

## ΥΠΟ ΤΗΝ ΑΠΕΙΛΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

ZSUZSANNA NOVÁK\*

Οι κυρίαρχες δυνάμεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης έχουν υποστεί ταντάλειες δυσχέρειες ως συνέπεια της χρηματοοικονομικής αστάθειας στην κοιτίδα της ηπείρου, την Ελλάδα. Το μη βιώσιμο ελληνικό δημόσιο χρέος έχει εκθέσει εκείνα τα μέλη της Ευρωζώνης, τα οποία παλεύουν με αντίστοιχα μεγάλο δημόσιο χρέος, σε κίνδυνο και έχει αναταράξει το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα στο σύνολό του. Η παρούσα μελέτη εξετάζει πως η ελληνική διοίκηση, η οποία ακολουθώντας την πορεία των κρατών πρόνοιας άρχισε να διευρύνεται κατά τη δεκαετία του '70, έχει βρεθεί στο χείλος της κρατικής χρεοκοπίας, ποιός παράγων υπήρξε ιδιαίτερα σημαντικός μεταξύ αυτών που επέφεραν τη συσσώρευση του χρέους, και ποιον άλλο λόγο έχουν τα κράτη-μέλη να επαναφέρουν το ελληνικό αξιόχρεο εκτός από την γενική χρηματοοικονομική σταθερότητα της Ευρωζώνης. Μετά την ανασκόπηση κάποιων σχετικών ευρημάτων της θεωρητικής βιβλιογραφίας (Araujo και Leon, 2004, Menguy, 2010, 2011) οι καθοριστικοί συσχετισμοί της δυναμικής και της χρηματοοικονομικής δομής του ελληνικού δημόσιου χρέους αναλύονται στο άρθρο με βάση πληροφορίες διεθνών και ελληνικών στατιστικών βάσεων δεδομένων με ιδιαίτερη έμφαση στην αξιολόγηση των γεγονότων της τελευταίας δεκαετίας. Η ανάλυση αντλεί στοιχεία από εκθέσεις του ΔΝΤ και της Ελληνικής Στατιστικής Υπηρεσίας, καθώς επίσης και από κάποια αναλυτικά κείμενα διεθνών ειδικευμένων εντύπων.

*Λέξεις-Κλειδιά:* δημόσιο χρέος, πρωτογενές έλλειμμα, επιβάρυνση επιτοκίου, κρίση δημοσίου χρέους, δημοσιονομική πειθαρχία, διαχείριση χρέους.

JEL: H63

\*

*Εισαγωγή*

Από την έκρηξη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, το επίπεδο του δημοσίου χρέους έχει ανέρθει σε πρωτοφανείς τιμές. Η Ιαπωνία και οι Ηνωμένες Πολιτείες παλεύουν με χρέος πάνω από 200% και 100% του ΑΕγχΠ αντιστοίχως. Η αναδιάρθρωση και η βιωσιμότητα του ελληνικού δημοσίου χρέους αναδεικνύεται ένα καθημερινό ζήτημα στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η Ιρλανδία βρέθηκε πολύ κοντά στον τριπλασιασμό του χρέους της μεταξύ των ετών 2008 και 2012. Το πιο δυσανάλογο χρέος σε σχέση με το κατά κεφαλήν ΑΕγχΠ βαρύνει την Ελλάδα, την Ιταλία και την Πορτογαλία στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αξίζει να παραβάλλουμε πως έχουν εξελιχθεί παράγοντες υπεύθυνοι για τη συσσώρευση του χρέους στις χώρες αυτές από την εισαγωγή του ευρώ και πως η Ελλάδα έχει καταστεί η επισφαλέστερη χώρα στην Ευρωζώνη. Προτού αναλύσουμε το ελληνικό δημόσιο χρέος, αξίζει να εξετάσουμε κάποιες απόψεις της θεωρητικής βιβλιογραφίας σχετικά με το δημόσιο χρέος, οι οποίες επιδιώκουν συγκεκριμένα να διερευνήσουν τις δυνατότητες διαχείρισης χρέους σημαντικά χρεωμένων κρατών στο εσωτερικό μιας νομισματικής ένωσης.

*Το δημόσιο χρέος σε νομισματική ένωση*

Οι Araujo και Leon (2004) αξιολογούν τον αντίκτυπο κερδοσκοπικών επιθέσεων στο δημόσιο χρέος και την ευημερία των κρατών σε μία νομισματική ένωση με την προέκταση ενός μοντέλου εκπονημένου από τους Cole και Kehoe (1996, 1998, 2000). Ερευνούν κατά πόσο η άρνηση εξόφλησης χρέους ή η έκδοση πληθωριστικού κοινού νομίσματος αποτελεί καλύτερη λύση όσον αφορά στη διαχείριση χρέους στη διάρκεια μιας κρίσης χρέους και υπολογίζουν τον κίνδυνο μετάδοσης που προκαλείται από την απώλεια

---

\* Η Zsuzsanna Novák διαθέτει PhD οικονομικών, βοηθός καθηγητή στο Πανεπιστήμιο Corvinus της Βουδαπέστης. Διδάσκει Οικονομικά σε προπτυχιακό και μεταπτυχιακό επίπεδο. Ο βασικός τομέας έρευνάς της είναι οι νομισματικές πολιτικές και θεωρίες, η οικονομική σύγκλιση των κεντρικών και ανατολικών ευρωπαϊκών κρατών.

εμπιστοσύνης των διεθνών τραπεζιτών στην ικανότητα χρηματοδότησης μιας χώρας. Σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής του χρέους και πληθωρισμού η οικονομία της νομισματικής ένωσης υποφέρει μια μείωση παραγωγικότητας. Η κεντρική νομισματική αρχή θεωρείται καλοπροαίρετη, αφού σκοπεύει να μεγιστοποιήσει την ευημερία των καταναλωτών εντός της ένωσης όταν αποφασίζει αν θα κόψει πληθωριστικό νόμισμα λαμβάνοντας υπόψη το δικαίωμα ψήφου των συγκεκριμένων χωρών στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Ο φόρος πληθωρισμού είναι μια εναλλακτική λύση στην αδυναμία πληρωμής του χρέους ενώ η τελευταία επιφέρει ένα ακόμα πιο ζημιογόνο αποτέλεσμα (μια μείωση της παραγωγικότητας), στην ευημερία.

Ο Menguy (2011) προσαρμόζει το ζήτημα της διαχείρισης χρέους εντός της νομισματικής ζώνης στα κράτη-μέλη της ΟΝΕ. Τονίζει ότι με την εγκαθίδρυση της ΟΝΕ, οι ευκαιρίες διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου των κρατών μελών εξαφανίζονται καθώς τα περισσότερα κρατικά ομόλογα εκφράζονται στο κοινό νόμισμα, συνεπώς ο ανταγωνισμός μεταξύ των κρατών-μελών περιορίζεται στη ρευστότητα και τα προεπιλεγμένα χαρακτηριστικά των χρεογράφων σε μια αγορά με εξαιρετική ρευστότητα και αποτελεσματικότητα. Ο Menguy συνοψίζει τα κύρια ευρήματα της ειδικής βιβλιογραφίας στον τομέα αυτό που υπογραμμίζουν ότι οι χώρες που διαθέτουν υψηλά επίπεδα χρέους διακινδυνεύουν τη σταθερότητα των τιμών και την ισορροπημένη οικονομική δραστηριότητα των άλλων κρατών στη νομισματική ένωση. Στο υπόδειγμά του μιας περιόδου, όπου η νομισματική αρχή ενδιαφέρεται για την γενική ευημερία εντός της νομισματικής ένωσης, οι παραγωγικές επενδύσεις χρηματοδοτούμενες από το χρέος μπορούν να μειώσουν τις απώλειες του δημοσίου σε αντίθεση με τις μη παραγωγικές επενδύσεις. Ο Menguy (2011) επιβεβαιώνει πως σχετικά με τη δημοσιονομική πειθαρχία, η δημιουργία μιας νομισματικής ένωσης μεταξύ πολύ διαφορετικών κρατών μπορεί να έχει σημαντικές οικονομικές επιπτώσεις καθώς οι δημοσιονομικά ισχυρές χώρες πρέπει να χρηματοδοτούν το χρέος τους με μεγαλύτερο κόστος, ενώ οι δημοσιονομικά αδύναμες χώρες μπορεί να μην είναι σε θέση να αποπληρώσουν μέρος του χρέους τους αν η νομισματική αρχή δεν παραιτηθεί της ισχυρής της δέσμευσης με τον στόχο του πληθωρισμού. Ωστόσο, αν ο αριθμός των κρατών στην κοινή νομισματική ζώνη που αντιμετωπίζουν σοβαρό πρόβλημα χρέους είναι περιορισμένος, η συμπεριφορά της κεντρικής τράπεζας θα είναι λιγότερο ευνοϊκή σε μια δημοσιονομική κρίση, αλλά θα διατηρήσει ακόμα περισσότερο τα συμφέροντα της όλης διαδικασίας ολοκλήρωσης στο προσκήνιο. Ο Menguy (2010) επίσης ζυγίζει κατά πόσο η θέσπιση ενός κοινού δημοσιονομικού ασφαλιστικού μηχανισμού μπορεί να αποδειχθεί ωφέλιμη σε μια νομισματική ένωση. Στη μελέτη του προτείνει την καθιέρωση μιας προσωρινής μετάθεσης χρέους από κράτη σε σχετικά καλή σε κράτη σε σχετικά κακή κατάσταση ως αποζημίωση για πολύ συγκεκριμένους ή μη συμμετρικούς κραδασμούς και συζητάει τα πλεονεκτήματα του διαμοιρασμού του κινδύνου και τα ζητήματα ηθικού κινδύνου αυτού του πιθανού δημοσιονομικού μηχανισμού ασφάλισης. Καθώς η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να εξουδετερώσει πλήρως τις διακυμάνσεις σε κάθε κράτος ξεχωριστά, μπορεί να προκύψει ανάγκη για συγχρονισμένη παρέμβαση με εθνικές και ομοσπονδιακές δημοσιονομικές πολιτικές. Το πληρωτέο ασφάλιστρο σε αυτό τον κοινό δημοσιονομικό μηχανισμό ασφάλισης εξαρτάται από διάφορα μακροοικονομικά χαρακτηριστικά: όσο μεγαλύτερη είναι η οικονομική ευρύτητα και η ευελιξία των αυτόματων σταθεροποιητών ενός κράτους-μέλους, τόσο λιγότερη θα πρέπει να είναι η στήριξη. Οι διακυμάνσεις της εκάστοτε χώρας στη διαταραχή της ζήτησης, η ευαισθησία της λειτουργίας ανεφοδιασμού της εθνικής οικονομίας σε αλλαγές τιμών και η ικανότητα της δημοσιονομικής πολιτικής να επηρεάζει την εθνική ζήτηση καθιστούν δόκιμο το να αυξηθεί το μέγεθος της πιστωτικής διευκόλυνσης. Ο κεντρικός μηχανισμός ασφάλισης – επιχειρηματολογεί ο Menguy – την ίδια στιγμή μπορεί να έχει αποτρεπτική επίδραση στα κράτη όσον αφορά στις εθνικές προσπάθειες για να καταπολεμηθούν οι οικονομικοί κραδασμοί, συνεπώς αξίζει επίσης να διερευνηθεί ένα κρατικά ανεξάρτητο ασφάλιστρο που μπορεί να ωθήσει τις χώρες να θεσπίσουν τις αντικυκλικές δημοσιονομικές πολιτικές που είναι απαραίτητες για τη μετρίαση των οικονομικών διακυμάνσεων.

