν την χρειάστηκαν. Θα εστιάσουμε την ανάλυσή μας στις έντεκα χώρες της Ευρωζώνης που ήταν μέλη της ΕΕ, όταν εισήχθη το ευρώ, με εξαίρεση το Λουξεμβούργο: Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Ολλανδία, Πορτογαλία και Φινλανδία.<sup>5</sup> Η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Ισπανία και η Πορτογαλία θα αναφέρονται ως «οι χώρες της περιφέρειας» και τα άλλα μέλη της Ευρωζώνης θα αναφέρονται ως «οι χώρες του πυρήνα».<sup>6</sup>

### 2.1 Δημοσιονομικές ανισορροπίες

Η σπατάλη στο δημόσιο τομέα συχνά αναφέρεται ως η κύρια αιτία της κρίσης στην Ευρωζώνη. Για αυτό το λόγο, θα παρουσιάσουμε τρεις δείκτες δημοσιονομικών ανισορροπιών για όλες τις χώρες υπό εξέταση: το μέσο δημοσιονομικό έλλειμμα κατά τη διάρκεια 1999-2008, το επίπεδο του δημοσίου χρέους το 2008 και την αύξηση του δημοσίου χρέους μεταξύ 1999-2008, ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Το Σχήμα 2.1 επιβεβαιώνει το ευρέως γνωστό γεγονός ότι το έλλειμμα της ελληνικής κυβέρνησης ήταν πολύ υψηλό τη δεκαετία του 2000. Η κυβέρνηση της Πορτογαλίας επίσης παρουσίαζε υψηλά ελλείμματα, τα οποία, αν και ήταν χαμηλότερα από τα ελληνικά, ξεπερνούσαν το όριο του 3% που είχε καθορίσει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ).<sup>7</sup> Εν τούτοις, οι άλλες δύο περιφερειακές

<sup>3</sup> Η Ισπανία έχει λάβει βοήθεια για να ανακεφαλαιοποιήσει τις τράπεζές της αλλά μόνο από την ΕΕ.

<sup>4</sup> Η Ουγγαρία έχει λάβει βοήθεια πολύ μικρότερου μεγέθους από το ΔΝΤ (μικρότερη του 10% του ελληνικού πακέτου διάσωσης). Η Ισλανδία, η οποία είναι εκτός ΕΕ, είναι η μοναδική χώρα που διήλθε από μια κρίση παρομοίων αιτιών και μεγέθους, χωρίς να σχετίζεται με το ευρώ.

<sup>5</sup> Από το 2004, δεκατρείς χώρες έχουν ενταχθεί στην ΕΕ, έξι εκ των οποίων έχουν προσχωρήσει και στο ευρώ. Από την τελευταία ομάδα, τουλάχιστον τρεις (Κύπρος, Σλοβενία και Λετονία) παρουσιάζουν πολλά κοινά χαρακτηριστικά με εκείνα των περιφερειακών χωρών.

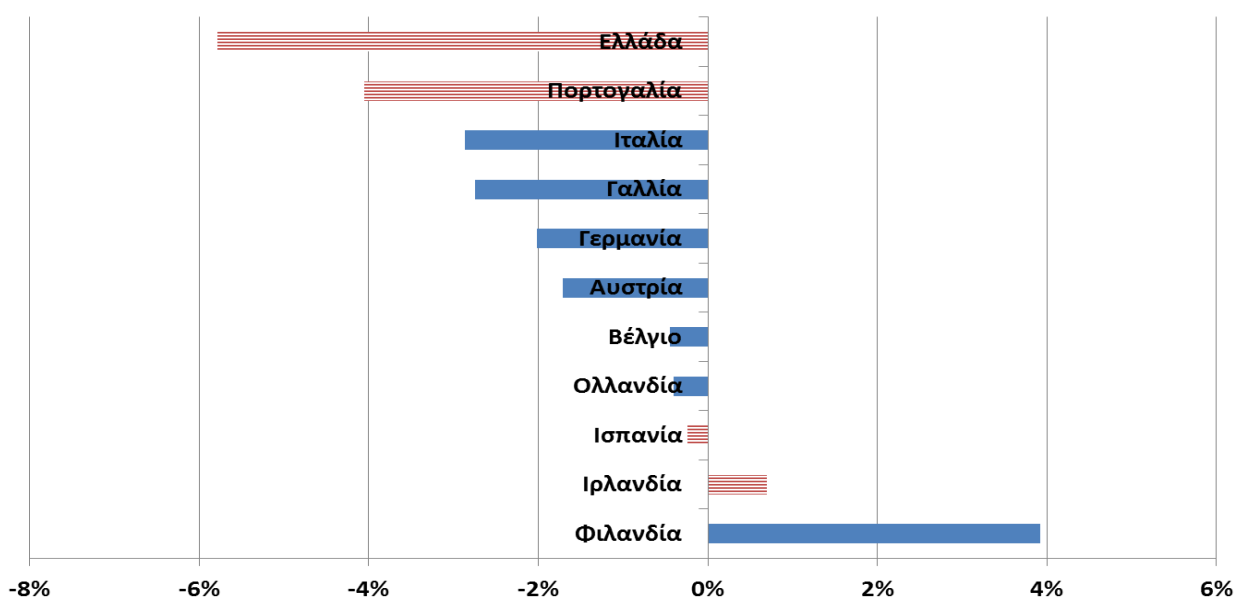
<sup>6</sup> Η Ιταλία συχνά κατατάσσεται στις χώρες της περιφέρειας. Στην παρούσα ανάλυση θα συμπεριληφθεί στις χώρες του πυρήνα επειδή δεν έχει ζητήσει βοήθεια από την ΕΕ και το εξωτερικό της χρέος είναι σε χαμηλά επίπεδα.

<sup>7</sup> Πριν το 2008, μόνο πέντε χώρες ήταν κάτω από το όριο του ΣΣΑ κάθε χρόνο (Αυστρία, Βέλγιο, Φινλανδία, Ιρλανδία και Ισπανία), δύο εκ των οποίων κατέληξαν να ζητήσουν εξωτερική βοήθεια. Το δημοσιονομικό έλλειμμα της Γερμανίας ήταν πάνω από το όριο για κάθε έτος μεταξύ 2001 και 2005.



χώρες σημείωσαν πολύ καλύτερες επιδόσεις, ακόμα και σε σύγκριση με τη Γερμανία: το μέσο έλλειμμα της Ισπανίας ήταν μικρότερο του ενός τετάρτου τοις εκατό του ΑΕΠ (0,24%), ενώ η Ιρλανδία παρουσίασε πλεονασματικό προϋπολογισμό.

## Ισόζυγιο Προϋπολογισμού 1999-2008 (% ΑΕΠ)

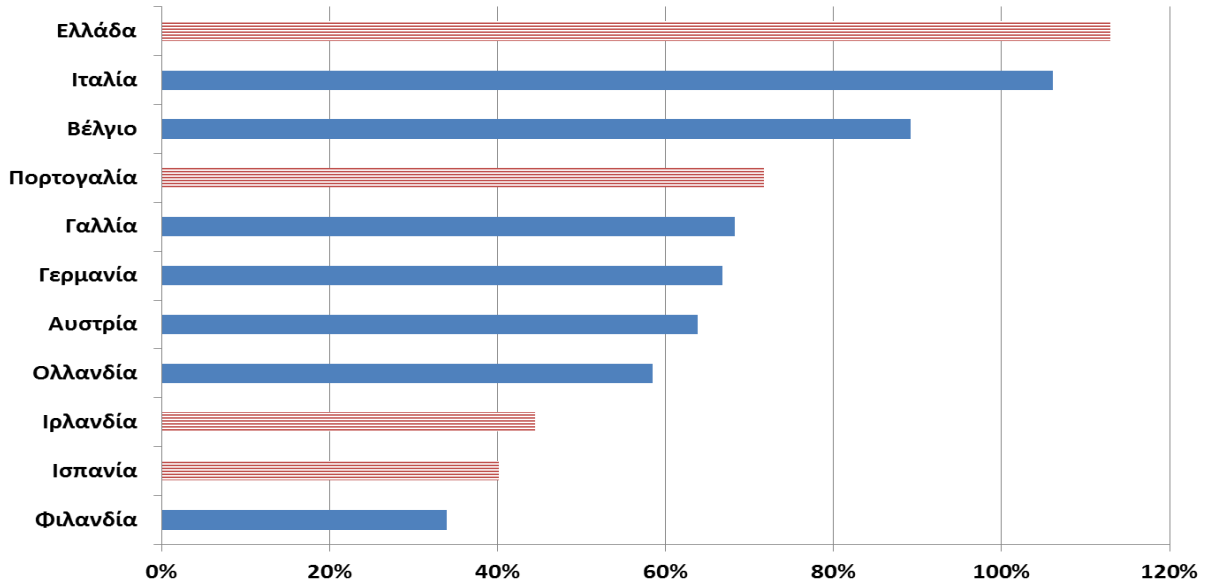


**Σχήμα 2.1**

**Πηγή: Eurostat**

Το Σχήμα 2.2 δείχνει ότι το 2008 η Ελλάδα εμφάνισε το υψηλότερο επίπεδο δημοσίου χρέους μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης, ενώ η Πορτογαλία ήταν η τέταρτη πιο υπερχρεωμένη χώρα, με το δημόσιο χρέος της να είναι κατά τι μεγαλύτερο από αυτό της Γερμανίας. Εν τούτοις, η Ιρλανδία και η Ισπανία εμφάνιζαν το δεύτερο και τρίτο χαμηλότερο επίπεδο δημοσίου χρέους.

## Δημόσιο Χρέος 2008 (% ΑΕΠ)

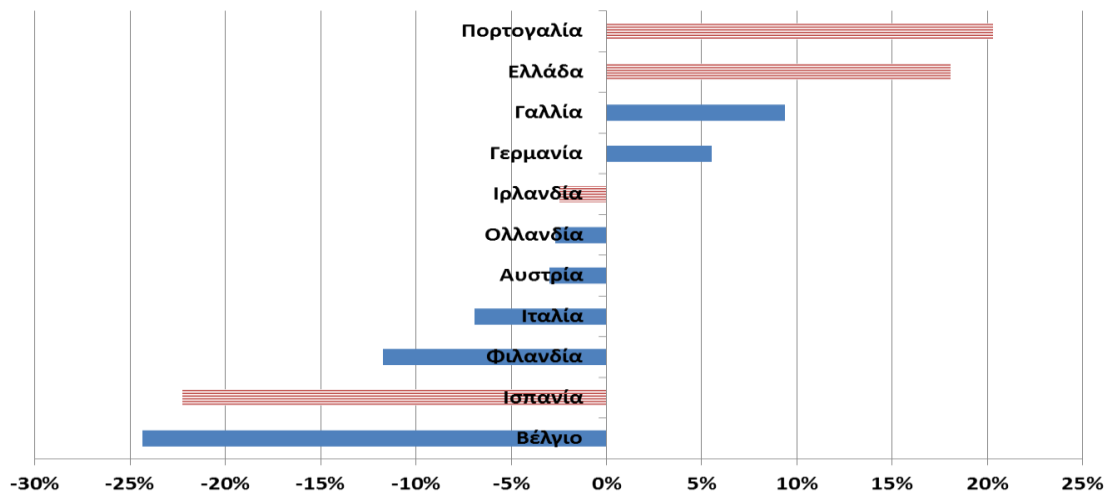


Σχήμα 2.2

Πηγή: Eurostat

Τέλος, το Σχήμα 2.3 δείχνει ότι η Πορτογαλία παρουσίασε τη μεγαλύτερη αύξηση του δημοσίου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ, μεταξύ 1999 και 2008, ακολουθούμενη από την Ελλάδα, τη Γαλλία και τη Γερμανία. Όπως και παραπάνω, η Ιρλανδία και η Ισπανία ήταν υποδείγματα δημοσιονομικής σύνεσης, αφού μείωσαν το δημόσιο χρέος τους εκείνη την περίοδο.

