ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΓΣΕΕ

ΠΑΡΑΤΗΡΗΤΗΡΙΟ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ
ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2014

Μελέτες (Studies) / 30

# Κρίση χρέους, δημοσιονομική λιτότητα και οικονομική κρίση στην Ευρωζώνη

ΣΤΕΛΛΑ ΜΙΧΟΠΟΥΛΟΥ



ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΜΟΝΑΔΑ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΥ

# Κρίση χρέους, δημοσιονομική λιτότητα και οικονομική κρίση στην Ευρωζώνη

# Κρίση χρέους, δημοσιονομική λιτότητα και οικονομική κρίση στην Ευρωζώνη

**Στέλλα Μιχοπούλου**

Απρίλιος 2014

**ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΓΣΕΕ**

**Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων**

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

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

**Επιμέλεια εξωφύλλου:** Βάσω Αβραμοπούλου

**Γλωσσική επιμέλεια - Διορθώσεις:** Ματίνα Βασιλείου

**Φωτογραφία εξωφύλλου:** www.shutterstock.com

**Ηλεκτρονική σελιδοποίηση:** Μάρθα Δελτούζου

**Εκτύπωση - Παραγωγή:** ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΕΒΕ

© ΙΝΕ ΓΣΕΕ

ISBN: 978-960-9571-49-4

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

# Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων

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

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

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

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

**Γιάννης Παναγόπουλος**
*Πρόεδρος ΙΝΕ ΓΣΕΕ*

# Περιεχόμενα


| | | |
|---|---|---|
| **1** | **Εισαγωγή** | **9** |
| **2** | **Το κυρίαρχο δόγμα δημοσιονομικής πολιτικής** | **13** |
| 2.1 | Ο ρόλος της δημοσιονομικής πολιτικής στο μοντέλο της «νέας συναίνεσης» | 15 |
| 2.2 | Συμβατικές αποκλίσεις μετά την κρίση | 18 |
| **3** | **Δημοσιονομική λιτότητα: Επιλογή ύφεσης, ανεργίας και χρηματοπιστωτικής αστάθειας** | **25** |
| **4** | **Το θεμελιακό θεσμικό κενό στην αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης** | **31** |
| 4.1 | Ο φαύλος κύκλος λιτότητας-ύφεσης-δημοσιονομικής και οικονομικής κρίσης | 37 |
| **5** | **Λιτότητα και δημοσιονομική φερεγγυότητα: Εμπειρική ανάλυση** | **43** |
| 5.1 | Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας | 44 |
| 5.2 | Στατιστική εκτίμηση του δείκτη δημοσιονομικής φερεγγυότητας | 51 |
| 5.3 | Οικονομική μεγέθυνση και δημοσιονομική φερεγγυότητα: Οικονομετρική ανάλυση | 71 |
| **6** | **Συμπεράσματα** | **77** |
| | **Βιβλιογραφία** | **79** |
| | **Παράρτημα** | **85** |

# 1. Εισαγωγή

Τα τελευταία τέσσερα χρόνια, η Ευρωζώνη αντιμετωπίζει μια πολύπλευρη κρίση επιβίωσης. Μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης το 2007-2009, πολλές κυβερνήσεις ευρωπαϊκών και άλλων χωρών, αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων, επιχείρησαν να υποστηρίξουν με δημοσιονομικά μέσα τις οικονομίες τους για να περιορίσουν τις αρνητικές συνέπειες στην απασχόληση και την οικονομική δραστηριότητα. Ανάλογα με την κατάσταση και τις ανάγκες της κάθε εθνικής οικονομίας, οι κυβερνήσεις επιδίωξαν αρχικά να διασώσουν το χρηματοπιστωτικό τους σύστημα από το ρίσκο της κατάρρευσης και της χρεοκοπίας. Παράλληλα, πολλές κυβερνήσεις αποδέχτηκαν τη μετάβαση των οικονομιών τους σε κατάσταση υψηλότερων δημοσιονομικών ελλειμμάτων, είτε ως αποτέλεσμα της λειτουργίας των αυτόματων σταθεροποιητών είτε ως συνέπεια της επιλογής τους για δημοσιονομική επέκταση, στοχεύοντας στην αντιστάθμιση της πτώσης της ενεργού ζήτησης που προκάλεσε η χρηματοπιστωτική κρίση.

Ωστόσο, η πολιτική επιλογή αύξησης του δημόσιου ελλείμματος και χρέους στο πλαίσιο της αρχιτεκτονικής της Ευρωζώνης δημιούργησε αρνητικές προσδοκίες για πιθανά προβλήματα φερεγγυότητας και αξιοπιστίας. Επιπρόσθετα, προσδοκίες για μελλοντικές φορολογικές αυξήσεις αφύπνισαν τα αντανακλαστικά συντηρητικών Ευρωπαίων πολιτικών, οικονομολόγων και ασκούντων οικονομική πολιτική. Οι εξελίξεις αυτές, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι η οικονομική πολιτική στην Ευρωζώνη είναι έντονα επηρεασμένη από συμβατικές οικονομικές ιδέες, οδήγησαν πολλές κυβερνήσεις, ειδικά χωρών που αντιμετώπιζαν υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα, να προσαρμοστούν γρήγορα στο κυρίαρχο δόγμα και να υιοθετήσουν πολιτική δημοσιονομικής λιτότητας, επιδιώκοντας τη δημοσιονομική προσαρμογή τους μέσω της μείωσης των λόγων δημόσιου ελλείμματος και δημόσιου χρέους στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (στο εξής ΑΕΠ).

Η δημοσιονομική λιτότητα αναδείχτηκε έτσι σε κυρίαρχη επιλογή δημοσιονομικής προσαρμογής και μακροοικονομικής διαχείρισης, και σηματοδότησε την προσαρμογή των εθνικών οικονομιών στις απαιτήσεις των αγορών για αξιοπιστία και φερεγγυότητα. Ωστόσο, η επιλογή της λιτότητας ως μέσου δημοσιονομικής προσαρμογής είναι επιλογή ύφεσης και έχει προκαλέσει στις χώρες που την εφαρμόζουν μεγάλη οικονομική και κοινωνική καταστροφή, που μπορεί να ερμηνευθεί μόνο εάν κατανοήσουμε, όπως σημειώνει ο Krugman (2012), τη λογική της συμβατικής σοφίας. Στη σχετική βιβλιογραφία γίνεται πλέον λόγος για την «εποχή της λιτότητας», αφού η δημοσιονομική λιτότητα θεωρείται αναγκαίο και αναπόφευκτο μέσο δημοσιονομικής προσαρμογής των οικονομιών που έχουν υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα και υψηλό δημόσιο χρέος.

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η ιδέα πως το γερμανικό αναπτυξιακό μοντέλο μπορεί να γίνει μοντέλο ανάπτυξης της ΕΕ είναι επικίνδυνη και καταστροφική. Η δυναμική της γερμανικής οικονομίας μετά την εισαγωγή του ευρώ στηρίχτηκε στις εξαγωγές και την εισοδηματική λιτότητα. Η ισχυρή βιομηχανική δομή του γερμανικού καπιταλισμού μπορούσε, χάρη στις επιλογές πολιτικής οικονομικού εθνικισμού, να δημιουργήσει σταθερότητα μέσω της αντιστάθμισης που παράγουν τα εμπορικά πλεονάσματα στις αρνητικές μεταβολές της εγχώριας κατανάλωσης εξαιτίας της εισοδηματικής λιτότητας. Το ίδιο δεν μπορεί να συμβεί σε χώρες με διαρθρωτικά παραγωγικά προβλήματα, με χαμηλή ανταγωνιστικότητα και υψηλά εμπορικά ελλείμματα. Επίσης, το γερμανικό μοντέλο δεν μπορεί να εφαρμοστεί ταυτόχρονα και με επιτυχία σε όλες τις χώρες. Ο λόγος είναι ότι η επιτυχία του εξαρτάται από τη συσσώρευση ελλειμμάτων στις άλλες χώρες. Ο οικονομικός εθνικισμός είναι ένα παίγνιο μηδενικού αθροίσματος, δημιουργεί κερδισμένους και χαμένους. Η επιτυχία της Γερμανίας στη μεταΟΝΕ περίοδο ήταν το αποτέλεσμα της μετάβασης των χωρών του ευρωπαϊκού κυρίως Νότου σε υψηλότερα επίπεδα δανεισμού και σε καθεστώς μη διατηρήσιμων εισαγωγών.

Πιο συγκεκριμένα, η μελέτη χωρίζεται στις εξής ενότητες: Στην Ενότητα 2 παρουσιάζουμε τις βασικές συμβατικές ιδέες για την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής και τις τελευταίες εξελίξεις στη συμβατική έρευνα, που απορρίπτουν τη βιαιότητα της δημοσιονομικής λιτότητας. Στην Ενότητα 3 αναπτύσσονται τα βασικά επιχειρήματα της μη συμβατικής οικονομικής σκέψης στην παράδοση των Minsky – Keynes, τα οποία αμφισβητούν την αποτελεσματικότητα της δη-

μοσιονομικής λιτότητας, υποστηρίζοντας ότι είναι επιλογή ύφεσης, ανεργίας και χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Στην Ενότητα 4 αναπτύσσουμε βασικά επιχειρήματα της προσέγγισης Minsky στην ανάλυση των περιορισμών ρευστότητας και φερεγγυότητας του δημόσιου τομέα και αναδεικνύουμε το θεσμικό έλλειμμα ρευστότητας σε μείζονα αιτία της κρίσης χρέους της Ευρωζώνης. Η ανάλυσή μας επικεντρώνεται στις αρνητικές συνέπειες των πολιτικών λιτότητας στη φερεγγυότητα των εθνικών κρατών που έχουν εκχωρήσει τη νομισματική τους ανεξαρτησία. Στην Ενότητα 5 προτείνουμε ένα δείκτη δημοσιονομικής φερεγγυότητας και επιχειρούμε την εμπειρική του εκτίμηση για τις 17 χώρες-μέλη της Ευρωζώνης. Τα εμπειρικά ευρήματα μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η λιτότητα έχει μειώσει τη δημοσιονομική φερεγγυότητα των κρατών-μελών της Ευρωζώνης, με εξαίρεση τη Γερμανία. Παράλληλα, επιχειρούμε οικονομετρική ανάλυση, χρησιμοποιώντας pool data analysis, της σχέσης μεταξύ του δείκτη δημοσιονομικής φερεγγυότητας και της οικονομικής μεγέθυνσης. Η Ενότητα 6 παρουσιάζει τα βασικά συμπεράσματα της μελέτης.

# 2. Το κυρίαρχο δόγμα δημοσιονομικής πολιτικής

Τα τελευταία χρόνια, η δημόσια συζήτηση για την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής έχει περάσει διάφορες φάσεις. Αμέσως μετά το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-8 κυριάρχησε η ιδέα της δημοσιονομικής επέκτασης, για να αποφευχθεί μια νέα παγκόσμια ύφεση ανάλογη εκείνης της δεκαετίας του 1930. Αρκετοί αναλυτές αξιολόγησαν, με υπερβολική βιασύνη, την επιλογή αυτή ως επιστροφή στον κεϋνσιανισμό.

Στη συνέχεια, και ως συνέπεια της αύξησης του δημόσιου ελλείμματος και χρέους σε πολλές χώρες, το ενδιαφέρον και η προσπάθεια των ασκούντων οικονομική πολιτική στράφηκε προς την εφαρμογή δημοσιονομικής λιτότητας. Το κυρίαρχο δόγμα όριζε την ανάγκη δημοσιονομικής προσαρμογής των εθνικών οικονομιών σε χαμηλότερα ποσοστά δημόσιου ελλείμματος και χρέους στο ΑΕΠ, ώστε να μην κλονιστεί η αξιοπιστία τους στις διεθνείς αγορές ομολόγων. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση (στο εξής ΕΕ), η μεταστροφή αυτή πήρε μεγάλες διαστάσεις μετά το ξέσπασμα της ελληνικής κρίσης χρέους και τη δημοσιονομική και τραπεζική αστάθεια στις χώρες του ευρωπαϊκού Νότου.

Στην περίπτωση της Ελλάδας, η χρηματοοικονομική διάσωσή της από την πολύ πιθανή δημοσιονομική χρεοκοπία τον Μάιο του 2010 και τον Μάρτιο του 2012 συνοδεύτηκε από συγκεκριμένους όρους εφαρμογής ενός προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής με βίαιη δημοσιονομική λιτότητα, στο πρότυπο των προγραμμάτων σταθεροποίησης του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ).[1] Ο Kitromilides (2011) παρατηρεί ότι η υλοποίηση του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής στην Ελλάδα άνοιξε τον ασκό του Αιόλου για την

1. Για τη φιλοσοφία και τα βασικά χαρακτηριστικά των προγραμμάτων σταθεροποίησης του ΔΝΤ, βλ. Μιχοπούλου (2012).

εξάπλωση της δημοσιονομικής λιτότητας μέσα και έξω από την Ευρωζώνη, ειδικά σε χώρες με σημαντικά δημοσιονομικά ελλείμματα, όπως π.χ. στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Σε όλες τις εθνικές περιπτώσεις λήψης μέτρων δημοσιονομικής λιτότητας, τα επιχειρήματα ήταν τα ίδια. Η άμεση και αποτελεσματική μείωση των δημόσιων ελλειμμάτων, με δραματική μείωση κυρίως των δημόσιων (κοινωνικών) δαπανών, κατέληξε να γίνει «μονόδρομος» οικονομικής πολιτικής για τις οικονομίες που επιδιώκουν να ανακτήσουν την εμπιστοσύνη και να αποφύγουν την τιμωρία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Πρέπει να σημειωθεί ότι ο επαναπροσανατολισμός της οικονομικής πολιτικής στην κατεύθυνση της δημοσιονομικής λιτότητας πραγματοποιήθηκε σε μια περίοδο που η παγκόσμια οικονομία δεν είχε περάσει σε φάση ουσιαστικής ανάκαμψης, ενώ η νομισματική πολιτική έδειχνε εγκλωβισμένη στα όρια του μηδενικού επιτοκίου. Ο Krugman (2012) αναφέρεται στον εγκλωβισμό των οικονομιών στην παγίδα ρευστότητας και υποστηρίζει την αδυναμία της νομισματικής πολιτικής να δημιουργήσει την αναγκαία ιδιωτική και, κυρίως, επενδυτική δαπάνη για την έξοδό τους από τη στασιμότητα.

Το επιχείρημα βέβαια των υποστηρικτών της δημοσιονομικής λιτότητας στηρίζεται στην υπόθεση ότι η επιταχυνόμενη μείωση των δημόσιων ελλειμμάτων είναι απαραίτητη και αναπόφευκτη για τη διατήρηση της αξιοπιστίας των κυβερνήσεων και την αποφυγή δημοσιονομικής κρίσης. Η υπόθεση, ωστόσο, δημιουργεί μια σειρά θεωρητικών και εμπειρικών ερωτημάτων γύρω από τη συσχέτιση της μείωσης του δημόσιου ελλείμματος με την οικονομική ανάκαμψη και μεγέθυνση, ως συνέπεια της άσκησης βίαιης δημοσιονομικής λιτότητας. Τα ερωτήματα αυτά σχετίζονται: πρώτον, με το εάν η δημοσιονομική λιτότητα και προσαρμογή συμβάλλει ή παρεμποδίζει την έξοδο μιας οικονομίας από τη στασιμότητα και την ύφεση· πιο συγκεκριμένα, εάν η δημοσιονομική λιτότητα και προσαρμογή δημιουργεί προϋποθέσεις εξόδου της οικονομίας από την κατάσταση χρηματοπιστωτικής αστάθειας και δημοσιονομικής χρεοκοπίας ή εάν, αντίθετα, αποσταθεροποιεί περαιτέρω το χρηματοπιστωτικό σύστημα, αυξάνοντας το πιστωτικό ρίσκο της οικονομίας και την πιθανότητα χρεοκοπίας της.

Δεύτερον, τίθεται το θέμα εάν η δημοσιονομική λιτότητα δημιουργεί το μακροοικονομικό περιβάλλον που ενθαρρύνει τις ιδιωτικές επενδυτικές αποφάσεις ή εάν προκαλεί αποπληθωριστικές επιπτώσεις που δημιουργούν αρνητικές επιδράσεις στην ψυχολογία και την εμπιστοσύνη των ιδιωτών επενδυτών στην οι-

κονομία. Τρίτον, σε τι βαθμό βελτιώνει πράγματι η δημοσιονομική λιτότητα και προσαρμογή την αξιοπιστία της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής; Οι απαντήσεις στα προαναφερόμενα ερωτήματα έχουν διαφορετικό περιεχόμενο ανάλογα με το θεωρητικό παράδειγμα στο πλαίσιο του οποίου εξετάζονται.

## 2.1. Ο ρόλος της δημοσιονομικής πολιτικής στο μοντέλο της «νέας συναίνεσης»

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες η κατανόηση της οικονομικής λογικής και της πολιτικής φιλοσοφίας της δημοσιονομικής λιτότητας και η σχέση αυτής με τη δημοσιονομική προσαρμογή είναι συνυφασμένες με το κυρίαρχο, συμβατικό μακροοικονομικό μοντέλο της «νέας συναίνεσης». Είναι λοιπόν σημαντικό να αναλυθούν τα βασικά χαρακτηριστικά και οι μείζονες υποθέσεις και παραδοχές του συγκεκριμένου μακροοικονομικού μοντέλου, έτσι ώστε να αναδειχτεί η θεωρητική βάση των πολιτικών επιχειρημάτων υπέρ της δημοσιονομικής λιτότητας.

Η ανάπτυξη του βασικού πυρήνα των υποθέσεων, ιδεών και πολιτικών της «νέας συναίνεσης» συντελέστηκε στη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, ως αποτέλεσμα σύνθεσης μεταξύ των βασικών συμβατικών μακροοικονομικών ρευμάτων σκέψης.[2] Η κύρια εξέλιξη αναφορικά με την άσκηση μακροοικονομικής πολιτικής που σηματοδοτεί η «νέα συναίνεση» αφορά την αναβάθμιση του ρόλου της νομισματικής πολιτικής και των κεντρικών τραπεζών στη διαχείριση της ενεργού ζήτησης και την υποβάθμιση του σταθεροποιητικού ρόλου της δημοσιονομικής πολιτικής.[3]

Ειδικότερα, στο πλαίσιο του μοντέλου της «νέας συναίνεσης» ο πληθωρισμός εκλαμβάνεται ως αποτέλεσμα της υπερβάλλουσας ζήτησης στην αγορά αγαθών και υπηρεσιών, η οποία με τη σειρά της είναι συνέπεια της υπερβάλλουσας προ-

2. Το μακροοικονομικό μοντέλο της «νέας συναίνεσης» συνθέτει την πολιτική φιλοσοφία του μονεταρισμού και τη μεθοδολογία των νεοκλασικών οικονομικών, των νεοκεϋνσιανών οικονομικών και της θεωρίας των πραγματικών οικονομικών κύκλων: βλ. π.χ. Argitis (2013), Woodford (2003, 2009), Blanchard (2008), Goodfriend (2007), Taylor (1997). Στην παρούσα μελέτη θα επικεντρωθούμε κυρίως στις προεκτάσεις του μοντέλου της «νέας συναίνεσης» στην οικονομική πολιτική.

3. Για πιο λεπτομερειακή ανάλυση του ρόλου της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής στο μοντέλο της «νέας συναίνεσης», βλ. Αργείτης και Κορατζάνης (2011), Arestis (2006, 2009), Arestis and Sawyer (2004, 2006, 2008).

σφοράς χρήματος. Σε αντίθεση με τη μονεταριστική θεωρία, η «νέα συναίνεση» απορρίπτει τον έλεγχο της προσφοράς χρήματος από τις κεντρικές τράπεζες, υιοθετεί όμως τη μονεταριστική εμμονή στη νομισματική σταθερότητα ως μείζονα στόχο της νομισματικής πολιτικής. Κατά την άποψή μας, αυτό είναι ουσιαστική ένδειξη της μονεταριστικής φιλοσοφίας του μοντέλου της «νέας συναίνεσης». Στο τελευταίο, ωστόσο, η νομισματική επίδραση στη διαμόρφωση της εγχώριας ζήτησης προσδιορίζεται από τη δυνατότητα των ανεξάρτητων κεντρικών τραπεζών να διαμορφώνουν το βασικό επιτόκιο δανεισμού της οικονομίας και να το προσαρμόζουν ανάλογα με τις πληθωριστικές προσδοκίες, το φυσικό ποσοστό ανεργίας και την τιμή του πληθωρισμού-στόχο.

Ως εκ τούτου, η «νέα συναίνεση» ανάγει τις νομισματικές αποφάσεις της κεντρικής τράπεζας ως προς τη διαμόρφωση του επιτοκίου σε βασικό εργαλείο άσκησης σταθεροποιητικής πολιτικής και μακροοικονομικής διαχείρισης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της οικονομίας γύρω από το «φυσικό» επίπεδο παραγωγής. Η αξία της δημοσιονομικής πολιτικής ως αποτελεσματικού εργαλείου άσκησης σταθεροποιητικής πολιτικής υποτιμάται, και ο ρόλος της περιορίζεται στο να λειτουργεί συμπληρωματικά και να βελτιώνει την αντιπληθωριστική δράση της νομισματικής πολιτικής.

Το κύριο επιχείρημα υπέρ της θεωρητικής και πρακτικής υποβάθμισης της δημοσιονομικής πολιτικής είναι ότι δημιουργεί πληθωριστικές πιέσεις και προσδοκίες, καθώς αυξάνει αφενός την ενεργό ζήτηση και αφετέρου τις δανειακές ανάγκες του κρατικού τομέα της οικονομίας. Ο δημόσιος δανεισμός απορροφά εθνική αποταμίευση, συνεπώς και τους διαθέσιμους πόρους για τη χρηματοδότηση ιδιωτικών επενδύσεων. Υποστηρίζεται επίσης ότι η άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής θα πρέπει να προσαρμόζεται στις απαιτήσεις του οικονομικού κύκλου, αποκλειστικά μέσω της λειτουργίας των αυτόματων σταθεροποιητών. Με τον τρόπο αυτό θεωρείται ότι η βραχυπρόθεσμη συμπεριφορά της οικονομίας αποδεσμεύεται από πολιτικές παρεμβάσεις στο πλαίσιο του εκλογικού κύκλου της.

Η αποδέσμευση αυτή μπορεί να διασφαλιστεί με την αντιπληθωριστική πειθαρχία της δημοσιονομικής πολιτικής και, όπως προαναφέραμε, με τη χρησιμοποίηση αυτόματων σταθεροποιητών σε ένα δημοσιονομικό περιβάλλον ισοσκελισμένων κρατικών προϋπολογισμών. Παραδείγματα αυτόματων σταθεροποιητών είναι οι προοδευτικοί φόροι και οι μεταβιβαστικές πληρωμές, που εφόσον ενσωματωθούν στο δημοσιονομικό σύστημα μπορούν να ενεργο-

ποιούνται αυτόματα και να διασφαλίζουν την αύξηση της ενεργού ζήτησης σε περιόδους ύφεσης και τη μείωσή της σε περιόδους πληθωρισμού. Συνεπώς, στο μοντέλο της «νέας συναίνεσης», μία αλλαγή στο χαρακτήρα της δημοσιονομικής πολιτικής (επεκτατική-περιοριστική) δεν έχει σημαντική επίδραση στην ενεργό ζήτηση, καθώς οι πολλαπλασιαστές θεωρούνται ότι είναι πολύ μικρότεροι της μονάδας.

Οι Αργείτης και Κορατζάνης (2011) υποστηρίζουν ότι η υποβάθμιση του ενεργού ρόλου της δημοσιονομικής πολιτικής στο μοντέλο της «νέας συναίνεσης» είναι ένδειξη της ιδεολογικής προσήλωσης του συγκεκριμένου μοντέλου στις αρχές του οικονομικού φιλελευθερισμού. Η «πίστη» στην αυτορυθμιστική ικανότητα της αγοράς παραγκωνίζει τη σημασία του ρόλου του κράτους και επιβάλλει, συνεπώς, τον εξοστρακισμό της δημοσιονομικής πολιτικής από τη μακροοικονομική διαχείριση της οικονομίας. Η εξυπηρέτηση της συγκεκριμένης πολιτικής ιδεολογίας περιορίζει τον αναλυτικό χώρο της «νέας συναίνεσης» στη χρήση αφηρημένων εννοιών και κατηγοριών, όπως οι ορθολογικές προσδοκίες, το φυσικό επιτόκιο και το φυσικό ποσοστό ανεργίας. Έτσι, η «νέα συναίνεση» αιτιολογεί την αναποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής πολιτικής ως συνέπεια της επίδρασης που ασκεί στη διαμόρφωση των ορθολογικών προσδοκιών των ατόμων αναφορικά με τις μεταβολές που θα προκαλέσει στο μελλοντικό εισόδημα και πλούτο τους και, μέσω αυτών, στη δαπάνη τους. Όπως παρατηρούν οι Αργείτης και Κορατζάνης (2011), είναι η υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών που καθιστά τη δημοσιονομική πολιτική αναποτελεσματική, καθώς τα άτομα προσαρμόζουν τις αποφάσεις δαπάνης-αποταμίευσης έτσι ώστε να αντισταθμίζονται οι κεϋνσιανού τύπου συνέπειες μιας επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής.

Οι Arestis and Sawyer (2004, 2008) ταξινομούν τα επιχειρήματα της μακροοικονομικής θεωρίας της «νέας συναίνεσης» αναφορικά με τις επιπτώσεις της δημοσιονομικής πολιτικής ως εξής (βλέπε επίσης Αργείτης και Κορατζάνης, 2011): α) Παραγκωνίζονται οι ιδιωτικές επενδύσεις εξαιτίας της απορρόφησης της εθνικής αποταμίευσης και της αύξησης του κόστους δανεισμού που επιφέρει η αύξηση του δημόσιου δανεισμού. β) Ισχύει το θεώρημα ισοδυναμίας του Ricardo, δηλαδή η δημοσιονομική πολιτική αδυνατεί να επηρεάσει την ενεργό ζήτηση εξαιτίας της αντιστάθμισης που θα προκαλέσει η μείωση της επενδυτικής και καταναλωτικής ζήτησης στην αύξηση των δημόσιων δαπανών. Το αποτέλεσμα αυτό αιτιολογείται από την υπόθεση ότι τα άτομα διαμορφώνουν ορθο-

λογικές προσδοκίες σχετικά με τις μελλοντικές επιπτώσεις της δημοσιονομικής πολιτικής και, επομένως, αυξάνουν την αποταμίευσή τους σήμερα προβλέποντας αύξηση της φορολογίας στο μέλλον. γ) Η δημοσιονομική πολιτική είναι θεσμικά αδύνατο να προσαρμοστεί στις μεταβολές των οικονομικών συνθηκών, ενώ οι επιπτώσεις της στην πραγματική οικονομία παρουσιάζουν σημαντική χρονική υστέρηση.