Οι Κουρέτας και Βλάμης (2010) αναφέρονται στον de Grauwe όταν προτείνουν ένα κοινό ευρωομόλογο, το οποίο θα βελτίωνε την κατάσταση των κρατών σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος στο εσωτερικό της ΟΝΕ. Θα όριζαν το επιτόκιο της κοινής ευρωπαϊκής ασφάλειας ως τη σταθμισμένη τιμή του επιτοκίου των κρατών-μελών και συνεπώς θα μπορούσε να αποφευχθεί η υπερίσχυση των ηθικών κινδύνων στα κράτη με υψηλό δημόσιο χρέος και να συντελεστεί αύξηση της ρευστότητας των ευρωπαϊκών αγορών ομολόγων με την εισαγωγή νέων επενδυτών.

### *Η αύξηση του ελληνικού κράτους στον 20<sup>ο</sup> αιώνα*

Το επίπεδο του ελληνικού εξωτερικού κυβερνητικού χρέους ανήρθε στο 15% του ΑΕΘΠ το 1957, η εκρηκτική διόγκωση του χρέους ξεκίνησε τη δεκαετία του '80 (Φωτόπουλος, 1992). Μετά την πετρελαϊκή κρίση, το ελληνικό κράτος αποκτούσε ολοένα και ισχυρότερη επιρροή καθώς εγκαθίδρυε σταδιακά τις

υπηρεσίες ενός κράτους πρόνοιας. Ως συνέπεια το δημόσιο χρέος αυξήθηκε σε επίπεδο ανάλογο με το 100% του ΑΕγχΠ έως το 1994 από το 20% των δύο προωτέρων δεκαετιών (Μούτος-Τσιτσίκας, 2011). Η ταχεία άνοδος του δημοσίου χρέους οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό στην καταβολή των τόκων μετά την αύξηση του εξωτερικού χρέους (το οποίο ανήρθε στο 6-8% του ΑΕΘΠ κατά την ίδια περίοδο). Ο Φωτόπουλος ουσιαστικά εντοπίζει την αναγκαιότητα ισχυρότερης εμπλοκής εξωτερικών πόρων στη χρηματοδότηση της χώρας στις δομικές ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας και την έλλειψη πόρων. Η οικονομική απελευθέρωση έλαβε χώρα στην Ελλάδα πριν από την ενίσχυση του τομέα παραγωγής και αντί για την τονωτική επίδραση του ανταγωνισμού το συγκεντρωμένο στα χέρια της ελίτ κεφάλαιο χαρακτήριζε την οικονομία. Οι δομικές ανισορροπίες έγιναν αισθητές όχι μόνο στην προσφορά αλλά και στη ζήτηση καθώς η Ελλάδα γινόταν μια ανοιχτή οικονομία και από τη δεκαετία του '60, όντας μέλος της ΕΟΚ, ο τουρισμός της αναπτυσσόταν, απολάμβανε σημαντικά εμπορικά πλεονεκτήματα και επίσης κεφάλαια άρχισαν να εισρέουν στη χώρα. Με την αύξηση της οικονομικής ευρύτητας το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου γινόταν δριμύτερο ως συνέπεια της ενταμένης εξάρτησης από τις εισαγωγές και των επιδεινούμενων εμπορικών συνθηκών στο πλαίσιο της περιορισμένης κατοχής πόρων της οικονομίας. Η Ελλάδα στηριζόταν ολοένα και περισσότερο στον τομέα των υπηρεσιών ενώ αναφορικά με τη βιομηχανική της απόδοση και παραγωγικότητα υπολείπονταν σταθερά των δεικτών που χαρακτήριζαν την ΕΟΚ. Υπό αυτές τις συνθήκες η ένταξη στην ΕΟΚ (1981) και η συνεπαγόμενη εμπορική απελευθέρωση απλά επιδείνωσαν περαιτέρω τις δομικές δυσαναλογίες της ελληνικής οικονομίας. Επιπλέον, η εισροή κεφαλαίου καθίστατο ανεπαρκής για να καλύψει την κεφαλαιακή ανάγκη που προέκυπτε από την αναχρηματοδότηση του εξωτερικού χρέους. Μολαταύτα, η οικονομική ανάπτυξη μεταξύ των ετών 1950 και 1973 υπερέβη την παρατηρημένη στα κράτη-μέλη στην ΕΚ και μέχρι το 1973 το κατά κεφαλήν ΑΕγχΠ είχε ξεπεράσει αυτό της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας. Στα μέσα της δεκαετίας του '70, ωστόσο, ο ρυθμός ανάπτυξης είχε επιβραδυνθεί και κατά τη δεκαετία του '80 το πλεονέκτημα της Ελλάδας είχε εξασθενήσει. Ακόμα, τη δεκαετία αυτή η ανάπτυξη της παραγωγικότητας υστερούσε ήδη του μέσου όρου της ΕΚ (το κατά κεφαλήν ΑΕγχΠ αυξήθηκε μόνο κατά 0,3% κατά μέσο όρο, σε αντίθεση με την κατά μέσο όρο ανάπτυξη ύψους 2% των κρατών-μελών) (Μούτος-Τσιτσίκας, 2011).

Εν τω μεταξύ οι σε γενικές γραμμές πλεονασματικοί κυβερνητικοί προϋπολογισμοί κατά τη δεκαετία του '80 αντικαταστάθηκαν βαθμιαία από ένα αυξανόμενο έλλειμμα, η τιμή του οποίου κυμαινόταν περί του 10%. Το αρνητικό ισοζύγιο του προϋπολογισμού δεν αποτελούσε συνέπεια ακατάστατων δαπανών· οφειλόταν πολύ περισσότερο στην έλλειψη μιας σωστής πηγής εσόδων. Αν και ο δημόσιος τομέας άρχισε να επεκτείνεται σημαντικά κατά τις δεκαετίες του '70 και του '80, αυτό ήταν μάλλον απαραίτητο για να επιτευχθεί το επίπεδο δαπανών των χωρών της ΕΟΚ. Ενώ στα 1979-80 ο γενικός δημόσιος τομέας αποτελούσε μόνο το 33% του ΑΕγχΠ σε αντίθεση με το κατά μέσο όρο 45% του ΟΟΣΑ, στα 1985-86 αυτό το ποσοστό αυξήθηκε στο 48% που τότε χαρακτήριζε τις ανεπτυγμένες βιομηχανικές χώρες (Φωτόπουλος, 1992). Δεν ήταν συνεπώς η δυναμική που επέδρασε ζημιόγωνα στη χρηματοδότηση του γενικού προϋπολογισμού. Αυτό οφειλόταν μάλλον στη δομή των δαπανών, η οποία ήταν χαρακτηριστικά έκδηλη στις μισθολογικές εκροές στο δημόσιο τομέα και τις πληρωμές των συντάξεων, αντί να εξυπηρετεί παραγωγικές επενδύσεις. Επιπροσθέτως, ο αριθμός των δημοσίων υπαλλήλων διευρυνόταν συνεχώς και αντιπροσώπευε το ένα πέμπτο της συνολικής εργασίας τη δεκαετία του '80. Ο δημόσιος τομέας με την ευρύτερη έννοια απορροφούσε το 65% του ΑΕγχΠ το 1989, όμως η δημόσια επενδυτική δραστηριότητα αυξήθηκε μόνο σε μικρό βαθμό και λίγη βαρύτητα δόθηκε στην απαραίτητη για την παραγωγική σφαίρα ανάπτυξη. Η φοροδιαφυγή δεν μπορούσε να χαλιναγωγηθεί, συνεπώς η κυρίως ωθούμενη από την κατανάλωση ανάπτυξη χρηματοδοτούταν από χρέος σε συνδυασμό με εντεινόμενο πληθωρισμό, που εμπόδιζε τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. Μεταξύ των ετών 1985 και 1987 η ελληνική κυβέρνηση εφήρμοσε για την καλυτέρευση του εξωτερικού και εσωτερικού ισοζυγίου ένα σταθεροποιητικό πρόγραμμα το οποίο, μέσω των μέτρων λιτότητας που πάρθηκαν, οδήγησε σε μια σημαντική βελτίωση με ισορροπημένο ισοζύγιο πληρωμών και ελαττωμένο πληθωρισμό, αλλά η επίδρασή του σύντομα εξασθενήσε. Την περίοδο 1990-1992 η εισαγωγή ενός σταθεροποιητικού πακέτου κατέστη ξανά αναγκαία, ώστε η Ελλάδα να μπορεί να επωφεληθεί από το προσφερόμενο από την Ευρωπαϊκή Κοινότητα δάνειο, όταν η εξυπηρέτηση των χρεών της αποτελούσε το 20% του ΑΕγχΠ (Φωτόπουλος, 1992).

