

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ



ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

Η ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ
ΧΡΕΟΥΣ

ΜΑΡΙΟΣ ΧΡΥΣΙΚΟΠΟΥΛΟΣ

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως
μέρους των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην
Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική

Πειραιάς, Σεπτέμβριος 2015

UNIVERSITY OF PIRAEUS
DEPARTMENT OF ECONOMICS



MASTER PROGRAM IN
ECONOMIC AND BUSINESS STRATEGY

SUSTAINABILITY OF GREEK PUBLIC DEBT

By

MARIOS CHRYSIKOPOULOS

Master Thesis submitted to the Department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economic and Business Strategy

Piraeus, September 2015

Στους γονείς μου

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερα τον επιβλέποντα καθηγητή, Σοφοκλή Μπρισίμη που μου έδωσε την ευκαιρία να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον θέμα, αλλά και για τα εποικοδομητικά σχόλια κατά την διάρκεια της συγγραφής της. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά την αναπληρώτρια καθηγήτρια Κλαίρη Οικονομίδου για την βοήθεια της, αλλά και για τις παρατηρήσεις της που συνέβαλαν στη βελτίωση της εργασίας. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου και την Μαρκέλλα για την ηθική υποστήριξη.

Η Βιωσιμότητα του Ελληνικού Δημόσιου Χρέους

Σημαντικοί όροι: Δημόσιο Χρέος, βιωσιμότητα, δημοσιονομική πολιτική, δημοσιονομικό έλλειμμα

Περίληψη

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η μελέτη του επίκαιρου και φλέγοντος ζητήματος της βιωσιμότητας του Ελληνικού δημόσιου χρέους, για την περίοδο 1974 μέχρι και 2015. Πιο συγκεκριμένα, από το 1981 και έπειτα παρατηρείται συνεχής και έντονη αύξηση του Ελληνικού δημόσιου χρέους, ενώ από το 2010 και μέχρι σήμερα η Ελλάδα αντιμετωπίζει ιδιαίτερα οξυμένα δημοσιονομικά και όχι μόνο προβλήματα. Η προσέγγιση που ακολουθείται βασίζεται στον εισοδηματικό περιορισμό του κρατικού προϋπολογισμού και στον έλεγχο που πρότειναν οι Hakkio και Rush το 1991. Για να είναι βιώσιμο το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος, θα πρέπει να σταθεροποιείται, γεγονός που σημαίνει ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα πρέπει να είναι βιώσιμο. Για να είναι βιώσιμο το δημοσιονομικό έλλειμμα, θα πρέπει τουλάχιστον τα κρατικά έσοδα να χρηματοδοτούν τις κρατικές δαπάνες. Έτσι, εξετάζεται η ύπαρξη μακροχρόνιας και βραχυχρόνιας σχέσης μεταξύ των κρατικών δαπανών και των κρατικών εσόδων, μέσω του ελέγχου συνολοκλήρωσης των μεταβλητών αυτών. Τα εμπειρικά αποτελέσματα, επιβεβαιώνουν την ύπαρξη συνολοκλήρωσης μεταξύ των μεταβλητών, οι οποίες όμως παρουσιάζουν σχεδόν αντιστρόφως ανάλογη σχέση, αφού η αύξηση των κρατικών δαπανών κατά μια μονάδα μειώνει τα κρατικά έσοδα κατά 0,8985 μονάδες, γεγονός που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το Ελληνικό δημόσιο χρέος πιθανώς να μην είναι βιώσιμο.

Sustainability of Greece Public Debt

Keywords: public debt, sustainability, fiscal policy, fiscal deficit

Abstract

The aim of this paper is to study the current and crucial issue of public debt in Greece over the period from 1974 to 2015. Especially, from 1981 onwards there is a continuous and rapid increase in the public debt of Greece, but from 2010 to the present Greece faces particularly fiscal and other problems. The method is used, is based on the budget constraint and the test which was proposed by Hakkio and Rush in 1991. For public debt as a percentage of the gross domestic product to be sustained, it should be stabilized, which means that the fiscal deficit should be sustainable. This in turn implies that government expenditure should be able to be financed by government revenues. Thus, a short-term and a long-term relationship between government spending and government revenue will be examined, using cointegration tests. The empirical results confirm the existence of cointegration between these variables which present almost an inversely proportional relationship between them, due to the fact that an increase in general government expenditure by one is causes a decrease in general government revenue of 0,8985, a fact, which leads us to conclude that the Greek public debt may not be sustainable after all.

Περιεχόμενα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	19
1.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ	20
1.3 ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ	21
1.4 ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ	22
1.5 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ	27

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΛΕΓΧΟΙ ΤΗΣ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	29
2.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΛΕΓΧΟ ΤΗΣ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ	30
2.3 ΔΕΙΚΤΕΣ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ	34
2.4 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ	39

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	41
3.2 ΤΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ	42
3.3 Η ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ	46
3.4 ΕΛΕΓΧΟΣ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΓΙΑ ΤΑ ΚΡΑΤΗ-ΜΕΛΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ	51
3.5 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ	53

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	55
4.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΑΠΟ ΤΟ 1974 ΜΕΧΡΙ ΣΗΜΕΡΑ	56
4.3 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΓΙΑ ΤΟ ΧΡΕΟΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	63
4.4 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	64
4.5 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ	64
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	71

Κατάλογος Πινάκων

4.1 Οικονομικά μεγέθη της Ελληνικής Οικονομίας για τα έτη 2009-2013	62
4.2 Έλεγχος ADF για μοναδιαία ρίζα, μεταβλητή ggr	65
4.3 Έλεγχος ADF για μοναδιαία ρίζα, μεταβλητή gge	65
4.4 Έλεγχος ADF για μοναδιαία ρίζα, μεταβλητή D1ggr	66
4.5 Έλεγχος ADF για μοναδιαία ρίζα, μεταβλητή D1gge	66
4.6 Έλεγχος ADF για μοναδιαία ρίζα, μεταβλητή D2ggr	67
4.7 Έλεγχος ADF για μοναδιαία ρίζα, μεταβλητή D2gge	67
4.8 Έλεγχος ADF για μοναδιαία ρίζα, μεταβλητή e	67
4.9 Έλεγχος Johansen για συνολοκλήρωση, μεταβλητές ggr, gge	68

Κατάλογος Διαγραμμάτων

3.1 Σύγκριση δημόσιου χρέους και ελλείμματος σε διάφορες χώρες της ΕΕ	48
3.2 Σύγκριση δημόσιου χρέους σε διάφορες χώρες της ΕΕ	49
3.3 Σύγκριση δημόσιου ελλείμματος σε διάφορες χώρες της ΕΕ	50
4.1 Δημόσιο Χρέος Ελλάδας την περίοδο 1975-1990	57
4.2 Δημόσιο Χρέος Ελλάδας την περίοδο 2005-2009	59
4.3 Συνολικές δαπάνες της γενικής κυβέρνησης 2006-2011	60
4.4 Συνολικά έσοδα της γενικής κυβέρνησης 2006-2011	60

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το δημόσιο χρέος ιστορικά συναντάται για πρώτη φορά στην αρχαία Ελλάδα τον 5^ο αιώνα προ Χριστού και η δημιουργία του οφείλεται στη χρηματοδότηση ενός πολέμου και συγκεκριμένα του Πελοποννησιακού. Το 431 π.Χ. όταν ξέσπασε ο Πελοποννησιακός πόλεμος, οι Σπαρτιάτες και οι σύμμαχοι τους λόγω έλλειψης χρημάτων δανείστηκαν άτοκα πόρους από τους ναούς της Ολυμπίας και των Δελφών. Βέβαια, ο πρώτος επίσημος κρατικός δανεισμός προήλθε από τους αντίπαλους των Σπαρτιατών, τους Αθηναίους, όταν από το 426 π.Χ. έως το 422 π.Χ και ενώ η Αθήνα καταστρεφόταν, οι υπεύθυνοί της συνήψαν τρία κρατικά δάνεια με τους ιερείς των ναών της Αρτέμιδος, της Αθηνάς Πολιάδος και της Αθηνάς Νίκης. Αρχικά, ο κρατικός δανεισμός γινόταν μεταξύ κράτους και ιερών ναών, στην συνέχεια όμως οι αρχές στράφηκαν και προς τους πολίτες, παροτρύνοντάς τους να τους προσφέρουν τους πόρους τους με κάθε τιμή (Jacques Attali, 2011). Ο Πελοποννησιακός πόλεμος έληξε, αλλά οι κρατικοί δανεισμοί και άρα το δημόσιο χρέος, όχι μόνο δεν έπαψαν να υπάρχουν, αλλά έμελλε να αποτελέσουν βασικό μέσο για την εξασφάλιση των απαραίτητων αναγκών των κρατών.