Η υποβάθμιση του σταθεροποιητικού ρόλου της δημοσιονομικής πολιτικής στο μοντέλο της «νέας συναίνεσης» σχετίζεται και με την άσκηση νομισματικής πολιτικής. Υποστηρίζεται ότι υπάρχει ανταγωνιστική σχέση μεταξύ δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, κυρίως στο πλαίσιο του νομισματικού καθεστώτος του πληθωρισμού-στόχο. Η υπόθεση που υιοθετείται είναι ότι η αντιπληθωριστική αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής μειώνεται από τις πληθωριστικές προσδοκίες που δημιουργεί η άσκηση ενεργητικής δημοσιονομικής πολιτικής. Καθώς η επίτευξη μη πληθωριστικής ισορροπίας είναι ο πρωταρχικός στόχος της οικονομικής πολιτικής σταθεροποίησης, η δημοσιονομική πολιτική πρέπει να υποβαθμιστεί και να περιοριστεί με κανόνες πειθαρχίας σε ένα δευτερεύοντα ρόλο, προκειμένου να μην παρεμποδίζει την επίτευξη των στόχων της νομισματικής πολιτικής (Creel and Sawyer, 2009). Με αυτόν τον τρόπο μπορεί να διασφαλιστεί η νομισματική σταθερότητα και να περιοριστεί η αβεβαιότητα στις αγορές. Η δημοσιονομική πολιτική λειτουργεί, συνεπώς, ως παράγοντας αύξησης της αξιοπιστίας της κεντρικής τράπεζας και της αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής, συμβάλλοντας, υποθετικά, στην αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων, του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης και της απασχόλησης.

## 2.2. Συμβατικές αποκλίσεις μετά την κρίση

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-8 και η ύφεση που την ακολούθησε δημιούργησε διαφωνίες στο εσωτερικό της συμβατικής σκέψης αναφορικά με την αναγκαιότητα της βίαιης δημοσιονομικής λιτότητας. Όπως θα αναλύσουμε στη συνέχεια, ενώ το γενικό πλαίσιο και η φιλοσοφία της «νέας συναίνεσης» δεν αμφισβητούνται, υπάρχει μια αυξανόμενη τάση απόρριψης της έντασης και της ταχύτητας εφαρμογής των προγραμμάτων δημοσιονομικής λιτότητας και δημοσιονομικής προσαρμογής. Με άλλα λόγια, η τρέχουσα δημοσιονομική αντιπαράθεση στο εσωτερικό της συμβατικής οικονομικής και πολιτικής σκέψης

αφορά το ερώτημα εάν ο ρυθμός της δημοσιονομικής προσαρμογής, και συνεπώς της δημοσιονομικής λιτότητας, πρέπει να επιβραδυνθεί ή όχι.

Οι υποστηρικτές της επιβράδυνσης ισχυρίζονται ότι όταν μια χώρα δεν έχει απολέσει τη φερεγγυότητά της στις διεθνείς αγορές και εξακολουθεί να δανείζεται με χαμηλό κόστος, τότε η ορθολογική δημοσιονομική διαχείριση θα επιτευχθεί με τη μείωση του ρυθμού δημοσιονομικής λιτότητας και προσαρμογής. Η επιλογή αυτή θα ήταν «άριστη», ειδικά στην περίπτωση που η εν λόγω χώρα υποφέρει από υψηλή συσσώρευση χρέους του ιδιωτικού τομέα της. Ο Van Reenen (2012) αναφέρεται στην περίπτωση της Ισπανίας και παρατηρεί ότι η εμμονή στη δημοσιονομική λιτότητα, σε μια χώρα που έχει πρωτίστως πρόβλημα ιδιωτικού χρέους και η οποία βρίσκεται σε φάση οικονομικής βύθισης, είναι συνταγή ύφεσης και αποπληθωρισμού, που τελικά θα δημιουργήσει μεγαλύτερη δημοσιονομική εκτροπή.

Παρά το γεγονός ότι στη συμβατική σκέψη του Van Reenen (2012) η βίαιη δημοσιονομική προσαρμογή είναι πιθανό να υποκινήσει την οικονομική μεγέθυνση, εντούτοις σημειώνει ότι κάτι τέτοιο είναι σχεδόν αδύνατο να συμβεί όταν οι εμπορικοί εταίροι της υποθετικής οικονομίας εφαρμόζουν αντίστοιχα προγράμματα δημοσιονομικής λιτότητας. Για τον Van Reenen (2012) είναι επίσης σημαντικό να αξιολογηθεί η ψυχολογία της αγοράς ομολόγων και η πολιτική οικονομία της αξιοπιστίας που καθορίζει τις προτιμήσεις των αγορών. Ισχυρίζεται πάντως ότι, βάσει οικονομικής ανάλυσης και μόνο, η επιβράδυνση της δημοσιονομικής προσαρμογής είναι αναγκαία.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF, 2012) έχει επίσης υποστηρίξει το σενάριο της επιβράδυνσης της δημοσιονομικής προσαρμογής. Η «νέα» αντίληψη του ΔΝΤ είναι σημαντική, καθώς το ταμείο έχει τεράστια εμπειρία από την οικονομική και κοινωνική καταστροφή που έχει προκαλέσει τις τελευταίες δεκαετίες σε πολλές χώρες, ως συνέπεια της πολιτικής του «δόγματος του σοκ» που επέβαλε σε αυτές. Στην έκθεσή του, το ΔΝΤ φαίνεται να αναγνωρίζει ότι η υπερβολική δημοσιονομική προσαρμογή, δηλαδή η μείωση των δημόσιων δαπανών βραχυπρόθεσμα, δεν θα επιφέρει το επιδιωκόμενο δημοσιονομικό αποτέλεσμα (μείωση πρωτογενούς ελλείμματος-επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος) εξαιτίας της ύφεσης που θα προκαλέσει. Επιπλέον, η βίαιη δημοσιονομική προσαρμογή είναι πολύ πιθανό να προκαλέσει την αντίδραση της κοινωνίας και πιθανή πολιτική αστάθεια, υπονομεύοντας την αξιοπιστία της χώρας στις αγορές.

Τα μείζονα οικονομικά επιχειρήματα υπέρ της επιβράδυνσης της δημοσιονομικής λιτότητας είναι τα εξής (βλέπε π.χ. Krugman, 2012· DeLong and Summers, 2012): Πρώτον, σε πολλές οικονομίες υπάρχει σημαντική απόκλιση μεταξύ του πραγματικού και του δυνητικού ΑΕΠ, παρά το γεγονός ότι η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση έχει συμβάλει στη μείωση του τελευταίου. Στην περίπτωση των ΗΠΑ, η ασκούμενη οικονομική πολιτική επιδιώκει τη μείωση αυτής της απόκλισης, χρησιμοποιώντας σχεδόν μηδενικά επιτόκια και νομισματική-πιστωτική χαλάρωση. Ωστόσο, η μείωση της ζήτησης έχει μεσο-μακροπρόθεσμα αρνητική επίδραση στην προσφορά, κυρίως μέσω της μείωσης της παραγωγικότητας.

Δεύτερον, ο δημοσιονομικός πολλαπλασιαστής είναι πιθανό να είναι μεγαλύτερος όταν η οικονομία βρίσκεται σε φάση ύφεσης. Σε αυτήν την περίπτωση, η δημοσιονομική προσαρμογή μπορεί να προκαλέσει μεγαλύτερη αρνητική επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα. Τρίτον, δημιουργούνται αποτελέσματα υστέρησης όταν η ύφεση έχει μακρά διάρκεια, κυρίως μέσα από την απαξίωση του ανθρώπινου κεφαλαίου εξαιτίας της μακροχρόνιας ανεργίας (Aghion et al., 2009). Συνεπώς, βραχυπρόθεσμες πολιτικές μεταβολής της ζήτησης μπορεί να έχουν μακροχρόνιες αρνητικές επιδράσεις στην παραγωγικότητα και την προσφορά.

Πρέπει να σημειωθεί ότι οι υπερασπιστές της ήπιας δημοσιονομικής προσαρμογής δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στο επιχείρημα ότι η δημοσιονομική λιτότητα δεν πρέπει να αποσπά την οικονομική πολιτική από το στόχο της διαμόρφωσης συνθηκών μακροχρόνιας μεγέθυνσης. Στο πεδίο αυτό ταυτίζονται απολύτως με το μακροοικονομικό μοντέλο της «νέας συναίνεσης» και εστιάζουν σε μεταρρυθμίσεις που απορρυθμίζουν τις αγορές προϊόντων και εργασίας. Επίσης, προτάσσουν μεσοπρόθεσμες δημοσιονομικές παρεμβάσεις στο ασφαλιστικό και συνταξιοδοτικό σύστημα που, κατά τη γνώμη τους, αυξάνουν την αξιοπιστία της οικονομίας ως προς την προοπτική μείωσης του δημόσιου χρέους της.

Οι Corsetti et al. (2010, 2012) αναγνωρίζουν ότι η εφαρμογή δημοσιονομικής λιτότητας σε πολλές χώρες δεν είχε τα προσδοκώμενα αποτελέσματα, κυρίως σε ό,τι αφορά την οικονομική μεγέθυνση. Στην ανάλυσή τους αναδεικνύουν ως μείζον ζήτημα το ρίσκο μακροοικονομικής σταθερότητας των εθνικών οικονομιών, και ως αιτία του προβλήματος αναφέρουν το κανάλι της μετάδοσης αυτού του ρίσκου, το οποίο επηρεάζει αρνητικά τους όρους δανεισμού στο σύνολο της οικονομίας. Οι Corsetti et al. (2010, 2012) σημειώνουν ότι το ρίσκο μακροοικονομικής

σταθερότητας έχει δύο βασικές επιπτώσεις. Πρώτον, οι δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές είναι μικρότεροι από ό,τι συνήθως όταν το εθνικό μακροοικονομικό ρίσκο είναι υψηλό. Υποστηρίζουν ότι σε αυτήν την περίπτωση μια μεταβολή στις δημόσιες δαπάνες προκαλεί μικρότερο του προσδοκώμενου επεκτατικό αποτέλεσμα. Υποστηρίζουν επίσης ότι κάτω από ειδικές συνθήκες ο πολλαπλασιαστής μπορεί να είναι και αρνητικός. Παραδέχονται ωστόσο ότι στη βραχυχρόνια περίοδο η δημοσιονομική προσαρμογή θα έχει συσταλτικό αποτέλεσμα.

Δεύτερον, η άσκηση προκυκλικής δημοσιονομικής πολιτικής είναι πιο αποτελεσματική στη διασφάλιση μακροοικονομικής σταθερότητας. Οι Corsetti et al. (2010, 2012) υποστηρίζουν ότι οι υπερχρεωμένες οικονομίες είναι πιο ευάλωτες σε διακυμάνσεις, καθώς οι μειώσεις στο ΑΕΠ δημιουργούν προσδοκίες δημοσιονομικής επιδείνωσης και αυξήσεις στο κόστος δανεισμού. Ως αποτέλεσμα, η προκυκλική μείωση των δημόσιων δαπανών είναι πιθανό να αυξήσει την αξιοπιστία και τη φερεγγυότητα της κυβέρνησης.

Σημαντική είναι η κριτική των Blanchard and Leigh (2012) στα προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής. Στην τελευταία μελέτη τους, η οποία δημοσιεύτηκε στη σειρά των κειμένων εργασίας του ΔΝΤ, οι Blanchard and Leigh (2012) θέτουν σε αμφισβήτηση την αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής λιτότητας βάσει της υποεκτίμησης των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών στο σχεδιασμό των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής. Θέτουν δηλαδή, ουσιαστικά, ζήτημα υποεκτίμησης των βραχυπρόθεσμων συνεπειών της μείωσης των δημόσιων δαπανών και της αύξησης της φορολογίας στην οικονομική δραστηριότητα. Η βασική ιδέα των Blanchard and Leigh (2012) (βλέπε επίσης και IMF, 2008) είναι ότι στην περίπτωση που υποθέσουμε α) ορθολογικές προσδοκίες και β) ότι οι προβλέψεις στηρίζονται στο σωστό μοντέλο πρόβλεψης, τότε η παράμετρος της μεταβλητής πρόβλεψης δημοσιονομικής προσαρμογής θα πρέπει να είναι ίση με το μηδέν. Αν όμως οι προβλέψεις υποεκτιμούν τους δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές, τότε η δημοσιονομική προσαρμογή είναι πολύ πιθανό να είναι αρνητικά συσχετισμένη με τις λανθασμένες εκτιμήσεις πρόβλεψης της οικονομικής μεγέθυνσης. Οι Blanchard and Leigh (2012) ισχυρίζονται, βάσει των εμπειρικών εκτιμήσεών τους σε διαφορετικές ομάδες χωρών, ότι η αποτυχία των προβλέψεων για την οικονομική μεγέθυνση θα είναι μεγαλύτερη στις χώρες που σχεδιάζουν και εφαρμόζουν βίαιη δημοσιονομική λιτότητα.

Οι Christiano et al. (2011) έχουν δείξει ότι στο πλαίσιο ενός δυναμικού στοχαστικού υποδείγματος γενικής ισορροπίας, δεδομένης της υπόθεσης ότι η νομισματική πολιτική είναι κοντά στον προσδιορισμό μηδενικού επιτοκίου, οι δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές είναι πάνω από τις 3 μονάδες. Ο Hall (2009) έδειξε ότι, αν και ο δημοσιονομικός πολλαπλασιαστής σε κανονική περίοδο μπορεί να είναι κάτω της μονάδας, αυξάνεται στο 1,7 όταν η οικονομία πλησιάζει το όριο του μηδενικού επιτοκίου. Οι Almunia et al. (2010) υποστηρίζουν ότι οι δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές είναι περίπου 1,6. Χρησιμοποιώντας στατιστικά στοιχεία των ΗΠΑ, οι Auerbach and Gorodnichenko (2012) υποστηρίζουν ότι οι δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές που σχετίζονται με μεταβολές στις δημόσιες δαπάνες κυμαίνονται μεταξύ τιμών κοντά στο μηδέν σε κανονική περίοδο για την οικονομία και στις 2,5 μονάδες σε φάσεις ύφεσης.

Οι Blanchard and Leigh (2012) υποστηρίζουν ότι τα τελευταία εμπειρικά ευρήματα σχετικά με τους δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές δείχνουν ότι είναι μεγαλύτεροι από όσο υποθέτουν οι σχεδιαστές προγραμμάτων δημοσιονομικής προσαρμογής. Υποστηρίζουν επίσης ότι δεν υπάρχει μία μόνο τιμή δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή για όλες τις φάσεις του οικονομικού κύκλου και για όλες τις οικονομίες. Αυτά τα ευρήματα και επιχειρήματα δεν φαίνεται ωστόσο να λαμβάνονται σοβαρά υπόψη από τη διευθυντική ομάδα του ΔΝΤ και τους συμβατικούς οικονομολόγους και σχεδιαστές οικονομικής πολιτικής, γιατί αναφέρονται στην περίπτωση που η οικονομία βρίσκεται σε «παγίδα ρευστότητας». Επίσης, οι συμβατικές αναλύσεις ισχυρίζονται ότι, ακόμη και σε μια τέτοια κατάσταση, οι κεντρικές τράπεζες μπορούν μέσω της πιστωτικής χαλάρωσης να μειώσουν τα επιτόκια σε τίτλους μακροχρόνιας ωρίμανσης.

Ο Ramey (2011) δείχνει ότι στην περίπτωση των ΗΠΑ ο πολλαπλασιαστής δημόσιων δαπανών είναι θετικός και κυμαίνεται μεταξύ 0,8 και 1,5. Οι Ilzetzki et al. (2010) υποστηρίζουν ότι το μέγεθος του πολλαπλασιαστή παρουσιάζει μεταβολές ανάμεσα σε διαφορετικές χώρες. Η εμπειρική τους ανάλυση δείχνει ότι, σε κατάσταση χρηματοπιστωτικής κρίσης, η αντίδραση της κατανάλωσης και του εισοδήματος σε δημοσιονομική επέκταση είναι ιδιαιτέρως σημαντική.

Το εύλογο συμπέρασμα των προαναφερόμενων μελετών είναι ότι η δημοσιονομική πολιτική είναι αποτελεσματική και οι δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές θετικοί και πολύ πιθανόν μεγαλύτεροι της μονάδας. Συνεπώς, τα θεωρητικά επιχειρήματα και οι υποθέσεις του μοντέλου της «νέας συναίνεσης» που θεσμοθετούν

την υποβάθμιση της δημοσιονομικής πολιτικής δεν επαληθεύονται, τουλάχιστον όχι από το σύνολο της συμβατικής έστω βιβλιογραφίας. Εξαιρετικό ενδιαφέρον παρουσιάζει η μελέτη των Gechert and Will (2012) λόγω της μεθοδολογίας της μεταθεωρίας που χρησιμοποιούν. Οι Gechert and Will (2012) συγκρίνουν τα ευρήματα διαφορετικών εμπειρικών ερευνών για το μέγεθος του πολλαπλασιαστή και δείχνουν ότι αυτό εξαρτάται από την οικονομική θεωρία και το μοντέλο των ερευνητών. Οι μελέτες που υιοθετούν την προσέγγιση των πραγματικών οικονομικών κύκλων αναφέρουν το μικρότερο μέγεθος δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή.

Ο Kitromilides (2011) σημειώνει ότι βασικό επιχείρημα των υποστηρικτών της δημοσιονομικής λιτότητας είναι η συσχέτιση της σωρευτικής επίδρασης του δημόσιου ελλείμματος στο λόγο δημόσιου χρέους/ΑΕΠ. Εμπειρικές μελέτες έχουν επικεντρωθεί στη διερεύνηση της σχέσης δημόσιου χρέους και οικονομικής μεγέθυνσης. Οι Reinhart and Rogoff (2010) επιχείρησαν να διερευνήσουν τις επιπτώσεις της συσσώρευσης χρέους και της αύξησης του λόγου δημόσιου χρέους/ΑΕΠ στην οικονομική μεγέθυνση. Ένα από τα βασικά συμπεράσματα της εμπειρικής τους έρευνας είναι ότι, στην περίπτωση που το ποσοστό χρέους στο ΑΕΠ υπερβεί το 90%, η οικονομική μεγέθυνση θα μειώνεται κατά μία ποσοστιαία μονάδα. Οι Reinhart and Rogoff (2010) υποστηρίζουν τη δημοσιονομική λιτότητα και προσαρμογή ως αναπόφευκτη επιλογή οικονομικής πολιτικής σε χώρες με υψηλό ποσοστό χρέους στο ΑΕΠ.

Οι Nersisyan and Wray (2010) αμφισβητούν τα συμπεράσματα οικονομικής πολιτικής των Reinhart and Rogoff (2010) εξαιτίας της αδυναμίας της ανάλυσής τους να διακρίνει ανάμεσα σε χώρες με νομισματική αυτονομία και σε χώρες που έχουν παραιτηθεί της νομισματικής αυτονομίας τους. Οι Nersisyan and Wray (2010) απορρίπτουν τα εμπειρικά ευρήματα των Reinhart and Rogoff (2010) τουλάχιστον για τις χώρες με νομισματική αυτονομία. Ο Kitromilides (2011) σημειώνει ότι, ακόμη και εάν τα επιχειρήματα των Reinhart and Rogoff (2010) γίνουν αποδεκτά, αφορούν τη μακροχρόνια δημοσιονομική προσαρμογή υπερχρεωμένων χωρών και όχι βραχυπρόθεσμες και επιταχυνόμενες μειώσεις του δημόσιου ελλείμματος σε οικονομίες που βρίσκονται σε φάση εύθραυστης ανάκαμψης. Βέβαια, οι Reinhart and Rogoff (2010) υποστηρίζουν τη λήψη άμεσων μέτρων σημειώνοντας τη μη προβλέψιμη αντίδραση των αγορών προς τις χώρες που έχουν υπερσυσσώρευση χρέους, η οποία μπορεί να είναι ξαφνική και βίαιη. Υπερασπίζονται δηλαδή τη βίαιη δημοσιονομική λιτότητα και προσαρμογή.

# 3. Δημοσιονομική λιτότητα: Επιλογή ύφεσης, ανεργίας και χρηματοπιστωτικής αστάθειας

Είναι σκόπιμο να αναφέρουμε στο σημείο αυτό ότι, κατά την άποψή μας, η αποτελεσματική αντιμετώπιση της τρέχουσας κρίσης χρέους και της τραπεζικής κρίσης στην Ευρωζώνη, και γενικότερα στην παγκόσμια οικονομία, εξαρτάται από το ρεαλισμό της διάγνωσης για τα αίτιά της. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση ήταν αποτέλεσμα κυρίως της υπερχρέωσης του ιδιωτικού τομέα πολλών οικονομιών, σε συνδυασμό με την υψηλή μόχλευση των απορρυθμισμένων αγορών χρήματος και κεφαλαίου, και όχι συνέπεια της δημοσιονομικής ασωτίας των εθνικών κυβερνήσεων (Calcagno, 2012). Εξαίρεση ίσως αποτελεί η περίπτωση της Ελλάδας, η κρίση χρέους της οποίας έχει, ως ένα βαθμό, και ενδογενή χαρακτηριστικά (Αργείτης, 2012). Σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις, η αύξηση του ποσοστού του δημόσιου ελλείμματος και του δημόσιου χρέους στο ΑΕΠ ήταν αποτέλεσμα της δημοσιονομικής διαχείρισης των συνεπειών της χρηματοπιστωτικής κρίσης (Μπόφινγκερ, 2012). Το συμπέρασμα αυτό ισχύει και για την Ελλάδα, καθώς την περίοδο 2007-2009 υπήρξε σημαντική δημοσιονομική χειροτέρευση. Συνεπώς, θεωρούμε ακριβή την εκτίμηση του Calcagno (2012), ότι η δημοσιονομική λιτότητα είναι θεραπεία για την αντιμετώπιση του συμπτώματος και όχι των αιτιών της κρίσης.

Έχουμε ήδη υποστηρίξει ότι η συμβατική προσέγγιση εστιάζει αποκλειστικά στη μείωση του λόγου του δημόσιου χρέους και ελλείμματος στο ΑΕΠ (βλέπε π.χ. IMF, 2010). Η βασική επιλογή για να γίνει αυτό είναι με μείωση του αριθμητή, δηλαδή με μείωση του ελλείμματος και χρέους μέσω της δημοσιονομικής λιτότητας. Με αυτόν τον τρόπο θεωρείται ότι στέλνονται μηνύματα αξιοπιστίας και φερεγγυότητας στις αγορές, τα οποία συμβάλλουν στη διατήρηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Το τελευταίο θεωρείται μείζον ζητούμενο για να διατηρηθεί το

κόστος δανεισμού χαμηλά και να έχει η οικονομία πρόσβαση στις αγορές ομολόγων για την αναχρηματοδότηση των δανειακών της υποχρεώσεων. Με αυτόν τον τρόπο η οικονομία θεωρείται ότι θα ενισχύσει τη δυναμική της, επιτυγχάνοντας θετικούς και υψηλούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης. Η επιλογή της αύξησης του παρονομαστή, δηλαδή του ΑΕΠ και των δημόσιων εσόδων, εκτιμάται ότι χρειάζεται πολύ χρόνο για να αποδώσει, συνεπώς δεν είναι αποτελεσματική σε χώρες που αντιμετωπίζουν κρίση φερεγγυότητας και εμπιστοσύνης.

Στο σημείο αυτό της μελέτης είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι παρατηρείται σημαντική έλλειψη κατανόησης γύρω από την έννοια της δημοσιονομικής προσαρμογής στη σχετική βιβλιογραφία. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι υπάρχει ταύτιση των μέτρων δημοσιονομικής πολιτικής με τα αποτελέσματα αυτής της πολιτικής. Η δημοσιονομική λιτότητα αφορά μέτρα πολιτικής, ενώ η δημοσιονομική προσαρμογή είναι ο στόχος της ασκούμενης δημοσιονομικής πολιτικής, ο οποίος μπορεί να επιτευχθεί ή όχι μέσω της δημοσιονομικής λιτότητας. Ωστόσο, όπως παρατηρεί ο Calcagno (2012), η χρήση του όρου «δημοσιονομική προσαρμογή» γίνεται με τρόπο ώστε να ταυτίζεται με τη δημοσιονομική λιτότητα. Αυτό όμως δεν είναι σωστό, καθώς πολλοί είναι οι πιθανοί παράγοντες που μπορούν να προκαλέσουν σημαντικές αποκλίσεις από τον επιδιωκόμενο στόχο, δηλαδή τη δημοσιονομική προσαρμογή.

Ο Calcagno (2012) αναφέρεται στην έκταση και το βάθος της οικονομικής ύφεσης και της κρίσης που μπορεί να προκληθεί από την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής λιτότητας. Χαμηλοί ρυθμοί οικονομικής μεγέθυνσης και, κυρίως, συνθήκες ύφεσης μειώνουν τα φορολογικά έσοδα του δημόσιου τομέα και αυξάνουν, μέσω των αυτόματων σταθεροποιητών, τις δημόσιες δαπάνες. Το αποτέλεσμα αυτό, σε συνδυασμό με τη μείωση του ΑΕΠ, θα προκαλέσει αύξηση του λόγου του δημόσιου ελλείμματος/ΑΕΠ και του λόγου του δημόσιου χρέους/ΑΕΠ. Αντίθετα, η εφαρμογή πολιτικών που υποστηρίζουν τη ζήτηση και συμβάλλουν στην αύξηση του ΑΕΠ, δημιουργούν ουσιαστικές προϋποθέσεις επίτευξης δημοσιονομικής προσαρμογής.

Η μεθοδολογική βάση της ταύτισης της δημοσιονομικής λιτότητας με τη δημοσιονομική προσαρμογή είναι η νεοκλασική αντίληψη λειτουργίας του μακροοικονομικού συστήματος. Η ταύτιση του κρατικού προϋπολογισμού με τον προυπολογισμό μιας επιχείρησης «επιτρέπει» την υπόθεση ότι το κράτος μπορεί να περιορίσει τις δαπάνες του θεωρώντας σταθερά τα έσοδά του. Η λογική αυτής

της υπόθεσης δεν υποτιμά την πολύ πιθανή συσταλτική επίδραση της μείωσης των δημόσιων δαπανών στο ΑΕΠ. Με άλλα λόγια, το δημόσιο έλλειμμα ή πλεόνασμα είναι ενδογενής μεταβλητή που εξαρτάται άμεσα από τις αποφάσεις δημοσιονομικής πολιτικής και τις επιπτώσεις τους στο οικονομικό σύστημα. Εκείνο, λοιπόν, το οποίο αποτυγχάνει να αντιληφθεί η συμβατική οικονομική σκέψη είναι ότι η δημοσιονομική λιτότητα είναι πολύ πιθανό να αποσταθεροποιήσει το δημοσιονομικό σύστημα, οδηγώντας σε υψηλότερα ποσοστά ελλείμματος και χρέους στο ΑΕΠ και υπονομεύοντας ουσιαστικά τη φερεγγυότητα και την αξιοπιστία της εθνικής οικονομίας.