Από το 1990 και εξής, η ελληνική κυβέρνηση προσπαθούσε να κλείσει το κενό μεταξύ δημοσίων εσόδων και δαπανών με αύξηση των φορολογικών εσόδων, ώστε να εκπληρώσει τις απαραίτητες προϋποθέσεις για την εισαγωγή του ευρώ και τις ρυθμίσεις που προσδοκούσε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Οι δημόσιες υπηρεσίες δεν ήταν ικανές να εξυπηρετήσουν τις επιθυμίες των φορολογούμενων με το υψηλότερο εισόδημα, γεγονός που διόγκωσε ακόμα περισσότερο τη φοροδιαφυγή που ήταν ιδιαίτερα έκδηλη στον τριτογενή τομέα, και χαρακτηρίζει κατά κύριο λόγο τον τομέα μη εμπορευσιμων αγαθών ακόμα και στις μέρες μας (Μούτος-Τσιτσίκας, 2011). Το εξωτερικό ισοζύγιο του δημοσίου τομέα επιδεινώθηκε περαιτέρω. Μεταξύ των ετών

1990 και 1994 η κατάσταση των δημοσίων οικονομικών χειροτέρευσε ακόμα περισσότερο καθώς η κυβέρνηση ανέλαβε τις υποχρεώσεις του αναδιαρθρωμένου χρέους ημιδημόσιων επιχειρήσεων με τη μορφή κρατικών εγγυήσεων. Αυτή η ενοποίηση του χρέους επέφερε μια ακόμη αύξηση της τάξεως του 10% στο δείκτη χρέους του δημοσίου τομέα. Άλλη μια αύξηση κοντά στο 16% προκλήθηκε από τις μεταφορές κεφαλαίων μεταξύ της εθνικής τράπεζας και της κυβέρνησης μέσω των οποίων ήρθαν στο φως νέες συνιστώσες του δημοσίου χρέους προερχόμενες από υποχρεώσεις στην εθνική τράπεζα. Το δεύτερο μισό της δεκαετίας του '90 αφοσιώθηκε στην προετοιμασία για την είσοδο στην Ευρωζώνη στο πλαίσιο ενός σχετικά ισορροπημένου χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος (μια μείωση του ελλείμματος κατά 9% πραγματοποιήθηκε εκείνη την περίοδο) αν και η εδραίωση του δημοσιοοικονομικού χρέους μεταξύ των επιμέρους τομέων της γενικής κυβερνητικής οικονομικής σφαίρας αντιτιθόταν στη βελτίωση της οικονομικής κατάστασης του κράτους (κυρίως εξαιτίας μη ευνοϊκών προσαρμογών αποθεμάτων-ροών).

#### *Η συσσώρευση του χρέους την περίοδο 2000-2011*

Μετά την εισαγωγή του ευρώ η Ελλάδα έπρεπε να αντιμετωπίσει το απειλητικό πρόβλημα των διδύμων ελλειμμάτων (ΔΝΤ, 2012). Το ιδιωτικό πιστωτικό απόθεμα διπλασιάστηκε μεταξύ των ετών 2001 και 2009. Προ της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης μόνο η Πορτογαλία παρουσίαζε καθαρές αποταμιεύσεις σε αρνητικά επίπεδα εκτός από την ελληνική οικονομία (Μούτος-Τσιτσίκας, 2011). Η καθαρή συναλλαγματική θέση εμφάνισε αρνητικό ισοζύγιο αντίστοιχο με το 90% του ΑΕγχΠ το 2009. Η δυναμική οικονομική άνθιση χρηματοδοτήθηκε πρωτίστως από τα κυβερνητικά έξοδα, οι δημόσιες δαπάνες είχαν ανέλθει στο 51% του ΑΕγχΠ κατά το 2009 (Μούτος-Τσιτσίκας, 2011). Από το 2004 και εξής το δημόσιο χρέος άρχισε πάλι να διογκώνεται, κυρίως εξαιτίας του αυξανόμενου διαρθρωτικού ελλείμματος (στην εν λόγω περίοδο το διαρθρωτικό ισοζύγιο επιδεινώθηκε από ένα πλεόνασμα της τάξεως του 4,5% σε ένα έλλειμμα που ξεπερνούσε το 14%), και αυτό χάρη εν μέρει στην πρόσβαση της κυβέρνησης σε ευνοϊκούς πιστωτικούς όρους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές μέσω της συμμετοχής της στην Ευρωζώνη. Το υψηλό έλλειμμα συνοδεύτηκε από την αύξηση των πραγματικών μισθών υπερβαίνοντας την παραγωγικότητα, γεγονός που υποβάθμισε περαιτέρω την ανταγωνιστικότητα της χώρας, μαζί με επίπεδο πληθωρισμού κατά κανόνα υψηλότερο από αυτό των εμπορικών εταίρων (ΔΝΤ, 2012). Η πραγματική αύξηση συναλλάγματος τέλος είχε μάλλον δυσμενή αντίκτυπο στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Σε αντίθεση με το τι προβλεπόταν στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης η παράβαση του κριτηρίου για 3% έλλειμμα και 60% χρέος δεν τιμωρήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή καθώς η χαλάρωση της δημοσιοοικονομικής πειθαρχίας θα το καθιστούσε λογικό όπως και στην ελληνική περίπτωση. Παρά τις σχεδόν 30 διαδικασίες υπερβολικού χρέους τα έτη 2003-2010 καμία κύρωση δεν έλαβε χώρα στην Ευρωζώνη.

Την περίοδο 2001-2007 οι δαπάνες του ελληνικού δημοσίου τομέα αυξήθηκαν κατά 87%, ενώ τα έσοδα συνολικά κατά 31%, κατά συνέπεια τελούσε συνεχώς υπό διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος. Στο πλαίσιο των εσόδων οι άμεσοι φόροι σταδιακά αντικαθιστούσαν τους έμμεσους φόρους. Πέραν αυτού, το ακριβό σύστημα της κοινωνικής ασφάλισης διατηρούταν ακόμα στην Ελλάδα, το οποίο μεταξύ άλλων επέτρεπε τη συνταξιοδότηση μετά από 35 χρόνια εργασίας. Το ποσοστό αναπλήρωσης/υποκατάστασης μεταξύ του μισθού και της σύνταξης που τον αντικαθιστούσε ήταν ορισμένο σε επίπεδα της τάξεως του 70-80% τα οποία – λαμβάνοντας υπόψη την απειλή της γήρανσης του πληθυσμού στην Ευρώπη – προέβαλλαν το μη βιώσιμο του συνταξιοδοτικού συστήματος (ΔΝΤ, 2010). Μια συχνή κριτική για τον ελληνικό δημόσιο τομέα αφορά στη χαμηλή παραγωγικότητα και την υπεραπασχόληση του ιδίου. Ο αριθμός των εργαζομένων στον δημόσιο τομέα αυξήθηκε κατά 150% την περίοδο 1975-2009 (Μούτος-Τσιτσίκας, 2011), και τα προνόμια που αυτοί απολάμβαναν έδειχναν μια αύξηση μεγαλύτερη από το μέσο όρο των 12 της Ευρωζώνης. Για να μην αναφέρουμε τη δυναμική των μισθών της δημόσιας σφαίρας σε πολύ υψηλότερα επίπεδα από ότι αυτά του ανταγωνιστικού τομέα, ο οποίος δεν υποστηρίχθηκε από τη σχετική βελτίωση της παραγωγικότητας του πρώτου. Οι μισθοί των δημοσίων υπαλλήλων αυξήθηκαν σε συνδυασμό με κοινωνικές παροχές ενώ οι δημόσιες εταιρίες λειτουργούσαν με χαμηλή αποτελεσματικότητα και σε γενικές γραμμές υφίσταντο απώλειες (Pascual-Ghezzi, 2011). Η ισχυρή παρουσία της παραοικονομίας που αποτελεί κατά προσέγγιση το 25-30% του ΑΕγχΠ και η φοροδιαφυγή που μειώνει τα κυβερνητικά έσοδα, στα οποία οι επιχειρήσεις ανάγκης και οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις παίζουν καθοριστικό ρόλο, συμβάλλουν ακόμα περισσότερο στη δύσκολη κατάσταση των δημόσιων οικονομικών. Παρ' όλα αυτά ακολούθησε μετά το 2007 μια σημειωτέα βελτίωση στη δημοσιοοικονομική πειθαρχία, αλλά το 2009 η παγκόσμια οικονομική κρίση έφτασε στην Ευρώπη και ανάγκασε τις ευρωπαϊκές οικονομίες – συμπεριλαμβανομένης της Ελλάδας – να λάβουν τονωτικά οικονομικά μέτρα.