Με την πάροδο του χρόνου, τα δημόσια χρέη των χωρών άρχισαν να αυξάνονται υπερβολικά με αποτέλεσμα τα δανειζόμενα κράτη να φτάνουν σε σημείο να αδυνατούν να αποπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους και να χρεοκοπούν. Στην οικονομική ιστορία από το 1800 μέχρι και το 2009 έχουν καταγραφεί περισσότερες από 250 επίσημες χρεοκοπίες, με τουλάχιστον 68 από αυτές τις περιπτώσεις να αφορούν την αδυναμία πληρωμής του εγχώριου χρέους. Η Ελλάδα σε αυτό το διάστημα πτωχεύει 4 φορές και συγκεκριμένα το 1826, το 1843, το 1893 και το 1932, η Γερμανία χρεοκοπεί το 1807, 1813, 1863, 1932 και 1936. Η Αίγυπτος κηρύσσει πτώχευση το 1876 και το 1984, η Κίνα το 1921, το 1932 και το 1939. Να σημειωθεί δε, ότι το μεγαλύτερο αριθμό χρεοκοπιών μέχρι και σήμερα τον κατέχει η Ισπανία που οι χρεοκοπίες αριθμούν τις δέκα οχτώ.

Στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας διπλωματικής εργασίας, αρχικά αναφέρεται ο ορισμός

του δημόσιου χρέους και εστιάζουμε στην έννοια του όρου «δημόσιο», μιας και πρέπει να συγκεκριμενοποιηθεί πλήρως το τι περιλαμβάνει ο όρος αυτός. Εν συνεχεία, παρουσιάζεται ο ορισμός που υιοθετήθηκε για το δημόσιο χρέος στην Συνθήκη του Μάαστριχτ και ισχύει για όλα τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης. Επιπλέον, παρουσιάζονται οι διακρίσεις του δημόσιου χρέους σε κατηγορίες, ανάλογα με τα χαρακτηριστικά του. Πιο συγκεκριμένα το χρέος διακρίνεται σε ακαθάριστο και καθαρό, εσωτερικό και εξωτερικό και τέλος σε βραχυπρόθεσμο, μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο. Κλείνοντας, δίνεται ο ορισμός της βιωσιμότητας του χρέους και η σπουδαιότητά της, αφού όμως πρώτα παρουσιαστεί ο εισοδηματικός περιορισμός του κρατικού προϋπολογισμού και η μαθηματική σχέση με την οποία διατυπώνεται.

1.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Με τον όρο δημόσιο χρέος, αναφερόμαστε στο σύνολο των οφειλών της γενικής κυβέρνησης σε χρηματικές μονάδες στο τέλος του έτους. Όπως αναφέρει ο Βαβούρας (1993) «δημόσιο χρέος είναι το μέγεθος που αναφέρεται στον υφιστάμενο συνολικό δανεισμό του Δημοσίου σε δεδομένο χρονικό σημείο. Το χρονικό σημείο αναφοράς είναι το τέλος κάθε χρόνου». Το δημόσιο χρέος ως έννοια περιλαμβάνει το χρέος της Κεντρικής Διοίκησης και το χρέος των Δημόσιων Επιχειρήσεων και Οργανισμών (ΔΕΚΟ). Το χρέος δημιουργείται με τον δημόσιο δανεισμό, δηλαδή μέσω της έκδοσης κρατικών ομολόγων και έντοκων γραμματίων του δημοσίου, ο οποίος αποτελεί ένα από τα μέσα χρηματοδότησης των δημοσίων δαπανών. Τα υπόλοιπα μέσα χρηματοδότησης των δημοσίων δαπανών είναι η φορολογία και η έκδοση νέου χρήματος. Η αύξηση ή η μείωση του δημόσιου χρέους εξαρτάται από το αν ο ετήσιος κρατικός προϋπολογισμός παρουσιάσει έλλειμμα ή πλεόνασμα αντίστοιχα. Ουσιαστικά η μεταβολή του δημόσιου χρέους εξαρτάται από το κατά πόσο θα διαφέρουν τα δημόσια έσοδα σε σχέση με τα δημόσια έξοδα. Ως εκ τούτου, « το δημόσιο χρέος αποτελείται κυρίως από το σύνολο των ελλειμμάτων, αλλά και από τις ετήσιες στατιστικές προσαρμογές οι οποίες είναι απαραίτητες για την συμφιλίωση του ελλείμματος με το χρέος (debt-deficit adjustment)».¹

Κλείνοντας, είναι απαραίτητο να αναφερθεί ο νέος ορισμός που υιοθετήθηκε στη Συνθήκη του Μάαστριχτ και αφορά το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης (government debt in the

¹ Υπουργείο Οικονομικών Κύπρου, Γραφείο Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους, http://www.mof.gov.cy/mof/pdmo/pdmo.nsf/faq_gr/faq_gr?OpenDocument

ESA95) για τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σύμφωνα με τον ορισμό της Συνθήκης του Μάαστριχτ το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης ορίζεται ως το ακαθάριστο χρέος της Γενικής Κυβέρνησης αφαιρώντας όμως τα διαθέσιμα των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης και τις συμμετοχές της χώρας σε διεθνείς οργανισμούς. Το ακαθάριστο χρέος της Γενικής Κυβέρνησης περιλαμβάνει το χρέος της Κεντρικής Διοίκησης και το χρέος των Δημόσιων Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης και Τοπικής Αυτοδιοίκησης.

1.3 ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Ένα ζήτημα που παρουσιάζεται όσον αφορά τη διάκριση του δημόσιου χρέους είναι σε εσωτερικό δημόσιο χρέος και σε εξωτερικό δημόσιο χρέος. Το εσωτερικό δημόσιο χρέος είναι το χρέος όπου ο υφιστάμενος δημόσιος δανεισμός έχει συναφθεί στο εθνικό νόμισμα της δανειζόμενης χώρας, ενώ το εξωτερικό δημόσιο χρέος είναι το χρέος όπου ο υφιστάμενος δημόσιος δανεισμός έχει συναφθεί σε συνάλλαγμα. Στην περίπτωση των κρατών-μελών της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (Ο.Ν.Ε.) το ενιαίο νόμισμα (ευρώ) αποτελεί και το εσωτερικό τους νόμισμα.

Μια επιπλέον διάκριση του δημόσιου χρέους έχει να κάνει με το ακαθάριστο και καθαρό δημόσιο χρέος. Το καθαρό δημόσιο χρέος περιλαμβάνει το ακαθάριστο δημόσιο χρέος, δηλαδή τις συνολικές υποχρεώσεις του δημόσιου τομέα, αφού αφαιρεθούν οι καταθέσεις και τα ρευστά του διαθέσιμα.

Η τελευταία διάκριση αφορά το χρόνο λήξης του δημόσιου χρέους. Αν η διάρκεια μέχρι τη λήξη δεν υπερβαίνει το ένα έτος τότε το δημόσιο χρέος χαρακτηρίζεται ως βραχυπρόθεσμο. Αν η διάρκειά μέχρι τη λήξη κυμαίνεται από ένα έως και πέντε έτη το δημόσιο χρέος θεωρείται μεσοπρόθεσμο και τέλος αν η διάρκεια είναι μεγαλύτερη των πέντε χρόνων τότε το δημόσιο χρέος θεωρείται μακροπρόθεσμο.

Το δημόσιο χρέος δεν αποτελείται μόνο από δάνεια ορισμένης ληκτότητας, αλλά και από δάνεια που γίνονται απαιτητά με την εμφάνιση του τίτλου, καθώς και από δάνεια τα οποία το Δημόσιο ή δεν αναλαμβάνει την υποχρέωση να εξοφλήσει (γνήσια πάγια δάνεια) ή δεν δεσμεύεται μεν να εξοφλήσει σε συγκεκριμένη ημερομηνία, διατηρεί όμως το δικαίωμα της εξόφλησής τους όταν αυτό κρίνει (μη γνήσια πάγια δάνεια), (Βαβούρας, 1993). Τα γνήσια και τα μη γνήσια πάγια δάνεια, συνιστούν το πάγιο δημόσιο χρέος.