## Μεταβολή στο Δημόσιο Χρέος μεταξύ 1999 και 2008 (% ΑΕΠ)



Σχήμα 2.3

Πηγή: Eurostat

Συνοψίζοντας, η κοινή αντίληψη ότι η δημοσιονομική σπατάλη αποτέλεσε τη βασική αιτία της κρίσης θα μπορούσε να ταιριάζει στις περιπτώσεις της Ελλάδας και της Πορτογαλίας, αλλά αδυνατεί να ερμηνεύσει γιατί αναγκάστηκαν να ζητήσουν εξωτερική βοήθεια η Ιρλανδία και η Ισπανία. Αυτές οι δύο χώρες επέδειξαν πολύ μεγάλη δημοσιονομική σύνεση καθώς είχαν πολύ μικρά δημοσιονομικά ελλείμματα, ή και πλεονάσματα, και προέβησαν σε μεγάλες μειώσεις του δημοσίου τους χρέους, με αποτέλεσμα να έχουν σημαντικά μικρότερο χρέος από τη Γερμανία στο ξεκίνημα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Συνεπώς, ο λόγος που μόνο οι χώρες της περιφέρειας βρίσκονται σε κρίση και όχι οι χώρες του πυρήνα, δεν εντοπίζεται στη δημοσιονομική συμπεριφορά.

Αυτό δεν σημαίνει ότι η δημοσιονομική πολιτική δεν έπαιξε σημαντικό ρόλο. Όπως θα υποστηρίξουμε παρακάτω, οι ανεύθυνες δημοσιονομικές πολιτικές διόγκωσαν οικονομικές αδυναμίες και μείωσαν τα περιθώρια αντίδρασης στο ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης. Επομένως δεν αποτελεί σύμπτωση ότι η Ελλάδα παρουσίαζε το υψηλότερο έλλειμμα και ταυτόχρονα τη μεγαλύτερη μείωση της παραγωγής μεταξύ των τεσσάρων περιφερειακών χωρών. Εν τούτοις, το γεγονός ότι οι ρίζες της κρίσης δεν βρίσκονται αποκλειστικά στις δημοσιονομικές ανισορροπίες σημαίνει ότι η μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων δεν αρκεί για την έξοδο από την κρίση.

## **2.2 Εξωτερικές ανισορροπίες: η πραγματική αιτία του προβλήματος**

Τα χρόνια που προηγήθηκαν της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης συσσωρεύτηκαν μεγάλες ανισορροπίες στις χώρες της περιφέρειας που σχετίζονταν όμως με το εξωτερικό ισοζύγιο κάθε χώρας στο σύνολο και όχι μόνο με το δημόσιο τομέα. Σε αυτή την ενότητα θα εξετάσουμε το εξωτερικό ισοζύγιο παραθέτοντας στοιχεία για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και της διεθνούς επενδυτικής θέσης των χωρών της Ευρωζώνης.

Προτού εξετάσουμε τα στοιχεία, θα περιγράψουμε πώς συνδέονται οι διάφοροι δείκτες του εξωτερικού ισοζυγίου. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών καταγράφει τη διαφορά μεταξύ των εσόδων μιας χώρας από τις εξαγωγές και των εξόδων για τις εισαγωγές, συν δυο μικρότερα στοιχεία, τα καθαρά εισοδήματα και τις καθαρές μεταβιβάσεις.<sup>8</sup> Μια χώρα που εισάγει περισσότερο από όσο εξάγει παρουσιάζει έλλειμμα στις τρέχουσες συναλλαγές, και, σε αυτή την περίπτωση, καταφεύγει στον εξωτερικό δανεισμό για να χρηματοδοτήσει τη διαφορά.<sup>9</sup> Αντιστοίχως, όταν εξάγει περισσότερο από όσο εισάγει, τότε δανειοδοτεί τις ξένες χώρες. Πρέπει να σημειώσουμε ότι ο εγχώριος δανειολήπτης (ή δανειστής) ενδέχεται να είναι είτε ο ιδιωτικός ή ο δημόσιος τομέας. Τέλος, η διεθνής επενδυτική θέση μιας χώρας καταμετρά τα περιουσιακά στοιχεία που κατέχουν οι πολίτες της σε ξένες χώρες μείον τα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία που κατέχονται από αλλοδαπούς. Αυτό αντανακλά τη συσσώρευση των προηγούμενων ελλειμμάτων ή πλεονασμάτων τρεχουσών συναλλαγών: το έλλειμμα

---

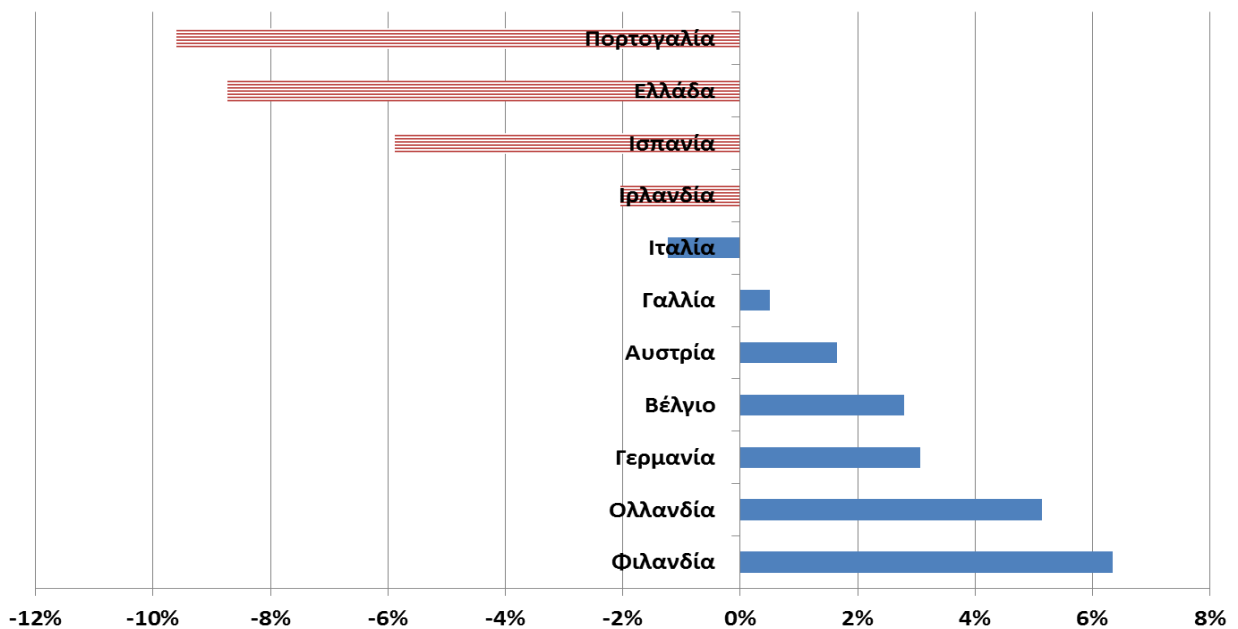
<sup>8</sup> Τα καθαρά εισοδήματα είναι η διαφορά μεταξύ των εισοδημάτων εξωτερικού των Ελλήνων πολιτών τα οποία επαναπατρίζονται (π.χ. ναυτιλιακό συνάλλαγμα) και τα εισοδήματα αλλοδαπών στην Ελλάδα τα οποία στέλνονται στο εξωτερικό. Οι καθαρές μεταβιβάσεις είναι η διαφορά μεταξύ των μεταβιβάσεων χρημάτων χωρίς αντάλλαγμα (π.χ. διεθνής βοήθεια) προς και από το εξωτερικό.

<sup>9</sup> Για την ακρίβεια, έχει εμπορικό έλλειμμα το οποίο δεν συνεπάγεται απαραίτητα έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών επειδή τα καθαρά εισοδήματα και οι καθαρές μεταβιβάσεις θα μπορούσαν να το ανατρέψουν. Στην πράξη όμως αυτά τα δύο στοιχεία είναι πολύ μικρά.

ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μειώνει τη διεθνή επενδυτική θέση της χώρας ενώ το πλεόνασμα την αυξάνει.

Το μέσο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στις χώρες της Ευρωζώνης μεταξύ 1999 και 2008 απεικονίζεται στο Σχήμα 2.4. Σε αντίθεση με το Σχήμα 2.1 για το έλλειμμα του προϋπολογισμού, οι χώρες της περιφέρειας είχαν τα μεγαλύτερα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών από όλες τις χώρες της Ευρωζώνης.

## Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών 1999-2008 (%ΑΕΠ)

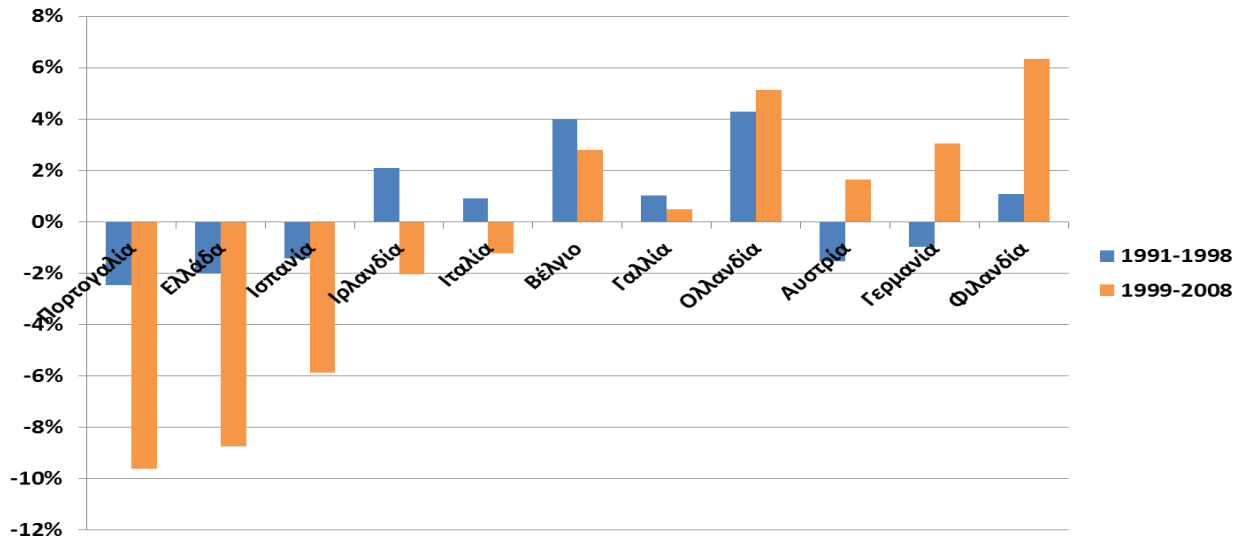


Σχήμα 2.4

Πηγή: ΔΝΤ

Το Σχήμα 2.5 παραθέτει τις χώρες σύμφωνα με τη μεταβολή στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μεταξύ της δεκαετίας του '90 και του 2000, όπου η Πορτογαλία παρουσιάζει τη μεγαλύτερη χειροτέρευση και η Φινλανδία τη μεγαλύτερη βελτίωση στις τρέχουσες συναλλαγές τους. Το Σχήμα αυτό δείχνει ότι οι περιφερειακές χώρες εμφάνισαν τη μεγαλύτερη χειροτέρευση στις τρέχουσες συναλλαγές τους και έτσι επιβεβαιώνει τα προηγούμενα στοιχεία. Ένα σημαντικό χαρακτηριστικό, το οποίο θα αναλυθεί περαιτέρω στην επόμενη ενότητα, είναι ότι καμία χώρα δεν εμφάνιζε μεγάλο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών στη δεκαετία του '90 (το υψηλότερο έλλειμμα της Πορτογαλίας αντιστοιχούσε μόλις στο 2,5% του ΑΕΠ), ενώ τα ελλείμματα αυξήθηκαν σημαντικά σε όλες τις περιφερειακές χώρες μετά την εισαγωγή του ευρώ.

## Ισοζύγιο Τρεχουσών συναλλαγών: 1991-1998 έναντι 1999-2008

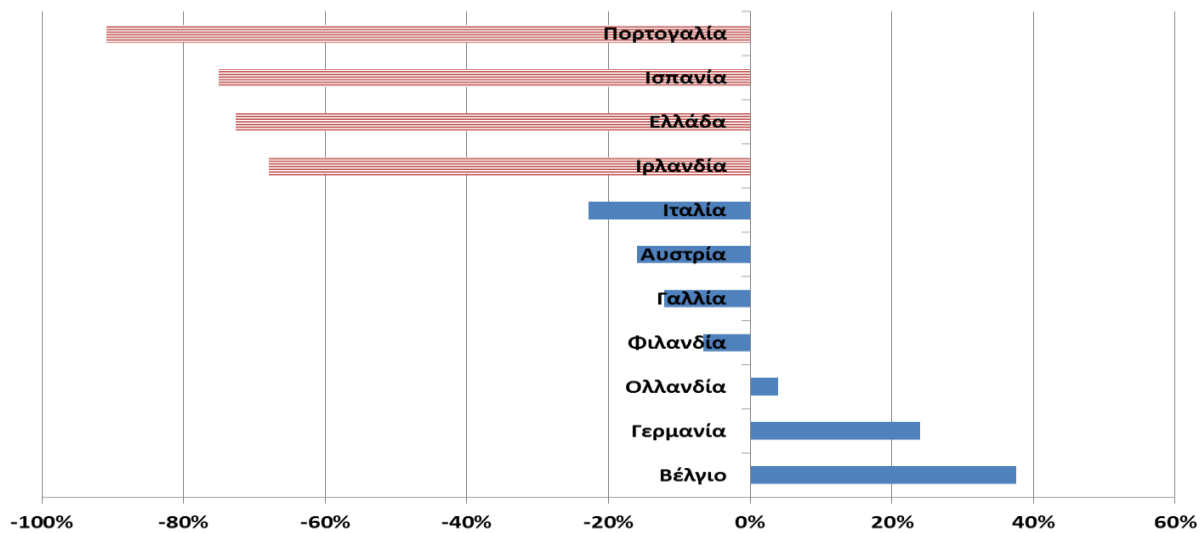


Σχήμα 2.5

Πηγή: ΔΝΤ

Τέλος, το Σχήμα 2.6 δείχνει ότι οι περιφερειακές χώρες εμφάνιζαν εξαιρετικά αρνητική επενδυτική θέση, με το καθαρό εξωτερικό χρέος να ξεπερνά το 60% του ΑΕΠ σε κάθε περιφερειακή χώρα.

## Διεθνής Επενδυτική Θέση 2008 (% ΑΕΠ)



Σχήμα 2.6

Πηγή: ΔΝΤ

Συνοψίζοντας, τα τέσσερα μέλη της Ευρωζώνης με το μεγαλύτερο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών, τη μεγαλύτερη επιδείνωση τρεχουσών συναλλαγών από τη δεκαετία του '90 και τα υψηλότερα επίπεδα εξωτερικού χρέους κατέληξαν να ζητήσουν οικονομική βοήθεια από τους ευρωπαϊούς εταίρους τους. Ωστόσο, μόνο δύο από αυτές τις χώρες (Ελλάδα και Πορτογαλία) επέδειξαν δημοσιονομικές ανισορροπίες τη δεκαετία του 2000. Συνεπώς, ο πιο ακριβής δείκτης για ποιες χώρες της Ευρωζώνης εισήλθαν σε κρίση μετά το 2009, ήταν η ύπαρξη εξωτερικών ανισορροπιών, ενώ οι δημοσιονομικές ανισορροπίες ήταν δευτερεύουσας σημασίας. Το βασικό συμπέρασμα είναι ότι για να κατανοήσουμε την κρίση στην Ευρωζώνη και, κυρίως, για να εκτιμήσουμε το τι πρέπει να γίνει, είναι απαραίτητο να εξετάσουμε την πηγή των εξωτερικών ανισορροπιών.

### **3. Οι εξωτερικές ανισορροπίες και το ευρώ**

Η εισαγωγή του ευρώ έδωσε ιδιαίτερη ώθηση στη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση της Ευρωζώνης. Οι ροές κεφαλαίων αυξήθηκαν σημαντικά, ενώ οι πιστωτικές συνθήκες παρουσίασαν σύγκλιση σε όλη την Ευρωζώνη. Η εξέλιξη αυτή φάνηκε αρχικά να διευκολύνει τη σύγκλιση των εισοδημάτων μεταξύ των φτωχότερων και πλουσιότερων χωρών, όμως δημιούργησε οικονομικές αδυναμίες, οι οποίες βγήκαν στο προσκήνιο όταν η παγκόσμια οικονομική κρίση άγγιξε την Ευρώπη.

#### **3.1 Η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση και το ευρώ**

Η ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης στην Ευρωζώνη γίνεται εμφανής όταν εξετάσουμε τους δύο πιο άμεσους δείκτες χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης: το μέγεθος των ροών κεφαλαίου μεταξύ των μελών της Ευρωζώνης και τις διαφοροποιήσεις των πιστωτικών συνθηκών μέσα στην Ευρωζώνη.

Τα κεφάλαια που εισέρρευσαν μεταξύ των μελών της Ευρωζώνης, είτε για άμεσες επενδύσεις ή για δανεισμό, έφτασαν το 40% του ΑΕΠ της Ευρωζώνης το 2007, το οποίο είναι το διπλάσιο από το αντίστοιχο ποσοστό του 1999.<sup>10</sup> Βεβαίως, εκείνη την περίοδο οι κεφαλαιακές ροές παρουσίασαν αύξηση σε παγκόσμιο επίπεδο, αλλά η ενίσχυσή τους εντός της Ευρωζώνης ήταν πολύ μεγαλύτερη από την παγκόσμια. Πρέπει να σημειωθεί ότι οι ροές αυξήθηκαν προς κάθε κατεύθυνση, λ.χ. περισσότερα κεφάλαια εισέρρευσαν από τη Γερμανία προς τη Γαλλία αλλά και αντίστροφα. Το βασικό συμπέρασμα είναι ότι η εισαγωγή του ευρώ διευκόλυνε τις διεθνείς κεφαλαιακές ροές εντός της Ευρωζώνης.

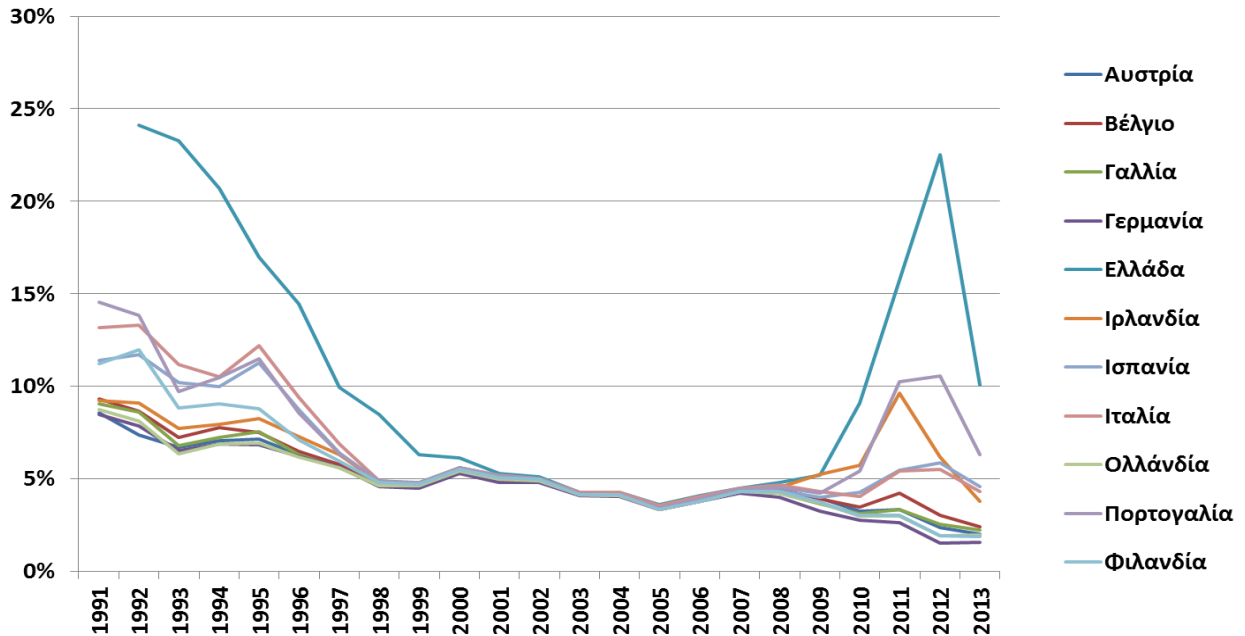
Παράλληλα, οι πιστωτικές συνθήκες παρουσίασαν σύγκλιση εντός της Ευρωζώνης. Οι πιστωτικές συνθήκες που επικρατούν σε μια χώρα μπορούν να μετρηθούν από το μακροπρόθεσμο επιτόκιο βάσει του οποίου δανείζεται η κυβέρνηση της, δεδομένου ότι τα επιτόκια του ιδιωτικού τομέα συνήθως βασίζονται στα κρατικά επιτόκια συν κάποια αύξηση λόγω του επιπλέον πιστωτικού κινδύνου. Μετά την εισαγωγή του ευρώ, τα κρατικά επιτόκια των χωρών της Ευρωζώνης συνέκλιναν σχεδόν απόλυτα, όπως φαίνεται στο Σχήμα 3.1: μεταξύ 2001 και 2008 όλες οι χώρες της Ευρωζώνης μπορούσαν να δανείζονται ουσιαστικά με το επιτόκιο της Γερμανίας και τα spreads δεν ξεπερνούσαν τη μισή ποσοστιαία μονάδα. Αυτό συνιστούσε μια αξιοσημείωτη εξέλιξη, δεδομένου ότι στις αρχές της δεκαετίας του '90, τα γερμανικά επιτόκια ήταν κατά 16 ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερα από τα ελληνικά, 6 ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερα από τα ιταλικά ενώ ακόμη και η Γαλλία πλήρωνε μία ποσοστιαία μονάδα παραπάνω από τη Γερμανία.<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup> Τα στοιχεία προέρχονται από το ΔΝΤ. Για την πλήρη περιγραφή, ανατρέξτε στον Lane (2013).