Πίνακας 1: Οι οικονομικές συνιστώσες του ακαθάριστου δημοσίου χρέους την περίοδο 2000-2011 (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<i>Ελλάδα</i>												
Πρωτογενές ισοζύγιο	-3,60	-2,00	-0,70	+0,70	+2,60	+0,70	+1,40	+2,00	+4,80	+10,60	+5,00	μ.δ.
Νομισματοκοπικό έσοδο	0,32	0,31	0,10	0,10	0,08	0,08	0,08	0,08	0,06	0,06	0,06	μ.δ.
Επίδραση ονομαστικού ΑΕΠ	-7,05	-7,23	-6,81	-9,41	-6,81	-4,89	-7,68	-6,69	-4,68	0,62	2,46	6,31
(ρυθμός ανάπτυξης ΑΕΠ)	(3,50)	(4,20)	(3,40)	(5,90)	(4,40)	(2,30)	(5,50)	(3,00)	(-0,20)	(-3,30)	(-3,50)	(-5,50)
Τόκος προς ΑΕΠ	7,40	6,50	5,60	5,00	4,80	4,60	4,60	4,80	5,10	5,10	5,80	μ.δ.
(τόκος/χρέος)	(7,09)	(6,21)	(5,46)	(5,08)	(4,81)	(4,54)	(4,29)	(4,47)	(4,51)	(3,94)	(4,00)	μ.δ.
1.εκτίμηση		100,82	101,62	100,58	94,53	100,27	101,56	105,58	107,45	118,13	145,57	158,09
2.εκτίμηση		100,18	101,61	100,76	94,97	100,19	102,33	105,18	107,48	117,96	145,72	158,38
Χρέος/ΑΕΠ	104,39	104,67	102,59	98,34	99,77	101,23	107,33	107,42	112,97	129,31	144,89	162,83
<i>Ιταλία</i>												
Πρωτογενές ισοζύγιο	-5,40	-3,10	-2,50	-1,50	-1,20	-0,20	-1,20	-3,40	-2,50	+0,80	+0,10	μ.δ.
Νομισματοκοπικό έσοδο	0,07	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,07	0,03	μ.δ.
Επίδραση ονομαστικού ΑΕΠ	-6,76	-4,96	-3,83	-3,13	-4,15	-2,78	-4,00	-4,18	-1,37	3,35	-2,17	-2,25
(ρυθμός ανάπτυξης ΑΕΠ)	(3,70)	(1,90)	(0,50)	(0,00)	(1,70)	(0,90)	(2,20)	(1,70)	(-1,20)	(-5,10)	(1,50)	(0,50)
Τόκος προς ΑΕΠ	6,30	6,30	5,60	5,10	4,80	4,70	4,60	4,90	5,10	4,50	4,40	μ.δ.
(τόκος/χρέος)	(5,81)	(5,82)	(5,33)	(4,91)	(4,64)	(4,46)	(4,34)	(4,75)	(4,82)	(3,90)	(3,72)	(μ.δ.)
1.εκτίμηση		102,59	106,38	104,41	104,38	102,89	107,15	105,49	100,40	107,03	124,10	120,73
2.εκτίμηση		103,52	106,34	104,48	104,38	102,93	107,14	105,47	100,48	107,07	124,45	120,64
Χρέος/ΑΕΠ	108,51	108,17	105,15	103,91	103,44	105,43	106,10	103,08	105,81	115,51	118,43	120,47
<i>Πορτογαλία</i>												
Πρωτογενές ισοζύγιο	0,00	+1,40	+0,20	+0,40	+0,80	+3,40	+1,40	+0,20	+0,60	+7,30	+6,80	μ.δ.
Νομισματοκοπικό έσοδο	0,02	0,03	0,03	0,02	0,02	0,04	0,06	0,10	0,12	0,12	0,09	μ.δ.
Επίδραση ονομαστικού ΑΕΠ	-3,37	-2,58	-2,19	-1,08	-2,18	-1,84	-2,56	-3,41	-1,06	1,44	-2,02	0,51
(ρυθμός ανάπτυξης ΑΕΠ)	(3,90)	(2,00)	(0,80)	(-0,90)	(1,60)	(0,80)	(1,40)	(2,40)	(0,00)	(-2,90)	(1,40)	(-1,90)
Τόκος προς ΑΕΠ	2,90	2,90	2,80	2,70	2,60	2,40	2,70	3,00	3,10	2,90	3,00	μ.δ.
(τόκος/χρέος)	(5,98)	(5,66)	(5,20)	(4,83)	(4,51)	(3,82)	(4,22)	(4,39)	(4,33)	(3,49)	(3,21)	(μ.δ.)
1.εκτίμηση		47,98	52,89	54,62	57,87	58,84	66,68	65,39	67,95	74,10	94,53	101,01
2.εκτίμηση		48,04	52,72	54,48	57,82	58,73	66,50	65,36	67,95	74,03	94,81	100,83
Χρέος/ΑΕΠ	48,48	51,20	53,84	55,88	57,65	62,75	63,92	68,27	71,58	83,01	93,32	101,56

Πηγή: Eurostat, Ameco, Τράπεζα της Ελλάδος, Τράπεζα της Ιταλίας, Τράπεζα της Πορτογαλίας

Στο σύνολό τους, οι κυβερνήσεις έχουν ευκαιρίες να διαμορφώσουν τους λόγους του χρέους προς το ΑΕγχΠ τους με μεταρρυθμίσεις στη φορολογική πολιτική, περικοπές στις δαπάνες, έλεγχο της προσφοράς χρήματος, διαχείριση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, τόνωση της οικονομικής ανάπτυξης και σωστό συγχρονισμό της λήψης αποφάσεων για την πολιτική επιτοκίων (όπως επίσης και αποπληρωμή χρεών ή άρνηση εξόφλησης χρέους). Για να έχουμε μια καλύτερη επίγνωση των τεκταινόμενων της τελευταίας δεκαετίας αξίζει να αναλύσουμε το χρέος που αντιστοιχεί στο ΑΕγχΠ στις συνιστώσες του, δηλαδή να ερευνήσουμε την επίδραση του πρωτογενούς ισοζυγίου, των δημοσίων εσόδων από τη νομισματοκοπή, των δαπανών τοκισμού και της ανάπτυξης του ΑΕγχΠ ως προς το χρέος στην περίπτωση της Ελλάδας. Ο Πίνακας 1 συνοψίζει αυτούς τους δείκτες μαζί με τα δεδομένα της Ιταλίας και της Πορτογαλίας, με αυτά δύο άλλων χωρών της Ευρωζώνης να παλεύουν με χρέος άνω του 100% αναλογικά με το ΑΕγχΠ βάσει της Eurostat και των στατιστικών των εθνικών τραπεζών. Ο πίνακας περιέχει μεταξύ των στοιχείων προσωπικές εκτιμήσεις για τα έσοδα από τη νομισματοκοπή.

Τα έσοδα της ΕΚΤ από την έκδοση νομισμάτων και χαρτονομισμάτων μοιράζονται στα κράτη-μέλη και έπειτα οι εθνικές τράπεζες διανέμουν το ετήσιο κέρδος τους στους μετόχους (ή το αποταμιεύουν ως αποθεματικό), μεταξύ άλλων η κυβέρνηση. Το διανεμημένο τοιούτοτρόπως κέρδος μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να υπολογιστούν τα έσοδα από τη νομισματοκοπή.

Όπως τονίζεται επιπλέον από τους Czeti-Hoffman (2006), η κεντρική τράπεζα παίζει ένα πολύ σημαντικότερο ρόλο στη μεταχείριση του δημοσίου χρέους από όσο θα μπορούσε να απλοποιηθεί ως το εισόδημα που μεταφέρεται στον κρατικό προϋπολογισμό, δεδομένου ότι αυτή κάνει επίσης ανταλλαγές με κρατικά ομόλογα και ρυθμίζει το ποσό των χρημάτων που κυκλοφορεί και συνεπώς επηρεάζει το ρυθμό πληθωρισμού. Για ευκολία προσέγγισα τα έσοδα από τη νομισματοκοπή ως μέρος που παρέχεται στην κυβέρνηση από τις εθνικές τράπεζες.

Η βάση δεδομένων της Ameco προσφέρει μια εκτίμηση για το φαινόμενο μείωσης της ανάπτυξης του ονομαστικού ΑΕγχΠ στο δημόσιο χρέος (1.εκτίμηση). Εφαρμόζοντας τις στατιστικές της Eurostat για τον αποπληθωριστή του ΑΕγχΠ, παρέχω μια δεύτερη προσέγγιση, ώστε να υπάρχει μια περαιτέρω εκτίμηση για το δημόσιο χρέος της δεδομένης χρονιάς που να εξηγείται από τις συνιστώσες του για τα έτη 2001 και 2011 (2.εκτίμηση). Οι δύο εκτιμήσεις υπερεκτιμούν ή υποτιμούν το επίπεδο του δημοσίου χρέους ως ποσοστό του ΑΕγχΠ σε μια συγκεκριμένη χρονιά αλλά φαίνεται ξεκάθαρα στην πλειονότητα των περιπτώσεων η κατεύθυνση της μεταβολής. Η διαφορά μπορεί να προκύπτει από στατιστικές αποκλίσεις, αλλαγή συναλλαγματικής ισοτιμίας, αναδιάρθρωση του χρέους, καθώς επίσης και από έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις.