1.4 ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους απασχολεί τους οικονομολόγους για πάνω από έναν αιώνα τώρα και μάλιστα τα τελευταία έτη έχει αυξηθεί εντόνως το ενδιαφέρον για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους πριν ακόμα ξεσπάσει η κρίση χρέους του 2007. Εντούτοις, δεν έχει αποσαφηνιστεί πλήρως τι αποτελεί μια βιώσιμη θέση χρέους. Θα ήταν ανεπαρκές η βιωσιμότητα του χρέους μιας χώρας να ελέγχεται λαμβάνοντας υπόψη μόνο το ύψος του ελλείμματος του προϋπολογισμού και το ύψος του δημόσιου χρέους και αυτό γιατί σε πολλές περιπτώσεις έχει παρατηρηθεί κράτη με μεσαίου μεγέθους ελλείμματα και δημόσια χρέη να αντιμετωπίζουν σημαντικές κρίσεις χρέους, ενώ από την άλλη πλευρά χώρες με υψηλά ελλείμματα και χρέη να μην αντιμετωπίζουν τέτοια προβλήματα. Υπάρχουν αρκετοί παράγοντες που καθορίζουν κατά πόσο το δημόσιο χρέος θα χαρακτηριστεί ως βιώσιμο ή όχι, όπως ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ., τα επιτόκια, η σταθερότητα του οικονομικού περιβάλλοντος, και η δημοσιονομική πολιτική που ακολουθούν τα κράτη. Ακόμη και το πολίτευμα μιας χώρας παίζει σημαντικό ρόλο. Συγκεκριμένα, οι Feld και Kirchgässner απέδειξαν ότι η δημοκρατία (direct democracy) συσχετίζεται αρνητικά με το δημόσιο χρέος.

Η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους συνδέεται άμεσα με την αποφυγή της χρεοκοπίας ενός κράτους. Όσο το δημόσιο χρέος μιας χώρας παραμένει βιώσιμο, η πιθανότητα χρεοκοπίας της είναι μηδαμινή, αντιθέτως όμως όταν το δημόσιο χρέος χαρακτηριστεί ως μη βιώσιμο τότε η χρεοκοπία είναι σχεδόν βέβαιη. Προτού όμως αναφερθεί κάποιος επίσημος ορισμός της βιωσιμότητας του χρέους θα πρέπει πρώτα να γίνει αναφορά στον εισοδηματικό περιορισμό του κρατικού προϋπολογισμού (government budget constraint).

Ο εισοδηματικός περιορισμός του κρατικού προϋπολογισμού αποτελεί ένα πλαίσιο περιορισμού του εισοδήματος που θεσπίζεται από τον κρατικό προϋπολογισμό μέσα στο οποίο οι κυβερνήσεις οφείλουν να επιτυγχάνουν όσο το δυνατόν περισσότερους από τους στόχους που έχουν θέσει. Όπως αναφέρει ο Αλογοσκούφης, «ο εισοδηματικός περιορισμός της κυβέρνησης είναι ότι η παρούσα αξία των δημοσίων δαπανών δεν μπορεί να υπερβαίνει τα αρχικά περιουσιακά στοιχεία της κυβέρνησης συν την παρούσα αξία των φορολογικών της εσόδων. Ο εισοδηματικός περιορισμός επιτρέπει τη δημιουργία χρέους ή ακόμα και την αύξηση του χρέους, όμως δεν επιτρέπει το όριο της παρούσας αξίας του χρέους στο μέλλον να είναι θετικό». Ο εισοδηματικός περιορισμός του κρατικού προϋπολογισμού, αποτυπώνει

το πώς οι δημόσιες δαπάνες και τα δημόσια έσοδα επηρεάζουν την εξέλιξη του δημόσιου χρέους. Μαθηματικά ο εισοδηματικός περιορισμός του κρατικού προϋπολογισμού εκφράζεται ως εξής (de Grauwe, 2012):

$$G - T + rB = \frac{dB}{dt} + \frac{dM}{dt} \quad (1.4)$$

όπου B είναι το δημόσιο χρέος, G οι κυβερνητικές δαπάνες (εξαιρούνται τα τοκοχρεολύσια του δημόσιου χρέους), T οι φόροι και r το ονομαστικό επιτόκιο του χρέους και το M είναι το επίπεδο της νομισματικής βάσης. Στο αριστερό μέρος της εξίσωσης (1.4), το $(G - T + rB)$ είναι το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού, και πιο συγκεκριμένα το $(G - T)$ που είναι η διαφορά των φόρων από τις κρατικές δαπάνες αποτελεί το πρωτογενές έλλειμμα. Το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού μπορεί να χρηματοδοτηθεί με τη δημιουργία νέου χρέους $\left(\frac{dB}{dt}\right)$, δηλαδή με εκ νέου δανεισμό για την κάλυψη του ελλείμματος είτε με την έκδοση χρήματος $\left(\frac{dM}{dt}\right)$. Η εξίσωση (1.4) παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον αν οι μεταβλητές από τις οποίες αποτελείται παρουσιαστούν ως ποσοστά σε σχέση με το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ). Για λόγους ευκολίας, οι μεταβλητές που εμφανίζουν μεταβολές με βάση το χρόνο (dt) θα συμβολίζονται με μια τελεία πάνω από το γράμμα με το οποίο συμβολίζονται και οι μεταβλητές που εκφράζονται ως αναλογία του ΑΕΠ θα συμβολίζονται με μικρά γράμματα. Έτσι λοιπόν οι μεταβλητές $\frac{dB}{dt}$ και $\frac{dM}{dt}$ συμβολίζονται ως \dot{B} και \dot{M} αντίστοιχα. Έστω τώρα ότι $b = \frac{B}{Y}$, όπου με Y συμβολίζεται το ΑΕΠ, τότε το b εκφράζει το ποσοστό του χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ. Επίσης, μπορούμε να διατυπώσουμε και την εξής σχέση:

$$\dot{b} = \frac{\dot{B}}{Y} - B \frac{\dot{Y}}{Y^2}.$$

Τελικά η σχέση (1.4) μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$\dot{b} = (g - t) + (r - x)b - \dot{m} \quad (1.4.1)$$

όπου $g=G/Y$, $t=T/Y$, $x=\dot{Y}/Y$, το x συμβολίζει τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ και τέλος, $\dot{m}=\dot{M}/Y$. Από την εξίσωση (1.4.1) είναι φανερό ότι αν το ονομαστικό επιτόκιο του δημόσιου χρέους είναι μεγαλύτερο από το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ ($r>x$), τότε το ποσοστό του χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ θα αυξηθεί χωρίς όριο. Η αύξηση αυτή θα σταματήσει είτε αν το

πρωτογενές έλλειμμα του προϋπολογισμού γίνει πλεόνασμα ήτοι $(g-t) < 0$, είτε με το να αυξηθεί η παραγωγή χρήματος με φυσικό επακόλουθο όμως την εμφάνιση πληθωρισμού. Αξίζει να σημειωθεί ότι για τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην εξίσωση (1.4.1) θα μπορούσαμε να παραλείψουμε την μεταβλητή h αφού τα ελλείμματα του κρατικού προϋπολογισμού δεν χρηματοδοτούνται από την κεντρική τράπεζα. Συνεπώς, η εξίσωση (1.4.1) γίνεται:

$$b = (g - t) + (r - x)b \quad (1.4.2)$$

Από τη βιβλιογραφία έχουν προταθεί αρκετοί ορισμοί και μέθοδοι πρόβλεψης της βιωσιμότητας του χρέους, που διαφέρουν όμως στον χρονικό ορίζοντα αλλά και στο σύνολο των μεταβλητών που θα χρησιμοποιηθούν στην εξίσωση πρόβλεψης. Πιο συγκεκριμένα, τη βιωσιμότητα του χρέους θα μπορούσαμε να τη χωρίσουμε σε τρεις κατηγορίες με βάση τη χρονική διάρκεια, τη βραχυπρόθεσμη, τη μεσοπρόθεσμη και τέλος τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του χρέους. Επίσης, διαφορές προκύπτουν στο αν το χρέος και τα ελλείμματα θα πρέπει να μετρώνται ως ακαθάριστα ή καθαρά μεγέθη και επιπλέον στο αν θα πρέπει να περιλαμβάνονται ή όχι οι υποχρεώσεις των ιδρυμάτων κοινωνικής ασφάλισης. Οι πρώτοι που συζήτησαν για το δημόσιο χρέος και ανέλυσαν την σημασία της βιωσιμότητας της δημοσιονομικής πολιτικής ήταν οικονομολόγοι όπως οι Hume, Smith και Ricardo.