<sup>11</sup> Όσον αφορά τα δάνεια του ιδιωτικού τομέα, η τυπική απόκλιση των επιτοκίων μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης μειώθηκε από περίπου 4 το 1990, σε λιγότερο από 1 το 1999, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/euro/why/single\\_market/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/why/single_market/index_en.htm))

## Μακροπρόθεσμα κρατικά επιτόκια



Σχήμα 3.1

Πηγή: Eurostat

Η εισαγωγή του ευρώ συνετέλεσε στη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση, εξαλείφοντας τον συναλλαγματικό κίνδυνο και οδηγώντας στην εναρμόνιση της ρύθμισης των χρηματαγορών της Ευρωζώνης.<sup>12</sup> Πρέπει να σημειώσουμε ότι αυτή η εξέλιξη αξιολογήθηκε ως ένδειξη της επιτυχίας του ευρώ, δεδομένου ότι η ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών χρηματαγορών αποτελούσε έναν από τους κύριους στόχους του ευρώ. Για παράδειγμα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανέφερε κάποια από τα οφέλη του ευρώ, ως εξής:

Μια ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά επιτρέπει στους πολίτες και τις επιχειρήσεις να επενδύουν σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ για να εξασφαλίσουν την καλύτερη απόδοση για τις αποταμιεύσεις τους. Δίνει τη δυνατότητα δανεισμού από ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ, για να βρεθεί το χαμηλότερο κόστος δανεισμού. Οι επενδυτές μπορούν επίσης να κατανέμουν τους κινδύνους καλύτερα.

([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/euro/why/single\\_market/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/why/single_market/index_en.htm))

<sup>12</sup> Ανατρέξτε στους Kalemli-Ozcan, Papaioannou και Peydro (2010) για εκτενή ανάλυση.

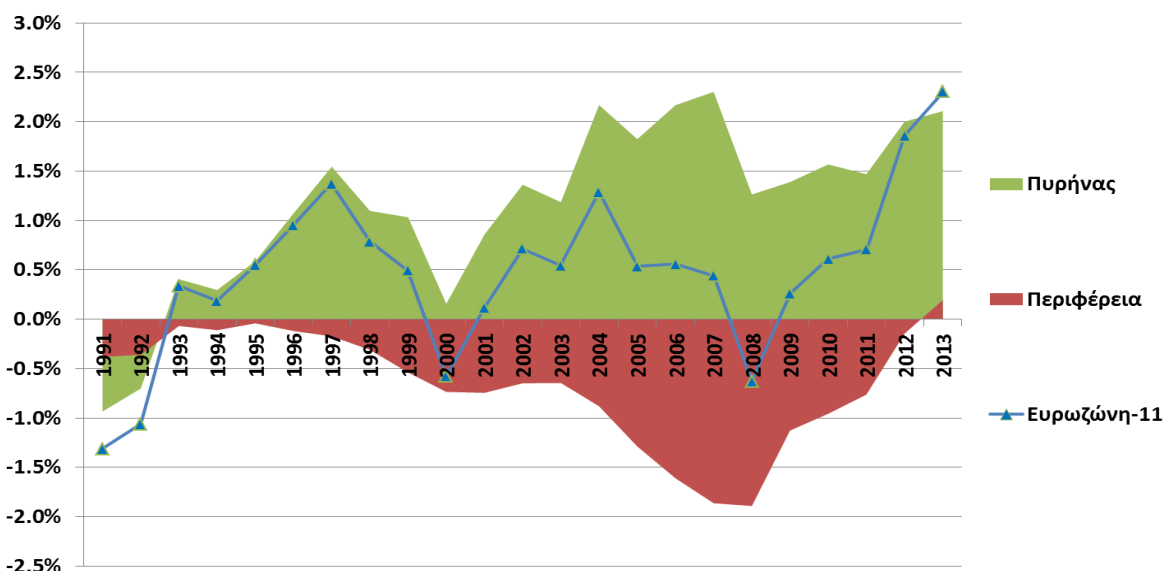


### 3.2 Το ευρώ, οι κεφαλαιακές ροές και η περιφέρεια

Η εισαγωγή του ευρώ, όμως, επηρέασε τις χώρες της περιφέρειας με διαφορετικό τρόπο από τις χώρες του πυρήνα. Το βασικό επακόλουθο του κοινού νομίσματος ήταν η σημαντική ροή κεφαλαίων από τον πυρήνα προς την περιφέρεια.

Το Σχήμα 3.2 απεικονίζει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των 11 χωρών της Ευρωζώνης ως σύνολο (γραμμή) και, επίσης, ξεχωριστά για τις χώρες της περιφέρειας (κόκκινη περιοχή) και του πυρήνα (πράσινη περιοχή), ως ποσοστό του ΑΕΠ της Ευρωζώνης.<sup>13</sup>

## Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως % του ΑΕΠ της Ευρωζώνης



Σχήμα 3.2

Πηγή: ΔΝΤ

Όταν εισήχθη το ευρώ το 1999, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ευρωζώνης εμφάνιζε μικρό πλεόνασμα, το οποίο παρέμεινε σχετικά σταθερό τα επόμενα έτη. Ωστόσο, η σύνθεση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μεταβλήθηκε σημαντικά. Οι χώρες της περιφέρειας ξεκίνησαν με ένα πολύ μικρό έλλειμμα, το οποίο αυξήθηκε σημαντικά τα επόμενα χρόνια, φθάνοντας το 1,75% του ΑΕΠ της Ευρωζώνης το 2008 (τη χρονιά εκείνη οι χώρες της περιφέρειας αποτελούσαν περίπου το ένα έκτο του ΑΕΠ της Ευρωζώνης). Παράλληλα, το πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών των χωρών του πυρήνα αυξήθηκε σχεδόν κατά το ίδιο ποσό, αντισταθμίζοντας το αυξημένο έλλειμμα των περιφερειακών χωρών. Κατά συνέπεια, μετά την εισαγωγή του ευρώ σημειώθηκε μεγάλη εκροή κεφαλαίων από τις χώρες του πυρήνα (το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τους βελτιώθηκε) και μεγάλη εισροή κεφαλαίων στις περιφερειακές χώρες (το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τους επιδεινώθηκε).

<sup>13</sup> Από το 2008, έξι νέες χώρες προσχώρησαν στην ευρωζώνη. Το Σχήμα 3.1 δείχνει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των 11 μελών υπό εξέταση, για το σύνολο της περιόδου.

### 3.3 Προσδοκίες σύγκλισης

Η δραματική αύξηση των κεφαλαιακών ροών προς την περιφέρεια δεν δημιούργησε ανησυχία επειδή υπήρχε η προσδοκία ότι, χάρη στο ευρώ, οι οικονομικές επιδόσεις των περιφερειακών χωρών θα συγκλίνουν με αυτές των χωρών του πυρήνα. Δύο ήταν οι βασικοί λόγοι πίσω από αυτή την προσδοκία.

Πρώτον, η εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου ωφέλησε δυσανάλογα τις περιφερειακές χώρες, δεδομένου ότι τα νομίσματά τους είχαν υποστεί συχνότερες και βαθύτερες υποτιμήσεις στο παρελθόν. Αυτό οδήγησε σε μεγάλη μείωση των επιτοκίων βάσει των οποίων οι κυβερνήσεις της περιφέρειας (και κατ' επέκταση ο ιδιωτικός τομέας σε αυτές τις χώρες) μπορούσαν να δανειστούν, όπως φαίνεται στο Σχήμα 3.1.

Δεύτερον, το ευρώ αναμενόταν να ενισχύσει τις προοπτικές ανάπτυξης στις περιφερειακές χώρες, μετατρέποντάς τις σε πιο ελκυστικό προορισμό για ξένες επενδύσεις. Το 1998, το κατά κεφαλήν εισόδημα των περιφερειακών χωρών αντιστοιχούσε μόλις στο 61% του εισοδήματος των χωρών του πυρήνα, γεγονός που υποδήλωνε ότι υπήρχαν μεγάλα περιθώρια ανάπτυξης. Η ένταξη στο ευρώ, εξαλείφοντας την υποτίμηση του νομίσματος από τις μακροοικονομικές στρατηγικές, κατέστησε τις μεταρρυθμίσεις για την βελτίωση της παραγωγικότητας το μόνο τρόπο για την ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές, που είχαν πολιτικό κόστος και είχαν αποφευχθεί κατά το παρελθόν, αναμενόταν ότι θα ανεβάσουν το βιοτικό επίπεδο της περιφέρειας στο αντίστοιχο των χωρών του πυρήνα.