Στη βιβλιογραφία της μη συμβατικής μακροοικονομικής σκέψης, η δημοσιονομική λιτότητα είναι επιλογή ύφεσης και αύξησης της ανεργίας. Ο Hyman Minsky μας έδειξε ότι οι αρνητικές συνέπειες της δημοσιονομικής λιτότητας επεκτείνονται στον χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας, αυξάνοντας την αστάθεια και την πιθανότητα κρίσης της φερεγγυότητας και της ρευστότητάς του. Η υπερχρέωση του ιδιωτικού τομέα έχει συνέπειες στις καταναλωτικές και επενδυτικές αποφάσεις των δανειστών και των δανειζόμενων, ειδικά όταν αρχίζει η φάση της απομόχλευσης και η πίεση για την αποπληρωμή των δανείων. Επίσης, μια χρηματοπιστωτική διαταραχή και κρίση ακολουθείται συνήθως από τις προσπάθειες των τραπεζών να αυξήσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια, περιορίζοντας την προσφορά νέου δανεισμού. Η συνεισφορά του Hyman Minsky[4] είναι καθοριστική για την αποδόμηση των συμβατικών επιχειρημάτων, καθώς μας έχει δείξει ότι η χρηματοπιστωτική κρίση δημιουργεί ισχυρές καθοδικές πιέσεις στην οικονομία και αποπληθωρισμό.

Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τον Minsky (1986), το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού προκαλεί τρεις μείζονες συνέπειες στο οικονομικό σύστημα (βλέπε Αργείτης, 2012): α) στην ενεργό ζήτηση και μέσω αυτής στην απασχόληση και την οικονομική δραστηριότητα, β) στις ροές εισοδήματος και συνεπώς στο επίπεδο ρευστότητας, και γ) στις αποφάσεις χαρτοφυλακίου. Ο σύνθετος αυτός ρόλος των κρατικών ελλειμμάτων παραγνωρίζεται από τη συμβατική οικονομική σκέψη, η οποία ουσιαστικά αναγνωρίζει μόνο την επίδραση των κρατικών ελλειμμάτων στην ενεργό ζήτηση και, πάλι, μόνο στη βραχυχρόνια περίοδο. Ωστόσο, για τον Minsky, η δημοσιονομική λιτότητα διαταράσσει τη συνοχή με-

4. Βλ. Minsky (1982, 1986), Papadimitriou and Wray (1998).

ταξύ του μακροοικονομικού και του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η οποία καθορίζει τη σταθερότητα του οικονομικού συστήματος συνολικά.

Η επίδραση εισοδημάτων και ρευστότητας είναι σημαντική καθώς δημιουργεί ένα δάπεδο στην αδυναμία των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων να αποπληρώσουν τις δανειακές τους υποχρεώσεις. Συνεπώς, η δημοσιονομική λιτότητα και οι επιλογές βίαιης μείωσης του δημόσιου ελλείμματος είναι πολύ πιθανό να λειτουργήσουν αποσταθεροποιητικά για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Επίσης, η επίδραση χαρτοφυλακίου δημιουργεί επενδυτικές ευκαιρίες με δυνατότητα μόχλευσης. Η συστημική ερμηνεία του Minsky αναδεικνύει το κρατικό έλλειμμα σε παράγοντα σταθεροποίησης, στο βαθμό που αντισταθμίζει διαταραχές της επένδυσης, της κατανάλωσης και των καθαρών εξαγωγών. Βέβαια, το συμπέρασμα αυτό ισχύει σε περιπτώσεις οικονομιών που δεν είναι σε κρίση φερεγγυότητας.

Ωστόσο, ο ρόλος του κρατικού ελλείμματος στην οικονομία καθορίζεται από τη δομή του καπιταλιστικού μοντέλου ανάπτυξης σε εθνικό επίπεδο και την κατάσταση του χρηματοοικονομικού ισοζυγίου των άλλων τομέων της οικονομίας και ειδικότερα του εξωτερικού τομέα. Για παράδειγμα, εάν μια χώρα (π.χ. η Γερμανία) έχει σημαντικό εμπορικό πλεόνασμα που διασφαλίζει τη μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητά της, τότε ο σταθεροποιητικός ρόλος του κρατικού ελλείμματος περιορίζεται και δημιουργούνται μεγαλύτερα περιθώρια ελευθερίας για την άσκηση δημοσιονομικής λιτότητας και προσαρμογής. Το αντίθετο όμως ισχύει στις οικονομίες που έχουν ελλειμματικό εμπορικό ισοζύγιο, όπως π.χ. η Ελλάδα. Το εμπορικό έλλειμμα είναι παράγοντας μακροοικονομικής και χρηματοπιστωτικής αστάθειας, στο βαθμό που επηρεάζει αρνητικά τις ροές εισοδήματος, ρευστότητας και δαπάνης στην εγχώρια οικονομία. Σε αυτήν την περίπτωση, η δημοσιονομική λιτότητα, ειδικά εάν είναι βίαιη, αυξάνει δραματικά την πιθανότητα μακροοικονομικής και χρηματοπιστωτικής αποσταθεροποίησης γιατί επιχειρήσεις και νοικοκυριά θα βρεθούν σε έλλειμμα ρευστότητας και, συνεπώς, σε αδυναμία αποπληρωμής των δανειακών υποχρεώσεών τους και χρηματοδότησης της δαπάνης τους. Η πτώση της συνολικής δαπάνης είναι πολύ πιθανό να προκαλέσει ένα φαύλο κύκλο μακροοικονομικής και χρηματοπιστωτικής αστάθειας, κρίσης φερεγγυότητας-ρευστότητας και ύφεσης.

Στο σημείο αυτό είναι ωφέλιμο να αναφερθούμε στο πρόβλημα της συνάθροισης του Keynes. Πιο συγκεκριμένα, ο Keynes (1936) στη *Γενική θεωρία* είχε

υπογραμμίσει το λογικό σφάλμα της συνάθροισης κατά την κριτική του στη μικροοικονομική αντίληψη της οικονομικής πολιτικής που χαρακτηρίζει τη συμβατική, νεοκλασική οικονομική σκέψη. Ισχυρίστηκε με επιχειρήματα ότι, σε μακροοικονομικό επίπεδο, όταν η οικονομία είναι σε ύφεση, η δημοσιονομική λιτότητα και οι επιλογές εξισορρόπησης του κρατικού προϋπολογισμού, γενικότερα, θα βαθύνουν την ύφεση και θα αυξήσουν την ανεργία. Η παρατήρηση του Keynes δεν λαμβάνεται υπόψη από τα μακροοικονομικά της «νέας συναίνεσης», ούτε βέβαια από τους κυρίαρχους κύκλους της οικονομικής πολιτικής στην Ευρωζώνη σήμερα.

Το λογικό σφάλμα της συνάθροισης στην προσέγγιση της δημοσιονομικής λιτότητας μπορεί να αποτελέσει βασικό προσδιοριστικό παράγοντα οικονομικής αποσταθεροποίησης και δημοσιονομικής αφερεγγυότητας. Η ερμηνεία του Keynes είναι η εξής: Στην περίπτωση μιας οικονομικής μονάδας, η περικοπή της δαπάνης μπορεί να δημιουργήσει την αποταμίευση που απαιτεί η αποπληρωμή του χρέους της. Η παραδοχή αυτή στηρίζεται στην υπόθεση ότι η ροή εισοδήματος διατηρείται αμετάβλητη. Αυτό δεν συμβαίνει στην περίπτωση της εθνικής οικονομίας. Το εθνικό εισόδημα, συνεπώς και η δυνατότητα αποπληρωμής του δημόσιου χρέους, προσδιορίζεται από το χαρακτήρα της δημοσιονομικής πολιτικής. Η άσκηση δημοσιονομικής λιτότητας, με περικοπή δαπανών και αύξηση φόρων, είναι πολύ πιθανό να μη μειώσει τα ποσοστά του δημόσιου ελλείμματος και χρέους στο ΑΕΠ, αλλά, αντίθετα, να τα αυξήσει, καθώς θα προκαλέσει επιβράδυνση ή ακόμη και μείωση του ΑΕΠ.

Η διαδικασία της απομόχλευσης επιτείνει την αρνητική επίδραση άλλων παραγόντων στην ενεργό ζήτηση, όπως η ανεργία και η εισοδηματική λιτότητα. Όταν πλέον έχει διαμορφωθεί μια κατάσταση με σημαντικό έλλειμμα ενεργού ζήτησης, η νομισματική πολιτική αδυνατεί να προκαλέσει νέες επενδυτικές αποφάσεις και την οικονομική μεγέθυνση. Η οικονομία έχει μετακινηθεί από μια κατάσταση όπου υπήρχε πρόβλημα ρευστότητας και περιορισμοί χρηματοδότησης προς μια κατάσταση όπου η έλλειψη ζήτησης αποθαρρύνει κάθε νέα επενδυτική και καταναλωτική ζήτηση για χρηματοδότηση πέραν αυτής που είναι αναγκαία για την αποπληρωμή του συσσωρευμένου χρέους των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων.

Η δημοσιονομική και εισοδηματική λιτότητα και η ύφεση είναι το «αναγκαίο και αναπόφευκτο» κόστος, σύμφωνα με τη συμβατική θεωρία, για τις οικονομίες

που έχουν χάσει ή κινδυνεύουν να χάσουν την αξιοπιστία και τη φερεγγυότητά τους. Η πίστη στο κριτήριο της εμπιστοσύνης των αγορών οδηγεί στη λήψη μακροοικονομικών και, κυρίως, δημοσιονομικών μέτρων συμβατών με τις προκαταλήψεις των επενδυτών. Τα μέτρα αυτά αποσκοπούν στη μείωση της εγχώριας δαπάνης ή, διαφορετικά, της εγχώριας απορρόφησης (βλέπε Μιχοπούλου, 2012), ώστε να δημιουργηθεί πλεόνασμα στο ισοζύγιο πληρωμών και πλεόνασμα στο πρωτογενές δημοσιονομικό ισοζύγιο. Τα «δίδυμα πλεονάσματα» θεωρούνται ένδειξη της θέλησης και της δυνατότητας των εθνικών κυβερνήσεων να αποπληρώσουν το χρέος τους.

Εκείνο όμως που συνήθως συμβαίνει είναι ότι οι κυβερνήσεις εγκλωβίζονται στο ανορθολογικό παιχνίδι των επενδυτών και των αγορών. Εφαρμόζουν προγράμματα δημοσιονομικής λιτότητας και προσαρμογής για να ανακτήσουν ή να διαφυλάξουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών και τιμωρούνται από αυτούς όταν οι συγκεκριμένες πολιτικές δημιουργούν ύφεση και, συνεπώς, αρνητικές προσδοκίες για την εξυπηρέτηση των δανειακών τους υποχρεώσεων. Αυτό το παράδοξο έχει ωθήσει τη συμβατική σκέψη να τροποποιήσει το βασικό επιχείρημα υπέρ της δημοσιονομικής λιτότητας, δίνοντας έμφαση στο χρόνο που κερδίζει μια οικονομία από την εφαρμογή προγραμμάτων δημοσιονομικής λιτότητας για να προχωρήσει στις «αναγκαίες» διαρθρωτικές αλλαγές (Calcagno, 2012). Το ζητούμενο είναι ωστόσο οι συνέπειες της δημοσιονομικής λιτότητας στην οικονομική μεγέθυνση.

# 4. Το θεμελιακό θεσμικό κενό στην αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης

Για την κατανόηση της τρέχουσας κρίσης χρέους της Ευρωζώνης, και κυρίως για το σχεδιασμό της κατάλληλης οικονομικής πολιτικής, το μείζον ερώτημα είναι γιατί οι εθνικές δημοσιονομικές αρχές απέτυχαν να διαμορφώσουν διατηρήσιμες συνθήκες δημοσιονομικής φερεγγυότητας και αξιοπιστίας και έχασαν την εμπιστοσύνη των αγορών, ειδικά μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009.

Έχουμε ισχυριστεί ότι η λανθασμένη διάγνωση των αιτιών αυτής της αποτυχίας είχε ως συνέπεια το σχεδιασμό ακατάλληλων οικονομικών πολιτικών, που η εφαρμογή τους πιθανά έχει οδηγήσει τις εθνικές οικονομίες σε μεγαλύτερο δημοσιονομικό αδιέξοδο, σε πιο οξεία κρίση φερεγγυότητας και σε ύφεση· στη δημιουργία, δηλαδή, συνθηκών μεγαλύτερης δημοσιονομικής και χρηματοπιστωτικής αστάθειας και κρίσης. Κατά την άποψή μας, αυτό ακριβώς συμβαίνει στην Ευρωζώνη από το 2010. Η επιλογή της δημοσιονομικής λιτότητας ως μέσου αντιμετώπισης της κρίσης χρέους οφείλεται στη λανθασμένη διάγνωση των αιτιών της κρίσης, εξαιτίας των ιδεολογικών εμμονών και θεωρητικών ακαμψιών του μηχανισμού λήψης αποφάσεων οικονομικής πολιτικής της Ευρωζώνης αφενός, και της νέας ισορροπίας οικονομικών συμφερόντων και δυνάμεων που τείνει να επικρατήσει στη σκιά της γερμανικής ηγεμονίας αφετέρου.

Πιο συγκεκριμένα, η αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης σχεδιάστηκε με μία θεμελιακή αδυναμία. Οι Papadimitriou and Wray (2012) χρησιμοποιούν τη διατύπωση «προπατορικό αμάρτημα» για να τονίσουν το μέγεθος του θεσμικού ελλείμματος της Ευρωζώνης. Το θεσμικό αυτό έλλειμμα οφείλεται στο γεγονός ότι οι εθνικές κυβερνήσεις των χωρών-μελών της Ευρωζώνης αποδέχτηκαν μια μείζονα θεσμική μεταβολή στη φύση του εθνικού χρέους τους. Η παραίτησή τους από τη νομισματική ανεξαρτησία οδηγούσε, ουσιαστικά, στην παραίτησή τους

από τον έλεγχο που ασκούσαν στο εθνικό νόμισμα στο οποίο είχαν εκδώσει το χρέος τους. Για να αναφερθούν στη θεσμική αυτή ιδιαιτερότητα της Ευρωζώνης, οι Sardoni and Wray (2007) διατυπώνουν την ιδέα ότι ενώ η Ευρωζώνη είναι σε μεγάλο βαθμό πολιτική ένωση, δεν υπάρχει κάποια υπερεθνική κρατική δομή που να διαχειρίζεται τις νομισματικές και χρηματοπιστωτικές σχέσεις της.[5] Οι Αργείτης και Κορατζάνης (2011) αποδίδουν αυτή τη θεσμική-νομισματική εξέλιξη στην κυριαρχία του νεοφιλελευθερισμού στη διαδικασία της ευρωπαϊκής οικονομικής και νομισματικής ολοκλήρωσης και στο κυρίαρχο συμβατικό μοντέλο οικονομικής θεωρίας της «νέας συναίνεσης».

Η τρέχουσα δημοσιονομική και τραπεζική κρίση μάς δείχνει ότι πράγματι το «προπατορικό αμάρτημα» δεν περιορίζεται στο γεγονός ότι οι χώρες-μέλη ουσιαστικά υιοθέτησαν ένα «ξένο» νόμισμα, αλλά επεκτείνεται και στο ότι διατήρησαν την ευθύνη της άσκησης δημοσιονομικής πολιτικής (Papadimitriou and Wray, 2012). Πρέπει να σημειωθεί ότι το θεσμικό έλλειμμα δεν σχετίζεται αποκλειστικά με τη διαμόρφωση ενός πλαισίου οικονομικής πολιτικής που καθιστά τη νομισματική πολιτική αντικείμενο μιας ενιαίας και ανεξάρτητης νομισματικής αρχής –του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)– ενώ αφήνει τη δημοσιονομική πολιτική σε ανεξάρτητες, και σε μεγάλο βαθμό ασυντόνιστες, εθνικές δημοσιονομικές αρχές: Το πιο ουσιαστικό είναι ότι δεν υπάρχει συγκεκριμένη χώρα ή πολιτική αρχή που να έχει την ευθύνη της έκδοσης του ευρώ. Επίσης, το πρόβλημα στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής δεν είναι οι αυστηροί δημοσιονομικοί κανόνες της Συνθήκης του Μάαστριχτ, όπως πολύ συχνά παρατηρείται στις κριτικές αναλύσεις της ΟΝΕ.

Η αρχιτεκτονική ανεπάρκεια της Ευρωζώνης αφορά το γεγονός ότι οι χώρες-μέλη της είναι χρήστες του ευρώ και όχι εκδότες του ευρώ. Αυτό δημιουργεί τα εξής τρία βασικά προβλήματα οικονομικής διαχείρισης (Papadimitriou and

5. Η αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης έχει δεχτεί την κριτική και την αμφισβήτηση των υποστηρικτών της νομισματικής αρχής ότι το νόμισμα αποτυπώνει την ισχύ του κράτους που το τυπώνει (βλ. π.χ. Αργείτης και Κορατζάνης, 2011· Goodhart, 1998· Wray, 1998). Η συγκεκριμένη αρχιτεκτονική διαχωρίζει την έκδοση χρήματος από την κρατική ευθύνη στη διαχείριση του νομίσματος ως παράγοντα που προκαλεί σημαντικές δευτερογενείς συνέπειες στη σχέση χρήματος και δανειακών αναγκών των εθνικών κρατών-μελών της Ευρωζώνης. Αυτός ο διαχωρισμός αύξησε το πιστωτικό ρίσκο των εθνικών κρατών, ειδικά εκείνων με υψηλή συσσώρευση χρέους.

Wray, 2012): Πρώτον, λόγω της απουσίας μιας ομοσπονδιακής δημοσιονομικής αρχής και της αδυναμίας της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) να παίρνει αποφάσεις ως «δανειστής ύστατης προσφυγής» για τα εθνικά κράτη, οι δανειακές ανάγκες των εθνικών κυβερνήσεων μπορούν να χρηματοδοτηθούν μόνο με δανεισμό από τις ιδιωτικές αγορές κεφαλαίου. Με άλλα λόγια, η αύξηση του δημόσιου ελλείμματος, εξαιτίας π.χ. μιας ύφεσης ή της κυκλικής διόρθωσης του εισοδήματος ή της διάσωσης μιας τράπεζας, και με δεδομένη την απουσία ομοσπονδιακού προϋπολογισμού, αυξάνει το πιστωτικό ρίσκο έκδοσης νέου χρέους και, συνεπώς, και τα επιτόκια δανεισμού. Η εξέλιξη αυτή είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει την εθνική οικονομία σε ένα φαύλο κύκλο αύξησης του χρέους, αύξησης του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους και αύξησης του δημόσιου ελλείμματος, το οποίο με τη σειρά του αυξάνει το πιστωτικό ρίσκο και τα επιτόκια δανεισμού.

Το δεύτερο πρόβλημα αφορά τη σταθερότητα των εθνικών τραπεζικών συστημάτων. Στη σημερινή αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης, οι χώρες-μέλη έχουν την ευθύνη της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματός τους, αν και υπάρχουν εξελίξεις στην κατεύθυνση της τραπεζικής ενοποίησης. Στην περίπτωση αστάθειας ή τραπεζικού πανικού, η επιλογή της διάσωσης μιας τράπεζας ή τραπεζών θα έχει δραματικές συνέπειες στο δημοσιονομικό σύστημα, αφού θα αυξήσει το δημόσιο έλλειμμα και θα θέσει σε κίνηση τους προαναφερόμενους μηχανισμούς αύξησης του πιστωτικού ρίσκου και μείωσης της φερεγγυότητας και αξιοπιστίας του δημόσιου τομέα.

Η Kelton (2003) είχε προφητικά γράψει σχεδόν μία δεκαετία πριν την κρίση ότι οι χώρες-μέλη της Ευρωζώνης δεν θα είναι σε θέση να διαχειριστούν μια χρηματοπιστωτική κρίση εξαιτίας της αρχιτεκτονικής της ΟΝΕ. Οι Papadimitriou and Wray (2012) σημειώνουν ότι η ανικανότητα των εθνικών κυβερνήσεων να διαχειριστούν μια πιθανή κατάσταση χρηματοπιστωτικής αστάθειας αυξήθηκε με την επιλογή της Ευρωζώνης να θεσμοθετήσει το σύστημα πληρωμών TARGET 2 (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System). Το σύστημα αυτό ουσιαστικά επιτρέπει στους καταθέτες τραπεζών να μεταφέρουν τις καταθέσεις τους σε οποιοδήποτε σημείο του τραπεζικού συστήματος της Ευρωζώνης. Η θεσμική αυτή εξέλιξη πρακτικά αποδυναμώνει το τραπεζικό σύστημα της περιφέρειας, οξύνοντας αφενός την αστάθειά του και αφετέρου τους χρηματοδοτικούς περιορισμούς του δημοσιονομικού συστήματος.

Το τρίτο πρόβλημα σχετίζεται με το γεγονός ότι πλέον η δημοσιονομική πολιτική, ως εργαλείο σταθεροποίησης, ανάπτυξης και κοινωνικής πολιτικής, αντιμετωπίζει περιορισμούς φερεγγυότητας και αξιοπιστίας που πηγάζουν από την αποδοχή και το βαθμό ρευστότητας των εθνικών ομολόγων στις ιδιωτικές αγορές χρέους. Ο ανταγωνισμός των εθνικών κυβερνήσεων για την πρόσβαση σε εξωτερική ρευστότητα έχει οδηγήσει στη δημιουργία μιας κλίμακας ρίσκου η οποία μεταβάλλεται ανάλογα με τις προσδοκίες των αγορών για το πιστωτικό ρίσκο των εθνικών ομολόγων. Η κλίμακα ρίσκου προσδιορίζει το επιτόκιο δανεισμού των εθνικών κρατών, το οποίο διαφοροποιείται ανάλογα με το εθνικό πιστωτικό ρίσκο. Κατά συνέπεια, οι χώρες με υψηλό πιστωτικό ρίσκο χρεώνονται με υψηλότερο κόστος δανεισμού, είναι πιο ευάλωτες σε κρίσεις ρευστότητας και φερεγγυότητας και αντιμετωπίζουν πιο αυστηρούς περιορισμούς στην άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής.

Επιπλέον, η ασύμμετρη κατανομή ρίσκου εγκλωβίζει τις χώρες-μέλη στις εκτιμήσεις των ιδιωτικών εταιρειών αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου (π.χ. Standard & Poor's, Fitch, Moody's). Αύξηση του δημόσιου ελλείμματος αξιολογείται ως αύξηση του πιστωτικού ρίσκου και οδηγεί σε υποβάθμιση της εθνικής οικονομίας στις κλίμακες ρίσκου των οίκων αξιολόγησης. Αυτό ισοδυναμεί με αύξηση στο κόστος δανεισμού και, στην περίπτωση κρίσης φερεγγυότητας, με επιβολή περιορισμών στη ρευστότητα ή και με αποκλεισμό από τις αγορές, όπως συνέβη στην περίπτωση της Ελλάδας. Οι ιδιωτικές αγορές κεφαλαίου και οι οίκοι αξιολόγησης επιβάλλουν, συνεπώς, χρηματοδοτικούς περιορισμούς στα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης, μεταβάλλοντας το πιστωτικό ρίσκο και την ποιότητα αξιοπιστίας του εθνικού χρέους.

Ο De Grauwe (2011) υποστηρίζει με έμφαση ότι η κρίση χρέους της Ευρωζώνης την εμφανίζει εξαιρετικά ευάλωτη στις πιέσεις των ιδιωτικών αγορών ομολόγων εξαιτίας της δυνατότητας που απέκτησαν οι τελευταίες να οδηγήσουν τις εθνικές οικονομίες σε χρεοκοπία, διακόπτοντας την αναχρηματοδότηση των συσσωρευμένων δανειακών τους υποχρεώσεων. Εκτιμά επίσης ότι αυτή η ποιοτική υποβάθμιση της αξιοπιστίας των εθνικών οικονομιών και η εξάρτησή τους από τις αγορές κεφαλαίων ισοδυναμεί με υποβάθμισή τους στην κατηγορία των αναδυόμενων (emerging) οικονομιών. Επίσης, η αβεβαιότητα που δημιουργείται στην αναχρηματοδότηση των εθνικών χρεών ουσιαστικά καθιστά την ίδια την Ευρωζώνη δημοσιονομικά και χρηματοπιστωτικά εύθραυστη και ευάλωτη στις

ψυχολογικές μεταβολές των αγορών. Η αιτία είναι, όπως έχουν παρατηρήσει οι Kelton (2003) και Wray (2003), ότι η θεμελιακή στρέβλωση στην αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης καθιστά την αξιοπιστία και όχι την ανεξαρτησία κύριο κριτήριο αξιολόγησης της ασκούμενης νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής. Στο πλαίσιο αυτό θα πρέπει να ερμηνευθούν όλες οι παλινδρομήσεις και καθυστερήσεις στη διαχείριση της κρίσης χρέους από τις ευρωπαϊκές αρχές τα τελευταία τρία χρόνια, χωρίς να υποτιμούμε άλλους παράγοντες που σχετίζονται με την ισορροπία δυνάμεων στο εσωτερικό της Ευρωζώνης και ειδικά το ρόλο της Γερμανίας.

Η κρίση δημόσιου χρέους και η επακόλουθη αστάθεια και εμπλοκή στη σχέση αγορών - εθνικών κρατών τα τελευταία τρία χρόνια επιβεβαιώνει το ρεαλισμό της ιδέας περί «προπατορικού αμαρτήματος», καθώς είναι η ίδια η φύση του ευρώ που έχει οδηγήσει την Ευρωζώνη σε δημοσιονομική και χρηματοπιστωτική αστάθεια. Η προσέγγιση του «προπατορικού αμαρτήματος» της Ευρωζώνης θέτει το ζήτημα της νομισματικής ανεξαρτησίας στο επίκεντρο της συζήτησης για την κρίση χρέους. Η διαχείριση του πιστωτικού ρίσκου του εθνικού χρέους διαφοροποιείται ανάλογα με τη δυνατότητα της κυβέρνησης να αντιδράσει στη δύναμη των αγορών να οδηγήσουν την εθνική οικονομία σε χρεοκοπία. Το ενδεχόμενο της χρεοκοπίας είναι πιθανό στις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης, οι οποίες δεν έχουν νομισματική αυτονομία. Οι χώρες με νομισματική αυτονομία έχουν τον έλεγχο του πιστωτικού ρίσκου του εθνικού χρέους, ειδικά όταν το τελευταίο έχει εκδοθεί σε εθνικό νόμισμα. Η παραπάνω διάκριση μπορεί να γίνει πιο εύκολα κατανοητή εάν αξιολογήσουμε τη φερεγγυότητα μιας χώρας χωρίς νομισματική αυτονομία και μιας χώρας με νομισματική αυτονομία.