Το πρόβλημα της βιωσιμότητας του χρέους μπορεί να διατυπωθεί με τον εξής τρόπο: Τα συνεχή ελλείμματα του κρατικού προϋπολογισμού οδηγούν σε αύξηση του κυβερνητικού χρέους, το οποίο στο μέλλον θα πρέπει να αποπληρωθεί. Αν το επιτόκιο του δημόσιου χρέους υπερβαίνει το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας, τότε η δυναμική του χρέους που τίθεται σε λειτουργία έχει ως αποτέλεσμα τη συνεχή αύξησή του σε σχέση με το ΑΕΠ. Αυτές οι συνθήκες οδηγούν στη μη βιωσιμότητα του χρέους, το οποίο απαιτεί διορθωτικές κινήσεις μέχρις ότου καταστεί και πάλι βιώσιμο, (Βαβούρας, 1993). Άρα απαραίτητη προϋπόθεση για τη σταθεροποίηση του χρέους είναι το b της σχέσης (1.4.2) να ισούται με μηδέν (η μεταβολή του κρατικού ελλείμματος ως ποσοστό του ΑΕΠ να ισούται με μηδέν) και άρα θα ισχύει ότι:

$$(r - x)b = t - g \quad (1.4.3)$$

Από την παραπάνω σχέση συμπεραίνουμε ότι όταν ένα κράτος δημιουργεί συνεχιζόμενα και υψηλά ελλείμματα (άρα το υπάρχον χρέος θα είναι υψηλό), μελλοντικά οφείλει να παρουσιάζει υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα ώστε να αποτρέψει την αυτόματη αύξηση της

αναλογίας του χρέος προς το ΑΕΠ. Αυτό σημαίνει ότι η χώρα θα πρέπει να προβεί είτε σε μείωση των κυβερνητικών δαπανών, είτε σε αύξηση των φόρων ή να προβεί ταυτόχρονα και στις δυο ενέργειες. Συνεπώς, για τη σταθεροποίηση του δημόσιου χρέους θα πρέπει να επιτυγχάνονται πρωτογενή πλεονάσματα και ταυτόχρονα ο ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας να ξεπερνά το ύψος του επιτοκίου του χρέους. Αντίθετα, αν ο ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας είναι μικρότερος σε σύγκριση με το ύψος του επιτοκίου, τότε θα δημιουργηθεί μια επιπλέον επιβάρυνση στο υπάρχον χρέος με αποτέλεσμα να υιοθετηθεί μια πιο αυστηρή δημοσιονομική προσαρμογή σε σχέση με την τρέχουσα.

Η δημοσιονομική πολιτική (*fiscal policy*) είναι ένα σύνολο κανόνων που ρυθμίζουν τα δημόσια έσοδα και έξοδα ανάλογα με τις εκάστοτε κυβερνητικές επιλογές και αποφάσεις. Σύμφωνα με τους Blanchard *et al.* (1990), η βιωσιμότητα της δημοσιονομικής πολιτικής (*sustainability of fiscal policy*) ορίζεται ως το σύνολο των πολιτικών αποφάσεων μέσω των οποίων το ποσοστό του χρέους συναρτήσει του ΑΕΠ θα συγκλίνει στο αρχικό του επίπεδο. Ο ορισμός που χρησιμοποιείται ευρέως για την βιωσιμότητα της δημοσιονομικής πολιτικής, βασίζεται στον εισοδηματικό περιορισμό του κρατικού προϋπολογισμού, ο οποίος απαιτεί ότι το άθροισμα της παρούσας αξίας των μελλοντικών πρωτογενών πλεονασμάτων θα πρέπει να ισούται με το τρέχον επίπεδο του χρέους. Με αυτήν την πολιτική τα κράτη αποφεύγουν τη συσσώρευση μεγάλου όγκου χρέος και έτσι δεν κινδυνεύουν να χαρακτηριστούν αφερέγγυα.² Ένας ακόμη ορισμός για τη βιωσιμότητα της δημόσιας οικονομικής πολιτικής είναι ο εξής: «το έλλειμμα που δεν συνεπάγεται συνεχιζόμενες αυξήσεις χρέους» Easterly *et al.* (1994). Ο ορισμός αυτός αναφέρεται τόσο στην ικανότητα όσο και στη θέληση ενός κράτους να αποπληρώνει τις υποχρεώσεις προς τους δανειστές του (φερεγγυότητα).

Ένα κράτος χαρακτηρίζεται ως αφερέγγυο όταν έχει τη δυνατότητα να αποπληρώνει τα χρέη του προς τους δανειστές του, δηλαδή να είναι ικανό στο μέλλον³ να αποπληρώνει τις υποχρεώσεις του μέσω των πρωτογενών πλεονασμάτων που θα επιτυγχάνει. Η φερεγγυότητα αποτελεί ένα αδύνατο κριτήριο⁴ για την αξιολόγηση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, καθώς το μόνο που απαιτείται για τη φερεγγυότητα είναι ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού χρέους να είναι μικρότερος από το πραγματικό επιτόκιο του δημόσιου χρέους, (Corsetti and Roubini, 1991). Η σταθεροποίηση του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ εξαρτάται, τόσο από το

² Fiscal Sustainability – Definition, Indicators and Assessment of Czech Public Finance Sustainability Aleš Krejč, page 5.

³ Fiscal Sustainability – Definition, Indicators and Assessment of Czech Public Finance Sustainability Aleš Krejč, page 5.

⁴ Fiscal Deficits, Public Debt and Government Solvency: Evidence from OECD Countries, page 15.

εάν ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ είναι υψηλότερος από το πραγματικό επιτόκιο του χρέους, όσο και από το αν ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ξεπερνά τον ρυθμό αύξησης του πραγματικού χρέους. Ουσιαστικά, όταν ένα κράτος χαρακτηρίζεται ως φερέγγυο έχει τη δυνατότητα να δανείζεται χρήματα από την παγκόσμια αγορά με ευνοϊκά επιτόκια, δεδομένου ότι οι δανειστές διατρέχουν χαμηλό έως και ελάχιστο κίνδυνο να μην αποπληρωθούν. Από την άλλη πλευρά, όταν ένα κράτος χαρακτηριστεί ως αφερέγγυο, είτε δεν έχει τη δυνατότητα να δανειστεί επειδή χάνει την πρόσβαση στην αγορά ή έχει πρόσβαση στην αγορά για να δανειστεί, αλλά με τόσο υψηλά επιτόκια που καθιστούν το δανεισμό απαγορευτικό. Επιπροσθέτως, όσο το “αφερέγγυο” κράτος δεν λαμβάνει μέτρα τέτοια ώστε να γίνει και πάλι φερέγγυο, ο αποκλεισμός του από τις αγορές θεωρείται σχεδόν βέβαιος. Όταν μια χώρα δεν έχει δυνατότητα να δανειστεί, αυτομάτως μένουν ακάλυπτες κάποιες υποχρεώσεις της:

1. Είτε απέναντι στους πολίτες, πράγμα το οποίο σημαίνει ότι κάποιες παροχές του κράτους έναντι των πολιτών δε θα δοθούν (μισθοί, συντάξεις, επιστροφές φόρων).
2. είτε απέναντι στους δανειστές, παραδείγματος χάριν μη καταβάλλοντας τοκοχρεολύσια ή χρεολύσια και ζητώντας παράταση χρόνου για την αποπληρωμή των υποχρεώσεων της, ενέργειες που οδηγούν σε χρεοκοπία (default).