Η προσδοκία αυτή περιγράφεται με μεγάλη σαφήνεια από τον Λουκά Παπαδήμο, Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος κατά το χρόνο ένταξης της Ελλάδας στο ευρώ:

Μετά την είσοδο στη ζώνη του ευρώ, η Τράπεζα της Ελλάδος θα εφαρμόζει την ενιαία νομισματική πολιτική που έχει αποφασίσει το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, και σίγουρα δεν θα μπορεί να βελτιώσει τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της οικονομίας μέσω της αλλαγής της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νέου μας νομίσματος, του ευρώ. Οι στόχοι για υψηλότερη απασχόληση και οικονομική ανάπτυξη θα πρέπει, συνεπώς, να επιδιωχθούν με διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και δημοσιονομικά μέτρα που θα αποσκοπούν στην ενίσχυση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας, μέσω της αύξησης της παραγωγικότητας, της βελτίωσης της ποιότητας των ελληνικών προϊόντων και υπηρεσιών και της διασφάλισης της σταθερότητας των τιμών.<sup>14</sup>

Οι οικονομικές εξελίξεις του 1999-2008 έμοιαζαν να επιβεβαιώνουν τις προσδοκίες για σύγκλιση. Η ετήσια αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ των περιφερειακών χωρών ανήλθε στο 3,6% κατά μέσο όρο, έναντι 2,2% για τις χώρες του πυρήνα, και το 2008 το κατά κεφαλήν εισόδημα έφθασε το 75% του εισοδήματος των χωρών του πυρήνα.

Επιπροσθέτως, οι πηγές της ανάπτυξης έδειχναν υγιείς. Η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Ισπανία παρουσίασαν μεγάλη αύξηση των επενδύσεων, το μερίδιο των οποίων στο ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες και πλέον και στις τρεις χώρες (βλ. Πίνακα 3.1). Τα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών της περιφέρειας έμοιαζαν επομένως να αντανakλούν την ανακατανομή των κεφαλαίων εντός της Ευρωζώνης, η οποία ήταν ευεργετική προς όλους: οι δανειολήπτες της περιφέρειας

<sup>14</sup> Λουκάς Παπαδήμος, *Opening address for Greece's Economic Performance and Prospects*, Αθήνα, Ελλάδα, Τράπεζα της Ελλάδος και Brookings Institution, 2001, xxxvii.

## Η Ελληνική Κρίση: Αίτια και Επιπτώσεις Μανόλης Γαλενιανός

απέκτησαν ευκολότερη πρόσβαση σε κεφάλαια και οι δανειστές του πυρήνα έλαβαν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές που θα είχαν αν επένδυαν στις χώρες τους. Η εξέλιξη αυτή αξιολογήθηκε ως ένδειξη επιτυχίας, καθώς η οικονομική σύγκλιση αποτελούσε έναν από τους κύριους στόχους του ευρώ.

Επενδύσεις (% ΑΕΠ)	Ελλάδα	Ιρλανδία	Ισπανία	Πορτογαλία	Χώρες του πυρήνα
1995-2001	20,2%	21,0%	23,5%	25,9%	20,6%
2002-2008	23,3%	24,3%	28,7%	23,2%	20,1%
Μεταβολή στις συνολικές επενδύσεις	3,1%	3,3%	5,2%	-2,7%	-0,5%
Μεταβολή στις επενδύσεις σε κατοικίες	0,6%	4,2%	3,6%	-1,9%	-0,1%
Μεταβολή στις επενδύσεις εκτός από επενδύσεις σε κατοικίες	2,5%	-0,8%	1,6%	-0,8%	-0,4%

Πίνακας 3.1

Πηγή: Eurostat

Το μέγεθος του εξωτερικού χρέους και η μείωση των αποταμιεύσεων δημιούργησαν κάποια ανησυχία, αλλά η ραγδαία οικονομική ανάπτυξη έκανε την αποπληρωμή των εξωτερικών χρεών να μοιάζει διαχειρίσιμη. Οι αγορές συμμερίζονταν πλήρως αυτή την αισιόδοξη εκτίμηση και συνέχιζαν να δανείζουν με πολύ χαμηλά επιτόκια μέχρι την παγκόσμια οικονομική κρίση. Οι ενδείξεις της σύγκλισης και η γενικευμένη ευφορία της εποχής σήμαιναν την κυριαρχία της αισιόδοξης προοπτικής.<sup>15</sup>

### 3.4 Οι κρυφές οικονομικές αδυναμίες

Εκ των υστέρων, είναι σαφές ότι οι εξωτερικές ανισορροπίες που συσσωρεύτηκαν εκείνα τα χρόνια δεν ήταν ακίνδυνες. Αφ' ενός, οι μεγάλες εισροές κεφαλαίων στην περιφέρεια οδήγησαν στην οικονομική ανάπτυξη και σε μεγάλες αυξήσεις των μισθών και των τιμών. Αφ' ετέρου, η ενίσχυση της παραγωγικότητας, η οποία θα διευκόλυνε την αποπληρωμή του εξωτερικού χρέους, δεν υλοποιήθηκε, τουλάχιστον όχι στον αναμενόμενο βαθμό. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την απώλεια ανταγωνιστικότητας και την αυξανόμενη εξάρτηση των χωρών της περιφέρειας από την συνεχιζόμενη εισροή κεφαλαίων.

Η εξέλιξη αυτή οφείλεται σε διάφορους παράγοντες. Πρώτον, τα κεφάλαια δεν χρησιμοποιήθηκαν κατά το βέλτιστο δυνατό τρόπο από τις παραλήπτριες χώρες, καθώς ένα μεγάλο τμήμα των επενδύσεων κατευθύνθηκε σε κατασκευές κατοικιών: όπως φαίνεται στον Πίνακα 3.1, οι επενδύσεις εκτός του τομέα των κατασκευών ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκαν στην Ιρλανδία και την Πορτογαλία, ενώ αυξήθηκαν σχετικά λίγο στην Ισπανία και πιο ουσιαστικά στην Ελλάδα. Γενικά οι επενδύσεις σε κατοικίες ωφελούν τις χώρες στις οποίες πραγματοποιούνται (και θα μπορούσαμε να πούμε ότι υπήρξε πολύ περιτή υπεριοκόδομη στις φούσκες της Ιρλανδίας και τη Ισπανίας) αλλά δεν βελτιώνουν τη

<sup>15</sup> Πολλοί ακαδημαϊκοί συμμερίζονταν αυτή την αισιόδοξία, μεταξύ των οποίων και ο Olivier Blanchard, ο οποίος είναι σήμερα επικεφαλής οικονομολόγος του ΔΝΤ. Δείτε τη μελέτη του *Current account deficits in the euro area*, Brookings Papers on Economic Activity, 2002 (vol. 2), 147-209.

δυνατότητα της οικονομίας να εξάγει. Συνεπώς, οι επενδύσεις στον τομέα της κατοικίας χρηματοδοτήθηκαν με ξένα δάνεια, αλλά δεν θα μπορούσαν αφ'εαυτών να βοηθήσουν στην αποπληρωμή αυτών των δανείων. Παρεμπιπτόντως, αυτό το πρόβλημα ήταν πολύ μικρότερο για την Ελλάδα από ότι για τις άλλες χώρες.

Δεύτερον, οι κυβερνητικές επιλογές σε ορισμένες περιπτώσεις χειροτέρευσαν τα προβλήματα της αύξησης του εξωτερικού χρέους. Η μεγάλη πτώση των επιτοκίων είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση του ποσοστού ιδιωτικής αποταμίευσης σε όλες της χώρες της περιφέρειας, καθώς μείωσε το κίνητρο αποταμίευσης (βλ. Πίνακας 3.2). Οι κυβερνητικές επιλογές καθόρισαν το βαθμό στον οποίο αυτή η μεταβολή οδήγησε σε μείωση των εθνικών αποταμιεύσεων. Οι εθνικές αποταμιεύσεις της Ιρλανδίας και της Ισπανίας μειώθηκαν ανεπαίσθητα επειδή οι κυβερνήσεις τους αύξησαν τη δημόσια αποταμίευση, μέσω της μείωσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Οι κυβερνήσεις της Ελλάδας και της Πορτογαλίας, αντιθέτως, εκμεταλλεύτηκαν τις ευνοϊκές πιστωτικές συνθήκες για να αυξήσουν το δανεισμό τους, προκαλώντας ακόμα μεγαλύτερη μείωση της εθνικής αποταμίευσης. Αυτό ενίσχυσε την ανάγκη δανεισμού από το εξωτερικό και αύξησε περαιτέρω το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, επιδεινώνοντας τις οικονομικές αδυναμίες.

	Χρονική περίοδος	Ελλάδα	Ιρλανδία	Ισπανία	Πορτογαλία	Χώρες του πυρήνα
Ιδιωτικές αποταμιεύσεις	1995-2001	16,5%	18,3%	21,0%	19,4%	22,1%
(% του ΑΕΠ)	2002-2008	13,4%	17,8%	17,4%	15,7%	22,1%
	Διαφορά	-3,1%	-0,5%	-3,6%	-3,7%	0,0%
Δημόσιες αποταμιεύσεις	1995-2001	-1,9%	4,0%	1,1%	0,0%	1,2%
(% του ΑΕΠ)	2002-2008	-3,3%	3,6%	4,5%	-1,7%	1,8%
	Διαφορά	-1,4%	-0,4%	3,4%	-1,6%	0,6%
Εθνικές αποταμιεύσεις	1995-2001	14,6%	22,4%	22,1%	19,4%	23,3%
(% του ΑΕΠ)	2002-2008	10,1%	21,4%	21,9%	14,1%	23,9%
	Διαφορά	-4,5%	-0,9%	-0,2%	-5,3%	0,6%

Πίνακας 3.2

Πηγή: Eurostat

Τρίτον, υπάρχουν σημαντικές ενδείξεις ότι η ποιότητα των θεσμών στις χώρες της περιφέρειας επιδεινώθηκε μετά την υιοθέτηση του ευρώ, αντί να βελτιωθεί, όπως ανέμεναν οι φορείς χάραξης πολιτικής (όπως ο Παπαδήμος). Αυτό φαίνεται στον Παγκόσμιο Δείκτη Διακυβέρνησης (ΠΔΔ) της Παγκόσμιας Τράπεζας, ο οποίος συλλέγει γνωμοδοτήσεις εμπειρογνομόνων για τη διακυβέρνηση του ιδιωτικού, δημόσιου και μη κυβερνητικού τομέα. Ο Πίνακας 3.3 δείχνει τις τιμές του δείκτη για την «αποτελεσματικότητα της κυβέρνησης», τον «έλεγχο της διαφθοράς» και την «ποιότητα ρυθμιστικών

**Η Ελληνική Κρίση: Αίτια και Επιπτώσεις**  
**Μανόλης Γαλενιανός**

πολιτικών» για κάθε χώρα της περιφέρειας και τον μέσο όρο των χωρών του πυρήνα για τις χρονικές περιόδους πριν από το ευρώ (1996-98) και πριν από την παγκόσμια κρίση (2006-08) .<sup>16</sup>

	Χρονική περίοδος	Ελλάδα	Ιρλανδία	Ισπανία	Πορτογαλία	Χώρες του πυρήνα
Αποτελεσματικότητα της κυβέρνησης	1996-1998	0,79	1,74	1,64	1,14	1,70
	2006-2008	0,61	1,55	0,94	0,95	1,51
	Διαφορά	-0,17	-0,19	-0,71	-0,19	-0,19
Έλεγχος της διαφθοράς	1996-1998	0,70	1,69	1,21	1,43	1,68
	2006-2008	0,23	1,74	1,07	0,97	1,63
	Διαφορά	-0,46	0,05	-0,18	-0,37	-0,07
Ποιότητα ρυθμιστικών πολιτικών	1996-1998	0,65	1,63	1,18	1,22	1,29
	2006-2008	0,87	1,87	1,20	1,07	1,45
	Διαφορά	0,22	0,24	0,02	-0,15	0,16