Ας εξετάσουμε πρώτα το παράδειγμα μιας χώρας με νομισματική ανεξαρτησία. Στην περίπτωση που οι κάτοχοι ομολόγων στο εθνικό νόμισμα είναι αβέβαιοι για τον κίνδυνο και το ρίσκο χρεοκοπίας της οικονομίας, η προσδοκώμενη αντίδρασή τους είναι η αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους και η πώληση των εθνικών ομολόγων. Η επιλογή αυτή θα προκαλούσε αύξηση των επιτοκίων, μείωση της τιμής των ομολόγων στις αγορές και, πολύ πιθανά επίσης, μείωση της ισοτιμίας του εθνικού νομίσματος, εφόσον οι πρώην κάτοχοι εθνικών ομολόγων θελήσουν να ανταλλάξουν το εθνικό νόμισμα με άλλο νόμισμα. Η προσδοκώμενη υποτίμηση θα μπορούσε ωστόσο να λειτουργήσει ανασταλτικά σε κινήσεις εξαγωγής κεφαλαίου, που θα διέδιδαν την κρίση φερεγγυότητας στο τραπεζι-

κό σύστημα. Σε μια τέτοια περίπτωση κρίσης εμπιστοσύνης και αβεβαιότητας, η αδυναμία της κυβέρνησης να αναχρηματοδοτήσει τις δανειακές υποχρεώσεις της από τις αγορές μπορεί να αντισταθμιστεί με ενέργειες «δανεισμού ύστατης προσφυγής» από την κεντρική τράπεζα. Με τον τρόπο αυτό η κρίση φερεγγυότητας δεν καταλήγει σε κρίση ρευστότητας και οι ιδιώτες, και κυρίως οι θεσμικοί επενδυτές, δεν μπορούν να προκαλέσουν εθνική χρεοκοπία. Η νομισματική αυτονομία, εφόσον συνοδεύεται από μια κεντρική τράπεζα που είναι θεσμικά προορισμένη να ενεργήσει ως «δανειστής ύστατης προσφυγής», δίνει στην κυβέρνηση την ισχύ που απαιτείται για να διαχειριστεί τις ψυχολογικές και κερδοσκοπικές αντιδράσεις των αγορών.

Οι εξελίξεις είναι διαφορετικές στην περίπτωση που μια κυβέρνηση έχει παραχωρήσει τη νομισματική ανεξαρτησία της ως συνέπεια, λόγου χάρη, της συμμετοχής της εθνικής οικονομίας σε νομισματική ένωση. Το παράδειγμα αυτό αφορά, επομένως, όλες τις χώρες-μέλη της Ευρωζώνης. Αναπαράγοντας την υπόθεση ότι οι ιδιώτες και θεσμικοί επενδυτές εκτιμούν υψηλό το ρίσκο χρεοκοπίας, η πώληση εθνικών χρεογράφων θα οδηγήσει σε αύξηση των επιτοκίων και μείωση της τιμής τους. Στο συγκεκριμένο παράδειγμα δεν αναμένεται καμία απολύτως μεταβολή στην ισοτιμία του ευρώ, εάν η εξαγωγή κεφαλαίου από την οικονομία που είναι σε κρίση φερεγγυότητας κατευθυνθεί σε άλλη οικονομία της Ευρωζώνης, π.χ. στην αγορά γερμανικών ομολόγων. Αυτό ωστόσο που οπωσδήποτε θα συμβεί είναι η φυγή κεφαλαίων και αποταμίευσης από το τραπεζικό σύστημα της υπό εξέταση χώρας. Η εξέλιξη αυτή θα προκαλέσει κρίση ρευστότητας στην εθνική οικονομία. Ο συνδυασμός της κρίσης φερεγγυότητας, της αδυναμίας αναχρηματοδότησης των κρατικών δανειακών υποχρεώσεων, της κρίσης ρευστότητας και της πιθανής αφερεγγυότητας του τραπεζικού συστήματος αυξάνει την πιθανότητα δημοσιονομικής χρεοκοπίας. Εφόσον εθνική κεντρική τράπεζα δεν υπάρχει, ο μόνος θεσμός που θα μπορούσε να προσφέρει λειτουργίες «δανειστή ύστατης προσφυγής» είναι η ΕΚΤ. Κάτι τέτοιο όμως δεν προβλέπεται από το καταστατικό της. Συνεπώς, εξαιτίας του «προπατορικού αμαρτήματος» στην αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης, οι αγορές έχουν την ισχύ να προκαλέσουν εθνική χρεοκοπία.

Με τον τρόπο αυτό αποκτούν επίσης μεγάλη ισχύ στον καθορισμό της δημοσιονομικής πολιτικής των χωρών-μελών της Ευρωζώνης, αφού οι τελευταίες αναγκάζονται να προσαρμοστούν στις απαιτήσεις των αγορών για να αποφύ-

γουν κατάσταση δημοσιονομικής και χρηματοπιστωτικής κρίσης. Επιπρόσθετα, η υποτίμηση του εθνικού νομίσματος στο πρώτο παράδειγμά μας, που δεν υφίσταται ως σενάριο στο δεύτερο παράδειγμα, βελτιώνει την ανταγωνιστικότητα της εθνικής οικονομίας και δημιουργεί συνθήκες αύξησης του εισοδήματος, επιταχύνοντας την αποκατάσταση της φερεγγυότητας της οικονομίας. Οι όποιες πληθωριστικές πιέσεις προκύψουν, στο βαθμό που δεν είναι αποσταθεροποιητικές, δημιουργούν επίσης θετικές προοπτικές στην πραγματική επιβάρυνση του συσσωρευμένου χρέους στην εθνική οικονομία.

Η ανάλυση των προσδιοριστικών χαρακτηριστικών των δύο αυτών παραδειγμάτων οδηγούν σε πολύ συγκεκριμένες επιλογές δημοσιονομικής πολιτικής, που θα τις εξετάσουμε αμέσως παρακάτω. Στο σημείο αυτό θα θέλαμε να σημειώσουμε ότι οι διαφορές στο επιτόκιο δανεισμού, στις προσδοκίες αναχρηματοδότησης του κρατικού χρέους και της χρονικής έκτασης της κρίσης φερεγγυότητας, αλλά και της κρίσης ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, δημιουργούν αυστηρούς δημοσιονομικούς περιορισμούς που αποπληθωρίζουν την οικονομία και την εγκλωβίζουν σε παγίδα ύφεσης, η οποία με τη σειρά της αναπαράγει την κρίση φερεγγυότητας και εγκλωβίζει την οικονομία στις παγίδες χρέους και ρευστότητας.

## 4.1. Ο φαύλος κύκλος λιτότητας - ύφεσης - δημοσιονομικής και οικονομικής κρίσης

Η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου δανεισμού και του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης έχει σημαντικές επιδράσεις στον τρόπο που οι αγορές προεξοφλούν και αντιλαμβάνονται τη φερεγγυότητα μιας χώρας. Στη συμβατική βιβλιογραφία, η βασική προϋπόθεση διατήρησης της φερεγγυότητας και αξιοπιστίας της οικονομίας είναι η δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων, στο ύψος που προσδιορίζει η διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου δανεισμού και του ονομαστικού ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ επί του λόγου χρέους/ΑΕΠ.

Ο συνδυασμός φερεγγυότητας και απαιτούμενων πρωτογενών πλεονασμάτων δείχνει σημαντικούς δυνητικούς περιορισμούς στην άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής, που μπορούν να αποσταθεροποιήσουν τις εθνικές οικονομίες αλλά και την Ευρωζώνη. Ειδικότερα, έχουμε ήδη αναφερθεί στην κατάσταση όπου χώρες-μέλη της ΟΝΕ με δημοσιονομικά προβλήματα είναι ευάλωτες σε μεταβολές στη

διαθέσιμη ρευστότητα από τις αγορές. Όταν οι επενδυτές στην αγορά ομολόγων διακατέχονται από το φόβο ότι αυξάνεται για μια χώρα ο κίνδυνος να βρεθεί σε αδυναμία πληρωμών, εξαιτίας π.χ. μιας ύφεσης που θα αυξήσει το δημόσιο έλλειμμα, περιορίζουν ή σταματούν την προσφορά ρευστότητας προς αυτήν. Δημιουργείται με τον τρόπο αυτό ένας φαύλος κύκλος κρίσης φερεγγυότητας και ρευστότητας. Η κρίση φερεγγυότητας δημιουργεί αύξηση στο πιστωτικό ρίσκο και περιορισμούς ρευστότητας, ενώ η αύξηση στο κόστος δανεισμού οξύνει την κρίση φερεγγυότητας. Η κρίση φερεγγυότητας - ρευστότητας λειτουργεί ως «αυτοεκπληρούμενη προφητεία», καθώς η εθνική οικονομία καθίσταται αφερέγγυα επειδή οι επενδυτές φοβήθηκαν την αφερεγγυότητά της (De Grauwe, 2011).

Πρέπει βέβαια να σημειωθεί ότι δεν είναι κάθε κρίση φερεγγυότητας εκδήλωση του «προπατορικού αμαρτήματος» της Ευρωζώνης, το αποτέλεσμα δηλαδή της έλλειψης ενός θεσμού προσφοράς ρευστότητας ύστατης προσφυγής· μπορεί η κρίση φερεγγυότητας να οφείλεται σε ενδογενείς εξελίξεις στην κάθε εθνική οικονομία. Ωστόσο, αυτό που θέλουμε να υπογραμμίσουμε είναι ότι το απαιτούμενο πρωτογενές πλεόνασμα, το οποίο δημιουργείται με δημοσιονομική λιτότητα, έχει αποπληθωριστικές συνέπειες και συμβάλλει στην κρίση φερεγγυότητας. Ο φαύλος κύκλος είναι ο εξής: Η κρίση φερεγγυότητας αυξάνει το πιστωτικό ρίσκο και τις δανειακές υποχρεώσεις της οικονομίας και πιθανά τη διαφορά επιτοκίου και ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ, οι επενδυτές περιορίζουν τη ρευστότητα, ενώ η μείωση του ΑΕΠ μειώνει το πρωτογενές πλεόνασμα ή αυξάνει το πρωτογενές έλλειμμα, καθιστώντας τη χώρα λιγότερο ικανή να αποπληρώσει το χρέος της, επιβεβαιώνοντας έτσι τους φόβους των επενδυτών.

Η αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης αυξάνει συνεπώς το ρίσκο να εγκλωβιστεί η οικονομία σε παγίδα λιτότητας[6] και να βρεθεί σε κρίση φερεγγυότητας και ρευστότητας. Το ρίσκο αυτό είναι πολύ μικρότερο στην περίπτωση μιας οικονομίας με νομισματική ανεξαρτησία και με κεντρική τράπεζα που λειτουργεί ως «δα-

6. Με το νέο «δημοσιονομικό σύμφωνο» ο μηχανισμός οικονομικής διακυβέρνησης της Ευρωζώνης εγκλωβίζεται ουσιαστικά στην πολιτική δημοσιονομικής λιτότητας. Η λειτουργία του προϋποθέτει εκχώρηση της δημοσιονομικής ανεξαρτησίας των κρατών-μελών, καθώς οι εθνικοί προϋπολογισμοί θα ελέγχονται από την ΕΕ πριν τη σύνταξη και την κατάθεσή τους. Με τον τρόπο αυτό περιορίζεται δραματικά ο βαθμός ελευθερίας της εθνικής μακροοικονομικής διαχείρισης και η δυνατότητα των κυβερνήσεων να αντιμετωπίζουν ασύμμετρες διαταραχές.

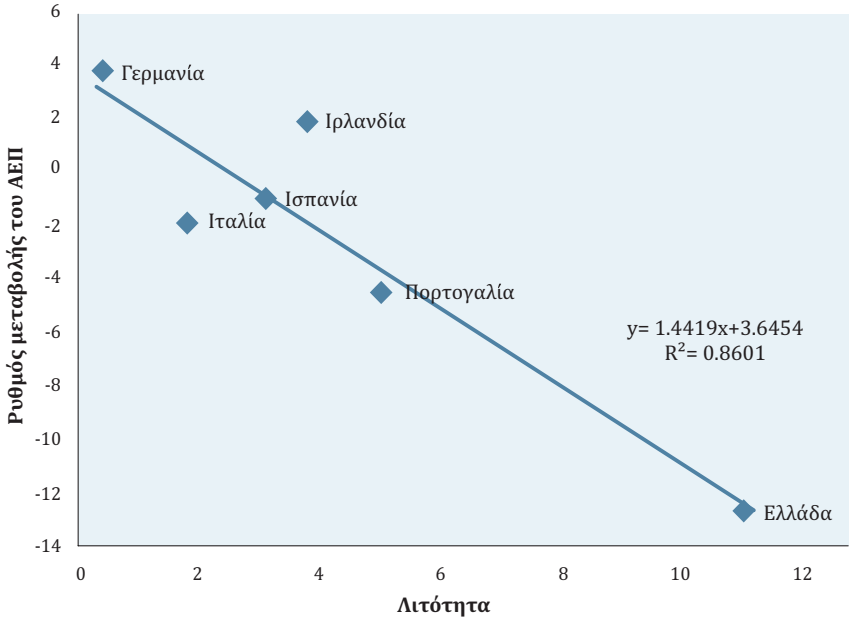
νειστής ύστατης προσφυγής» για το κράτος και η οποία έχει εκδώσει χρέος στο εθνικό νόμισμα. Σε αυτήν την περίπτωση, κρίση ρευστότητας δεν θα υπάρξει, όπως και κερδοσκοπική ανακοπή της προσφοράς ρευστότητας από τις αγορές κεφαλαίου, ενώ η πιθανή υποτίμηση του νομίσματος από την εξαγωγή αποταμίευσης και κεφαλαίου δύναται να συμβάλει θετικά στην αύξηση του ΑΕΠ, εάν η εθνική οικονομία δεν αντιμετωπίζει προβλήματα διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας.

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η κρίση χρέους της Ευρωζώνης μας δίνει μία ακόμη ιστορική απόδειξη του ανορθολογισμού και της κερδοσκοπικής συμπεριφοράς των αγορών, οι οποίες φαίνεται να καθοδηγούνται από ευμετάβλητα συναισθήματα και κρίσεις ευφορίας και πανικού. Στη διάρκεια μιας περιόδου ευφορίας, οι επενδυτές ανορθολογικά τοποθετούνται σε θέσεις χωρίς σωστή αξιολόγηση του ρίσκου, ενώ σε κρίσεις φερεγγυότητας πανικοβάλλονται και δεν αξιολογούν σωστά το ρίσκο των θέσεών τους στις αγορές.

Επιπρόσθετα, τα προγράμματα λιτότητας προβλέπουν μειώσεις μισθών στον ιδιωτικό τομέα, ώστε να αναπληρωθεί μέρος ή το σύνολο της χαμένης ανταγωνιστικότητας χωρών όπως η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ισπανία μετά την ένταξή τους στην Ευρωζώνη. Δεδομένης της αδυναμίας των χωρών αυτών να βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητά τους με υποτίμηση του νομίσματος, είναι αναγκασμένες να εφαρμόζουν πολιτικές εσωτερικής υποτίμησης, δηλαδή μειώσεις μισθών και τιμών και αυστηρή δημοσιονομική πολιτική. Η αποπληθωριστική αυτή διαδικασία προκαλεί ύφεση, που με τη σειρά της ασκεί αρνητικές πιέσεις, μέσω των αυτόματων σταθεροποιητών, στο δημοσιονομικό ισοζύγιο. Η κυρίαρχη συμβατική σκέψη, στην οποία βασίζεται η πολιτική λιτότητας, περιορίζει τις αρνητικές συνέπειες της λιτότητας στο κόστος που προκαλεί σε όρους ύφεσης και ανεργίας. Δεν κατανοεί τη δυναμική των συνεπειών που δημιουργούνται στο πεδίο του δημόσιου χρέους και του φαύλου κύκλου της κρίσης φερεγγυότητας-ρευστότητας-ύφεσης.

Η προσπάθεια να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα μέσω της λιτότητας, ειδικά σε οικονομίες με διαρθρωτικό πρόβλημα ανταγωνιστικότητας, προκαλεί ύφεση η οποία, με τη σειρά της, είτε καθυστερεί τη διαδικασία δημοσιονομικής προσαρμογής (τη μείωση των λόγων ελλείμματος/ΑΕΠ και χρέους/ΑΕΠ) είτε επιδεινώνει τη δημοσιονομική κατάσταση της οικονομίας. Οι εξελίξεις αυτές αυξάνουν τη νευρικότητα των αγορών, οι οποίες ανησυχούν για την ικανότητα των χωρών

**Διάγραμμα 1:** Μέτρα λιτότητας ως % ΑΕΠ και ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ, 2011-2012

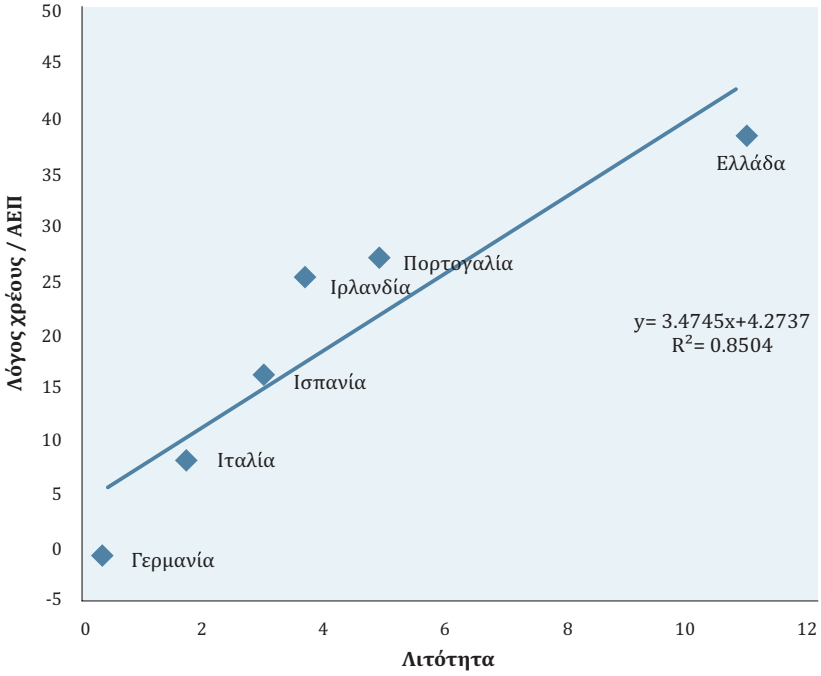



*Πηγή*: De Grauwe and Ji (2013)

να ικανοποιήσουν τις δανειακές τους υποχρεώσεις. Στο βαθμό που η νευρικότητα εξελιχθεί σε κρίση εμπιστοσύνης και φερεγγυότητας, τότε επέρχεται κρίση ρευστότητας η οποία επιδεινώνει την αστάθεια και την ύφεση της οικονομίας που εφαρμόζει πολιτική λιτότητας. Η λιτότητα, συνεπώς, δεν έχει μόνο αρνητικές μακροοικονομικές συνέπειες –ύφεση και ανεργία–, αλλά και χρηματοπιστωτικές συνέπειες – φυγή αποταμίευσης και κεφαλαίων, τραπεζικό πανικό και τραπεζική κρίση. Η γενικευμένη αστάθεια αυξάνει περαιτέρω το πιστωτικό ρίσκο της οικονομίας, το κόστος δανεισμού και το πρωτογενές πλεόνασμα που απαιτείται για να αποκλιμακώσει τη νευρικότητα και τους φόβους των αγορών και το πιστωτικό ρίσκο της εθνικής οικονομίας.

Οι De Grauwe and Ji (2013) δείχνουν στο Διάγραμμα 1 τη σχέση μεταξύ δημοσιονομικών μέτρων λιτότητας και ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ για την περίοδο 2011-12. Παρατηρούμε ότι υπάρχει ισχυρή αρνητική συσχέτιση που επιβεβαι-

**Διάγραμμα 2:** Μέτρα λιτότητας ως % ΑΕΠ και μεταβολή του λόγου δημόσιου χρέους/ΑΕΠ




*Πηγή*: De Grauwe and Ji (2013)

ώνει την υπόθεση της αποπληθωριστικής επίδρασης των προγραμμάτων λιτότητας. Οι χώρες που εφάρμοσαν βίαιη πολιτική λιτότητας είχαν τη μεγαλύτερη μείωση στο ΑΕΠ. Οι De Grauwe and Ji (2013) έχουν επίσης εκτιμήσει ότι, κατά μέσο όρο, μία επιπλέον μονάδα λιτότητας μειώνει το ΑΕΠ κατά 1,4%, ένδειξη ότι ο δημοσιονομικός πολλαπλασιαστής είναι αρκετά μεγαλύτερος της μονάδας.

Οι De Grauwe and Ji (2013) μας δείχνουν στο Διάγραμμα 2 τη σχέση μεταξύ μέτρων δημοσιονομικής λιτότητας και του λόγου χρέους/ΑΕΠ. Παρατηρούμε ότι όσο πιο βίαιη είναι η λιτότητα τόσο μεγαλύτερη είναι η θετική επίδραση που έχει στο λόγο χρέους/ΑΕΠ.

Συμπερασματικά, η πολιτική της λιτότητας δεν προκαλεί μόνο ύφεση, αλλά εμπειρικά επιβεβαιώνεται ότι έχει αποτύχει εντελώς στην επίτευξη και του βασικού δημοσιονομικού στόχου, δηλαδή της μείωσης του λόγου χρέους/ΑΕΠ, στο

όνομα του οποίου εφαρμόζεται. Αντίθετα, αυτό που συμβαίνει είναι ότι η λιτότητα συμβάλλει στην αύξηση του λόγου χρέους/ΑΕΠ και συνεπώς υπονομεύει τη δυνατότητα των χωρών να εξυπηρετήσουν το χρέος τους, οξύνοντας περαιτέρω τα προβλήματα φερεγγυότητας και ρευστότητας που πιθανά αντιμετωπίζουν αν βρίσκονται σε κρίση χρέους.

# 5. Λιτότητα και δημοσιονομική φερεγγυότητα: Εμπειρική ανάλυση

Μια σημαντική θεωρητική υπόθεση που προκύπτει από την ανάλυση που προηγήθηκε είναι ότι ο συνδυασμός αύξησης του χρέους και λιτότητας αποσταθεροποιεί το δημοσιονομικό σύστημα της οικονομίας, καθιστώντας το αφερέγγυο. Αυτό θέτει περαιτέρω εμπόδια στην ελεύθερη άσκηση μακροοικονομικής πολιτικής, ενώ αυξάνει την πιθανότητα να βυθιστεί η οικονομία σε κρίση ρευστότητας. Εμπειρικά, η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα και η ροπή του προς μια κατάσταση χρεοκοπίας και αδυναμίας ικανοποίησης των δανειακών του υποχρεώσεων μπορεί να ελεγχθεί με την ανάπτυξη δεικτών εκτίμησης της φερεγγυότητας του κρατικού τομέα της οικονομίας. Στο πεδίο αυτό η θεωρητική συνεισφορά του Hyman Minsky είναι πολύτιμη (βλέπε Minsky, 1982, 1992· Wray, 2006), ενώ σχετικές εμπειρικές μελέτες (βλέπε π.χ. Ferrari-Filho et al., 2010· Argitis and Nikolaidi, 2014· Αργείτης και Νικολαΐδη, 2011) έχουν αναπτύξει δείκτες εκτίμησης της εύθραυστης χρηματοοικονομικής κατάστασης του κρατικού τομέα της οικονομίας.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η ανάλυση του Minsky, και ειδικότερα η ταξινόμηση του κρατικού τομέα σε διαφορετικά εύθραυστα χρηματοοικονομικά καθεστώτα, έχει εφαρμογή κυρίως σε χώρες με νομισματική ανεξαρτησία (Argitis and Nikolaidi, 2014). Στη σχετική βιβλιογραφία (βλέπε π.χ. Wray, 2003· Kelton, 2003· Kelton and Wray, 2009· Papadimitriou et al., 2010) έχει αναπτυχθεί ωστόσο χρήσιμη επιχειρηματολογία για τη σημασία της ανάλυσης του Minsky στις περιπτώσεις χωρών που έχουν εκχωρήσει το προνόμιο της έκδοσης εθνικού νομίσματος και δεν έχουν τη θεσμική κάλυψη μιας κεντρικής τράπεζας για να ενεργήσει ως «δανειστής ύστατης προσφυγής». Το κύριο επιχείρημα είναι ότι η ποιοτική υποβάθμιση της ικανότητας του κρατικού τομέα να ικανοποιήσει τις δανειακές υποχρεώσεις του συσσωρευμένου χρέους μπορεί δυνητικά να γίνει

αιτία χρηματοπιστωτικής αστάθειας και χρεοκοπίας. Η άποψή μας είναι ότι η ποιοτική εκτίμηση της δημοσιονομικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας απαιτεί την ανάπτυξη ενός δείκτη δημοσιονομικής φερεγγυότητας ο οποίος θα μας δίνει μια ποιοτική εκτίμηση του πιστωτικού ρίσκου της οικονομίας, συνεπώς και της δυνατότητας πρόσβασης στην προσφερόμενη ρευστότητα των ιδιωτικών αγορών ομολόγων.

## 5.1. Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας

Όπως προαναφέρθηκε, ο δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας έχει σημαντικές προεκτάσεις για τη μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα της οικονομίας. Ο λόγος είναι ότι η έλλειψη φερεγγυότητας αυξάνει την αβεβαιότητα για τη δυνατότητα της οικονομίας να ικανοποιήσει τις δανειακές της υποχρεώσεις, αλλά αυξάνει και την πιθανότητα χρεοκοπίας στην περίπτωση που η οικονομία βρεθεί αποκλεισμένη από τη ρευστότητα των αγορών. Επιπλέον, σε περίπτωση που η έλλειψη φερεγγυότητας δημιουργήσει περιορισμούς ρευστότητας στη χρηματοδότηση των δημόσιων δαπανών αλλά και της ιδιωτικής κατανάλωσης και επένδυσης, τότε μπορεί να ενεργοποιήσει μια διαδικασία χρέους-αποπληθωρισμού, εγκλωβίζοντας την οικονομία σε φαύλο κύκλο ύφεσης-λιτότητας.