Γίνεται αντιληπτό ότι η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους είναι ζωτικής σημασίας για όλες τις χώρες, για αυτό και οι οικονομολόγοι δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στην πορεία των χρεών των κρατών. Η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους αποτελεί την «εικόνα», το «πρόσωπο» που δείχνουν τα κράτη στις αγορές και τους δανειστές και είναι τόσο σημαντική που από το 1960 και έπειτα ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ.) παρακολουθεί το ύψος των χρεών όλων των κρατών-μελών του. Ιδιαίτερα το διάστημα από το 1970 έως και το 1985 χαρακτηρίζεται από διόγκωση των ελλειμμάτων των περισσότερων χωρών και άρα και των χρεών τους, για αυτό το λόγο ο Ο.Ο.Σ.Α. εντατικοποίησε τους ελέγχους στα δημόσια χρέη των χωρών.

Οι ενώσεις κρατών-μελών (Ευρωπαϊκή Ένωση, Η.Π.Α.) δίνουν ιδιαίτερη σημασία στη βιωσιμότητα του χρέους του κάθε μέλους τους, αφού ο κίνδυνος να επηρεαστούν και άλλα κράτη-μέλη είναι υπαρκτός (μετάδοση της κρίσης χρέους λόγω αρνητικού οικονομικού κλίματος). Οι συνέπειες από ένα τέτοιο γεγονός μπορεί να είναι ανυπολόγιστες τόσο για τα κράτη μέλη της ένωσης, όσο και για την ίδια την ένωση απειλώντας ακόμα και την ύπαρξή

της.

Κλείνοντας, θα μπορούσαμε να σημειώσουμε ότι η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους θέτει κανόνες και πλαίσια μέσα στα οποία οφείλουν να κινούνται οι εκάστοτε κυβερνήσεις και να ασκούν τέτοια δημοσιονομική και νομισματική πολιτική ώστε να αποφεύγονται υπέρογκα και μη διαχειρίσιμα χρέη. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνεται ανάπτυξη και ευημερία στα κράτη και στους ανθρώπους, χαρακτηριστικά ιδιαίτερης σημασίας στις εποχές αυτές.

1.5 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Στο πρώτο κεφάλαιο της διπλωματικής εργασίας, παρουσιάστηκαν βασικές έννοιες που σχετίζονται με το δημόσιο χρέος ενός κράτους, το οποίο αποτελεί τον υφιστάμενο συνολικό δανεισμό της Γενικής Κυβέρνησης σε δεδομένο χρονικό σημείο. Επίσης, αναφέρθηκε ο ορισμός του δημόσιου χρέους σύμφωνα με την Συνθήκη του Μάαστριχτ, η οποία προβλέπει ότι το δημόσιο χρέος ορίζεται ως το ακαθάριστο δημόσιο χρέος της Γενικής Κυβέρνησης αφαιρώντας όμως τα διαθέσιμα των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης και τις συμμετοχές της χώρας σε διεθνείς οργανισμούς. Να σημειωθεί, ότι το ακαθάριστο δημόσιο χρέος της Γενικής Κυβέρνησης περιλαμβάνει το χρέος της Κεντρικής Διοίκησης και το χρέος των Δημόσιων Οργανισμών, Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης και Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης.

Αναφέρθηκαν οι βασικές διακρίσεις του δημόσιου χρέους, οι οποίες είναι το ακαθάριστο και το καθαρό δημόσιο χρέος, το εσωτερικό και το εξωτερικό και τέλος το βραχυπρόθεσμο, το μεσοπρόθεσμο και το μακροπρόθεσμο δημόσιο χρέος. Τα καθαρό δημόσιο χρέος, περιλαμβάνει το ακαθάριστο χρέος, δηλαδή τις συνολικές χρηματικές υποχρεώσεις αφού πρώτα αφαιρεθούν οι καταθέσεις και τα ρευστά του διαθέσιμα. Το χρέος που συνάπτεται σε εγχώριο νόμισμα αναφέρεται ως εσωτερικό δημόσιο χρέος, ενώ το χρέος που συνάπτεται σε ξένο νόμισμα αποτελεί το εξωτερικό δημόσιο χρέος. Το χρέος, χαρακτηρίζεται ως βραχυπρόθεσμο όταν η λήξη των δανείων δεν υπερβαίνει το ένα έτος, μεσοπρόθεσμο όταν η λήξη των δανείων είναι μεταξύ ενός και πέντε ετών και μακροπρόθεσμο όταν η λήξη τους είναι μεγαλύτερη από πέντε έτη. Βέβαια, ο προσδιορισμός της διάρκειας του μεσοπρόθεσμου και του μακροπρόθεσμου χρέους εξαρτάται και από τις συνθήκες της εκάστοτε αγοράς.

Στην συνέχεια, αναφέρθηκε η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και ποιοι είναι οι λόγοι που είναι τόσο σημαντική μια βιώσιμη θέση του . Σύμφωνα με τον Blanchard *et al.* (1990), η βιωσιμότητα της δημοσιονομικής πολιτικής (sustainability of fiscal policy) ορίζεται ως το σύνολο των πολιτικών αποφάσεων μέσω των οποίων το ποσοστό του χρέους συναρτήσει του ΑΕΠ θα συγκλίνει στο αρχικό του επίπεδο. Όπως γίνεται αντιληπτό, η βιωσιμότητα του χρέους ακόμα δεν έχει αποσαφηνιστεί πλήρως, και αυτό επειδή υπάρχουν αρκετοί παράγοντες που καθορίζουν κατά πόσο το δημόσιο χρέος θα χαρακτηριστεί ως βιώσιμο ή όχι, όπως ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ, το τρέχον ΑΕΠ, τα επιτόκια, η σταθερότητα του οικονομικού περιβάλλοντος και όχι μόνο το ύψος των ελλειμμάτων και του χρέους που ήδη υπάρχει.

Δόθηκε επίσης ο ορισμός του εισοδηματικού περιορισμού του κρατικού προϋπολογισμού, ο οποίος αναφέρει ότι η παρούσα αξία των δημόσιων δαπανών δεν μπορεί να ξεπερνά τα αρχικά περιουσιακά στοιχεία της κυβέρνησης συν την παρούσα αξία των φορολογικών της εσόδων. Και εν κατακλείδι, παρουσιάστηκε η σχέση του εισοδηματικού περιορισμού και οδηγηθήκαμε στο συμπέρασμα ότι για να σταθεροποιηθεί το δημόσιο χρέος θα πρέπει να ισχύει ότι: $(t-g) = (r-x)*b$, όπου t είναι οι φόροι, g οι κρατικές δαπάνες, r το επιτόκιο, x ο ρυθμός μεγέθυνσης και b το υπάρχον χρέος . Από την προηγούμενη σχέση, συμπεραίνουμε ότι όταν ένα κράτος δημιουργεί συνεχή και υψηλά ελλείμματα (άρα το υπάρχον χρέος θα είναι υψηλό), μελλοντικά οφείλει να παρουσιάζει υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα ώστε να αποτρέψει την αυτόματη αύξηση της αναλογίας του χρέους προς το ΑΕΠ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΕΛΕΓΧΟΙ ΤΗΣ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η βιωσιμότητα της δημοσιονομικής πολιτικής και του δημόσιου χρέους είναι δυο έννοιες αλληλένδετες. Όταν η δημοσιονομική πολιτική μιας χώρας είναι βιώσιμη, αυτό συνεπάγεται ότι η χώρα αυτή έχει τη δυνατότητα στο μέλλον να αποπληρώνει το χρέος της. Αντίθετα, όταν μια χώρα έχει να αντιμετωπίσει υψηλό δημόσιο χρέος, τότε αυξάνει κατά πολύ τις πιθανότητες η ακολουθούμενη δημοσιονομική πολιτική και το δημόσιο χρέος να καταστούν μη βιώσιμα. Αυτό συμβαίνει διότι, το υψηλό χρέος για να είναι βιώσιμο απαιτεί τη δημιουργία συνεχών και υψηλών πλεονασμάτων από τον ετήσιο κρατικό προϋπολογισμό. Επίσης, υψηλά δημόσια χρέη συνήθως συνοδεύονται και από υψηλά επιτόκια, ώστε για να αποπληρωθούν οι τόκοι απαιτείται η ύπαρξη αντίστοιχου ύψους πρωτογενών πλεονασμάτων. Καταλήγουμε λοιπόν στο συμπέρασμα ότι, πραγματοποιώντας έλεγχο για τη βιωσιμότητα της δημοσιονομικής πολιτικής, ελέγχουμε και τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