Πίνακας 3.3

Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα

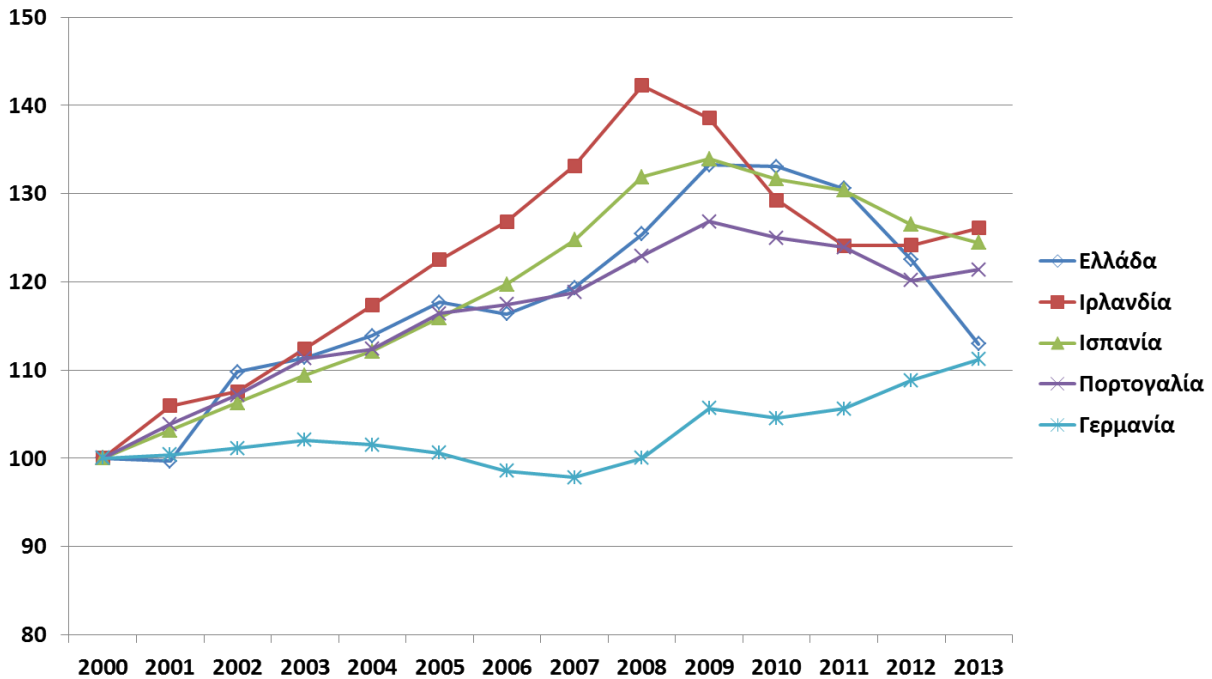
Δύο στοιχεία αυτού του πίνακα είναι αξιοσημείωτα. Με εξαίρεση την Ιρλανδία, οι χώρες της περιφέρειας έχουν πολύ χαμηλότερη βαθμολογία σε σχέση με το μέσο όρο των χωρών του πυρήνα και στις τρεις κατηγορίες. Επιπροσθέτως, από τα τέλη της δεκαετίας του '90 έως τα τέλη της δεκαετίας του 2000, ο δείκτης για την αποτελεσματικότητα της κυβέρνησης και τον έλεγχο της διαφθοράς υποχώρησε αισθητά στις περιφερειακές χώρες, και πάλι με εξαίρεση την Ιρλανδία. Η μείωση αυτή συνέβη μετά την είσοδο στο ευρώ, όταν υποτίθεται ότι η διακυβέρνηση θα έπρεπε να βελτιώνεται. Η ποιότητα των ρυθμιστικών πολιτικών είναι η μόνη κατηγορία στην οποία η κατάσταση βελτιώθηκε για την Ελλάδα και την Ισπανία.

Τα στοιχεία αυτά επιβεβαιώνονται από τους Fernandez-Villaverde, Garicano και Santos (2013) οι οποίοι παρουσιάζουν αναλύσεις συγκεκριμένων περιπτώσεων από κάθε περιφερειακή χώρα που απεικονίζουν τη χειροτέρευση της κυβερνητικής αποτελεσματικότητας και την αύξηση της διαφθοράς

<sup>16</sup> Ο δείκτης για την αποτελεσματικότητα της κυβέρνησης «αντανακλά τις αντιλήψεις για ... την ποιότητα των δημοσίων υπηρεσιών και το βαθμό ανεξαρτησίας τους από πολιτικές πιέσεις, την ποιότητα διαμόρφωσης και εφαρμογής πολιτικής, καθώς και την αξιοπιστία της δέσμευσης της κυβέρνησης για την εν λόγω πολιτική». Ο δείκτης της διαφθοράς «αντανακλά τις αντιλήψεις για το βαθμό κατά τον οποίο η δημόσια εξουσία ασκείται προς ιδιωτικό όφελος ... καθώς και την 'κυρίευση' του κράτους από ελίτ και ιδιωτικά συμφέροντα». Ο δείκτης ποιότητας των ρυθμιστικών πολιτικών «αντικατοπτρίζει τις αντιλήψεις για την ικανότητα της κυβέρνησης να διατυπώσει και να εφαρμόσει υγιείς πολιτικές και κανονισμούς που επιτρέπουν και προωθούν την ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα». Ο ΠΔΔ επίσης συλλέγει πληροφορίες σχετικά με την «ελευθερία λόγου και τη λογοδοσία», την «πολιτική σταθερότητα» και το «κράτος δικαίου», οι οποίες, ωστόσο, λαμβάνουν παρόμοιες τιμές σε όλες τις αναπτυγμένες χώρες και, ως εκ τούτου, δεν εκτίθενται εδώ.  
<http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx>

κατά τη διάρκεια των ετών της οικονομικής ευημερίας. Συνολικά, φαίνεται ότι η ευκολία δανεισμού για τον ιδιωτικό και το δημόσιο τομέα δημιούργησε ένα χαλαρότερο οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον, το οποίο αποθάρρυνε τις μεταρρυθμίσεις.

## Κόστος Εργασίας ανά Μονάδα Προϊόντος (2000=100)



Σχήμα 3.3

Πηγή: Eurostat

Συμπερασματικά, κατά την πρώτη δεκαετία του ευρώ, οι περιφερειακές οικονομίες της Ευρωζώνης παρουσίασαν μεγάλες εισροές κεφαλαίων από τον ευρωπαϊκό πυρήνα, οι οποίες τροφοδότησαν την οικονομική ανάπτυξη, αλλά οδήγησαν και στη συσσώρευση σοβαρών ανισορροπιών. Οι τιμές και οι μισθοί αυξήθηκαν σημαντικά, χωρίς ανάλογες αυξήσεις της παραγωγικότητας, το οποίο οδήγησε σε σταδιακή απώλεια της ανταγωνιστικότητας. Ο πιο άμεσος τρόπος για να εκτιμηθεί η εξέλιξη της ανταγωνιστικότητας μιας χώρας είναι η εξέταση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, το οποίο μετρά το μισθό σε σχέση με την παραγωγικότητα. Το Σχήμα 3.3 δείχνει ότι μεταξύ 2000 και 2008 το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αυξήθηκε στις περιφερειακές χώρες κατά περίπου 30% περισσότερο από ότι στη Γερμανία.

## **4. Την επαύριο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης: εξελίξεις και πολιτικές**

Μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007-2009, το επενδυτικό κλίμα μεταβλήθηκε ριζικά από την ευφορική αισιοδοξία στην ακραία αποστροφή προς κάθε είδος επενδυτικού κινδύνου. Οι προοπτικές ανάπτυξης των χωρών της περιφέρειας, όπως και του υπόλοιπου κόσμου, χειροτέρευσαν, και οι αδυναμίες της περιφέρειας της Ευρωζώνης άρχισαν να προσελκύουν μεγαλύτερη προσοχή σε σχέση με το παρελθόν. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να μειωθεί δραματικά η προθυμία των ξένων επενδυτών να χρηματοδοτήσουν τις περιφερειακές χώρες, πυροδοτώντας την κρίση της Ευρωζώνης.

Η μείωση των διεθνών ροών κεφαλαίου προς τις χώρες της ευρωπαϊκής περιφέρειας άσκησε πίεση για τη μείωση των εξωτερικών ελλειμμάτων. Απαραίτητη προϋπόθεση για τον ισοσκελισμό του εμπορίου αποτελεί η αναδιάρθρωση της οικονομικής δραστηριότητας προς την παραγωγή εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών, το οποίο θα οδηγούσε σε αύξηση των εξαγωγών προς ξένες αγορές και την εκτόπιση των εισαγωγών από την εγχώρια αγορά. Αυτή η αλλαγή, όμως, απαιτεί την ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας.<sup>17</sup>

Στο παρελθόν, η ανταγωνιστικότητα μπορούσε να ανακτηθεί με την υποτίμηση του νομίσματος, η οποία εν μια νυκτί μείωνε μισθούς και τιμές σε σχέση με το εξωτερικό. Ωστόσο, με την υιοθέτηση του ευρώ αυτή η επιλογή δεν ήταν πλέον εφικτή – και η εισροή κεφαλαίων συνέβη ακριβώς λόγω της απουσία αυτής της επιλογής. Ως εκ τούτου, η ανταγωνιστικότητα έπρεπε να ανακτηθεί μέσω της μείωσης των ονομαστικών μισθών και των τιμών και μέσω της βελτίωσης της παραγωγικότητας, μια διαδικασία που ονομάζεται «εσωτερική υποτίμηση». Αυτή η διαδικασία είναι αργή και μπορεί να είναι ιδιαίτερα επώδυνη για τις χώρες των οποίων οι οικονομίες χαρακτηρίζονται από εκτεταμένες δυσκαμψίες, όπως είναι και η περίπτωση της περιφέρειας της Ευρωζώνης. Σε μεγάλο βαθμό, τα οικονομικά προβλήματα που αντιμετωπίζουν σήμερα οι περιφερειακές χώρες, αποτελούν αντανάκλαση αυτής της δυσκολίας.