Στο πλαίσιο αυτό θεωρούμε ότι ο δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας είναι πρακτικά χρήσιμος όταν μας επιτρέπει να εκτιμήσουμε μια κατάσταση αφερεγγυότητας και πιθανών περιορισμών ρευστότητας αλλά και χρεοκοπίας του κρατικού τομέα. Ακολουθώντας τη σχετική βιβλιογραφία και το πλαίσιο ανάλυσης του Minsky, θεωρούμε ότι το δημοσιονομικό σύστημα γίνεται εύθραυστο όταν μειώνονται τα περιθώρια ασφάλειας νέου δανεισμού, όταν δηλαδή αυξάνεται το πιστωτικό ρίσκο του κρατικού τομέα (βλέπε Minsky, 1986· Kregel, 2008). Τα περιθώρια ασφάλειας δανεισμού προσδιορίζονται στο θεωρητικό πλαίσιο του Minsky ως η διαφορά της προσδοκώμενης εισροής ρευστότητας και της εκροής ρευστότητας (Minsky, 1982, p. 74). Στην περίπτωση του εθνικού κράτους που δεν υποστηρίζεται από ενέργειες «δανειστή ύστατης προσφυγής», οι Argitis and Nikolaidi (2014) ισχυρίζονται ότι τα περιθώρια ασφάλειας διαμορφώνονται από τη διαφορά μεταξύ των προσδοκώμενων δημόσιων εσόδων και των πρωτογενών κρατικών δαπανών και τη σχέση αυτής με τις δανειακές υποχρεώσεις της χώρας.

Με άλλα λόγια, τα περιθώρια ασφάλειας καθορίζονται από την κατάσταση του πρωτογενούς ισοζυγίου συγκριτικά με τις δανειακές υποχρεώσεις. Όσο μεγαλύτερο είναι το πρωτογενές πλεόνασμα τόσο μεγαλύτερη είναι η φερεγγυότητα της οικονομίας ως προς τη δυνατότητά της να ικανοποιήσει τις υποχρεώσεις του συσσωρευμένου χρέους της. Το πρωτογενές πλεόνασμα είναι η διαθέσιμη ρευστότητα του εθνικού κράτους που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αποπληρωμή των τοκοχρεολυσίων και διαμορφώνει τις προσδοκίες των αγορών κεφαλαίου που καθορίζουν την αναχρηματοδότηση του εθνικού χρέους.

Η περίπτωση όπου το πιστωτικό ρίσκο έχει αυξηθεί και τα περιθώρια ασφάλειας έχουν μειωθεί είναι μια κατάσταση κατά την οποία οποιαδήποτε νομισματική και μακροοικονομική διαταραχή (π.χ. αύξηση του κόστους δανεισμού στη μία περίπτωση και ύφεση, ανεργία στην άλλη) μπορεί να προκαλέσει, αντίστοιχα, κρίση φερεγγυότητας και ρευστότητας στο εθνικό κράτος εάν δεν υποστηρίζεται χρηματοδοτικά από κεντρική τράπεζα. Το στοιχείο που διαφοροποιεί τον προτεινόμενο δείκτη δημοσιονομικής φερεγγυότητας είναι ότι για την κατασκευή του λαμβάνεται υπόψη το ρίσκο αφερεγγυότητας, που προσδιορίζεται από τη δυνατότητα εξυπηρέτησης των τόκων του συσσωρευμένου κεφαλαίου. Με άλλα λόγια, ένας κρατικός τομέας αντισταθμιστής (Hedge) δεν αντιμετωπίζει ουσιαστικά κανένα ρίσκο φερεγγυότητας, καθώς έχει τη χρηματοοικονομική δυνατότητα και τη διαθέσιμη ρευστότητα από ίδιες ή δανειακές πηγές να ικανοποιήσει όλες τις δανειακές υποχρεώσεις του σε τόκους και χρεολύσια. Μια τέτοια χρηματοοικονομική κατάσταση μπορεί να θεωρηθεί σταθερή, με εξαίρεση ακραία νομισματικά και μακροοικονομικά φαινόμενα τα οποία θα μετέβαλλαν δραματικά τις προσδοκώμενες κρατικές εισροές-εκροές ρευστότητας.

Αντίθετα, ένα κράτος Ponzi είναι σε εύθραυστη χρηματοοικονομική κατάσταση γιατί δεν προσδοκά αρκετά έσοδα ώστε να μπορεί να ικανοποιεί τουλάχιστον τις υποχρεώσεις των τόκων. Για τον Minsky, η χρηματοοικονομική δομή Ponzi συνεπάγεται αμυντικού τύπου δραστηριότητες, αφού τυχόν νέος δανεισμός και ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων χρησιμοποιούνται αποκλειστικά στην εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους. Η ρευστότητα ενός κράτους Ponzi εξαρτάται από την προσδοκώμενη νέα δανειοδότηση και/ή την προσδοκώμενη ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων και τη μεταβολή της αξίας τους για να μπορέσει το κράτος να εξυπηρετήσει τις δανειακές του υποχρεώσεις με δεδομένο το χρέος.

Στο μακροοικονομικό επίπεδο της Ευρωζώνης, εάν ένας σημαντικός αριθμός κρατών, κυρίως μεγάλων οικονομιών, είναι Ponzi και ultra-Ponzi, τότε θεωρούμε ότι η Ευρωζώνη είναι ευάλωτη σε δημοσιονομική και χρηματοπιστωτική κρίση και σε διαδικασία χρέους-αποπληθωρισμού. Επιπρόσθετα, όσο μεγαλύτερη είναι η εξάρτηση των δημόσιων εσόδων των κρατών από τις μακροοικονομικές (ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ, ανεργία) και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις (αποτίμηση αξίας κρατικών περιουσιακών στοιχείων στις αγορές κεφαλαίου, μόχλευση/απομόχλευση τραπεζικού συστήματος) τόσο πιο μεγάλη είναι η πιθανότητα να δημιουργηθούν αποσταθεροποιητικές αλληλεπιδράσεις (contagion effects) στην Ευρωζώνη. Οι πολιτικές λιτότητας δημιουργούν δυνητικά συνθήκες δημοσιονομικής, μακροοικονομικής και χρηματοπιστωτικής αστάθειας στην Ευρωζώνη, ειδικά όταν η ΕΚΤ εξακολουθεί να μην λειτουργεί ως «δανειστής ύστατης προσφυγής».

Το μέγεθος και η διατηρησιμότητα του πρωτογενούς πλεονάσματος ή το μέγεθος και η διαχρονικότητα του πρωτογενούς ελλείμματος μας δίνουν, όχι μόνο την ποσοτική, αλλά και την ποιοτική διάσταση της μόχλευσης του κρατικού τομέα όταν ο τελευταίος είναι κερδοσκόπος, Ponzi και ultra-Ponzi. Επίσης, λειτουργούν ως παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση των τραπεζιτών για χορήγηση νέας ρευστότητας. Στο πλαίσιο αυτό, η δημοσιονομική, μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα της Ευρωζώνης εξαρτάται από την ποιοτική μεταβολή των χρηματοδοτικών καθεστώτων των εθνικών κρατών-μελών που προσδιορίζει το ρίσκο φερεγγυότητάς τους, την εξέλιξη του πρωτογενούς ισοζυγίου και τη διαθέσιμη ρευστότητα των τραπεζών. Στο σημείο αυτό, πρέπει να τονιστεί ότι ο δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας δεν είναι μια ποσοτική εκτίμηση του μεγέθους της δομής μόχλευσης του κρατικού τομέα, αλλά της ποιότητας αυτής της δομής μόχλευσης και των περιθωρίων ασφάλειάς της.

Ο δείκτης, επομένως, μας δίνει μια εικόνα της δυνατότητας των εθνικών κρατών να δημιουργούν έσοδα τα οποία ικανοποιούν τις δανειακές τους υποχρεώσεις, με τρόπο που να μην δημιουργείται πιστωτικό ρίσκο τέτοιο ώστε να διαταράξει τη συνολική ροή ρευστότητας για την αναχρηματοδότηση του ληξιπρόθεσμου χρέους και του απαιτούμενου τόκου. Τα μακροοικονομικά και χρηματοπιστωτικά συστήματα των εθνικών οικονομιών είναι πιο εύθραυστα όταν το πιστωτικό ρίσκο του δημοσιονομικού συστήματος είναι υψηλό ή αυξάνεται, και αυτό συμβαίνει όταν οι πηγές αναχρηματοδότησης του χρέους (πρωτογενές πλε-

όνασμα, νέος δανεισμός) κλείνουν και ταυτόχρονα οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων μειώνονται. Η διαδικασία αυτή χρέους-αποπληθωρισμού μπορεί να συμβεί ως αποτέλεσμα της εφαρμογής πολιτικών λιτότητας. Η χαμηλή δυνατότητα αποπληρωμής των τόκων του χρέους και το υψηλό πιστωτικό ρίσκο μπορεί να μην αποτελέσουν αιτία δημοσιονομικής κρίσης και χρεοκοπίας, με αποσταθεροποιητικές μακροοικονομικές και χρηματοπιστωτικές επιπτώσεις, εάν η αύξηση του πιστωτικού ρίσκου οφείλεται σε βραχυπρόθεσμο πρωτογενές έλλειμμα και όχι σε αδυναμία αναχρηματοδότησης και πώληση περιουσιακών στοιχείων σε χαμηλή αξία. Η περίπτωση αυτή προϋποθέτει την αποφυγή της εφαρμογής δημοσιονομικής λιτότητας. Συνεπώς, η λιτότητα αυξάνει την πιθανότητα εθνικής χρεοκοπίας και μακροοικονομικής και χρηματοπιστωτικής αστάθειας στην Ευρωζώνη.

Ο δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας που προτείνουμε παρακάτω αποτυπώνει το ισοζύγιο εισροών και εκροών ρευστότητας του κρατικού τομέα, που καθορίζει την ποιότητα μόχλευσης και την πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου. Ταυτόχρονα, η διαχρονική μεταβολή του δείκτη πιθανά εκφράζει τον τρόπο διαμόρφωσης των προσδοκιών και των αντιλήψεων των αγορών για τη δημοσιονομική αξιοπιστία του εθνικού κράτους, τη φερεγγυότητα των περιθωρίων ασφαλείας και την εμπιστοσύνη τους στη μακροοικονομική δυναμική της οικονομίας. Οι Argitis and Nikolaidi (2014) υποστηρίζουν ότι οι προσδοκίες των αγορών για τη φερεγγυότητα του ισοζυγίου εισροών-εκροών ρευστότητας καθορίζονται επίσης από την ιστορία αξιοπιστίας αυτού του ισοζυγίου και τη συχνότητα της διάψευσης των προσδοκιών. Επιπλέον, οι μακροοικονομικές προοπτικές και η αναπτυξιακή δυναμική μιας οικονομίας εξαρτώνται από τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά του εθνικού μοντέλου καπιταλισμού, της ροπής του στη συσσώρευση κεφαλαίου, της ανταγωνιστικότητάς του και της θέσης του στον διεθνή καταμερισμό εργασίας. Τέλος, η συμπεριφορά των αγορών και η διάθεση ρευστότητας σε εθνικά κράτη με διαμορφωμένες δομές μόχλευσης εξαρτάται από την ίδια την ψυχολογία και τη σταθερότητα των αγορών.

Στο πλαίσιο αυτό προτείνουμε τον παρακάτω δείκτη δημοσιονομικής φερεγγυότητας για την αξιολόγηση κάθε εθνικής οικονομίας που δεν διαθέτει εθνικό νόμισμα και δεν υποστηρίζεται από κεντρική τράπεζα που λειτουργεί ως «δανειστής ύστατης προσφυγής» για τον κρατικό τομέα. Ο δείκτης βασίζεται στο δείκτη ρευστότητας των Argitis and Nikolaidi (2014) και αξιοποιεί την κατά Minsky

ταξινόμηση των χρηματοοικονομικών καθεστώτων που υπόκεινται σε υψηλό πιστωτικό ρίσκο και σε ρίσκο φερεγγυότητας.

Στην περίπτωση του κράτους κερδοσκόπου, το πρωτογενές πλεόνασμα του προϋπολογισμού επαρκεί για να ικανοποιήσει πλήρως τις υποχρεώσεις σε τόκους του συσσωρευμένου χρέους, χωρίς προσφυγή σε νέο δανεισμό. Αλγεβρικά αυτό απεικονίζεται ως:

$$0 \prec \Delta E_{\tau} - \Pi\Delta_{\iota} \geq T_{\tau} \qquad (1)$$

Η διαφορά δημόσιων εσόδων (ΔΕ) και πρωτογενών δαπανών (ΠΔ) είναι το πρωτογενές έλλειμμα/πλεόνασμα. Το $T_{\tau}$ είναι οι πληρωτέοι τόκοι σε ετήσια βάση. Το χρηματοοικονομικό καθεστώς του κράτους κερδοσκόπου απαιτεί μια βιώσιμη δομή κρατικής μόχλευσης με ασφαλή περιθώρια πιστωτικού ρίσκου, που επιτρέπουν την ομαλή αναχρηματοδότηση του ληξιπρόθεσμου χρέους με νέο δανεισμό. Το κράτος κερδοσκόπος, αν και έχει χαμηλό ρίσκο φερεγγυότητας, είναι ευάλωτο σε μακροοικονομικές, νομισματικές και χρηματοπιστωτικές μεταβολές που θα επηρεάσουν τις προσδοκίες για τη διατηρησιμότητα του ισοζυγίου εισροών-εκροών ρευστότητάς του.

Η δεύτερη περίπτωση είναι το κράτος Ponzi, όπου το πρωτογενές πλεόνασμα του προϋπολογισμού δεν επαρκεί για να ικανοποιήσει τις υποχρεώσεις σε τόκους του συσσωρευμένου χρέους και καθίσταται αναγκαία η προσφυγή σε νέο δανεισμό. Αλγεβρικά, το ισοζύγιο ρευστότητας του κράτους Ponzi απεικονίζεται ως:

$$0 \prec \Delta E_{\tau} - \Pi\Delta_{\tau} \prec T_{\tau} \qquad (2)$$

Το χρηματοοικονομικό καθεστώς του κράτους Ponzi δείχνει μια μη βιώσιμη δομή κρατικής μόχλευσης μεσομακροχρόνια, συνεπώς δημιουργείται αβεβαιότητα στις αγορές ως προς τη μεταβολή του πιστωτικού ρίσκου της οικονομίας και την ομαλή αναχρηματοδότηση με νέο δανεισμό μέρους των τόκων και του ληξιπρόθεσμου χρέους. Το κράτος Ponzi το διακρίνει ρίσκο φερεγγυότητας, ενώ τα περιθώρια ασφάλειας νέου δανεισμού του είναι σε μεγάλο βαθμό εξαρτώμενα από τις μακροοικονομικές, νομισματικές και χρηματοπιστωτικές εξελίξεις. Οι πολιτικές λιτότητας που μπορούν να λειτουργήσουν ανασταλτικά για την αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας αυξάνουν το πιστωτικό ρίσκο, αφού υπονομεύουν τη διατηρησιμότητα του ισοζυγίου εισροών-εκροών ρευστότητας λόγω

των επιπτώσεων της ύφεσης στα δημόσια έσοδα και της ανεργίας στις δημόσιες δαπάνες.

Στην περίπτωση του κράτους ultra-Ponzi, το πρωτογενές ισοζύγιο είναι ελλειμματικό. Πρωτογενές έλλειμμα σημαίνει ότι το κράτος δεν διαθέτει ρευστότητα να ικανοποιήσει τις δανειακές υποχρεώσεις του σε τόκους και ληξιπρόθεσμο χρέος. Επιπλέον, το κράτος ultra-Ponzi έχει νέες δανειακές ανάγκες για τη χρηματοδότηση των πρωτογενών δαπανών του. Αλγεβρικά, το ισοζύγιο ρευστότητας του ultra-Ponzi κράτους απεικονίζεται ως:

$$0 \succ \Delta E_{\tau} - \Pi\Delta_{\tau} \qquad (3)$$

Το χρηματοοικονομικό καθεστώς του κράτους ultra-Ponzi δείχνει μη βιώσιμη δομή κρατικής μόχλευσης και υψηλό πιστωτικό ρίσκο που, σε συνδυασμό με τις πρωτογενείς δανειακές ανάγκες του, δημιουργεί σοβαρό πρόβλημα φερεγγυότητας και εμπιστοσύνης των αγορών στα περιθώρια ασφάλειας νέου δανεισμού. Στην περίπτωση του κράτους ultra-Ponzi, η εκδήλωση κρίσης φερεγγυότητας είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει επίσης σε κρίση ρευστότητας και σε διακοπή της αναχρηματοδότησης του χρέους από τις αγορές κεφαλαίου. Η εφαρμογή πολιτικών λιτότητας αυξάνει το πιστωτικό ρίσκο της οικονομίας, αφού η ύφεση θα επιδεινώσει τις προοπτικές του ισοζυγίου εισροών-εκροών ρευστότητας.

Η παραπάνω ανάλυση μας οδηγεί στα ακόλουθα συμπεράσματα: Η ασκούμενη οικονομική πολιτική παίζει σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του ρίσκου φερεγγυότητας των τριών χρηματοοικονομικών καθεστώτων, γιατί επηρεάζει το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ και, συνεπώς, τη δυναμική του λόγου χρέους/ΑΕΠ και τη δυνατότητα της οικονομίας να αποπληρώσει τις δανειακές της υποχρεώσεις. Για παράδειγμα, στις περιπτώσεις των κρατών Ponzi και ultra-Ponzi, η κεφαλαιοποίηση των τόκων, αλλά και ο νέος δανεισμός για τη χρηματοδότηση του πρωτογενούς ελλείμματος, αυξάνει το συσσωρευμένο καθαρό χρέος, δηλαδή τη διαφορά συνολικού χρέους και χρηματοοικονομικών και περιουσιακών στοιχείων του κράτους. Όμως, όπως παρατηρούν οι Argitis and Nikolaidi (2014), υψηλότερο χρέος συνεπάγεται υψηλότερες δανειακές υποχρεώσεις, επομένως, όσο μεγαλύτερο είναι το χρονικό διάστημα που το εθνικό κράτος παραμένει σε χρηματοοικονομικό καθεστώς Ponzi και ultra-Ponzi, τόσο μειώνεται η πιθανότητα να δημιουργηθεί η απαιτούμενη ρευστότητα για τη διασφάλιση της φερεγγυότητας της οικονομίας. Αν, επιπλέον, εκτιμήσουμε τις αρνητικές επιπτώσεις της

λιτότητας στο ΑΕΠ, τότε μπορούμε να συμπεράνουμε ότι ο συνδυασμός διόγκωσης του χρέους και ύφεσης αυξάνει δραματικά το πιστωτικό ρίσκο της οικονομίας, καθιστά το χρέος μη βιώσιμο και αναιρεί την αξιοπιστία της δημοσιονομικής διαχείρισής της.

Με δεδομένη την παραπάνω ταξινόμηση, ο δείκτης Δημοσιονομικής Φερεγγυότητας (ΔΦ) που προτείνουμε κυμαίνεται μεταξύ των εξής διαστημάτων τιμών:

$$\Delta\Phi = \frac{\Delta E_\tau - \Pi\Delta_\iota}{T_\tau} \geq 1 \text{ Όταν } 0 \prec \Delta E_\tau - \Pi\Delta_\iota \geq T_\tau \quad (4)$$

$$\Delta\Phi = \frac{\Delta E_\tau - \Pi\Delta_\iota}{T_\tau} \prec 1 \text{ Όταν } 0 \prec \Delta E_\tau - \Pi\Delta_\iota \prec T_\tau \quad (5)$$

$$\Delta\Phi = \frac{\Delta E_\tau - \Pi\Delta_\iota}{T_\tau} \prec 0 \text{ Όταν } 0 \succ \Delta E_\tau - \Pi\Delta_\tau \quad (6)$$

Η κατασκευή του δείκτη συνεπάγεται ότι ο κρατικός τομέας είναι κερδοσκόπος όταν ΔΦ≥1, Ponzi όταν 0<ΔΦ<1 και ultra-Ponzi όταν ΔΦ<0. Ο ΔΦ ταξινομείται ανάλογα με την τρέχουσα δυνατότητα του εθνικού κράτους να αποπληρώνει τις υποχρεώσεις του σε τόκους. Μεταβολές στις προσδοκώμενες χρηματοοικονομικές, δημοσιονομικές και μακροοικονομικές συνθήκες της οικονομίας δύνανται να μεταβάλουν την τιμή του δείκτη φερεγγυότητας και την πιστοληπτική αξιολόγηση της δυναμικής της ρευστότητας του κρατικού τομέα και, συνεπώς, την πρόσβασή του στις αγορές.

Στην περίπτωση του κρατικού τομέα που διαθέτει ρευστότητα για να ικανοποιήσει το άθροισμα των τοκοχρεολυσίων, στην περίπτωση δηλαδή του κράτους αντισταθμιστή, δεν υπάρχει απολύτως κανένα προσδοκώμενο πρόβλημα φερεγγυότητας. Αυτή είναι, συνεπώς, μια περίπτωση χωρίς σημαντική αναλυτική σημασία στην αξιολόγηση της φερεγγυότητας των εθνικών δημοσιονομικών συστημάτων. Αντίθετα, στις περιπτώσεις των Ponzi και, κυρίως, ultra-Ponzi κρατών, η εύθραυστη χρηματοοικονομική κατάστασή τους δημιουργεί περιορισμούς ρευστότητας και πιθανά περιορισμούς πρόσβασης σε νέο δανεισμό, ανάλογα με τις προσδοκώμενες ροές εσόδων που μπορεί δυνητικά να δημιουργήσει η οικονομία.

## 5.2. Στατιστική εκτίμηση του δείκτη δημοσιονομικής φερεγγυότητας

Η εμπειρική εκτίμηση του δείκτη ΔΦ αφορά 17 χώρες-μέλη[7] της Ευρωζώνης. Η εκτίμηση του δείκτη ΔΦ και η διαγραμματική απεικόνιση του λόγου των ετήσιων τόκων προς το σύνολο των δημόσιων εσόδων, δημόσιων δαπανών και του ΑΕΠ μας δίνουν την εικόνα της δημοσιονομικής κατάστασης των χωρών και βοηθούν στην ερμηνεία της φερεγγυότητάς τους. Η ανάλυση, δεδομένης της διαθεσιμότητας των στατιστικών στοιχείων, καλύπτει τη χρονική περίοδο 1990-2012, με εξαίρεση κάποιες χώρες όπου οι διαθέσιμες χρονοσειρές ξεκινούν από το 1995.

Θα επικεντρωθούμε αρχικά στα βασικά συμπεράσματα που εξάγονται από τη στατιστική ανάλυση, όπως αυτή αποτυπώνεται στους Πίνακες 1 και 2 και στα διαγράμματα που ακολουθούν ταξινομημένα ανά εθνική οικονομία για την περίοδο 2008-2012. Σκοπός μας είναι, πέραν της αξιολόγησης της πορείας του δείκτη ΔΦ και της γενικότερης δημοσιονομικής εικόνας των υπό εξέταση χωρών, και η αξιολόγηση των πιθανών συνεπειών της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής δημοσιονομικής λιτότητας. Στη συνέχεια, η ανάλυσή μας θα εστιάσει στην ομάδα χωρών που βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης χρέους.

Το 2008, επτά χώρες ήταν σε καθεστώς φερεγγυότητας ultra-Ponzi, τέσσερις σε καθεστώς Ponzi και τέσσερις σε καθεστώς κερδοσκόπου. Το 2012, η αντίστοιχη ταξινόμηση ήταν: Δύο χώρες σε καθεστώς φερεγγυότητας Ponzi, μία χώρα σε καθεστώς κερδοσκόπου και 14 χώρες σε καθεστώς ultra-Ponzi. Η εξέλιξη αυτή μας δείχνει σημαντική χειροτέρευση της δημοσιονομικής φερεγγυότητας των χωρών-μελών της Ευρωζώνης, η οποία χρονικά ταυτίζεται με την εφαρμογή πολιτικής δημοσιονομικής λιτότητας.

Αναλυτικότερα, το 2008, το Βέλγιο, η Αυστρία, η Ιταλία και η Γερμανία ήταν σε καθεστώς φερεγγυότητας Ponzi. Το 2012, το Βέλγιο μετακινήθηκε σε καθεστώς ultra-Ponzi, ενώ η Γερμανία σε καθεστώς κερδοσκόπου. Πρέπει να σημειωθεί ότι το 2012 η Γερμανία ήταν η μοναδική χώρα με αυτό το καθεστώς, αφού η Κύπρος, η Φιλανδία, το Λουξεμβούργο και η Ολλανδία, που ήταν το 2008 σε καθεστώς κερδοσκόπου, μετακινήθηκαν σε καθεστώς ultra-Ponzi. Οι υπόλοιπες

7. Το σύνολο των 17 χωρών περιλαμβάνει τις εξής χώρες: Αυστρία, Βέλγιο, Κύπρος, Εσθονία, Φιλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Μάλτα, Ολλανδία, Πορτογαλία, Σλοβακία, Σλοβενία, Ισπανία.

χώρες ήταν το 2008, και παρέμειναν το 2012, σε καθεστώς ultra-Ponzi. Το αναμφισβήτητο συμπέρασμα της παραπάνω ανάλυσης είναι ότι η Γερμανία είναι η μόνη χώρα που έχει κερδίσει σε φερεγγυότητα την περίοδο της κρίσης χρέους και της λιτότητας.

Στην παραπάνω εικόνα είναι σημαντικό να προστεθούν τα στατιστικά ευρήματα της εκτίμησης των λόγων των τόκων στα δημόσια έσοδα, τις δημόσιες δαπάνες και το ΑΕΠ. Με την εξαίρεση της Φιλανδίας σε όλη σχεδόν τη δεκαετία του 2000 και της Σλοβενίας μετά το 2007, παρατηρούμε μείωση των λόγων. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η χειροτέρευση του δείκτη ΔΦ οφείλεται αποκλειστικά στη χειροτέρευση του πρωτογενούς δημοσιονομικού ισοζυγίου, παρά το γεγονός ότι την ίδια περίοδο ασκούνταν δημοσιονομική λιτότητα. Με άλλα λόγια, η άσκηση δημοσιονομικής λιτότητας έπληξε τη φερεγγυότητα των κρατών-μελών της Ευρωζώνης, με εξαίρεση τη Γερμανία. Η πιο πιθανή αιτία είναι η συμβολή της δημοσιονομικής λιτότητας στη δημιουργία συνθηκών ύφεσης, μείωσης των δημόσιων εσόδων και αύξησης των δαπανών των αυτόματων σταθεροποιητών.

Η εικόνα για τις χώρες της κρίσης είναι η ακόλουθη. Στην Ελλάδα, την Ισπανία, την Πορτογαλία και την Ιρλανδία, όπως φαίνεται από τα σχετικά διαγράμματα και τον Πίνακα 2, η δημοσιονομική φερεγγυότητα ήταν σε καθεστώς ultra-Ponzi το 2008, και παρέμεινε στο ίδιο καθεστώς και το 2012. Πρέπει να σημειωθεί ωστόσο ότι ο δείκτης ΔΦ χειροτέρεψε σημαντικά για την Ισπανία και την Πορτογαλία, ενώ για την Ιρλανδία η αρνητική πορεία του δείκτη ΔΦ περιορίστηκε το 2012. Η Κύπρος, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, από καθεστώς φερεγγυότητας κερδοσκόπου μετακινήθηκε σε καθεστώς ultra-Ponzi.