Όσον αφορά στις βασικές αιτίες της συσσώρευσης χρέους, το πρωτογενές ισοζύγιο σήμαινε μια ισχυρή συμβολή στις περιπτώσεις της Ελλάδας και της Πορτογαλίας, και είχε μια μάλλον αποσβεστική επίδραση μέχρι την παγκόσμια οικονομική κρίση στην περίπτωση της Ιταλίας.

Η διαφορά μεταξύ του τόκου προς ΑΕγχΠ και του αντίκτυπου της ανάπτυξης του ονομαστικού ΑΕγχΠ στο χρέος<sup>1</sup> επιδείνωσε την κατάσταση στην Ελλάδα μετά το 2008, όταν σε συγκεκριμένες χρονιές ακόμα και η ανάπτυξη του ονομαστικού ΑΕγχΠ ήταν αρνητική<sup>2</sup>. Η επενδυτική δραστηριότητα στην Ελλάδα άρχισε να παρακμάζει το 2009, τότε η κυβέρνηση άρχισε να κάνει οικονομίες, και το 2011 η ιδιωτική κατανάλωση ξεκίνησε επίσης να μειώνεται (ΔΝΤ, 2012). Ο Menguy (2011) διαπιστώνει ότι η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα και την Πορτογαλία είναι αμφισβητήσιμη καθώς οι διακυμάνσεις στην παραγωγή εξαρτώνται σημαντικά από τη δυναμική του κάθε κράτους συγκεκριμένα, συνεπώς αυτές οι χώρες που παλεύουν με το υψηλότερο χρέος πλήττονται περισσότερο από την κοινή πολιτική επιτοκίων που εφαρμόζεται κατ' ορισμένες περιόδους. Η Ελλάδα επέδειξε δυναμική ανάπτυξη τουλάχιστον ως το 2008, η Ιταλία και η Πορτογαλία υπέστησαν μεγάλες απώλειες λόγω του βραδέος ρυθμού ανάπτυξης του ΑΕγχΠ τους αναλογικά με την επιβάρυνση των τόκων που επικρατούσαν στο σύνολο της περιόδου.

Η νομισματική χρηματοδότηση έχασε τη βάση της αφού καμία από τις εθνικές τράπεζες των παραπάνω χωρών δεν μπορεί να χρηματοδοτήσει άμεσα την κυβέρνηση. Τα έσοδα από την νομισματοκοπή έπεσαν κάτω από το 1% πολύ πριν την ίδρυση της ΕΚΤ, ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του '90 και στις τρεις χώρες<sup>3</sup>. Αξίζει να αναφερθεί πως η πτώση στα έσοδα της νομισματοκοπής σε χώρες της Ευρωζώνης εξισορροπείται εν μέρει από την προσφορά της αγοράς ρευστών αποδοτικών κινητών αξιών ευνοϊκών τόκων για την έκδοση κρατικών ομολόγων για τις συμμετέχουσες χώρες (η συνιστώσα του δημοσίου χρέους που αφορά στο συνάλλαγμα μπορεί να τεθεί περίπου στο 0,2-2% και στις τρεις χώρες για τη δεδομένη περίοδο). Ωστόσο, η κοινή νομισματική ζώνη μπορεί να είναι επιζήμια για τα κράτη που διατηρούν τη δημοσιονομική πειθαρχία, εξάλλου σε περιόδους κρίσης μπορεί να οδηγήσει στην αδυναμία εξυπηρέτησης ενός ή περισσότερων κρατών τουλάχιστον μέρους του χρέους τους (όπως η Ελλάδα το 2011) ως αναφέρει ο Menguy (2011).

#### *Διάρθρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος*

Στις περιπτώσεις της Πορτογαλίας και της Ιταλίας ο πιο σημαντικός ρόλος στη χρηματοδότηση του δημοσίου χρέους διαδραματίζεται από τον χρηματοπιστωτικό και εξωτερικό τομέα. Η συμβολή του μη χρηματοπιστωτικού ιδιωτικού τομέα βρίσκεται γύρω στο 10-30% (στο οποίο οι μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες καταλαμβάνουν μετά βίας ένα 5%) στις τρεις προαναφερθείσες χώρες και μειωνόταν συνεχώς στο εξεταζόμενο διάστημα. Μπορεί να αποδειχθεί πως σε μια τέτοια χρηματοπιστωτική δομή η διαχείριση του δημοσίου χρέους μπορεί να έχει μια μάλλον αμελητέα επίδραση στην κατανάλωση στον ιδιωτικό τομέα και στην αποταμίευση. Δεν υπάρχουν εκδομένα στοιχεία από την Eurostat όσον αφορά στη χρηματοοικονομική, μη χρηματοπιστωτική ιδιωτική, τα νοικοκυριά και την εξωτερική τομεακή χρηματοδοτική δομή του ελληνικού δημοσίου χρέους. Αυτό πιθανώς οφείλεται στην ελαττωματική και ατελή υπηρεσία δεδομένων της Ελλάδας, καθώς στις βάσεις δεδομένων της Ελληνικής Στατιστικής Υπηρεσίας και της Ελληνικής Κεντρικής Τράπεζας δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία ταξινομημένα με την παραπάνω μέθοδο.

Για να μην αναφέρουμε πως στη διάρκεια της κρίσης η ελληνική κυβέρνηση προσπάθησε να συγκαλύψει το δημόσιο έλλειμμα με τόσο περίπλοκα οικονομικά μέσα ώστε να μπορούν να κρύψουν το αληθινό επίπεδο του δημοσίου χρέους. Κάποιοι Ευρωπαίοι ηγέτες συνεπώς προέτρεψαν να περιοριστούν οι δημοσιονομικοί κανονισμοί απαγορεύοντας τις συμφωνίες παραγώνων (για τη χρηματοδότηση των κρατικών δαπανών)

<sup>1</sup> Το αναφερθέν ως «φαινόμενο ονομαστικής ανάπτυξης» στον Πίνακα 1 είναι από τη βάση δεδομένων Ameco και χρησιμοποιείται στον υπολογισμό της '1.εκτίμηση', και μετά εξετάζεται χωριστά από τη συγγραφέα στη '2.εκτίμηση'.

<sup>2</sup> Είναι στον πίνακα ως «επίδραση ονομαστικού ΑΕΠ», για το οποίο η βάση δεδομένων Ameco παρέχει μία εκτίμηση και συμπληρώνεται από την εκτίμηση του συγγραφέα με τη βοήθεια αποπληθωριστή του ΑΕΠ ('2.εκτίμηση').

<sup>3</sup> Έγινε ιδιαίτερα αμελητέο βάσει ταμειακών ροών (Gros, 1996).

καθώς πίστευαν πως αυτά τα προϊόντα είχαν συμβάλει στην εμφάνιση της ελληνικής κρίσης (Nelson et al., 2010).

Το 2009 η κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι η παροχή δεδομένων αναφορικά με τη δημοσιονομική κατάσταση της Ελλάδας ήταν παραπλανητική κυρίως λόγω των απωλειών που είχαν υποστεί οι δημόσιες επιχειρήσεις στον τομέα των μεταφορών και της εθνικής ασφάλειας που δεν είχαν ενοποιηθεί πρωτίτερα με τα δεδομένα του υπολοίπου δημόσιου τομέα (Pascual-Ghezzi, 2011).

Δεν υπάρχει συνεπώς καμία διαθέσιμη συγκρίσιμη χρονοσειρά για τους οφειλέτες του ελληνικού δημοσίου χρέους. Τα στατιστικά ενημερωτικά δελτία της Ελληνικής Στατιστικής Υπηρεσίας δεν δίνουν λεπτομερείς πληροφορίες για τη δομή του δημοσίου χρέους και οι εκθέσεις του ελληνικού Οργανισμού Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους δημοσιεύουν μονάχα λεπτομερή στατιστικά όσον αφορά τον κεντρικό προϋπολογισμό.