Οι χαμηλές προοπτικές ανάπτυξης και το μεγάλο μέγεθος της αναγκαίας οικονομικής αναδιάρθρωσης θα αρκούσαν για να δημιουργήσουν δημοσιονομικά προβλήματα, ακόμη και σε κυβερνήσεις που δεν έχουν επιδείξει ιδιαίτερη σπατάλη. Συνδυαζόμενες με υψηλό προϋπάρχον χρέος (Ελλάδα, Πορτογαλία) ή την ανάγκη διάσωσης των ιδιωτικών τραπεζών (Ιρλανδία, Ισπανία) οδήγησαν σε πλήρη κρίση εμπιστοσύνης σχετικά με την ικανότητα των κυβερνήσεων να εκπληρώσουν τις οφειλές τους. Λόγω της κρίσης εμπιστοσύνης, οι περιφερειακές χώρες έχασαν την πρόσβαση στις χρηματοπιστωτικές αγορές και κατέφυγαν σε δανεισμό από τους εταίρους τους στην ΕΕ, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τους προϋπολογισμούς τους (ή στην περίπτωση της Ισπανίας, για να ανακεφαλαιοποιήσουν τις τράπεζες).

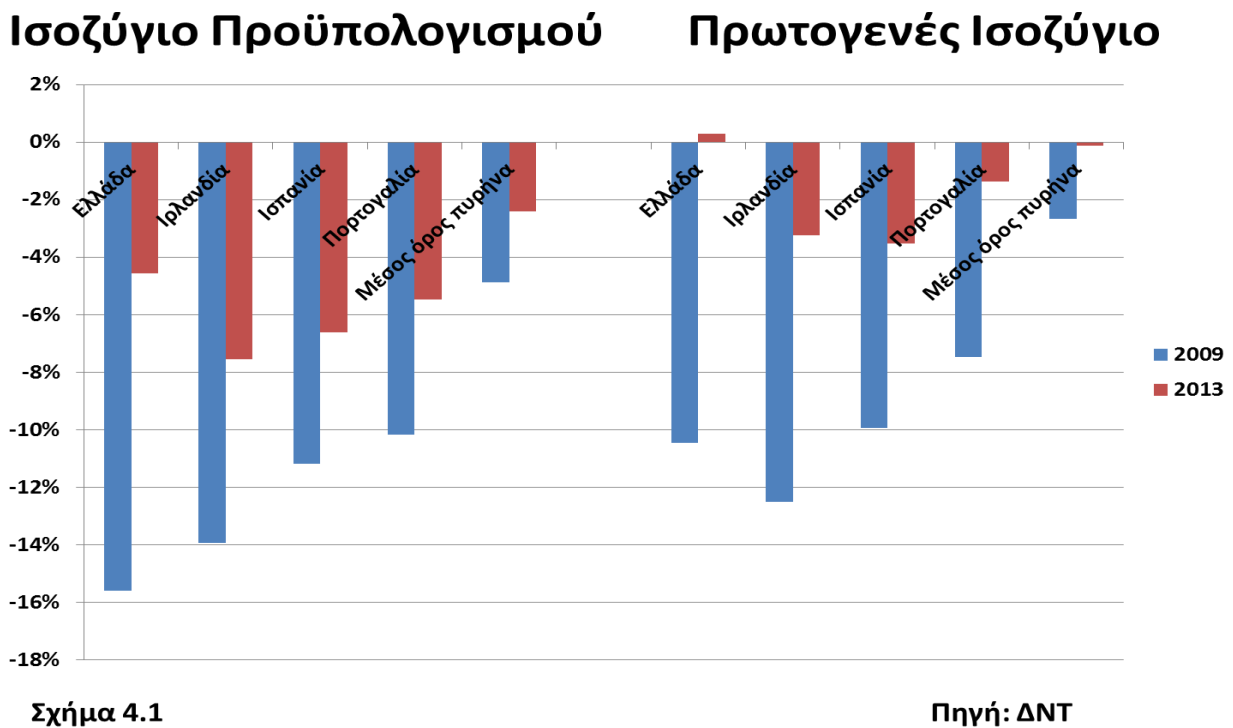
---

<sup>17</sup> Για μια ενδελεχή παρουσίαση, βλ. Δοξιάδης (2013).

## 4.1 Η εξέλιξη των δημοσιονομικών και εξωτερικών ελλειμμάτων από το 2008

Το πρόγραμμα στήριξης από την ΕΕ και, στις περιπτώσεις της Ελλάδας, της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας, το ΔΝΤ και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (η λεγόμενη «τρίκα») δεν ήρθε χωρίς υποχρεώσεις: οι χώρες τις περιφέρειας υποχρεώθηκαν να ακολουθήσουν φιλόδοξα προγράμματα δημοσιονομικής εξυγίανσης και οικονομικών μεταρρυθμίσεων. Ωστόσο, η κύρια έμφαση των προγραμμάτων αυτών δόθηκε στη μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

Τα αποτελέσματα των προγραμμάτων αντανακλούσαν τις προτεραιότητες που έθεσαν οι πιστωτές τους. Το Σχήμα 4.1 δείχνει ότι μεταξύ 2009 (το τελευταίο έτος πριν από το σχέδιο διάσωσης) και 2013, οι περιφερειακές χώρες μείωσαν το έλλειμμα του προϋπολογισμού τους κατά 6,5% του ΑΕΠ και το πρωτογενές ισοζύγιο (δηλαδή, προ της καταβολής τόκων) κατά περισσότερο από 8%.<sup>18</sup> Αυτό είναι αξιοσημείωτο, δεδομένου μάλιστα ότι η βελτίωση σημειώθηκε σε μια περίοδο εξαιρετικά βαθιάς ύφεσης, η οποία δυσχεραίνει τη μείωση του ελλείμματος, επειδή οδηγεί σε μείωση των φορολογικών εσόδων και σε αυξημένη ζήτηση για κοινωνικές δαπάνες.



Σημαντική διόρθωση επήλθε, επίσης, στο εξωτερικό ισοζύγιο. Μεταξύ 2008 και 2013, το εμπορικό ισοζύγιο όλων των περιφερειακών χωρών βελτιώθηκε μεταξύ 8% και 13% του ΑΕΠ. Ωστόσο, η κατανομή της βελτίωσης μεταξύ αύξησης εξαγωγών και μείωσης εισαγωγών ποίκιλλε μεταξύ των

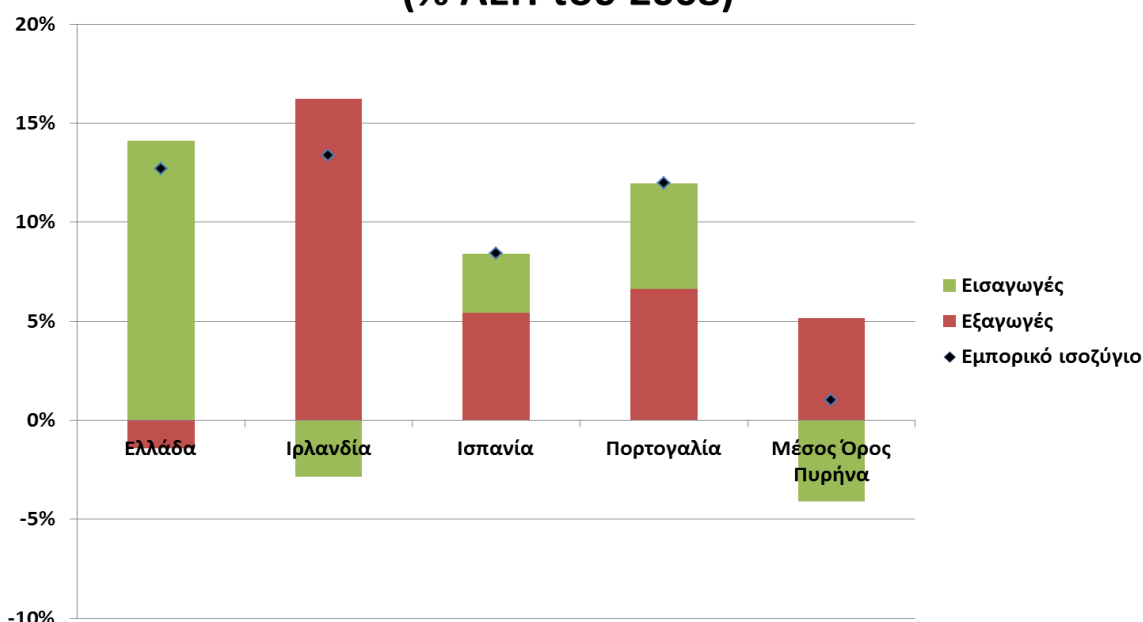
<sup>18</sup> Οι αριθμοί αυτοί δεν περιλαμβάνουν τα εφάπαξ έξοδα για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών.



χωρών, με σημαντικές επιπτώσεις για την οικονομική δραστηριότητα. Όπως φαίνεται στο Σχήμα 4.2, στην περίπτωση της Ελλάδας η βελτίωση οφείλεται αποκλειστικά στη μείωση των εισαγωγών, ενώ οι εξαγωγές μειώθηκαν κατά την ίδια περίοδο (η μείωση των εισαγωγών εμφανίζεται με θετικό πρόσημο, διότι βελτιώνει το εμπορικό ισοζύγιο).<sup>19</sup> Οι άλλες τρεις χώρες παρουσίασαν μια πιο ισορροπημένη προσαρμογή στο εμπορικό ισοζύγιό τους.

Το ελληνικό υπόδειγμα προσαρμογής είναι προβληματικό για δύο τουλάχιστον λόγους. Πρώτον, σημαίνει ότι η αναγκαία οικονομική προσαρμογή προς την παραγωγή εμπορεύσιμων προϊόντων δεν πραγματοποιείται, γεγονός που χειροτερεύει την ύφεση. Δεύτερον, η βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου δεν είναι βιώσιμη, διότι η μείωση των εισαγωγών θα αντιστραφεί όταν ανακάμψει η οικονομία.

### Προσαρμογή εμπορικού ισοζυγίου μεταξύ 2008 και 2013 (% ΑΕΠ του 2008)



Σχήμα 4.2

Πηγή: Eurostat

Ως εκ τούτου, είναι σαφές ότι παρά την πρόοδο στις δημοσιονομικές ανισορροπίες, η Ελλάδα έχει μακρύ δρόμο προκειμένου να προσαρμοστεί πλήρως στο νέο οικονομικό περιβάλλον. Κατά συνέπεια, ήταν λάθος να δοθεί αποκλειστική έμφαση στις δημοσιονομικές ανισορροπίες σε βάρος των εξωτερικών ανισορροπιών.<sup>20</sup>

<sup>19</sup> Βλ. Arkolakis, Doxiadis and Galenianos (2014) για μια ανάλυση των δυσκολιών προσαρμογής στο εμπορικό ισοζύγιο.

<sup>20</sup> «Η λιτότητα...ήταν ο λάθος στόχος» σύμφωνα με τον Daniel Gross, διευθυντή του Κέντρου Ευρωπαϊκών Πολιτικών Σπουδών, think tank στις Βρυξέλλες. *What makes Greece special*, The Project Syndicate, 6 Μαρτίου 2014.