Συμπερασματικά, η δημοσιονομική λιτότητα είναι πολύ πιθανό να έχει συμβάλει στη μείωση της φερεγγυότητας των χωρών-μελών της Ευρωζώνης, με εξαίρεση τη Γερμανία. Οι εθνικές κυβερνήσεις φαίνεται να έχουν εγκλωβιστεί στο ανορθολογικό παιχνίδι των επενδυτών, των αγορών και της κυρίαρχης συμβατικής σκέψης. Εφαρμόζουν προγράμματα δημοσιονομικής λιτότητας για να ανακτήσουν ή να διαφυλάξουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών και τιμωρούνται από αυτούς όταν οι εφαρμοζόμενες πολιτικές δημιουργούν ύφεση και, συνεπώς, αρνητικές προσδοκίες για τη φερεγγυότητά τους ως προς την εξυπηρέτηση των δανειακών τους υποχρεώσεων.

**Πίνακας 1:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας

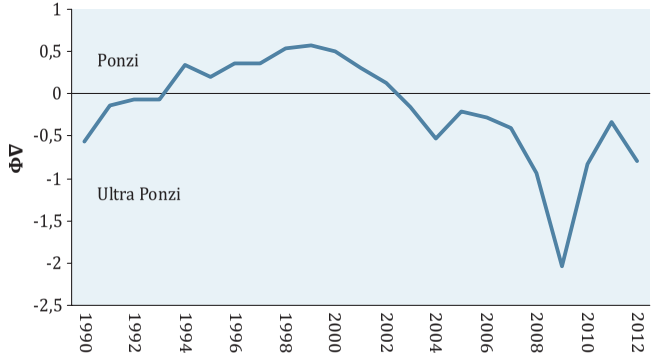
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|---|---|
| **Βέλγιο** | 0,72 | -0,52 | -0,10 | -0,12 | -0,16 |
| **Αυστρία** | 0,62 | -0,47 | -0,69 | 0,06 | 0,02 |
| **Κύπρος** | 1,30 | -1,38 | -1,35 | -1,65 | -1,02 |
| **Εσθονία** | -13,15 | -8,91 | 2,58 | 9,10 | -0,44 |
| **Φιλανδία** | 3,98 | -0,94 | -1,02 | 0,27 | -0,51 |
| **Γαλλία** | -0,14 | -2,11 | -1,92 | -1,01 | -0,88 |
| **Ελλάδα** | -0,93 | -2,02 | -0,82 | -0,33 | -0,80 |
| **Γερμανία** | 0,97 | -0,15 | -0,64 | 0,67 | 1,03 |
| **Ιρλανδία** | -4,55 | -5,73 | -8,71 | -3,08 | -1,24 |
| **Ιταλία** | 0,473 | -0,18 | 0,02 | 0,23 | 0,46 |
| **Λουξεμβούργο** | 10,5 | -0,72 | -0,94 | 1,10 | -0,15 |
| **Μάλτα** | -0,46 | -0,20 | -0,21 | 0,08 | -0,05 |
| **Ολλανδία** | 1,21 | -1,57 | -1,54 | -1,14 | -1,17 |
| **Πορτογαλία** | -0,19 | -2,56 | -2,47 | -0,07 | -0,49 |
| **Σλοβακία** | -0,67 | -4,56 | -4,70 | -2,22 | -1,44 |
| **Σλοβενία** | -0,68 | -3,69 | -2,57 | -2,28 | -0,77 |
| **Ισπανία** | -1,82 | -5,28 | -3,93 | -2,80 | -2,50 |

**Πίνακας 2:** Καθεστώς δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 2008-2012

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|---|---|
| **Βέλγιο** | Ponzi | Ultra- Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi |
| **Αυστρία** | Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ponzi | Ponzi |
| **Κύπρος** | Speculative | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi |
| **Εσθονία** | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Speculative | Speculative | Ultra-Ponzi |
| **Φιλανδία** | Speculative | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ponzi | Ultra-Ponzi |
| **Γαλλία** | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi |
| **Ελλάδα** | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi |
| **Γερμανία** | Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ponzi | Speculative |
| **Ιρλανδία** | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi |
| **Ιταλία** | Ponzi | Ultra-Ponzi | Ponzi | Ponzi | Ponzi |
| **Λουξεμβούργο** | Speculative | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Speculative | Ultra-Ponzi |
| **Μάλτα** | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ponzi | Ultra-Ponzi |
| **Ολλανδία** | Speculative | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi |
| **Πορτογαλία** | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi |
| **Σλοβακία** | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi |
| **Σλοβενία** | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi |
| **Ισπανία** | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi | Ultra-Ponzi |

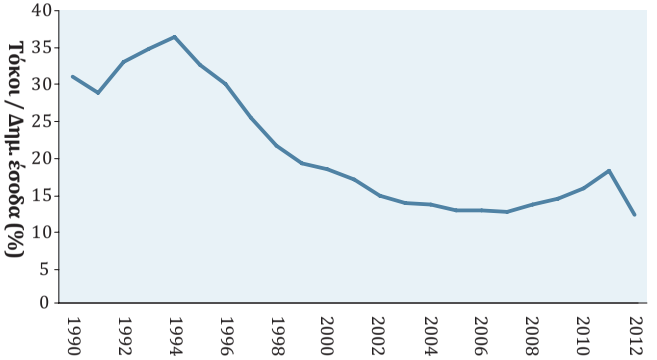
**Διάγραμμα 3:** Ελλάδα

**Διάγραμμα 3α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας 1990-2012



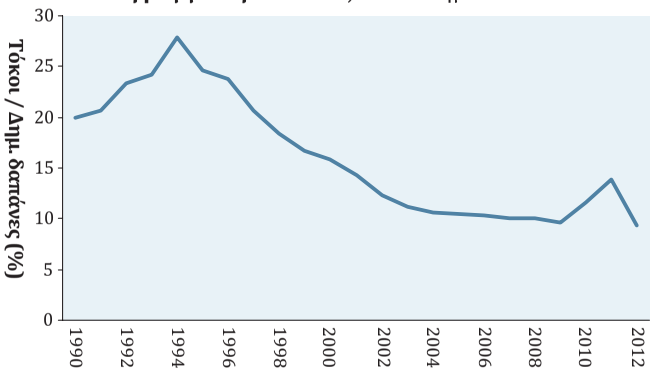

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 3β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



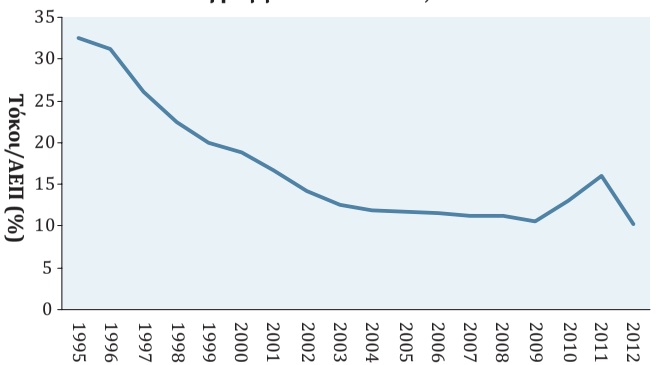

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 3γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

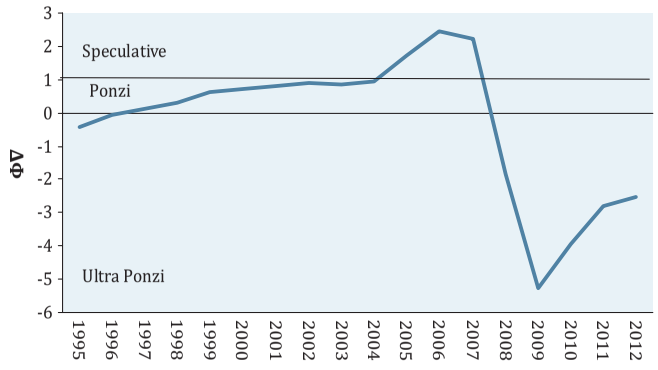
**Διάγραμμα 3δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

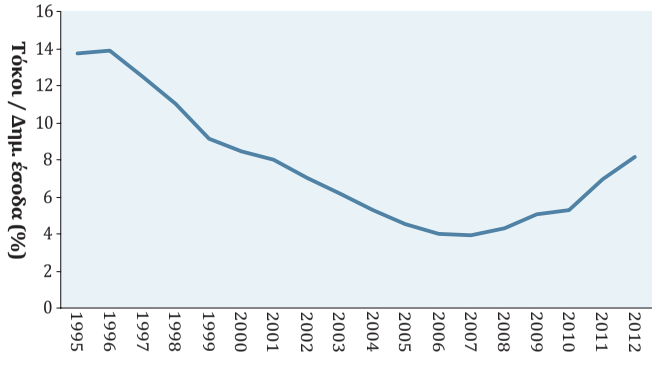
**Διάγραμμα 4:** Ισπανία

**Διάγραμμα 4α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012



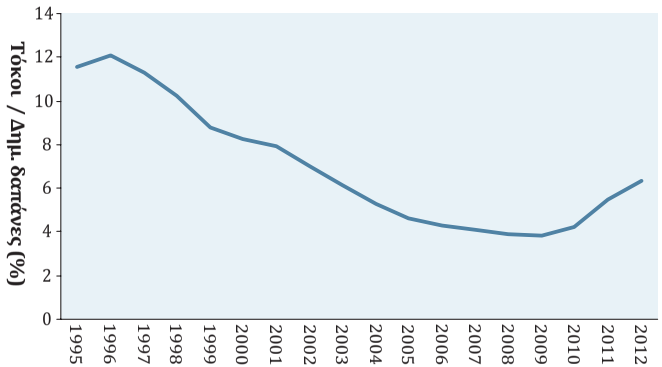

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 4β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



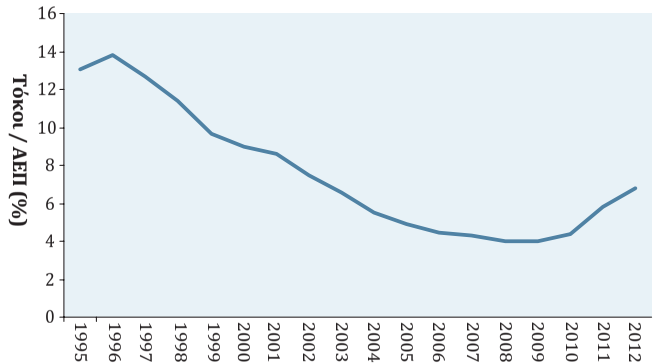

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 4γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

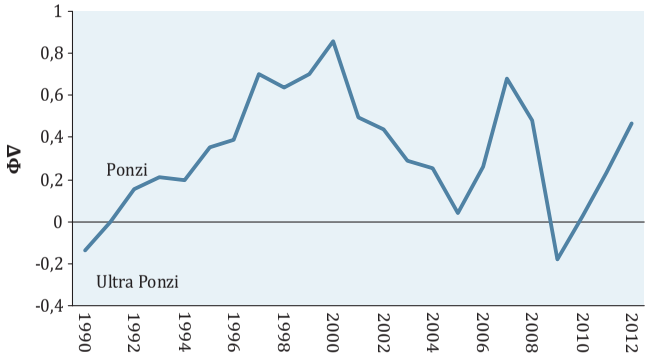
**Διάγραμμα 4δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

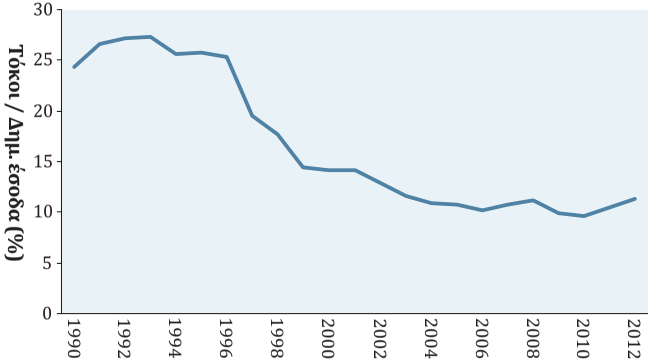
**Διάγραμμα 5:** Ιταλία

**Διάγραμμα 5α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012



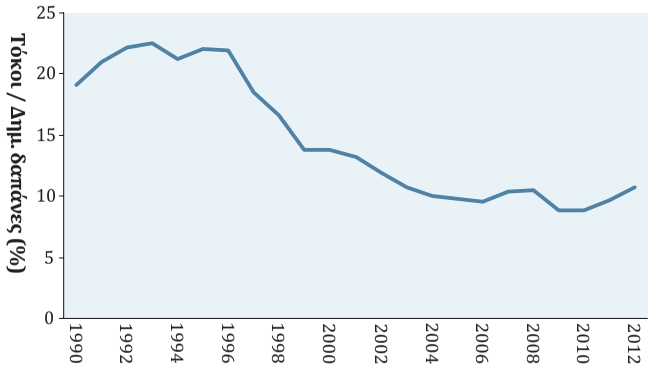

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 5β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



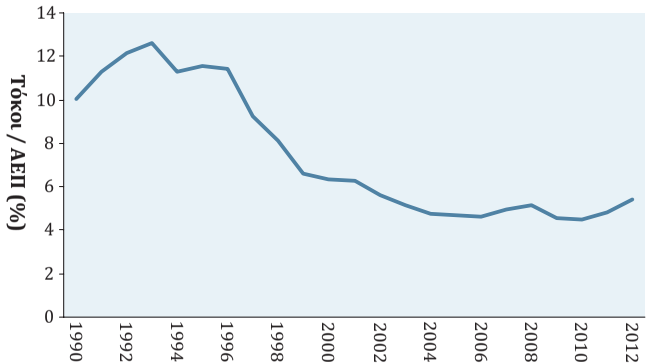

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 5γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

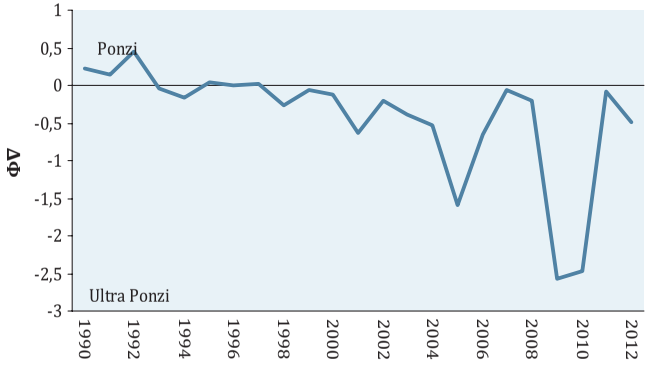
**Διάγραμμα 5δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

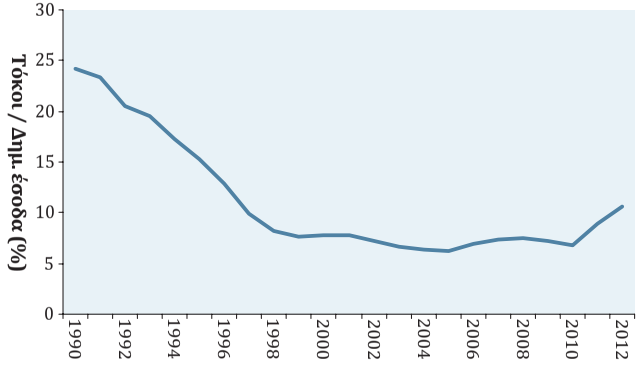
**Διάγραμμα 6:** Πορτογαλία

**Διάγραμμα 6α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012



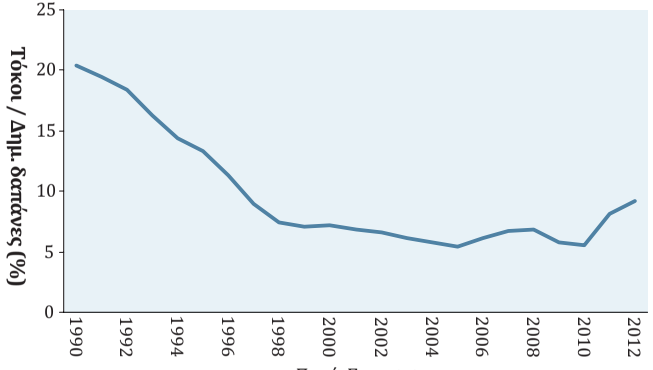

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 6β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



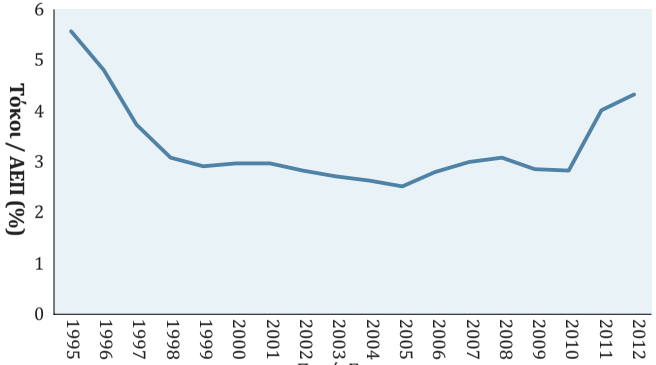

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 6γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

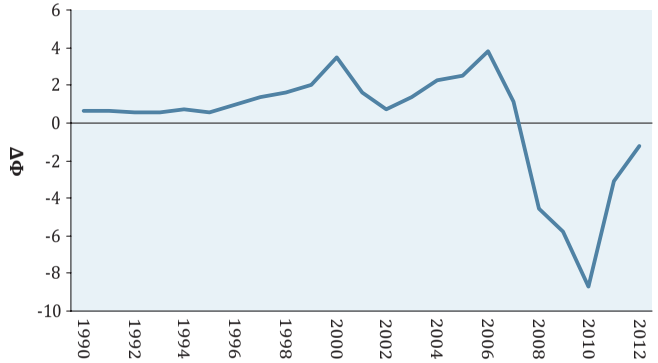
**Διάγραμμα 6δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

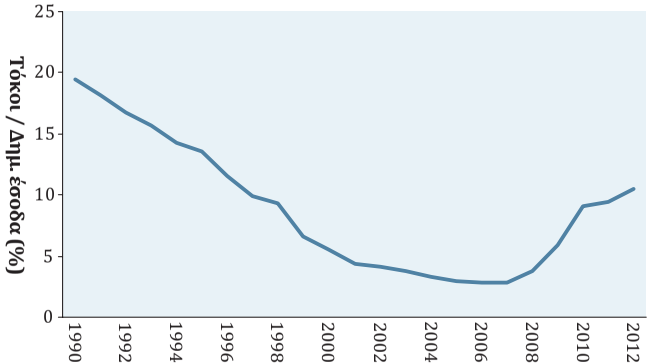
**Διάγραμμα 7:** Ιρλανδία

**Διάγραμμα 7α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012



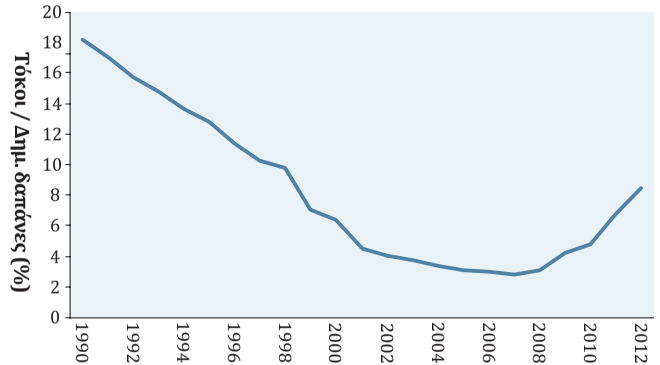

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 7β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



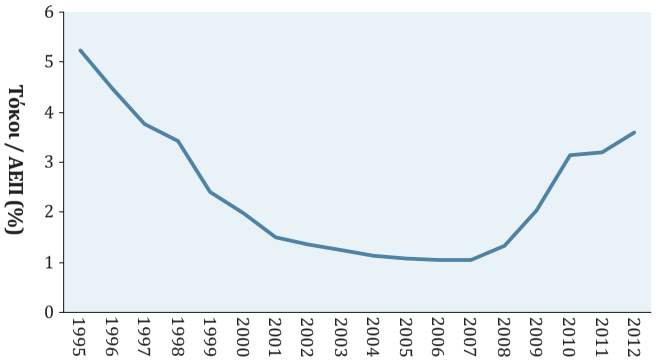

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 7γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

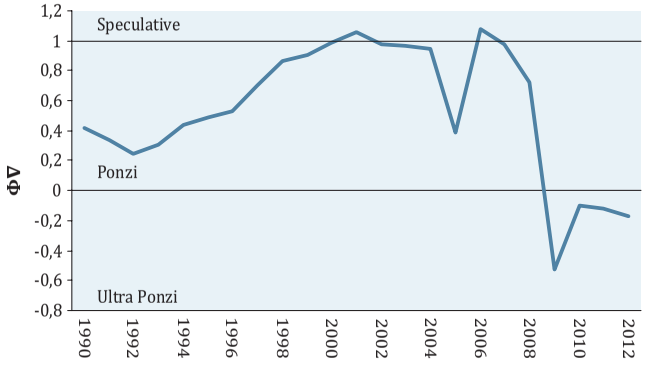
**Διάγραμμα 7δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

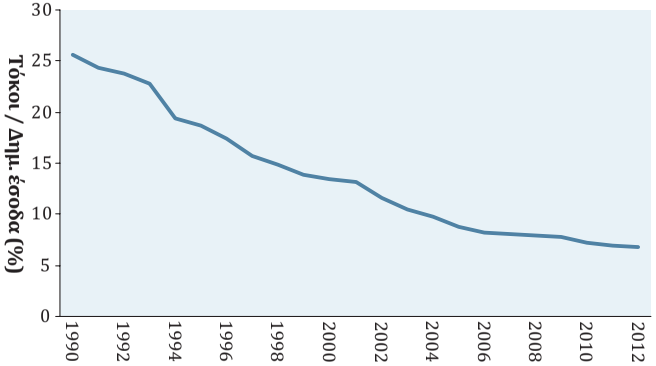
**Διάγραμμα 8:** Βέλγιο

**Διάγραμμα 8α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012



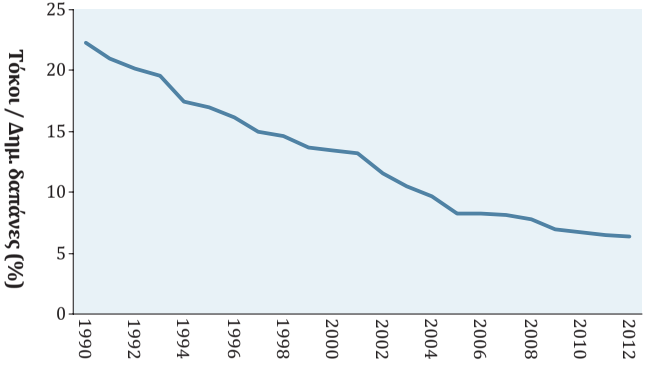

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 8β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



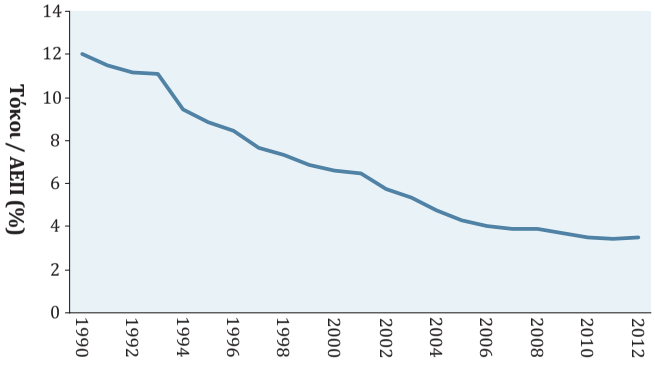

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 8γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

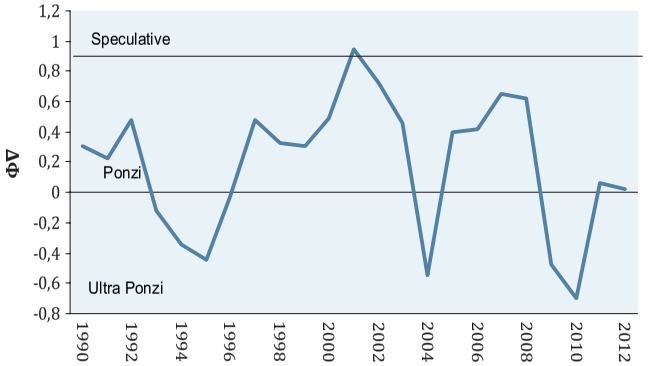
**Διάγραμμα 8δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

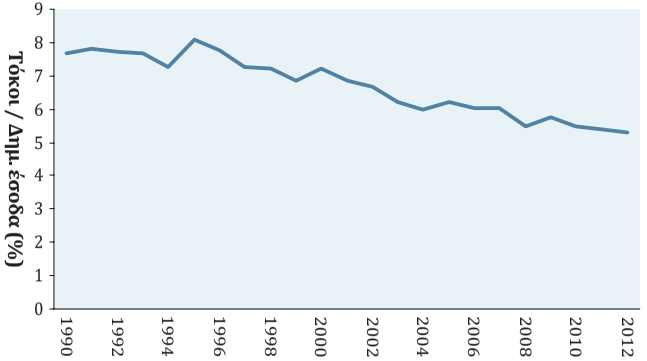
**Διάγραμμα 9:** Αυστρία

**Διάγραμμα 9α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012



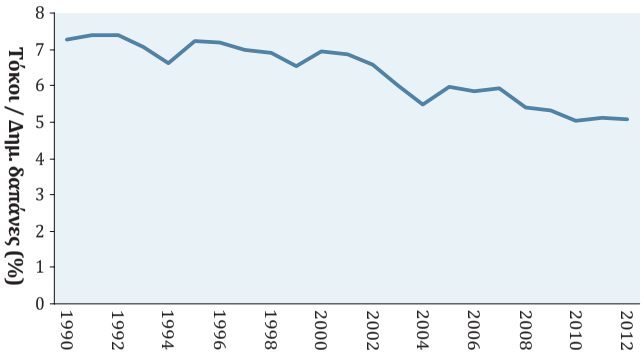

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 9β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



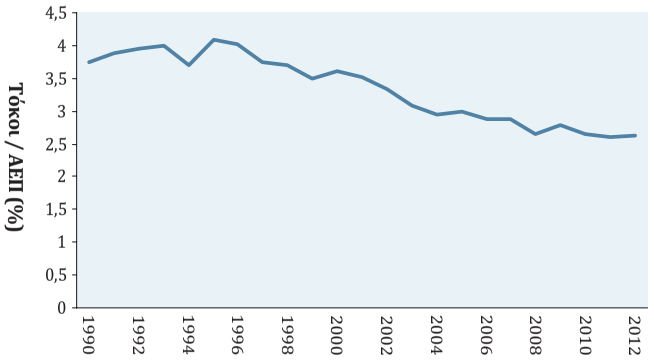

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 9γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