Ο καλύτερος τρόπος να αποκτήσουμε πληροφορίες για την κατανομή των αποθεμάτων κρατικών ομολόγων ανά οφειλέτη είναι μέσω των επικοινωνιών ιδιωτικών τραπεζών και οικονομικών αναλυτών. Αυτό που προκύπτει σαφώς από τέτοιες αναλύσεις είναι ότι η χρηματοδότηση του ελληνικού χρέους είναι πάνω απ' όλα ευρωπαϊκό ζήτημα, καθώς πίσω από την υποχρέωση του χρέους βρίσκονται κυρίως ευρωπαϊκές τράπεζες. Στο πρώτο τέταρτο του 2011 οι Ευρωπαίοι επενδυτές αποτελούσαν το 90% του συνολικού χρέους (Credit Suisse, 2011), 29% εκ του οποίου χορηγούταν από Έλληνες κατοίκους. Σε έναν τομεακό διαχωρισμό οι τράπεζες αντιπροσωπεύουν την κύρια ομάδα επενδύσεων με χαρτοφυλάκιο 124 δισ. ευρώ αποτελούν ένα μερίδιο της τάξης του 43% στη χρηματοδότηση των ελληνικών κρατικών ομολόγων το πρώτο τέταρτο του 2011 (το δημόσιο χρέος στην Ελλάδα ανερχόταν στα περίπου 350 δισ. ευρώ συνολικά το 2011). Διάφορα επενδυτικά κεφάλαια, συνταξιοδοτικά ταμεία και ασφαλιστικές εταιρίες κατέχουν γύρω στο 47% του συνολικού δημοσίου χρέους, ένα 4% ανήκει σε κυβερνητικούς πιστωτές και κεντρικές τράπεζες, άλλο ένα 4% απορροφάται από άλλους επενδυτές (Credit Suisse, 2011). Στο πλαίσιο του προγράμματός της αγοράς κρατικών ομολόγων (SMP) η ΕΚΤ εισέπραξε κατά προσέγγιση 45 δισ. ευρώ από το πακέτο ομολόγων (Pascual-Ghezzi, 2011). Μεταξύ των τραπεζών αυτές των Γάλλων είναι περισσότερο εκτεθειμένες προς την Ελλάδα, αν και οι γερμανικές και οι αγγλικές τράπεζες έχουν επίσης συσσωρεύσει σημαντικές αξιώσεις προς τους Έλληνες, έχουν ακόμα μεγαλύτερη έκθεση προς την Ιρλανδία, και οι Ισπανοί παίζουν ένα μεγαλύτερο ρόλο στη χρηματοδότηση του πορτογαλικού χρέους. Οι ιταλικές τράπεζες διατρέχουν μικρό κίνδυνο σε άλλες σοβαρά χρεωμένες χώρες της Ευρωζώνης. Η υποχρέωση χρέους αφορά κυρίως σε ομόλογα (το 2011 γύρω στο 75%), η πλειοψηφία των οποίων εκφράζονται σε ευρώ και μόνο ένα αμελητέο ποσοστό κυκλοφορεί ως ξένο ομόλογο. Από τους δύο επίσημους πιστωτές, η ΕΕ αντιπροσωπεύει περίπου 15%, και το ΔΝΤ ένα 5% στις αρχές του 2011. Οι δύο τελευταίοι θα αναλάβουν μελλοντικά ένα συνεχώς αυξανόμενο μερίδιο στη χρηματοδότηση του χρέους ενώ το ποσοστό των ιδιωτικών επενδύσεων στα αποθέματα των κρατικών ομολόγων σταδιακά μειώνεται (Credit Suisse, 2011).

Αξίζει να αναφερθεί από περιέργεια πως στην περίπτωση της Ελλάδας οι παρεχόμενες από την ΕΕ πιστώσεις δεν χρηματοδοτούνται από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας άλλα ελήφθησαν από την ελληνική κυβέρνηση με τη μορφή διμερών δανείων.

### *Το ελληνικό δημόσιο χρέος και η κρίση χρέους*

Η εμπιστοσύνη των επενδυτών κλονίστηκε ιδιαίτερα αναφορικά με το ελληνικό δημόσιο χρέος όταν η ελληνική κυβέρνηση ανακοίνωσε τον Οκτώβριο του 2009 ότι αντί για το προγραμματισμένο έλλειμμα της τάξεως του 6,7% το αληθινό ποσοστό θα έφτανε το 12,7%. Μετά από αυτό τα ελληνικά ομόλογα σύντομα υποβαθμίστηκαν. Το Μάιο του 2010 προετοιμάστηκε για την Ελλάδα ένα κοινό πακέτο διάσωσης από την ΕΕ και το ΔΝΤ. Η πίστωση ύψους 30 δισ. ευρώ που παρεσχέθη από την ΕΕ είχε επιτόκιο της τάξεως του 5%, το οποίο είναι κάπως ακριβότερο από το επιτόκιο της πιστώσεως που απαιτήθηκε από χώρες της Νότιας Ευρώπης άλλα σήμαινε καλύτερους όρους απ' ότι ανέμεναν οι ιδιώτες επενδυτές. Το ΔΝΤ προμήθευσε την Ελλάδα με πίστωση έκτακτης ανάγκης ύψους 15 δισ. ευρώ την ίδια περίοδο, στο πλαίσιο των συνηθισμένων πιστωτικών διευκολύνσεων που εφαρμόζονται προς εξισορρόπηση των ανισορροπιών πληρωμών. Πράγματι δεν επρόκειτο για μια έγκαιρη και εφάπαξ παραχώρηση πίστωσης αλλά έγινε μια συμφωνία για ένα πακέτο πιστώσεων 110 δισ. ευρώ μεταξύ των κρατών της Ευρωζώνης και του ΔΝΤ για την περίοδο 2010-2012. Μετά τις διαπραγματεύσεις, στη διάρκεια των οποίων οι Γερμανοί διεκδικούσαν την κοινοποίηση ενός προγράμματος δημοσιονομικών περιορισμών, τα ελληνικά ομόλογα υποβαθμίστηκαν ξανά από τον οίκο αξιολόγησης Moody's. Το 2010 απαιτήθηκαν από την Ελλάδα ευρείας κλίμακας μέτρα λιτότητας: οι μισθοί και οι συντάξεις των δημοσίων υπαλλήλων πάγωσαν, οι πρόσθετες παροχές διατηρήθηκαν, ο ΦΠΑ αυξήθηκε και επιπρόσθετα επιβλήθηκαν ειδικοί φόροι κατανάλωσης σε ορισμένα προϊόντα. Ταυτοχρόνως αναγγέλθηκε ακόμα η αναδιάρθρωση των συστημάτων υγείας και συνταξιοδότησης και της δημόσιας

διοίκησης. Ωστόσο η απόκλιση στην πληρωμή των μισθών του δημοσίου τομέα, η επιβραδυνόμενη ανάπτυξη του ΑΕγχΠ και το υψηλότερο απ' ότι αναμενόταν επίπεδο του ελλείμματος σηματοδοτούσαν πως η Ελλάδα σύντομα θα χρειαζόταν ανανεωμένη οικονομική βοήθεια. Η κυβέρνηση έφερε τη βασισμένη στην πρόταση της ΕΕ στρατηγική της για μεσοπρόθεσμη χρηματοοικονομική προσαρμογή στην Βουλή, η οποία μεταξύ άλλων περιείχε ένα πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων ύψους 50 δισ. ευρώ (που αναλογούσε στο 20% του δημοσίου χρέους) προς εφαρμογή μέχρι το 2014 (Pascual-Ghezzi, 2011). Το 2011 κατέστη προφανές ότι το ελληνικό δημόσιο χρέος αναπτύσσεται ταχύτερα από την ίδια την οικονομία.

Τον Οκτώβριο του 2011 μετά τη συμφωνία των κυβερνήσεων της Ευρωζώνης τον Ιούλιο ο Cline (2011) προσεγγίζει αρκετά αισιόδοξα τη βιωσιμότητα του ελληνικού δημοσίου χρέους. Σύμφωνα με αυτόν η κατάσταση δεν είναι τόσο ανέλπιδη, όπως κάποιος μπορεί να συμπεράνει βάσει του επιπέδου του δημοσίου χρέους, καθώς το καθαρό δημόσιο χρέος (μειωμένο από αξιώσεις) δείχνει μια πολύ πιο ευνοϊκή εικόνα από ότι το ακαθάριστο χρέος και οι όροι τοκισμού βελτιώνονται διαρκώς. Η κρίση χρέους συνεπαγόταν μιας σημαντικής αύξησης των επιτοκίων, ωστόσο, η συμφωνία του Ιουλίου του 2011 μετρίασε το πληρωτέο επιτόκιο, μεταξύ άλλων εμπλέκοντας τον ιδιωτικό τομέα (PSI), όπως επίσης αναφορικά με την εξυπηρέτηση χρεών προς την Ευρωπαϊκή Ένωση. Το μεγαλύτερο από το αναμενόμενο μέγεθος του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων (50 δισ. ευρώ) όπως και η αναδιάρθρωση του χρέους με προθεσμία 10 και 30 ετών στην περίπτωση χρηματοδότησης από την Ευρωζώνη, ή η επιμήκυνση της προθεσμίας στα 30 έτη στην περίπτωση απωλειών προς τον ιδιωτικό τομέα ενδυναμώνουν τη βιωσιμότητα. Μολαταύτα ο Cline (2011) σημειώνει πως το πρωτογενές ισοζύγιο πρέπει να παρουσιάζει πλεόνασμα ύψους 6% στο πέρας πολλών ετών ώστε το δημόσιο χρέος να ακολουθήσει καθοδική πορεία. Επιπλέον, μπορεί να ειπωθεί πως το ανάλογο του ΑΕγχΠ βάρος των ελληνικών κρατικών δαπανών επίσης διαθέτει χώρο για περικοπές κόστους, καθώς με την επικράτηση κατά 46% την περίοδο 2009-2010 υπερಿಸχύει του 42% κατά μέσο όρο των G7 (Cline, 2011). Ο Cline προέβλεψε ένα λόγο του χρέους προς το ΑΕγχΠ της τάξεως του 113% μέχρι το 2020 για την Ελλάδα βάσει ενός ετήσιου πρωτογενούς πλεονάσματος 6% και πραγματικής ανάπτυξης του ΑΕγχΠ γύρω στο 2-3%.