## 4.2 Προκλήσεις προσαρμογής για την Ελλάδα

Το συμπέρασμα αυτής της μελέτης είναι ότι η εξισορρόπηση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αποτελεί την πιο σημαντική πρόκληση που αντιμετωπίζει σήμερα η περιφέρεια της Ευρωζώνης και η οποία προϋποθέτει την ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας. Σκιαγραφούμε τέσσερις πολιτικές για την Ελλάδα, όπου αυτή η διαδικασία έχει το μεγαλύτερο δρόμο μπροστά της, οι οποίες όμως ισχύουν και για τις άλλες χώρες της περιφέρειας.

Πρώτον, οι αγορές εργασίας πρέπει να είναι ευέλικτες, ώστε το εργατικό δυναμικό να μπορέσει να ανακαταμεμηθεί σε τομείς έντασης εξαγωγών. Οι αγορές εργασίας απελευθερώθηκαν σημαντικά το 2011, οδηγώντας στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και τη μείωση των μισθών. Το κοινωνικό κόστος της επακόλουθης αναδιάρθρωσης, ωστόσο, μεγεθύνθηκε με την ταυτόχρονη μείωση των κοινωνικών δαπανών, η οποία πραγματοποιήθηκε στο όνομα της δημοσιονομικής προσαρμογής. Είναι επιθυμητό οι μεταρρυθμίσεις απελευθέρωσης της αγοράς εργασίας να συνδυάζονται με την αυξημένη στήριξη όσων επηρεάζονται από αυτές, ακόμη και αν η εν λόγω στήριξη έχει δημοσιονομικό κόστος.

Δεύτερον, οι αγορές προϊόντων πρέπει να είναι ανταγωνιστικές, ώστε η μείωση της ζήτησης να αντικατοπτρίζεται σε χαμηλότερες τιμές το οποίο βοηθά την ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας και τη μείωση του κοινωνικού κόστους των μειώσεων μισθών. Οι αγορές προϊόντων στην Ελλάδα τείνουν να είναι ολιγοπωλιακές, το οποίο αντανάκλαται στο γεγονός ότι οι τιμές έχουν μειωθεί ελάχιστα, παρά το ξέσπασμα της πιο σοβαρής ύφεσης των τελευταίων 70 ετών. Ενώ η κύρια ευθύνη για την έλλειψη μεταρρυθμίσεων βαρύνει τους Έλληνες πολιτικούς, η σημασία των αγορών προϊόντων αγνοήθηκε αρχικά και από τους πιστωτές της Ελλάδας, οι οποίοι πίεσαν για τη μείωση του ελλείμματος, αντί για την ενίσχυση του ανταγωνισμού.

Τρίτον, η δυνατότητα χρηματοδότησης της επιχειρηματικής δραστηριότητας αποτελεί αναγκαία συνθήκη για τη διαδικασία ανακατανομής των παραγωγικών δυνατοτήτων της χώρας προς τον τομέα των εμπορεύσιμων αγαθών. Ο τραπεζικός δανεισμός, όμως, έχει μειωθεί σημαντικά στην Ελλάδα, καθώς οι ελληνικές τράπεζες έχουν πληγεί από την ύφεση, το κούρεμα του δημόσιου χρέους και την τεράστια πτώση των καταθέσεων, η οποία ήταν επακόλουθο των φόβων για πιθανή έξοδο από το ευρώ. Ενώ η θέση της Ελλάδας στο ευρώ μοιάζει πλέον (σχετικά) ασφαλής και οι τράπεζες ανακεφαλαιοποιήθηκαν το δεύτερο εξάμηνο του 2013, ο δανεισμός παραμένει χαμηλός ενώ η ελληνική κυβέρνηση δεν διαθέτει ούτε τους πόρους ούτε και την ικανότητα για να το διορθώσει. Η εννοποίηση του τραπεζικού τομέα της Ευρώπης θα ενίσχυε την αξιοπιστία των ελληνικών τραπεζών, το οποίο θα οδηγούσε στην επιστροφή των καταθέσεων και θα διευκόλυνε την αύξηση της χρηματοδότησης προς τον ιδιωτικό τομέα. Τα πρώτα βήματα προς την τραπεζική εννοποίηση, όμως, παραμένουν πολύ δειλά. Η άμεση χρηματοδότηση από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων έχει προταθεί αλλά δεν έχει γίνει πράξη.

Τέλος, η μείωση του εξωτερικού ελλείμματος στην Ελλάδα (και την περιφέρεια) θα μπορούσε να διευκολυνθεί αν οι χώρες του πυρήνα ακολουθούσαν επεκτατικές πολιτικές, αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο τις εισαγωγές τους από την περιφέρεια. Αντιθέτως, οι χώρες του πυρήνα ακολούθησαν περιοριστική δημοσιονομική πολιτική (Σχήμα 4.1), με αποτέλεσμα να παραμείνουν σταθερά τα πλεονάσματα των τρεχουσών συναλλαγών τους, ακόμη και όταν μειώνονταν τα ελλείμματα της περιφέρειας (Σχήμα 3.2). Συνεπώς, ενώ η δημιουργία εξωτερικών ανισορροπιών συνέβη συμμετρικά σε όλη την Ευρωζώνη, η προσαρμογή πραγματοποιήθηκε αποκλειστικά από την περιφέρεια, καθιστώντας τη διαδικασία ασκόπως πιο δυσχερή. Ο Όλι Ρέν, Ευρωπαίος Επίτροπος Οικονομικών και Νομισματικών Υποθέσεων, πρότεινε μια σειρά πολιτικών που θα μπορούσε να ακολουθήσει η Γερμανία

## **Η Ελληνική Κρίση: Αίτια και Επιπτώσεις** **Μανόλης Γαλενιανός**

(απελευθέρωση των υπηρεσιών, επένδυση στις υποδομές και την ενέργεια), γεγονός που και θα ωφελούσε την ίδια και θα διευκόλυνε την προσαρμογή της περιφέρειας.<sup>21</sup>

Συμπερασματικά, η εξάλειψη των «δίδυμων ελλειμμάτων» της Ελλάδας (προϋπολογισμού και ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών) έχει συμβεί με τεράστιο κοινωνικό κόστος και, στην περίπτωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, δεν είναι ακόμα βιώσιμη. Το μεγαλύτερο μερίδιο της ευθύνης, φυσικά, βαρύνει τους Έλληνες πολιτικούς οι οποίοι επέτρεψαν αρχικά την δημιουργία αυτών των ανισορροπιών και κατόπι αντέδρασαν με ανεπάρκεια στο ξέσπασμα της κρίσης. Παράλληλα όμως, η ευρωπαϊκή απόκριση ήταν επίσης κατώτερη των περιστάσεων: η διάγνωση της κρίσης ήταν λανθασμένη, η πολιτική απάντηση ήταν ανεπαρκής και με λάθος στόχους, τουλάχιστον κατά τα πρώτα 3-4 χρόνια. Φυσικά, αυτό δεν σημαίνει ότι η Ελλάδα θα μπορούσε να αποφύγει τη λιτότητα – είναι προφανώς ανέφικτο για μια χώρα να διατηρεί ελλείμματα τέτοιου μεγέθους. Ωστόσο, οι ρίζες της κρίσης εντοπίζονται στις ανισορροπίες του εξωτερικού τομέα και οι πολιτικοί της Ελλάδας και της Ευρώπης πρέπει να επικεντρωθούν στο πώς θα διευκολύνουν αυτήν την προσαρμογή.

---

<sup>21</sup> Όλι Ρεν, *Turning Germany's surplus into a win-win for the Eurozone*, <http://blogs.ec.europa.eu/rehn/turning-germanys-surplus-into-a-win-win-for-the-eurozone/>, το οποίο δημοσιεύτηκε και στην Frankfurter Allgemeine Zeitung, 11 Νοεμβρίου 2013.



## 5. Παραπομπές

1. Arkolakis, Costas, Aristos Doxiadis and Manolis Galenianos, *Greece's Trade Adjustment: Difficulties and Implications*, 2014, κείμενο εργασίας.
2. Blanchard, Olivier and Francesco Giavazzi, *Current Account Deficits in the Euro Area*, Brookings Papers on Economic Activity, 2002 (vol. 2), 147-209.
3. Δοξιάδης, Αρίστος, *Το Αόρατο Ρήγμα*, εκδόσεις Ίκαρος, 2013.
4. European Commission, *Single Financial Market*.  
([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/euro/why/single\\_market/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/why/single_market/index_en.htm))
5. Fernandez-Villaverde, Jesus, Luis Garicano and Tano Santos, *Political Credit Cycles: The Case of the Eurozone*, Journal of Economic Perspectives, Summer 2013, 27 (3), 145-166.
6. Gross, Daniel, *What Makes Greece Special*, The Project Syndicate, 6<sup>η</sup> Μαρτίου 2014.  
(<http://www.project-syndicate.org/commentary/daniel-gros-asks-why-the-greek-economy-remains-mired-in-recession>)
7. Kalemli-Ozcan, Sebnem, Elias Papaioannou and Jose Luis Peydro, *What lies beneath the Euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade?* Journal of International Economics, May 2010, 81(1), 75-88.
8. Krugman, Paul, *European Crisis Realities*, The Conscience of a Liberal blog (New York Times). <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/02/25/european-crisis-realities/>
9. Lane, Philip R., *Capital Flows in the Euro Area*, European Economy Economic Paper No. 497, April 2013.
10. Papademos, Lucas, *Opening address: The Greek economy: performance and policy challenges*, in *Greece's economic performance and prospects*, edited by Ralph C. Bryant, Nicholas C. Garganas and George S. Tavlas, Brookings Bank of Greece and the Brookings Institution, 2001, xxxiii-xxxix.
11. Rehn, Olli, *Turning Germany's surplus into a win-win for the Eurozone*, <http://blogs.ec.europa.eu/rehn/turning-germanys-surplus-into-a-win-win-for-the-eurozone/>, Δημοσιεύτηκε και με τον τίτλο *Was Handelsüberschusse mit dem Euro zu tun haben*, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 11<sup>η</sup> Νοεμβρίου 2013.  
(<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/gastbeitrag-was-handelsueberschuesse-mit-dem-euro-zu-tun-haben-12657154.html>)
12. Wolf, Martin, *Merkozy failed to save the Eurozone*, Financial Times, 6<sup>η</sup> Δεκεμβρίου , 2011.
13. World Bank, *The Worldwide Governance Indicators Project*.  
(<http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx>)



ΠΑΡΑΤΗΡΗΤΗΡΙΟ  
ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ

**ΕΛΙΑΜΕΠ**  **ΕΛΙΑΜΕΠ**

ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ & ΕΞΩΤΕΡΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ  
HELLENIC FOUNDATION FOR EUROPEAN & FOREIGN POLICY

Λεωφ. Βασιλ. Σοφίας 49, 10676 Αθήνα | Τηλ. +30 210 7257 110 | Fax +30 210 7257 114 | E-mail [info@crisisobs.gr](mailto:info@crisisobs.gr)