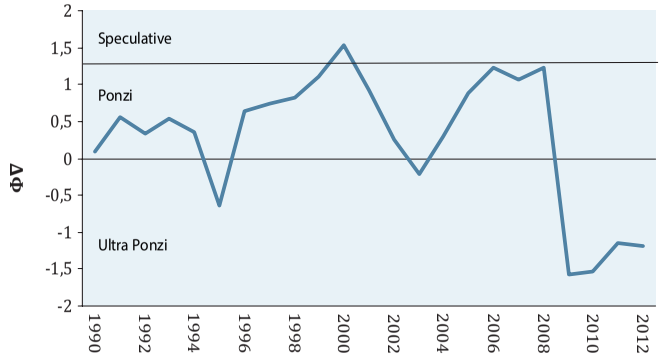
**Διάγραμμα 9δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

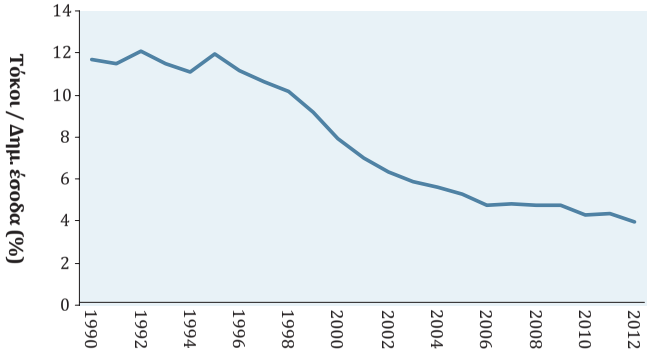
**Διάγραμμα 10:** Ολλανδία

**Διάγραμμα 10α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012



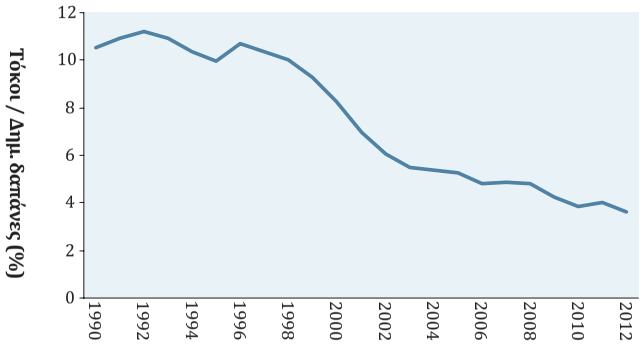

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 10β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



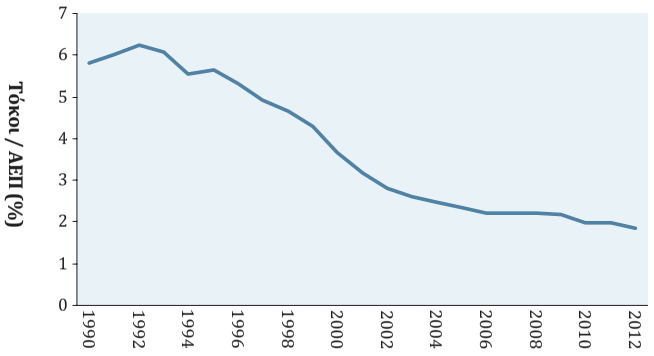

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 10γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

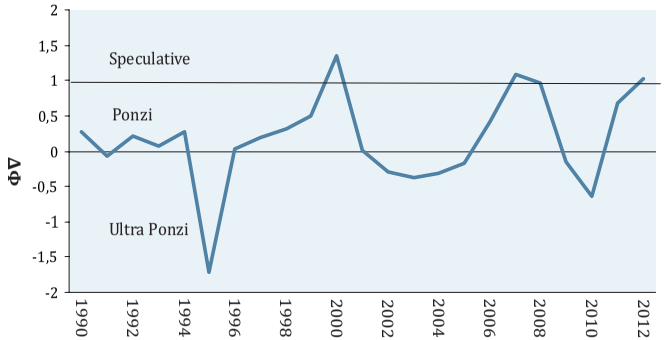
**Διάγραμμα 10δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

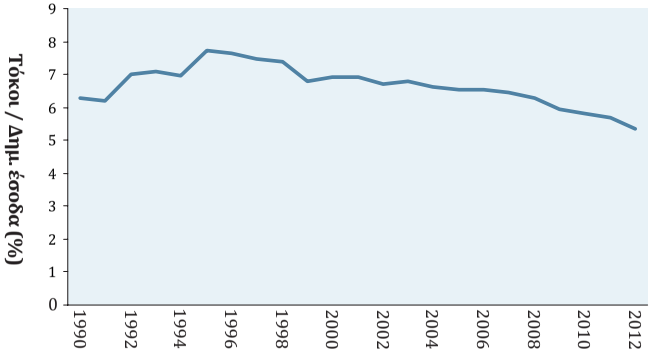
**Διάγραμμα 11:** Γερμανία

**Διάγραμμα 11α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012



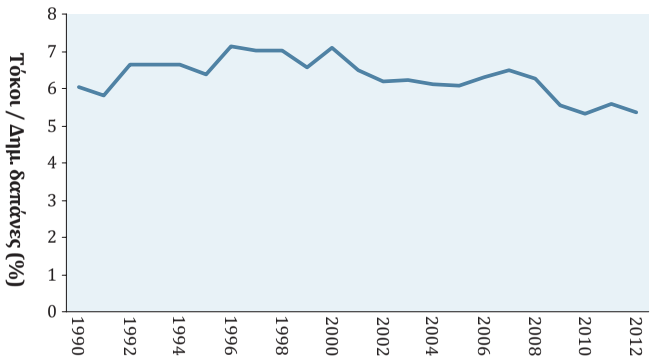

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 11β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



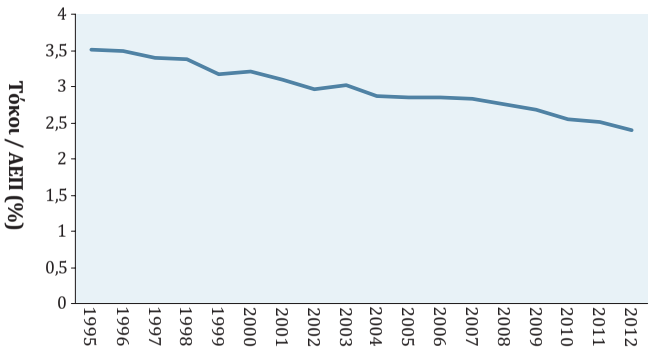

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 11γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

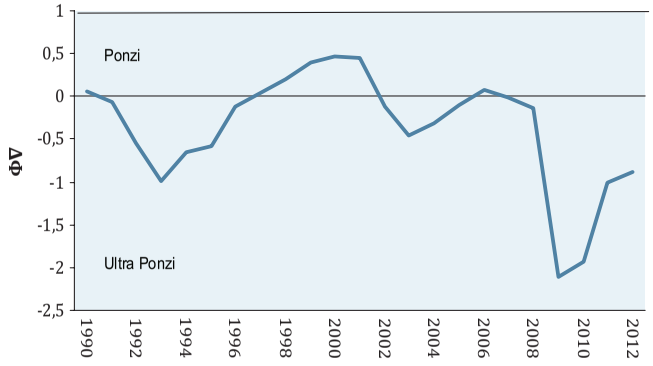
**Διάγραμμα 11δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

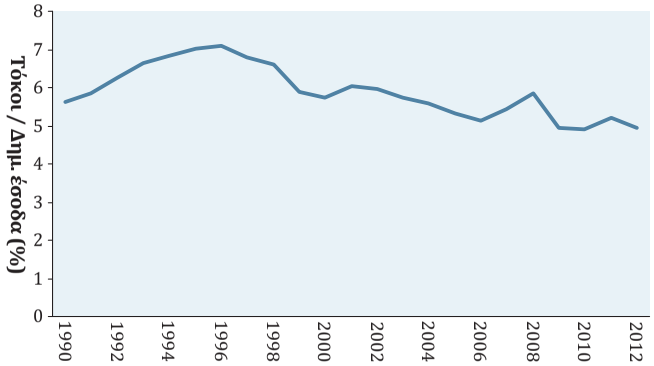
**Διάγραμμα 12:** Γαλλία

**Διάγραμμα 12α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012



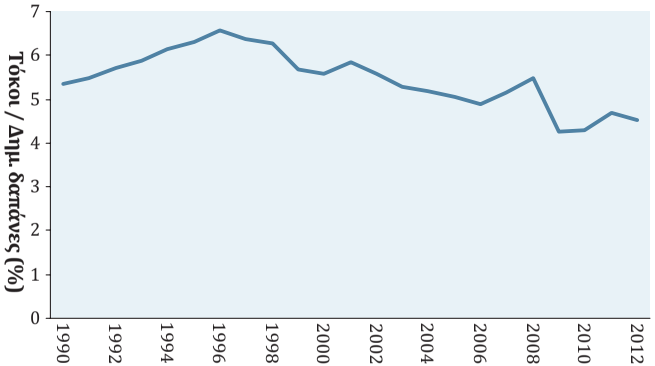

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 12β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



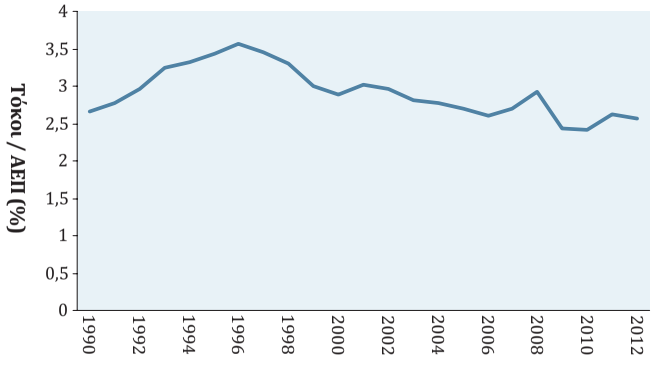

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 12γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

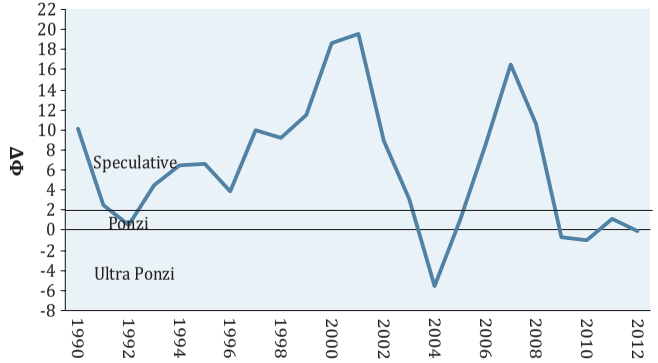
**Διάγραμμα 12δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 13:** Φιλανδία

**Διάγραμμα 13α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012




*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 13β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων




*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 13γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

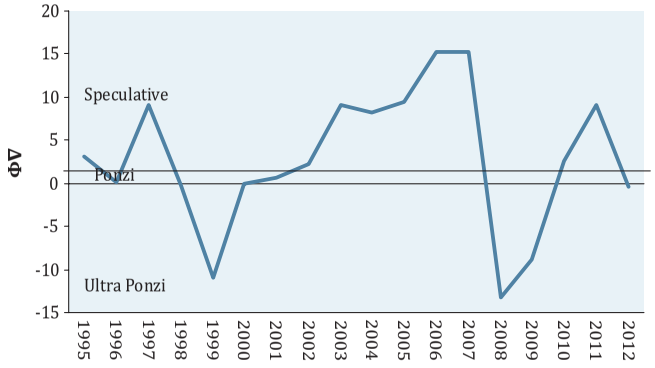
**Διάγραμμα 13δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

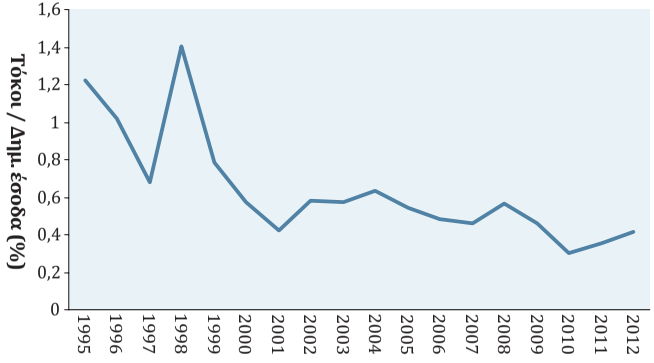
**Διάγραμμα 14:** Εσθονία

**Διάγραμμα 14α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012



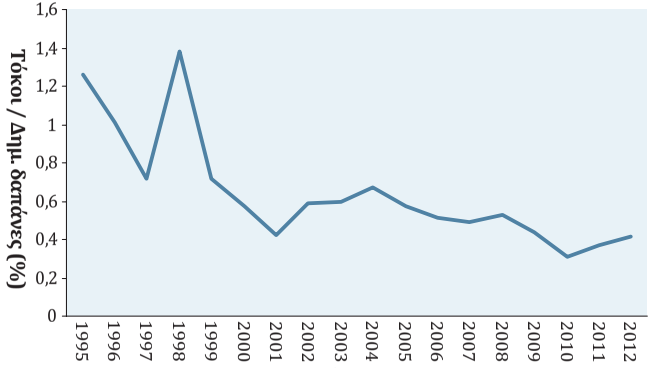

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 14β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



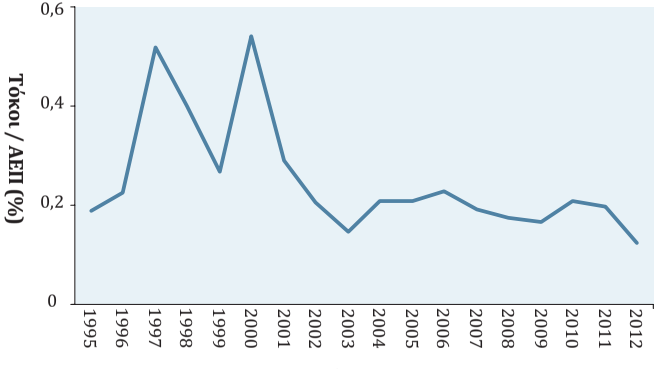

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 14γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

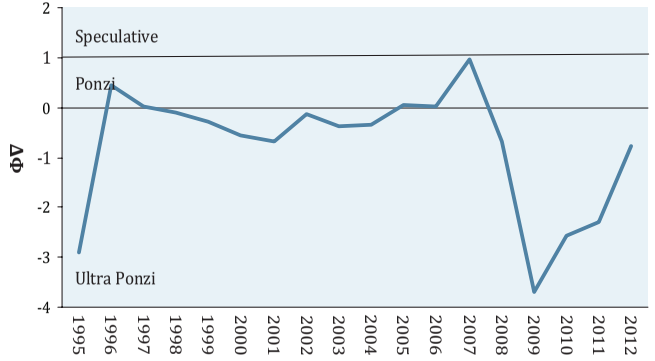
**Διάγραμμα 14δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

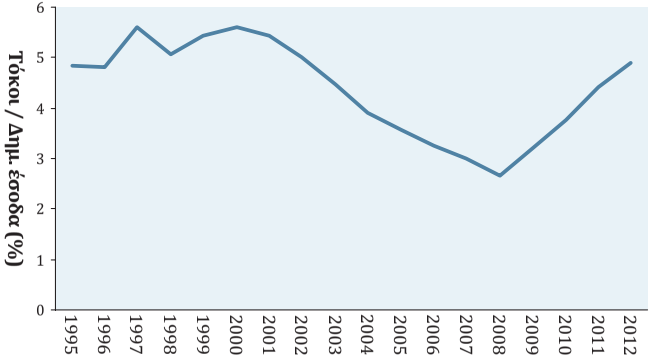
**Διάγραμμα 15:** Σλοβενία

**Διάγραμμα 15α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012



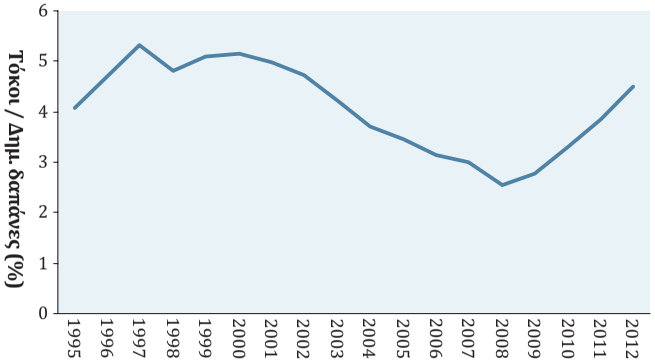

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 15β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



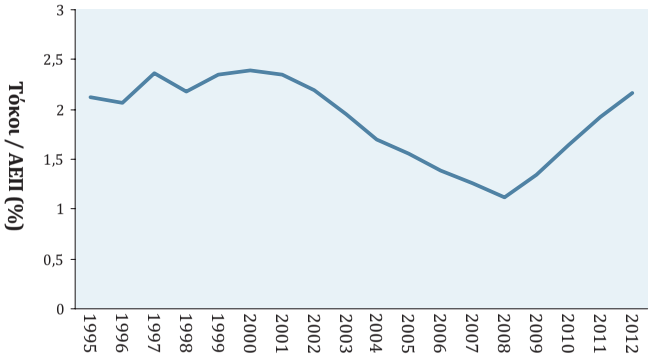

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 15γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

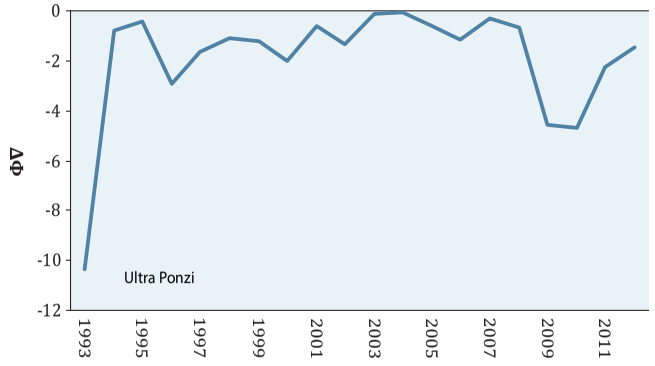
**Διάγραμμα 15δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

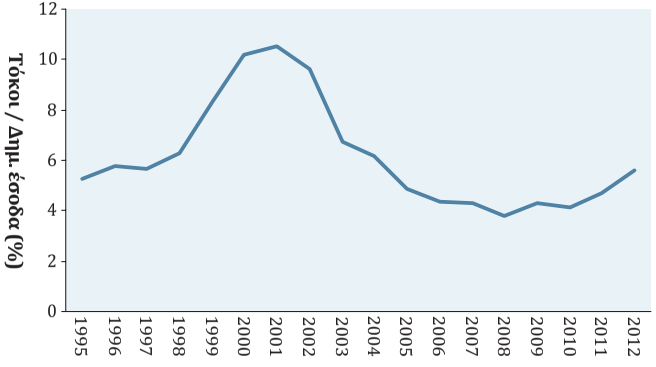
**Διάγραμμα 16:** Σλοβακία

**Διάγραμμα 16α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012



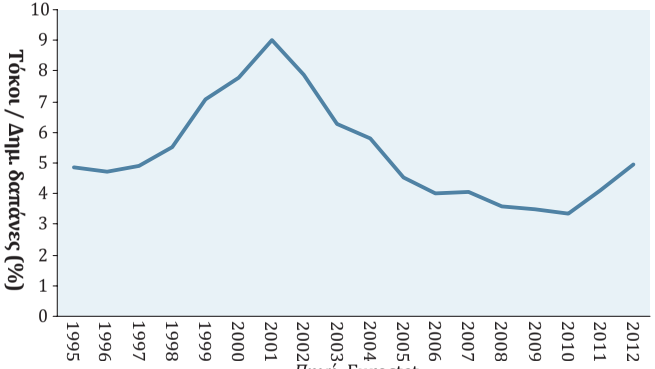

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 16β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



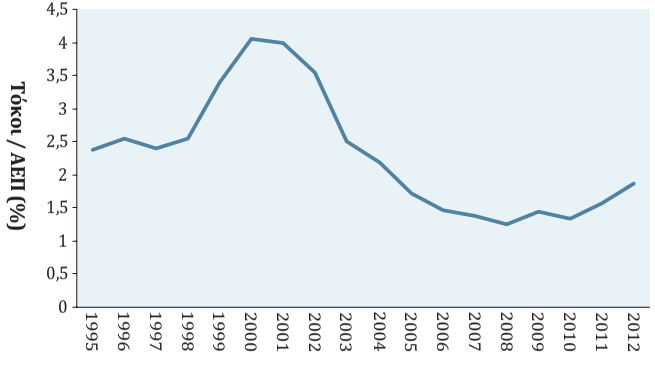

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 16γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

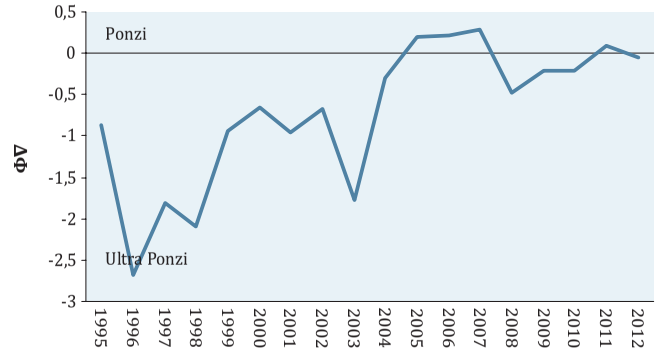
**Διάγραμμα 16δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

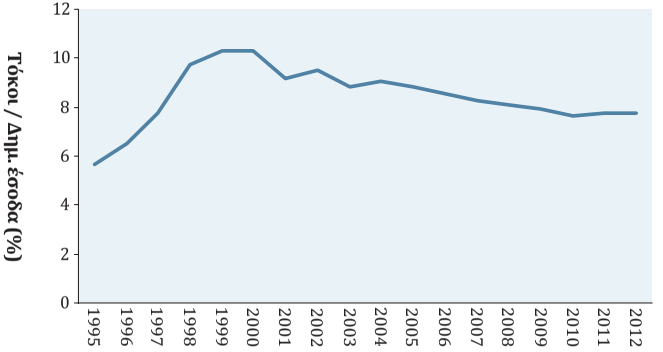
**Διάγραμμα 17:** Μάλτα

**Διάγραμμα 17α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012



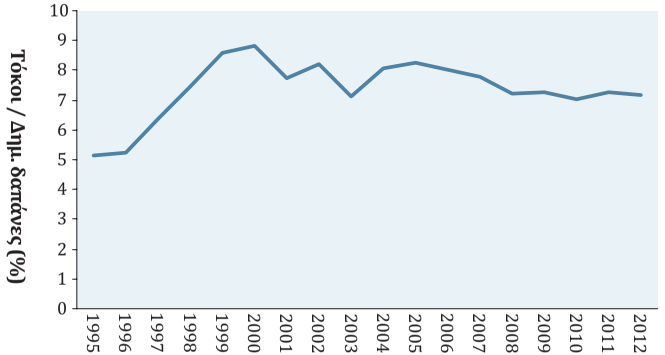

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 17β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



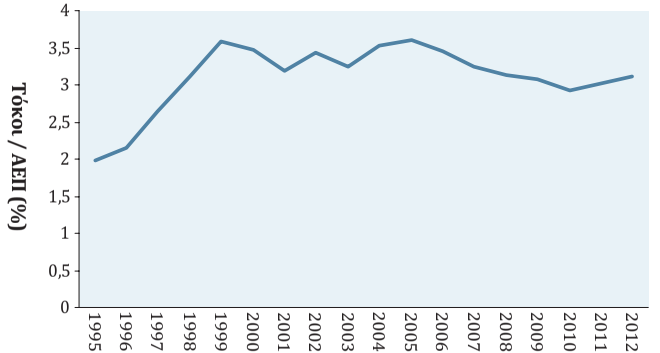

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 17γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

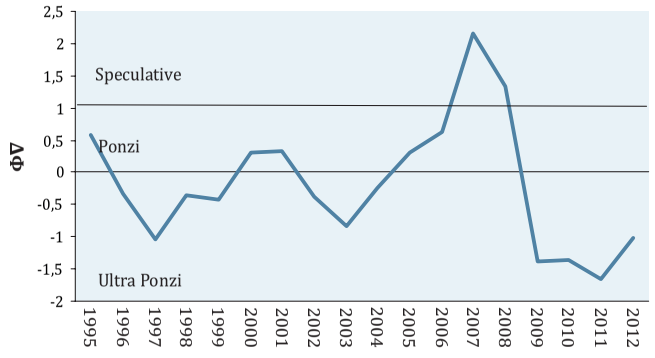
**Διάγραμμα 17δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

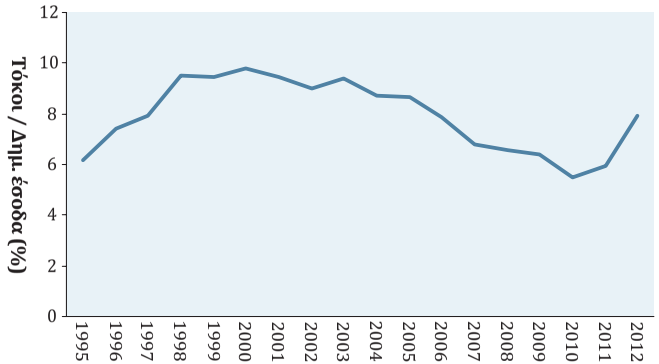
**Διάγραμμα 18:** Κύπρος

**Διάγραμμα 18α:** Δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας, 1990-2012



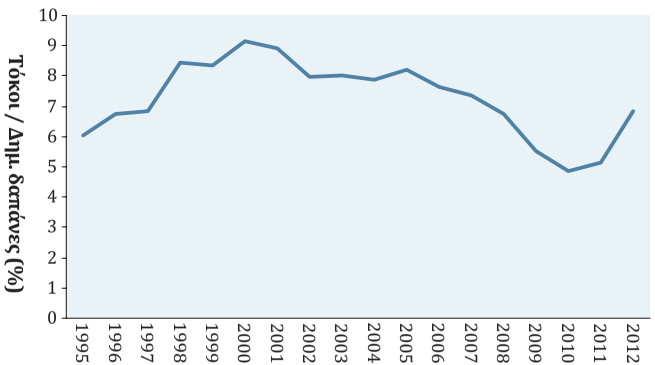

*Πηγή*: Eurostat, υπολογισμοί συγγραφέα

**Διάγραμμα 18β:** Τόκοι ως % των δημόσιων εσόδων



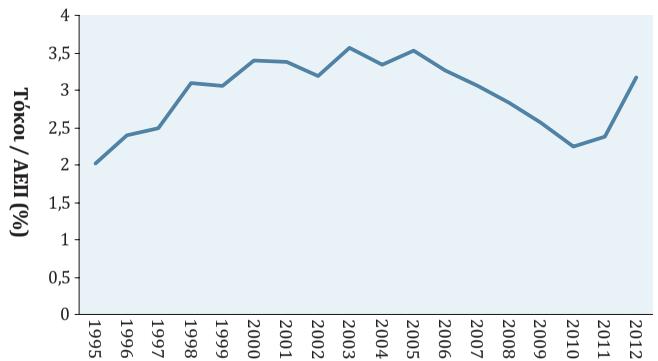

*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 18γ:** Τόκοι ως % των δημόσιων δαπανών




*Πηγή*: Eurostat

**Διάγραμμα 18δ:** Τόκοι ως % του ΑΕΠ




*Πηγή*: Eurostat

## 5.3. Οικονομική μεγέθυνση και δημοσιονομική φερεγγυότητα: Οικονομετρική ανάλυση

Ο δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας έχει ιδιαίτερη αναλυτική σημασία στο βαθμό που η κρίση χρέους της Ευρωζώνης δείχνει ότι οι χώρες-μέλη είναι εξαιρετικά ευάλωτες στις πιέσεις των ιδιωτικών αγορών ομολόγων εξαιτίας της δυνατότητας των τελευταίων να προκαλέσουν εθνική χρεοκοπία, διακόπτοντας την αναχρηματοδότηση των συσσωρευμένων δανειακών υποχρεώσεων. Επίσης, η αβεβαιότητα που δημιουργείται στην αναχρηματοδότηση των εθνικών χρεών ουσιαστικά καθιστά την ίδια την Ευρωζώνη δημοσιονομικά και χρηματοπιστωτικά εύθραυστη και ευάλωτη στις ψυχολογικές μεταβολές των αγορών. Ως μείζονα αιτία έχουμε τονίσει τη θεμελιακή στρέβλωση στην αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης, που ανάγει τη φερεγγυότητα, και όχι την ανεξαρτησία των κυβερνήσεων στην άσκηση οικονομικής πολιτικής, σε κύριο κριτήριο αξιολόγησής τους. Η κρίση δημοσιονομικής φερεγγυότητας δημιουργεί έναν επικίνδυνο φαύλο κύκλο για την αναπτυξιακή δυναμική των εθνικών οικονομιών.