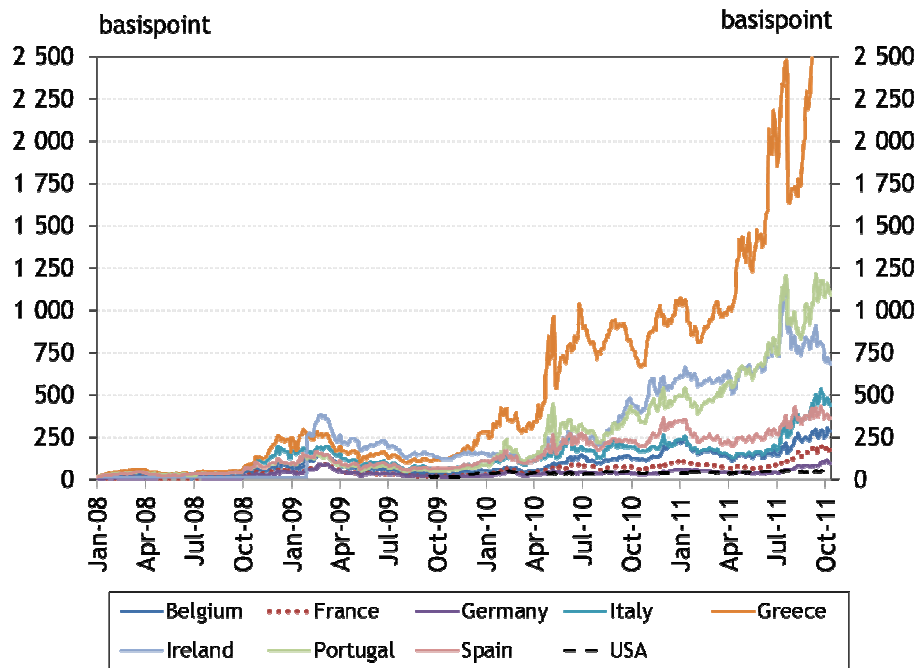
Η κλιμάκωση του προβλήματος χρέους σε δημοσιονομική κρίση επέβαλλε στην Ευρωζώνη την καθιέρωση του ευρωπαϊκού μηχανισμού σταθερότητας. Έπειτα προετοιμάστηκε ένα πακέτο διάσωσης για την Ιρλανδία και την Πορτογαλία προς αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών. Το Μάιο του 2011 η Standard&Poor's ανακοίνωσε υποβάθμιση του ελληνικού χρέους. Τον Ιούλιο του 2011 η ΕΕ κατέληξε σ' ένα νέο πακέτο για την Ελλάδα, το οποίο όχι μόνο περιελάμβανε ένα πιστωτικό όριο (109 δισ. ευρώ), αλλά επίσης την αναδιάρθρωση του ισχύοντος ελληνικού χρέους. Αυτά συνεισέφεραν σ' ένα πολύ χαμηλότερο πληρωτέο επιτόκιο (αντί για το προγραμματισμένο επιτόκιο ύψους 5%, το επιτόκιο προς χώρες της Ευρωζώνης μειώθηκε στο 3,5% για την περίοδο 2011-2014). Με την επιμήκυνση της περιόδου χάριτος για αναχρηματοδότηση στα 10 έτη και λαμβάνοντας υπόψη τις διατάξεις για τον ιδιωτικό τομέα με τη μερική άφεση και ανταλλαγή του ονομαστικού χρέους (που θέτει τις απώλειες των ιδιωτών επενδυτών στα 135 δισ. ευρώ έως το 2020) το βάρος του χρέους αμβλύθηκε περαιτέρω (MNB 2011). Το 2012 είχε ξεκινήσει η ιδιωτικοποίηση της περιοχής του αθηναϊκού αεροδρομίου, της ΔΕΠΑ, των κρατικών λαχείων και του κρατικού τζόγου. Αυτό που κάπως πλήττει τις θετικές προσδοκίες είναι πως οι τράπεζες χρίζουν ανακεφαλαιοποίησης και οι εγγυήσεις του χρέους του ιδιωτικού τομέα χρειάζονται ανανέωση που προϋποθέτει κρατικές ενέσεις κεφαλαίου. Για να αποφευχθεί η μετάδοση είναι νευραλγικό να εξασφαλιστεί η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, αφού στο χαρτοφυλάκιο των ευρωπαϊκών τραπεζών υπάρχει ένα σημαντικό απόθεμα ομολόγων εκδομένων από ελληνικές τράπεζες (Toschi, 2011).

Οι ευνοϊκοί όροι τοκισμού και οι πιστωτικές υποχρεώσεις ήταν αναπόφευκτες και επίκαιρες καθώς βάσει των επιβαρύνσεων επιτοκίου το 2012 κατέστη φανερό πως η Ελλάδα δεν μπορεί να χρηματοδοτηθεί από ιδιωτικές κεφαλαιαγορές. Συχνά αναφερόταν στην προπαγάνδα σχετικά με την Ελλάδα πως θα άξιζε να διαγραφεί ένα 50% της συνιστώσας του δημοσίου χρέους που αντιστοιχεί στον ιδιωτικό τομέα. Τέτοια επιχειρηματολογία – αν λάβουμε υπόψη την προτεραιότητα του χρηματοδοτούμενου από δημόσιους φορείς προς ιδιώτες επενδυτές χρέους – έπληξε περαιτέρω την κρίση της Ελλάδας και αύξησε τις επιβαρύνσεις τοκισμού. Τα υψηλά ασφάλιστρα επιπλέον επηρέασαν αρνητικά την κρίση δύο άλλων σημαντικά χρεωμένων χωρών, της Ισπανίας και της Ιταλίας, συνεπώς η λογική του νέου πακέτου διάσωσης βασιζόταν μερικά στην ικανότητα να «σταματήσει τη μετάδοση» και να αποτρέψει την πιθανή αδυναμία πληρωμής χρεών άλλων μελών της Ευρωζώνης. Οι κρατικοί φορείς ανέλαβαν 38% του συνολικού ελληνικού χρέους για να μετριάσουν τοιούτοτρόπως τον κίνδυνο αδυναμίας πληρωμής του δημοσίου (Toschi, 2011). Για την ΕΚΤ και τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης έγινε συνεπώς προτεραιότητα η εξασφάλιση της ρευστότητας και η διατήρηση μακροπρόθεσμα του ελληνικού αξιόχρεου και η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης προς τη χώρα.



Το 2008 προ της κρίσης υπήρχαν διαφορές περίπου δέκα μονάδων βάσης μεταξύ των γερμανικών και των ελληνικών δεκαετών λαχειοφόρων ομολογιών, οι οποίες διευρύνθηκαν στις 400 μονάδες βάσης το 2010 (Nelson et al., 2010). Τα πενταετή ασφάλιστρα κινδύνου επίσης υποδεικνύουν πως η επανάκτηση της εμπιστοσύνης ήταν ακόμα ατελής στο τέλος του 2011, ακόμα και το Φεβρουάριο του 2012, όταν το ασφάλιστρο που χαρακτήριζε τα δεκαετή κρατικά ομόλογα έφτασε τις 3200 μονάδες βάσης (ΔΝΤ, 2012). Αυτή η αντίδραση της αγοράς οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό στην αβεβαιότητα των ιδιωτών επενδυτών αναφορικά με τις αναμενόμενες απώλειες. Η πιθανότητα αδυναμίας πληρωμής της αγοράς υπολογίστηκε στο 65% το 2011 (Toschi 2011). Στις 21 Φεβρουαρίου κατέστη τελικά δυνατό να συμφωνηθούν με την ομάδα των πιστωτών με αρχηγό το Ινστιτούτο Διεθνών Οικονομικών οι όροι της ανταλλαγής του χρέους, γεγονός που είχε καταπραϊντική επίδραση στις προσδοκίες της αγοράς.

Εικόνα 1: Πενταετή ασφάλιστρα κινδύνου στην Ευρωζώνη την περίοδο 2008-2011



Πηγή: MNB, 2011

Το 2012 η Ελλάδα απευθύνθηκε στο ΔΝΤ το Μάρτιο για νέο δανεισμό. Στα πλαίσια της διευρυμένης χρηματοδοτικής διευκόλυνσης έλαβε πίστωση ύψους 28 δισ. ευρώ για τέσσερα χρόνια, της οποίας μπορεί να κάνει ανάληψη σε ίσες δόσεις και με την οποία η προηγούμενη συμφωνία ακυρώνεται. Ήταν ιδιαίτερα σημαντικό να φροντίσει να παρουσιάσει τις απαραίτητες εγγυήσεις στις αρχές του 2012, καθώς ένα απόθεμα ομολόγων μεγαλύτερης αξίας λήγει σύντομα. Τα μέλη της Ευρωζώνης συνεισφέρουν στη χρηματοδότηση της Ελλάδας με ακόμα 144,7 δισ. ευρώ. Η Ελλάδα πρέπει να αντιμετωπίσει με αρκετές καθυστερήσεις σε σχέση με τους στόχους που είχαν τεθεί στην προηγούμενη έκτακτης ανάγκης. Δεν επέτυχε την πραγματοποίηση δημοσιονομικής μεταρρύθμισης σε επαρκές επίπεδο (αν και βελτίωσε το πρωτογενές ισοζύγιο κατά συνολικά πάνω από 8% την περίοδο 2009-2011 αυξάνοντας το ΦΠΑ και τους φόρους εισοδήματος και ακίνητης περιουσίας, ωστόσο το 2011 το πρωτογενές έλλειμμα ανερχόταν στο 2,5% αντί για το προβλεπόμενο πλεόνασμα ύψους 1,5%). Ο προϋπολογισμός παλεύει με διάφορα ζητήματα στην πλευρά των εσόδων ως συνέπεια της χαμηλής προθυμίας πληρωμής φόρων. Στην πλευρά των δαπανών, παρά τη μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού το επίπεδο των επιδομάτων, που δημιουργήθηκε την τελευταία δεκαετία, είναι ακόμα αρκετά υψηλό. Οι μακροοικονομικές μεταβλητές έχουν βελτιωθεί λιγότερο, απ' ό,τι προβλεπόταν, μεταξύ άλλων τα πραγματικά ποσοστά ανταγωνιστικότητας, πλην του βασισμένου στο κόστος εργασίας ανά μονάδα, τα οποία έχουν μειωθεί κατά 10% από το 2010. Η συχνά αναφερόμενη ανεπάρκεια της ελληνικής οικονομίας είναι η έλλειψη ικανοποιητικής ευελιξίας της αγοράς εργασίας που αποτρέπει τη στροφή της οικονομίας σε μια επεκτατική οδό και τη μείωση της ανεργίας. Μια οικονομία κυρίως βασισμένη στον τουρισμό και τη ναυτιλία δυσκολεύεται να επανέλθει από την κάμψη λόγω της γενικής ευρωπαϊκής ύφεσης. Το ΔΝΤ (2012) προβλέπει πρώτα πραγματική ανάπτυξη του ΑΕγχΠ το 2014, υπολογίζει μια πτώση κατά 4,8% το 2012 και οικονομική στασιμότητα το 2013. Την περίοδο 2014-2020 παρουσιάζει μια μέση ανάπτυξη ύψους 2,5-3%.