Στη βιβλιογραφία συναντάμε πλήθος μεθοδολογικών προσεγγίσεων που πραγματεύονται τη βιωσιμότητα της δημοσιονομικής πολιτικής χρησιμοποιώντας διάφορους εμπειρικούς ελέγχους. Από τους πρώτους ερευνητές που εφάρμοσαν εμπειρικούς ελέγχους είναι οι ακόλουθοι: οι Hamilton and Flavin (1986), Hansen, Roberts and Sargent (1987), Trehan and Walsh (1988,1991), Haug (1991), Wilcox (1989), Hakkio and Rush (1991), και Quintos (1995). Για τους παραπάνω ερευνητές, καθοριστικός παράγοντας για τον έλεγχο της βιωσιμότητας της δημοσιονομικής πολιτικής αποτελεί το ισοζύγιο του κρατικού προϋπολογισμού. Πιο συγκεκριμένα, οι Hakkio and Rush (1991) με τον έλεγχο για την βιωσιμότητα της δημοσιονομικής πολιτικής καθιέρωσαν την έμμεση σχέση μεταξύ ελλείμματος και χρέους. Συνεπώς, ο έλεγχος για την βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, δύναται να γίνει και μέσω του ελέγχου της βιωσιμότητας του δημόσιου ελλείμματος.

Στο παρόν κεφάλαιο θα αναφερθούν οικονομετρικές προσεγγίσεις που ακολουθήθηκαν για να ελεγχθεί η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Τα στοχαστικά και ντετερμινιστικά υποδείγματα που παρατίθενται εν συνεχεία, προέρχονται από δημοσιευμένα επιστημονικά

άρθρα και αφορούν όχι μόνο τον έλεγχο της βιωσιμότητας του Ελληνικού δημοσίου χρέους, αλλά και άλλων κρατών που είναι μέλη του ΟΟΣΑ όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, η Γερμανία, η Αγγλία, η Ολλανδία και άλλες ακόμη. Πιο συγκεκριμένα παρουσιάζονται τα ακόλουθα υποδείγματα:

1. Βασικός έλεγχος διαχρονικής διατηρησιμότητας, των Hakkio and Rush (1991)
2. Έλεγχος διατηρησιμότητας του Quintos (1995)
3. Το υπόδειγμα του Bohn (1998)
4. Ο έλεγχος των Trehan and Walsh (1988)
5. Ο περιληπτικός έλεγχος του Cline (2014,2003)
6. Η τροποποιημένη συνθήκη του Aaron των van Ewijk, Lukkezen and Rojas-Romagosa.

Τέλος, αναφέρονται βασικοί οικονομικοί δείκτες που συμβάλλουν περαιτέρω στον έλεγχο της βιωσιμότητας του χρέους.

2.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΛΕΓΧΟ ΤΗΣ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Για την προσέγγιση της βιωσιμότητας του χρέους έχουν αναπτυχθεί αρκετά στοχαστικά και ντετερμινιστικά μοντέλα αλλά και πλήθος δεικτών που σκοπό έχουν να εξετάσουν την βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Μερικά από τα υποδείγματα που χρησιμοποιούνται για τον έλεγχο της βιωσιμότητας του χρέους παρατίθενται παρακάτω:

1. Βασικός έλεγχος διαχρονικής διατηρησιμότητας, των Hakkio and Rush (1991)

Οι Hakkio and Rush (1991) δημιούργησαν αυτή τη μέθοδο για τον έλεγχο της δημοσιονομικής βιωσιμότητας, η οποία περιέχει τη διαχρονική ανάλυση των Hamilton and Flavin (1986). Η εξέλιξη του δημόσιου χρέους εξαρτάται από το ύψος των κρατικών δαπανών και των κρατικών εσόδων. Το δημόσιο χρέος και η δημοσιονομική πολιτική για να είναι βιώσιμα θα πρέπει κάθε έλλειμμα που έχει εμφανιστεί να καλύπτεται από τη δημιουργία

μελλοντικών πλεονασμάτων. Ο έλεγχος αυτός βασίζεται στην ακόλουθη σχέση: $R_t = \alpha + \beta G_t + \varepsilon_t$, όπου R_t είναι τα κρατικά έσοδα και G_t οι κρατικές δαπάνες. Για να είναι βιώσιμος ο εισοδηματικός περιορισμός του κρατικού προϋπολογισμού, αναγκαία συνθήκη κατά τους Hakkio και Rush είναι το δημοσιονομικό έλλειμμα να είναι βιώσιμο, δηλαδή οι κρατικές δαπάνες (R_t) και τα κρατικά έσοδα (G_t) να συνολοκληρώνονται και ο συντελεστής β να είναι 1, ενώ αν $\beta < 1$ τότε οι κρατικές δαπάνες αυξάνονται με γρηγορότερο ρυθμό σε σχέση με τα κρατικά έσοδα και ίσως το έλλειμμα να μην είναι βιώσιμο. Τέλος, αν R_t και G_t δεν συνολοκληρώνονται τότε το δημοσιονομικό έλλειμμα είναι μη βιώσιμο. Η μέθοδος αυτή θα χρησιμοποιηθεί και στην παρούσα διπλωματική εργασία για τον έλεγχο της βιωσιμότητας του Ελληνικού δημόσιου χρέους.

2. Έλεγχος διατηρησιμότητας του Quintos (1995)

Ο Quintos (1995) παρουσίασε έναν έλεγχο για τη βιωσιμότητα του χρέους εξελίσσοντας περαιτέρω τον έλεγχο που ανέπτυξαν οι Hakkio and Rush (1991). Ο Quintos εισάγει την εξής συνθήκη για τη βιωσιμότητα: $\lim_{j \rightarrow \infty} E_t \left(\frac{1}{1+r} \right)^{j+1} \Delta B_{t+j+1} = 0$, όπου ΔB η μεταβολή του χρέους. Συγκεκριμένα, για την σχέση $R_t = \alpha + \beta G_t + \varepsilon_t$, ο Quintos έδειξε ότι αν οι μεταβλητές G_t , R_t συνολοκληρώνονται και $\beta=1$, τότε ότι οι κρατικές δαπάνες χρηματοδοτούνται από τα κρατικά έσοδα, με συνέπεια το δημόσιο χρέος να χαρακτηρίζεται ισχυρά βιώσιμο. Αν $0 < \beta < 1$, τότε η διαφορά των κρατικών δαπανών από τα κρατικά έσοδα θα διευρύνεται με αποτέλεσμα η ακολουθούμενη δημοσιονομική πολιτική να είναι ασθενώς βιώσιμη, ενώ αν $\beta=0$ τότε το χρέος δεν είναι βιώσιμο. Στην περίπτωση που το χρέος είναι ασθενώς βιώσιμο ή μη βιώσιμο, η συνολοκλήρωση των μεταβλητών δεν είναι αναγκαία συνθήκη, όμως τότε η εξίσωση $R_t = \alpha + \beta G_t + \varepsilon_t$, δεν ικανοποιείται.

3. Ο Bohn (1998) παρουσίασε έναν έλεγχο για τη βιωσιμότητα του χρέους βασιζόμενο στη δυναμική του χρέους. Η μαθηματική προσέγγιση διατυπώθηκε ως εξής: $(\Delta \frac{D}{Y})_t = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{D}{Y}_{t-1} + \alpha_2 GVAR_t + \alpha_3 YVAR_t + \zeta_t$, όπου $\frac{D}{Y}$ είναι ο λόγος χρέους προς το ΑΕΠ, $GVAR$ και $YVAR$ αποτελούν μεταβλητές που βοηθούν στον υπολογισμό των προσωρινών

κυβερνητικών εξόδων και του επιχειρηματικού κυκλικού παράγοντα αντίστοιχα, να σημειωθεί ότι οι δυο τελευταίες μεταβλητές προέρχονται από το υπόδειγμα δημοσιονομικής πολιτικής του Barro (1979). Για να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα του χρέους θα πρέπει ο συντελεστής α_1 να είναι αρνητικός και οι συντελεστές α_2, α_3 να είναι θετικοί.