Ο φαύλος κύκλος είναι ο εξής: Η κρίση φερεγγυότητας αυξάνει το πιστωτικό ρίσκο και τις δανειακές υποχρεώσεις της οικονομίας και, πιθανά, τη διαφορά επιτοκίου και ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ, οι επενδυτές με τη σειρά τους περιορίζουν τη ρευστότητα, ενώ η μείωση του ΑΕΠ μειώνει το πρωτογενές πλεόνασμα ή αυξάνει το πρωτογενές έλλειμμα, καθιστώντας τη χώρα λιγότερο ικανή να αποπληρώσει το χρέος της, επιβεβαιώνοντας τους φόβους των επενδυτών. Όταν η οικονομία είναι σε κρίση δημοσιονομικής φερεγγυότητας, το πρωτογενές πλεόνασμα είναι η κρίσιμη μεταβλητή για τη σταθεροποίηση της οικονομίας και την αποτροπή κατάστασης χρεοκοπίας. Όσο μεγαλύτερο είναι το πρωτογενές πλεόνασμα τόσο μεγαλύτερη είναι η φερεγγυότητα της οικονομίας ως προς τη δυνατότητά της να ικανοποιήσει τις υποχρεώσεις του συσσωρευμένου χρέους της. Το πρωτογενές πλεόνασμα είναι η διαθέσιμη ρευστότητα του εθνικού κράτους που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αποπληρωμή των τοκοχρεολυσίων και διαμορφώνει τις προσδοκίες των αγορών κεφαλαίου που προσδιορίζουν την αναχρηματοδότηση του εθνικού χρέους.

Στο πλαίσιο αυτό, μια από τις βασικές υποθέσεις της ανάλυσής μας είναι η θετική συσχέτιση μεταξύ της οικονομικής μεγέθυνσης και της δημοσιονομικής φερεγγυότητας. Οικονομίες που είναι σε κατάσταση δημοσιονομικής φερεγγυότητας ultra-Ponzi και Ponzi είναι πιθανό να βρεθούν αντιμέτωπες αφενός με

περιορισμούς ρευστότητας στη χρηματοδότηση δημόσιων και ιδιωτικών επενδύσεων, αφετέρου με αυξημένο κόστος δανεισμού και πιέσεις να εφαρμόσουν προγράμματα δημοσιονομικής λιτότητας. Οι συνέπειες αυτών των εξελίξεων θα είναι αρνητικές για την οικονομική ανάπτυξη. Συνεπώς, όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη ΔΦ τόσο μεγαλύτερη είναι η φερεγγυότητα της εθνικής οικονομίας και τόσο πιο σταθερή η αναπτυξιακή της προοπτική. Υποστηρίζουμε δηλαδή ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ δημοσιονομικής φερεγγυότητας και οικονομικής μεγέθυνσης. Η υπόθεση αυτή θα αποτελέσει το αντικείμενο της οικονομετρικής ανάλυσης που ακολουθεί.

Η οικονομετρική μας ανάλυση ξεκινάει από ένα γενικό μοντέλο της μορφής:

$$y_{it} = a_i + x_{it}\beta + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Όπου $a$ είναι ένας πραγματικός αριθμός, $\beta$ είναι ένα Kx1 διάνυσμα σταθερών μεταβλητών, $\chi_{it}$ είναι ένα Kx1 διάνυσμα ανεξάρτητων μεταβλητών, που στην περίπτωσή μας είναι ο δείκτης δημοσιονομικής φερεγγυότητας (FF).

Για τα κατάλοιπα, $\varepsilon_{it}$ υποθέτουμε ότι :

$$\varepsilon_{it} = \mu_{i+}\upsilon_{it},\ i=1,\ldots..,N\ ,\ t=1,\ldots..,T \quad (8)$$

$$\text{Όπου } \upsilon_{it} \backsim iid(0,\sigma^2) \text{ με } \Sigma\upsilon\nu(\varepsilon_{it},\varepsilon_{jt})=0 \text{ for } i\neq j \quad (9)$$

Ο πραγματικός αριθμός $\mu_i$ αντιπροσωπεύει τα αποτελέσματα που αφορούν την $ith$ χώρα, που υποθέτουμε ότι παραμένουν σταθερά στο χρόνο. Δηλαδή το υπόδειγμα αυτό επιτρέπει στη σταθερά του υποδείγματος να μεταβάλλεται από στρώμα σε στρώμα. Στην περίπτωση αυτή, τα αποτελέσματα από την παλινδρόμηση μας δίνουν 17 διαφορετικές γραμμές παλινδρόμησης (με την ίδια κλίση), όσες είναι και οι υπό εξέταση χώρες. Ο ορισμός των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται δίνεται στον Πίνακα 3 και οι σχετικές πηγές στο Παράρτημα.

**Πίνακας 3**: Ορισμός μεταβλητών

| | |
|---|---|
| *GGDP* | *Ρυθμός Μεταβολής του ΑΕΠ* |
| *FF* | *Δείκτης Δημοσιονομικής Φερεγγυότητας* |

Η εξίσωση (7) υπολογίζεται μέσω της παλινδρόμησης χρονοσειρών για την περίοδο 1995-2012 και για το σύνολο των 17 χώρων της Ευρωζώνης.

***Specification Test***

Πρώτα ελέγχουμε το υπόδειγμα Pool έναντι του υποδείγματος τυχαίων επιδράσεων (Random). Ο έλεγχος αυτός γίνεται χρησιμοποιώντας τα κατάλοιπα του Pool υποδείγματος στον τύπο του Breush Pagan LM Test:

$$\text{Υποθέσεις } H_0: \sigma_a^2 = 0$$

$$H_1: \sigma_a^2 \neq 0$$

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{T^2 \Sigma \bar{e}_i^{\,2}}{\sum_i \sum_t e_{it}^{\,2}} - 1 \right]^2 \qquad (10)$$

όπου e είναι τα κατάλοιπα, N ο αριθμός των στρωμάτων και T τα χρόνια. Ελέγχουμε την τιμή αυτή με την τιμή που παίρνουμε από τους πίνακες της κατανομής $x^2$ για ένα βαθμό ελευθερίας (3,841). Αν δεν απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση σημαίνει ότι το σωστό υπόδειγμα είναι το Pool, ενώ αποδοχή της εναλλακτικής υπόθεσης σημαίνει ότι το Random υπόδειγμα είναι το σωστό. Σε ποσοστό σημαντικότητας 5% δεν απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση. Άρα το σωστό υπόδειγμα είναι το Pool**.**

Στη συνέχεια ελέγχουμε το υπόδειγμα των σταθερών επιδράσεων (Fixed effects) έναντι του υποδείγματος Pool. Ο έλεγχος αυτός γίνεται με το Chow Test, στο οποίο συγκρίνουμε το υπόδειγμα με περιορισμούς έναντι του υποδείγματος χωρίς περιορισμούς. Στη δική μας περίπτωση, το υπόδειγμα με περιορισμούς είναι το Pool και το υπόδειγμα χωρίς περιορισμούς είναι το υπόδειγμα των σταθερών επιδράσεων.

$$F = \frac{RRSS - URSS \,/\, N - 1}{URSS \,/\, (NT - N - K)} \qquad (11)$$

όπου RRSS (restricted residuals sum of squares) είναι το άθροισμα των τετραγώνων των καταλοίπων του υποδείγματος Pool και URSS (unrestricted residuals sum of squares) είναι το άθροισμα των τετραγώνων των καταλοίπων που παίρνουμε από το υπόδειγμα των σταθερών επιδράσεων. Επίσης, όπου N είναι ο αριθμός των στρωμάτων, T τα χρόνια και όπου K ο αριθμός των παραμέτρων.

Στη συνέχεια, ελέγχουμε την τιμή F με την τιμή που παίρνουμε από τους πίνακες για N-1(16) και NT-N-K βαθμούς ελευθερίας. Η μηδενική υπόθεση είναι ότι το pooled υπόδειγμα είναι το σωστό. Σε επίπεδο σημαντικότητας 5% απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση. Άρα το Fixed effects υπόδειγμα είναι το σωστό. Τέλος,

χρησιμοποιούμε το Hausman test για να επιλέξουμε ανάμεσα στο υπόδειγμα των τυχαίων επιδράσεων και το υπόδειγμα των σταθερών επιδράσεων. Ο τύπος που χρησιμοποιούμε είναι:

$$H = \left(\hat{\beta}_F - \hat{\beta}_R\right)' V^{-1} \left(\hat{\beta}_F - \hat{\beta}_R\right) \quad (12)$$

Όπου $\hat{\beta}_F$ είναι οι εκτιμητές του υποδείγματος των σταθερών επιδράσεων και $\hat{\beta}_R$ οι εκτιμητές του υποδείγματος των τυχαίων επιδράσεων. $\left(\hat{\beta}_F - \hat{\beta}_R\right)$ είναι ένα διάνυσμα γραμμή 1Χ6, ενώ $\left(\hat{\beta}_F - \hat{\beta}_R\right)$ είναι ένα διάνυσμα στήλη 6Χ1. Τέλος, $V^{-1}$ είναι ένας πίνακας 6Χ6, που προκύπτει αν αφαιρέσουμε τη μήτρα διακυμάνσεων-συνδιακυμάνσεων των εκτιμητών του υποδείγματος των σταθερών επιδράσεων από τη μήτρα διακυμάνσεων-συνδιακυμάνσεων των εκτιμητών του υποδείγματος των τυχαίων επιδράσεων. Η μηδενική υπόθεση είναι ότι η διαστρωματική ετερογένεια είναι τυχαία. Συγκρίνουμε την τιμή με την τιμή που παίρνουμε από τους πίνακες για την κατανομή $x^2$ 1 βαθμό ελευθερίας. Σε επίπεδο σημαντικότητας 5% απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση. Αυτό σημαίνει ότι η διαστρωματική ετερογένεια είναι σταθερή. Δηλαδή το υπόδειγμα που πρέπει να επιλέξουμε είναι το υπόδειγμα των σταθερών επιδράσεων.

Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουμε, αν λάβουμε υπόψη μας τα αποτελέσματα των τριών παραπάνω ελέγχων, είναι ότι το σωστό υπόδειγμα είναι το υπόδειγμα των σταθερών επιδράσεων.

**Παλινδρόμηση**

Βασιζόμενοι στο υπόδειγμα των σταθερών αποδόσεων, η εξίσωσή μας είναι η εξής:

$$GGDP_{it} = \beta_{10} + \beta_{11} FF_{it} + \epsilon_{1it} \quad (13)$$

$$\text{Όπου } \varepsilon_{it} = \mu_i + \upsilon_{it} \text{ , } \boldsymbol{i=1,.....,N} \text{ , } \boldsymbol{t=1,.....,T} \quad (14)$$

Χρησιμοποιώντας τη Μέθοδο των Ελάχιστων Τετραγώνων (OLS), προκύπτει μια θετική σχέση ανάμεσα στο δείκτη δημοσιονομικής φερεγγυότητας και στο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης (Πίνακας 4). Αυτό το εμπειρικό εύρημα επαληθεύει τη βασική μας υπόθεση. Συνεπώς, οι πολιτικές που υπονομεύουν τη δημοσιονομική φερεγγυότητα έχουν αρνητικές επιδράσεις στην οικονομική μεγέθυν-

ση. Με άλλα λόγια, η άσκηση πολιτικής δημοσιονομικής λιτότητας, στο βαθμό που δημιουργεί συνθήκες ύφεσης, υπονομεύει τη δημοσιονομική φερεγγυότητα.

**Πίνακας 4:** Αποτελέσματα παλινδρόμησης

| Εξαρτημένη Μεταβλητή | |
|---|---|
| GGDP | |
| Ανεξάρτητη μεταβλητή | OLS |
| Constant | 2.84 |
| | (9.06) |
| FF | 0.23 |
| | (3.16) |
| $R^2$ | 0.33 |
| D-W | 1.43 |

*Σημείωση:* t-values στις παρενθέσεις.

# 6. Συμπεράσματα

Οι χώρες-μέλη της Ευρωζώνης δεν αποδέχτηκαν μόνο την εκχώρηση της νομισματικής τους ανεξαρτησίας στο ΕΣΚΤ· ίσως η πιο σημαντική μεταβολή στο νομισματικό καθεστώς τους είναι η απώλεια της δυνατότητας έκδοσης χρέους στο εθνικό νόμισμα. Κατά συνέπεια, η αξιολόγηση της φερεγγυότητας του κρατικού τομέα είναι ένδειξη που διαμορφώνει τις προσδοκίες των ιδιωτών και θεσμικών επενδυτών για το αν θα παραχωρήσουν νέο δανεισμό στις εθνικές οικονομίες. Με αυτόν τον τρόπο, τα δημόσια οικονομικά και η αντικυκλική σταθεροποιητική επίδραση των δημόσιων δαπανών στην οικονομία γίνονται έρμαιο της μεταβαλλόμενης ψυχολογίας των αγορών και της κερδοσκοπίας.

Υποστηρίξαμε ότι η λανθασμένη διάγνωση των αιτιών της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη είχε ως συνέπεια την υιοθέτηση πολιτικών λιτότητας σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες. Η πολιτική της λιτότητας στηρίζεται στα μακροοικονομικά σχήματα της συμβατικής οικονομικής σκέψης και ειδικότερα του κυρίαρχου μακροοικονομικού δόγματος της «νέας συναίνεσης». Η δημοσιονομική λιτότητα είναι πιθανό να συμβάλλει στη μείωση των δημόσιων ελλειμμάτων όταν η οικονομία είναι σε σταθερή κατάσταση και σε μεγέθυνση, αλλά δεν μπορεί να οδηγήσει σε βιώσιμη δημοσιονομική προσαρμογή όταν η οικονομία είναι σε κατάσταση υπερχρέωσης και ο κρατικός τομέας εύθραυστος και σε κρίση φερεγγυότητας. Επίσης, η ταυτόχρονη εφαρμογή πολιτικών λιτότητας σε πολλές οικονομίες της Ευρωζώνης ακυρώνει, ουσιαστικά και πρακτικά, την όποια αποτελεσματικότητα θα μπορούσε να έχει σε όρους μακροοικονομικής σταθερότητας, καθώς περιορίζει τις προσδοκίες αύξησης της ζήτησης μέσω των εξαγωγών.

Η εμπειρική ανάλυση της μελέτης δείχνει ότι η εφαρμογή της πολιτικής της λιτότητας έχει μειώσει τη φερεγγυότητα σχεδόν όλων των χωρών-μελών της Ευρωζώνης. Η αιτία είναι ότι η λιτότητα προκαλεί ύφεση, η οποία με τη σειρά της λειτουργεί ως εμπόδιο στην επίτευξη δημοσιονομικής προσαρμογής. Επιπλέον, η

ύφεση και η έλλειψη φερεγγυότητας λειτουργούν ως αποσταθεροποιητικά κανάλια μετάδοσης της λιτότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η επιλογή της δημοσιονομικής λιτότητας ως μέσου αντιμετώπισης της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη σηματοδοτεί τη λανθασμένη διάγνωση των αιτιών της κρίσης, εξαιτίας αφενός των ιδεολογικών εμμονών και θεωρητικών ακαμψιών του μηχανισμού λήψης αποφάσεων οικονομικής πολιτικής της Ευρωζώνης, και αφετέρου της νέας ισορροπίας οικονομικών συμφερόντων και δυνάμεων που τείνει να επικρατήσει στη σκιά της γερμανικής ηγεμονίας.

Η επιβολή βίαιων προγραμμάτων δημοσιονομικής λιτότητας είναι μια επιλογή τιμωρίας της εθνικής οικονομίας, που αποσπά τους διαχειριστές της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη από το μείζον ζήτημα του επαναπροσδιορισμού της θεσμικής αρχιτεκτονικής της. Η Ευρωζώνη οφείλει να στραφεί σε μια νέα θεσμική δομή, που θα προστατεύει τις χώρες-μέλη από τις απρόβλεπτες ψυχολογικές μεταπτώσεις των αγορών και την κερδοσκοπία των επενδυτών. Η Ευρωζώνη θα σταθεροποιηθεί και μεσοπρόθεσμα θα επιβιώσει εάν δημιουργήσει θεσμούς συλλογικής διαχείρισης κρίσεων χρέους και τραπεζικών κρίσεων.

# Βιβλιογραφία


Aghion, P., Hemous, D. and Kharroubi, E. (2009). "Credit constraints, cyclical fiscal policy and industry growth", Discussion Paper 7379, Center of Economic Policy Research.

Almunia, M., Benetrix, A., Eichengreen, B., O'Rourke, K. and Rua, G. (2010). "From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, differences and lessons", *Economic Policy,* 25 (62), pp. 219-265.

Arestis, P. (2006). *Is There a New Consensus in Macroeconomics?*, New York: Palgrave Macmillan.

Arestis, P. (2009). "New Consensus Macroeconomics and Keynesian critique", in Hein, E., Niechoj, T. and Stockhammer, E. (eds), *Macroeconomic Policies on Shaky Foundations. Whither Mainstream Economics?,* Marburg: Metropolis.

Arestis, P. and Sawyer, M. (2004). *Re-examining Monetary and Fiscal Policies in the Twenty First Century*, Cheltenham: Edward Elgar.

Arestis, P. and Sawyer, M. (2006). "Fiscal policy matters", *Public Finance*, 54 (3-4), pp. 133-135.

Arestis, P. and Sawyer, M. (2008). "A critical reconsideration of the foundations of monetary policy in the New Consensus macroeconomic framework", *Cambridge Journal of Economics*, 32 (5), pp. 761-779.

Argitis, G. (2013). "The illusions of the 'New Consensus' in Macroeconomics: A Minskian analysis", *Journal of Post Keynesian Economics*, 35 (3), pp. 483-505.

Argitis, G. and Nikolaidi, M. (2014). "The financial fragility and the crisis of the Greek government sector: A Minskian analysis", *International Review of Applied Economics*, 28 (3), pp. 273-291.

Auerbach, A. and Gorodnichenko, Y. (2012). "Fiscal multipliers in recession and expansion", in Alesina, A. and Giavazzi, F. (eds), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, Chicago: University of Chicago Press.

Blanchard, O. (2008). "The state of Macro", *Working Paper Series*, 08-17, Department of Economics, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Mass., USA.

Blanchard, O. and Leigh, D. (2012). "Growth forecast errors and fiscal multipliers", IMF Working Paper 13/1, Research Department, Washington: International Monetary Fund.

Calcagno, A. (2012). "Can austerity work?", *Review of Keynesian Economics, Inaugural Issue*, Autumn, pp. 24-36.

Corsetti, G., Kuester, K., Meier, A. and Muller, G. (2010). "Debt consolidation and fiscal stabilization of deep recessions", *American Economic Review, P&P,* 100 (May), pp. 41-45.

Corsetti, G., Kuester, K., Meier, A. and Muller, G. (2012). "Sovereign risk, fiscal policy and macroeconomic stability", Working Paper 12/33, International Monetary Fund, Washington, DC.

Creel, J. and Sawyer, M. (2009). *Current Thinking on Fiscal Policy*, New York: Palgrave Macmillan.

Christiano, L., Eichenbaum, M. and Rebelo, S. (2011). "When is the government spending multiplier large?", *Journal of Political Economy,* 119, pp. 78–121.

De Grauwe, P. (2011). "The governance of a fragile Eurozone", Centre for European Policy Studies, Working Document 346, pp. 1-28.

De Grauwe, P. and Ji, Y. (2013). "The legacy of austerity in the Eurozone", Centre for European Policy Studies, Commentary, pp. 1-6.

DeLong, B. and Summers, L. (2012). "Fiscal policy in a depressed economy", *Brookings Papers on Economic Activity,* March, 20.

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

Gechert, A. and Will, H. (2012). "Fiscal multipliers: A meta-analysis of the literature", Working Paper, available at http://www.euroframe.org.

Goodfriend, M. (2007). "How the world achieved consensus on monetary policy", *Journal of Economic Perspectives*, 21 (4), pp. 47-68.

Goodhart, C. (1998). "The two concepts of money: Implications for the analysis of optimal currency areas", *European Journal of Political Economy*, 14, pp. 407-432.

Hall, R. (2009). "By how much does GDP rise if the government buys more output?", *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, pp. 183–249.

Ilzetzki, E., Mendoza, G. and Vegh, A. (2010). "How big (small?) are fiscal multipliers?", National Bureau of Economic Research, Working Paper 16479.

International Monetary Fund (2008). *World Economic Outlook: Financial Stress, Downturns and Recoveries,* Washington, DC, October.

International Monetary Fund (2010). *Fiscal Monitor: Fiscal Exit. From Strategy to Implementation*, Washington, DC, November.

International Monetary Fund (2012). *Fiscal Monitor: Balancing Fiscal Policy Risks,* Washington, DC, April.

Kelton, S. (2003). "Neglected costs of monetary policy: The loss of sovereignty in the sphere of public finance", in Kelton, S. and Nell, E. (eds), *The State, the Market, and the Euro: Chartalism versus Metallism in the Theory of Money*, Cheltenham: Edward Elgar.

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

Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Cambridge: Macmillan and Cambridge University Press.

Kitromilides, Y. (2011). "Deficit reduction, the Age of Austerity, and the paradox of insolvency", *Journal of Post Keynesian Economics*, 33 (3), pp. 517-535.

Kregel, J. (2008). "Minsky's cushions of safety: Systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage crisis", Public Policy Brief 93, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.

Kregel, J. (2011). "Debtors' crisis or creditors' crisis? Who pays for the European sovereign and subprime mortgage losses?", Public Policy Brief 121, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.

Krugman, P. (2012). *End This Depression Now,* New York: WW. Norton and Company.

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

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

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

Nersisyan, Y. and Wray, R. (2010). "Deficit hysteria redux? Why we should stop worrying about U.S. government deficits", Public Policy Brief 111, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.

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

Papadimitriou, D. and Wray, R. (2012). "Euroland's original sin", Policy Note 8, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.

Papadimitriou, D., Wray, R. and Nersisyan, Y. (2010). "Endgame for the Euro? Without major restructuring, the Eurozone is doomed", Public Policy Brief 113, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.

Rainhart, C. and Rogoff, K. (2010). "Growth in a time of debt", *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 100 (2), pp. 1–9.

Ramey, V.A. (2011). "Can government purchases stimulate the economy?", *Journal of Economic Literature*, 49 (3), pp. 673-685.

Sardoni, C. and Wray, R. (2007). "Fixed and flexible exchange rates and currency sovereignty", in Hein, E., Priewe, J. and Trugert, A. (eds), *European Integration in Crisis*, Marburg: Metropolis.

Taylor, J. (1997). "A core of practical Macroeconomics", *The American Economic Review*, 87 (2), pp. 233-235.

Van Reenen, J. (2012). "Fiscal consolidation: Too much of a good thing?", VoxEU.org, 27 April.

Woodford, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

Woodford, M. (2009). "Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 1 (1), pp. 267-279.

Wray, R. (1998). *Understanding Modern Money*, Cheltenham: Edward Elgar.

Wray, R. (2003). "Seigniorage or sovereignty?", in Rochon, L-P. and Rossi, S. (eds), *Modern Theories of Money*, Cheltenham: Edward Elgar.

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

Αργείτης, Γ. (2012). *Χρεοκοπία και οικονομική κρίση. Αποτυχία και κατάρρευση του ελληνικού μοντέλου καπιταλισμού*, Αθήνα: Εκδόσεις Αλεξάνδρεια.

Αργείτης, Γ. και Κορατζάνης, Ν. (2011). *Οικονομική πολιτική σταθεροποίησης και αστάθεια στην ΟΝΕ*, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.

Αργείτης, Γ. και Νικολαΐδη, Μ. (2011). *Η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα της Ελλάδας. Είναι βιώσιμη;*. Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, ΙΝΕ ΓΣΕΕ, Μελέτες/12.

Μιχοπούλου, Σ. (2012). *Αναπτυξιακές και κοινωνικές επιπτώσεις των πολιτικών σταθερότητας του ΔΝΤ*, Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, ΙΝΕ ΓΣΕΕ, Μελέτες/21.

Μπόφινγκερ, Π. (2012). *Επιστροφή στο μάρκο; Η Γερμανία χρειάζεται το ευρώ,* Αθήνα: Εκδόσεις Πόλις.

# ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας Π-1

Πηγή Στατιστικών Στοιχείων

GGDP: Eurostat, *GDP and Main Components - Current Prices* (2013)

FF: i) Eurostat, *Government Revenue, Expenditure and Main Aggregates* (2013)

ii) Eurostat, *Government Deficit/Surplus, Debt and Associated Data* (2013)









ISBN: 978-960-9571-49-4