Το ΔΝΤ (2012) αναμένει ένα πρωτογενές πλεόνασμα ύψους 4% το 2014 και θεωρεί πιθανό πως, προϋποθέτοντας επαρκή απελευθέρωση από το χρέος, το δημόσιο χρέος μπορεί να συμπιεστεί στο 120%. Φυσικά αναγνωρίζει κάποιους κινδύνους σχετικά με την πραγματοποίηση αυτών των αριθμών, οπότε επιβεβαιώνει ότι ελλείψει των αναχρηματοδοτήσεων της ΕΚΤ και επίσημης στήριξης δεν μπορεί να διασφαλιστεί η προγραμματισμένη πορεία του χρέους που μπορεί να οδηγήσει ακόμα και στην έξοδο της Ελλάδας από την Ευρωζώνη, κάτι που αποτελεί κίνδυνο ακόμη και για το ΔΝΤ.

Πολλά εξαρτώνται από τα εκλογικά αποτελέσματα, πόσο αφοσιωμένη θα είναι η νέα κυβέρνηση στην εφαρμογή των διαρθρωτικών αλλαγών και στη γενική διατήρηση της δημοσιονομικής πειθαρχίας μακροπρόθεσμα.

### Σύνοψη

Η Ελλάδα είναι ένα εύγλωττο παράδειγμα ότι ο σεβασμός των κριτηρίων του Μάαστριχτ τα οποία υστερούν οποιουδήποτε οικονομικού περιεχομένου κατά κάποιους ειδικούς – ειδικά λαμβάνοντας υπόψη την επίδραση των χρηματοοικονομικών κρίσεων που προέκυψαν κατά καιρούς – είναι αναγκαίος για τη σταθερότητα της νομισματικής ένωσης με κράτη-μέλη διαφορετικού επιπέδου οικονομικής ανάπτυξης. Η διάσωση της Ελλάδας δεν αποτελεί απλά θέμα υπόληψης για τα μέλη της Ευρωζώνης αφού η ελληνική κρίση συνεπάγεται – συμπεραίνοντας από συνέπειες προηγούμενων κρίσεων – την απειλή της μετάδοσης. Η χρεοκοπία μιας χώρας μπορεί να επιφέρει την παρακμή και τελικά τη διάλυση της Ευρωζώνης, που θα προκαλούσε εκτός των προφανών πολιτικών επιπτώσεων γιγάντιες επιπλοκές στις ευρωπαϊκές χρηματοδοτικές σχέσεις, καθώς η χρήση του κοινού νομίσματος κατέστησε αχρείαστη τη διαχείριση συναλλαγματικού κινδύνου από διεθνείς ομίλους τουλάχιστον εντός της Ευρωζώνης και στην περίπτωση αιτήματος πίστωσης ανάλογα με τη γεωγραφική τους θέση. Ξαφνικά αντί για χρέος εκφρασμένο σε ομογενές νόμισμα οι φορείς και πελάτες του τραπεζικού συστήματος θα έρχονταν αντιμέτωποι με υποχρεώσεις σε 17 διαφορετικά νομίσματα στην χειρότερη περίπτωση.

Το ζήτημα της παρατηρημένης στην Ευρωζώνη εξωτερικής ανισορροπίας προτάσσει την ανάγκη για ένα σύστημα αντιστάθμισης στο οποίο τα κράτη-μέλη αποζημιώνονται μεταξύ τους προς εξισορρόπηση του ισοζυγίου πληρωμών με σύμφωνη γνώμη όλων, αυτά με πλεόνασμα αποζημιώνουν αυτούς με προσωρινό έλλειμμα. Μια καλύτερη εναρμόνιση των δημοσιονομικών πολιτικών αξίζει επίσης να συζητηθεί, όπως επίσης η λειτουργία ενός κοινού ασφαλιστικού μηχανισμού και η έκδοση ευρωομολόγων φαίνεται να είναι μια ολοένα ρεαλιστικότερη εναλλακτική λύση.

Μετέφρασε η Αγγελική Νεβσεχιρλίογλου

\*

### Αναφορές

- Araujo, A., Leon M. (2004): Speculative Attacks on Debts and Optimum Currency Area: a Welfare Analysis. *Working Paper Series*. 84/2004. Banco Central do Brasil.
- Cline, W. R. (2011): Sustainability of Greek Public Debt. Peterson Institute for International Economics. Number PB 11-15
- Czeti, T., Hoffmann, M. (2006): A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk. *MNB-tanulmányok*. 50.
- Credit Suisse (2011): *Greece. A restructuring scenario analysis*. Fixed income research. 16 Μαΐου 2011. [http://www.cincodias.com/5diasmedia/cincodias/media/201202/21/mercados/20120221cdscdsmer\\_1\\_Pes\\_PDF.pdf](http://www.cincodias.com/5diasmedia/cincodias/media/201202/21/mercados/20120221cdscdsmer_1_Pes_PDF.pdf). (5 Απριλίου 2012)
- Eurobank EFG (2012): Equity Research. 23 Φεβρουαρίου 2012. <http://www.eurobankequities.gr>.
- Fotopoulos, T. (1992): Economic restructuring and the debt problem: the Greek case. *International Review of Applied Economics*. Volume 6, Issue 1. σελ. 38-64.
- Gros, D. (1996): *Seigniorage in the EC*. In: *Functioning of the International Monetary System* (ed.: Frenkel, J. A., Goldstein, M.). Volume I. σελ. 218-231. IMF
- García, C., Restrepo, J. E., Tanner, E. (2011): *Fiscal Rules in a Volatile World – A Welfare Based Approach*. WP/11/56. *IMF Working Paper*.
- Hellenic Statistical Authority (2011): *Press release: fiscal data for the years 2007-2010*. Athens, 17 October 2011. <http://www.statistics.gr>. (2 Ιανουαρίου 2012)
- IMF (2012): *IMF country report*. No. 12/57. Μάρτιος 2012. [www.imf.org](http://www.imf.org). (April 6, 2012)
- Kouretas, G., P., Vlamis, P. (2010): The Greek Crisis. Causes and Implications. *Panoeconomicus*. 2010. 4. σελ. 391-404.

- Menguy, S. (2010): How to limit the moral hazard related to a European Stabilization Mechanism, *Journal of Economic Integration*. Vol. 25. σελ. 252-275.
- Menguy, S. (2011): *Inflation rate, indebtedness and interest rates on public debt in a monetary union. Conference on Macro and Financial Economics: Theory and Applications*, Brunel University, West London (26 Μαΐου 2011).  
[http://www.qass.org.uk/2011-May\\_Brunel-conference/2011\\_ParallelSessions.htm](http://www.qass.org.uk/2011-May_Brunel-conference/2011_ParallelSessions.htm) (10.11.2011)
- MNB (2011): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*. 2011. november. [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu). (8.11.2011)
- Moutos, T., Tsitsikas, Ch. (2010): Whither Public Interest: The Case of Greece's Public Finances. *CESifo Working Paper No. 3098*

© DKE 2012

<http://www.southeast-europe.org>  
[dke@southeast-europe.org](mailto:dke@southeast-europe.org)

\*

*Σημείωση:* Σεβαστοί ερευνητές, αν κάνετε μια αναφορά σε αυτό το τμήμα ή απόσπασμα του άρθρου, παρακαλούμε στείλτε μας ένα e-mail στο [dke@southeast-europe.org](mailto:dke@southeast-europe.org) για να μας το δηλώσετε.

Παρακαλούμε αναφερθείτε στο άρθρο ως εξής: Zsuzsanna Novák: Υπό την απειλή του ελληνικού δημοσίου χρέους. (*Μετέφρασε η Αγγελική Νεβσεχιρλίογλου*), *Délkelet Európa – South-East Europe International Relations Quarterly*, Τόμος 3. No.1 (Άνοιξη 2012) σελ. 11.

Σας ευχαριστούμε για την συνεργασία σας. *Αρχισυντάκτης.*