4. Οι Trehan and Walsh (1988) παρουσίασαν δύο ελέγχους για τη βιωσιμότητα του χρέους. Οι έλεγχοι αυτοί διαφέρουν ως προς το επιτόκιο: στον έναν έλεγχο θεωρείται σταθερό, ενώ στον άλλο μεταβλητό. Και οι δύο έλεγχοι βασίζονται στην εξίσωση του εισοδηματικού περιορισμού, με τη διαφορά όμως ότι οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε πραγματικά μεγέθη και όχι σε ονομαστικά. Έτσι η εξίσωση του εισοδηματικού περιορισμού γράφεται ως εξής: $B_t = D_t + (1 + r_t)B_{t-1}$, όπου B_t είναι το πραγματικό χρέος της κυβέρνησης το έτος t , D_t το πραγματικό έλλειμμα της κυβέρνησης και r_t το πραγματικό επιτόκιο. Οι ερευνητές θεώρησαν ότι αν ο εισοδηματικός περιορισμός ισχύει τότε, το δημόσιο χρέος και το έλλειμμα θα είναι μη στάσιμα και θα συνολοκληρώνονται και το επιτόκιο θα διατηρείται σταθερό. Συνεπώς, βασική προϋπόθεση για την βιωσιμότητα του χρέους είναι το δημόσιο χρέος και το έλλειμμα να συνολοκληρώνονται. Η παραπάνω εξίσωση γίνεται: $B_t - B_{t-1} = D_t - r_t B_{t-1}$ και αν το χρέος (B_t) είναι μη στάσιμο, τότε παίρνοντας την πρώτη διαφορά, δηλαδή τη $B_t - B_{t-1}$, τότε αυτή είναι στάσιμη. Επίσης και η διαφορά $D_t - r_t B_{t-1}$ θα είναι στάσιμη. Αν, το επιτόκιο παραμείνει σταθερό, τότε το δημόσιο χρέος και το έλλειμμα συνολοκληρώνονται.

5. Ένας ακόμη τρόπος για να ελεγχθεί η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους είναι με τον περιληπτικό έλεγχο βιωσιμότητας (summary sustainability test) του Cline (2014, 2003). Με τον έλεγχο αυτό διαπιστώνεται αν τα πρωτογενή πλεονάσματα που επιτυγχάνει ένα κράτος μπορούν να διατηρήσουν σταθερό το ποσοστό του χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ. Η αύξηση του χρέους εξαρτάται τόσο από τα επιτόκια του ήδη υπάρχοντος χρέους, όσο και από το ύψος ενός νέου δανεισμού με σκοπό την κάλυψη νέων ελλειμμάτων. Ο περιληπτικός έλεγχος αποτυπώνεται με τον εξής τρόπο: $\pi \geq \lambda * (r - g)$, όπου το π είναι το πρωτογενές πλεόνασμα εκφρασμένο ως ποσοστό του ΑΕΠ, λ είναι η αρχική αναλογία χρέους με ΑΕΠ, r το

ονομαστικό επιτόκιο και g ο ονομαστικός ρυθμός ανάπτυξης. Οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι αν το πρωτογενές πλεόνασμα είναι μεγαλύτερο από το γινόμενο του δεξιού μέρους της εξίσωσης η αναλογία χρέους προς ΑΕΠ θα μειωθεί, αντίθετα αν το πρωτογενές πλεόνασμα είναι μικρότερο του δεξιού μέλους της εξίσωσης τότε το ποσοστό του χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ αυξάνεται. Τέλος παρατηρούμε ότι αν η μεταβλητή λ (το αρχικό ποσοστό χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ) είναι υψηλό, τότε το πρωτογενές πλεόνασμα πρέπει να είναι ιδιαίτερα υψηλό για επιτευχθεί μείωση του ποσοστού του χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ.

6. Η τροποποιημένη συνθήκη του Aaron (The modified Aaron condition)

Η συνθήκη του Aaron (Aaron condition) αναφέρει ότι αν $r-g < 0$, όπου r είναι το επιτόκιο, g ο ρυθμός ανάπτυξης, τότε το πρόγραμμα Κοινωνικής Ασφάλισης, στο οποίο οι τωρινοί εργαζόμενοι πληρώνουν φόρους και οι φόροι αυτοί επιστρέφουν στους δικαιούχους ως μηνιαίο εισόδημα, ευημερεί. Χρησιμοποιείται πρώτα η λογιστική εξίσωση $\Delta D = (r - g)D - PB$, όπου ΔD η μεταβολή του χρέους και PB το πρωτογενές ισοζύγιο. Όμως το $PB = \alpha + bD$, όπου b είναι η αντίδραση του πρωτογενούς ισοζυγίου σε μεταβολή του χρέους. Συνεπώς η $\Delta D = (r - g)D - PB$ γίνεται:

$$\Delta D = (r - g - b)D - \alpha$$

Το κρίσιμο μέρος της παραπάνω εξίσωσης είναι το πρόσημο του $(r - g - b)$, αφού αν είναι αρνητικό (δηλαδή το επιτόκιο είναι μικρότερο από το ρυθμό ανάπτυξης και το συντελεστή b) τότε το χρέος είναι βιώσιμο, διαφορετικά όχι. Το $(r - g - b)$ αποτελεί την τροποποίηση της συνθήκης του Aaron.⁵

⁵ Early-warning indicators for debt sustainability, van Ewijk, Lukkezen, and Rojas-Romagosa, CPB Policy Brief 2013/08.

2.2 ΔΕΙΚΤΕΣ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Η χρήση δεικτών για τον έλεγχο της βιωσιμότητας του χρέους αρχικά προτάθηκε από τους Blanchard, Chouraqui, Hagemann, and Sartor (1990) και από τους Buitier, Corsetti and Roubini (1993). Έτσι λοιπόν, για την μελέτη του δημόσιου χρέους υπάρχουν τρεις κατηγορίες δεικτών. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει όλους εκείνους τους δείκτες που υπολογίζουν το πόσο επηρεάζεται το δημόσιο χρέος από την εκάστοτε οικονομική κατάσταση. Πιο συγκεκριμένα, οι δείκτες αυτοί ελέγχουν το πόσο ευάλωτο (vulnerable indicators) είναι το δημόσιο χρέος μιας χώρας έναντι των διαφόρων απρόβλεπτων μεταβολών του οικονομικού περιβάλλοντος. Το μειονέκτημα αυτών των δεικτών είναι ότι είναι στατικοί, δηλαδή δίνουν πληροφορίες για την κατάσταση του χρέους για την στιγμή εκείνη και μόνο. Στη δεύτερη κατηγορία ανήκουν δείκτες που ελέγχουν τη φερεγγυότητα και βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους (sustainability indicators). Σκοπός αυτών των δεικτών είναι να ελέγξουν αν η δημοσιονομική πολιτική που ακολουθείται είναι ορθή ή πρέπει να γίνουν αλλαγές. Στην τρίτη και τελευταία κατηγορία βρίσκονται οι χρηματοοικονομικοί δείκτες χρέους (financial debt indicators).

Στο πλαίσιο της παρούσας διπλωματικής θα αναφερθούν και θα αναλυθούν οι δείκτες της βιωσιμότητας του χρέους (sustainability indicators). Οι δείκτες αυτοί διακρίνονται σε εκ των υστέρων (ex post), δηλαδή παρέχουν ιστορικά γεγονότα και σε εκ των προτέρων δείκτες (ex ante) που δίνουν πληροφορίες σχετικά με το ύψος της δημοσιονομικής προσαρμογής που πρέπει να γίνει. Η ανάπτυξη των δεικτών βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους βασίστηκε στο υπόδειγμα που χρησιμοποιεί τις μεταβλητές του δημόσιου χρέους, του επιτοκίου και του πρωτογενούς ισοζυγίου, το οποίο είναι: $D_{t+1} = D_t (1 + r_t) + BP_t$.

Πρόσφατες μελέτες και έρευνες για το θέμα της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους έχουν βασιστεί στην παραπάνω σχέση ώστε να δημιουργηθούν δείκτες συνεπείς στο πλαίσιο της δημοσιονομικής βιωσιμότητας. Ορισμένοι από τους αυτούς δείκτες παρουσιάζονται στη συνέχεια.

- Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ

Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται κατά κόρον και μάλιστα όπως θα αναφερθεί στο τρίτο κεφάλαιο της παρούσας διπλωματικής εργασίας, οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης που έχουν υπογράψει τη Συνθήκη του Μάαστριχτ έχουν θέσει ως τιμή αναφοράς το 60%. Αν ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ, ξεπερνά σημαντικά την τιμή αυτή (άνω του 90%), τότε θα πρέπει άμεσα να ληφθούν μέτρα για τη σύγκλιση του χρέους προς την τιμή αναφοράς. Η σχέση με την οποία εκφράζεται ο παραπάνω δείκτης είναι η ακόλουθη: $RPD_t = \frac{POD_t}{GDP_t} * 100$, όπου το POD_t εκφράζει το ύψος του χρέους σε χρηματικές μονάδες στο τέλος του έτους t και το GDP_t είναι το ύψος του ΑΕΠ σε χρηματικές μονάδες το έτος t .

- Ο λόγος της εξυπηρέτησης του χρέους προς τα κρατικά έσοδα

Αυτός ο δείκτης είναι χρήσιμος διότι εκτιμά την ικανότητα της χώρας να αποπληρώσει το χρέος της. Ο δείκτης αυτός εκφράζεται με την ακόλουθη σχέση: $RPS_t = \frac{PDS_t}{GR_t} * 100$, όπου το PDS_t είναι η εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους το έτος t και GR_t τα κρατικά έσοδα το έτος t . Να σημειωθεί ότι για βγάλουμε ασφαλή συμπεράσματα από αυτόν τον δείκτη θα πρέπει να λαμβάνουμε υπόψη και τις ιδιαιτερότητες της κάθε χώρας. Γενικότερα όμως, η μέγιστη τιμή του δείκτη δεν πρέπει να ξεπερνά το 25% των κρατικών εσόδων της χώρας.

- Το 2003 το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο χρησιμοποίησε έναν δείκτη για τον έλεγχο της βιωσιμότητας του χρέους που λαμβάνει υπόψη του το υπάρχον χρέος, τη μέση τιμή του πρωτογενούς πλεονάσματος, τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ και το επιτόκιο. Ο έλεγχος αποτυπώνεται με την εξής σχέση: $D^* = \frac{PS}{(r-g)}$, όπου D^* είναι το βιώσιμο επίπεδο χρέους και συγκρίνεται με το υπάρχον χρέος (D). Αν το D ξεπερνάει το D^* , τότε το χρέος δεν είναι βιώσιμο, αλλιώς αν $D^* > D$, τότε το δημόσιο χρέος είναι βιώσιμο.

➤ Δείκτης Δημοσιονομικής Συνέπειας (Fiscal Consistency Indicator)

Ο Blanchard (1990) σε μια εργασία του παρουσίασε έναν δείκτη βιωσιμότητας που λαμβάνει υπόψη του τη συνέπεια (consistency) της τρέχουσας φορολογικής πολιτικής, διατηρώντας σταθερή την αναλογία του χρέους προς το ΑΕΠ. Ουσιαστικά ο δείκτης αυτός υπολογίζει το φορολογικό κενό που οφείλεται στην διαφορά του υπάρχοντος δημοσιονομικού βάρους και του βιώσιμου δημοσιονομικού βάρους. Ο δείκτης παρουσιάζεται με την ακόλουθη σχέση: $\xi_n^* - t = \frac{\sum^n g}{n} + (r - q)d^* - t$, όπου ξ_n^* είναι το δημοσιονομικό βάρος το οποίο παραμένει σταθερό για n έτη, g οι κρατικές δαπάνες, r το επιτόκιο, q ο ρυθμός ανάπτυξης και d^* το ποσοστό του χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ. Αν το αποτέλεσμα είναι αρνητικό αυτό συνεπάγεται ότι η υπάρχουσα φορολογική πολιτική δεν μπορεί να σταθεροποιήσει την αναλογία του χρέους προς το ΑΕΠ.

➤ Ο Δείκτης του Buitter (Buitter's Indicator)

Ο Buitter (1985) σχεδίασε έναν δείκτη που υπολογίζει τη διαφορά του βιώσιμου πρωτογενούς ισοζυγίου από το ισχύον πρωτογενές ισοζύγιο (primary effective balance), όπου η συνθήκη βιωσιμότητας ορίζεται αρχίζοντας από την ευρύτερη έννοια του πλούτου. Ο δείκτης δίνεται από την παρακάτω σχέση: $b^* - b_t = (r - q)w_t - b_t$, όπου b^* είναι η αναλογία βιώσιμου χρέους προς ΑΕΠ, b_t η αναλογία χρέους προς ΑΕΠ το έτος t , w_t η καθαρή προς την πραγματική αξία του δημόσιου πλούτου ως ποσοστό του ΑΕΠ το έτος t , r το επιτόκιο και q ο ρυθμός αύξησης του προϊόντος. Θετικές τιμές του δείκτη σημαίνουν ότι το πρωτογενές ισοζύγιο δεν μπορεί να σταθεροποιήσει την αναλογία του καθαρού πλούτου σε σχέση με το ΑΕΠ. Αξίζει να σημειωθεί ότι η χρήση του είναι ιδιαίτερα περιορισμένη λόγω σημαντικών υπολογιστικών και μεθοδολογικών προβλημάτων.

➤ Πρωτογενής βραχυπρόθεσμος Δείκτης (Short Term Primary Indicator)

Ένας ακόμη δείκτης ευρείας χρήσεως για τον έλεγχο της βιωσιμότητας του δημοσίου χρέους αποτελεί ο πρωτογενής βραχυπρόθεσμος δείκτης (Short Term Primary Indicator) . Ο συγκεκριμένος δείκτης μας πληροφορεί για το επίπεδο του πρωτογενούς πλεονάσματος που

απαιτείται έτσι ώστε το ποσοστό του χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ να σταθεροποιηθεί. $BP^* - BP = (r - n)b - BP$, όπου BP^* είναι το επίπεδο του πρωτογενούς ισοζυγίου που σταθεροποιεί το ποσοστό του χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ, BP είναι το τρέχον επίπεδο του πρωτογενούς ισοζυγίου, r η τάση του πραγματικού επιτοκίου, n ο ρυθμός αύξησης του πληθυσμού και b η αναλογία χρέους προς ΑΕΠ. Όταν $BP > BP^*$, τότε η δημοσιονομική πολιτική είναι βιώσιμη καθώς έτσι μειώνεται η αναλογία του χρέους προς το ΑΕΠ. Αντίθετα, όταν $BP < BP^*$, τότε η δημοσιονομική πολιτική που ακολουθείται είναι μη βιώσιμη.

➤ Μακροοικονομικά προσαρμοσμένο πρωτογενές έλλειμμα (Macro-adjusted primary deficit)

Ο δείκτης αυτός δημιουργήθηκε από τους Talvi and Végh (2000) και ο ορισμός του προήλθε λόγω της μεγάλης μεταβλητότητας των μακροοικονομικών μεταβλητών που κάνουν το έλλειμμα να διαφέρει από την αναμενόμενη τιμή υπό κανονικές μακροοικονομικές συνθήκες. Σκοπός αυτού του δείκτη είναι να συγκρίνει την μακροοικονομικά προσαρμοσμένη ισορροπία με τις τρέχουσες τιμές των μεταβλητών. Ο δείκτης ορίζεται ως εξής: $I_t^M = \frac{(r-g)}{1+g} b_{t-1} + d_t^M$, όπου με r συμβολίζεται το πραγματικό επιτόκιο για την ανάλυση, g είναι η πραγματική ανάπτυξη για το διάστημα που έγινε η ανάλυση και d_t^M η πρωτογενής μακροπροσαρμοσμένη θέση. Η δυσκολία αυτού του δείκτη έγκειται στο να οριστεί ποιά είναι η φυσιολογική συνθήκη οικονομίας (normal economy condition).

➤ Δείκτης δημοσιονομικής βιωσιμότητας με μακροπρόθεσμους περιορισμούς (Fiscal Sustainability Indicators with Long-Term Restrictions)

Δείκτες που περιείχαν μακροπρόθεσμους περιορισμούς μέχρι και το 2003 δεν υπήρχαν, καθώς δεν υπήρχαν μακροπρόθεσμοι περιορισμοί του προϋπολογισμού. Όμως, το 2003 ο Bagnai παρουσίασε δύο δείκτες που ήταν συνεπείς με αυτούς τους περιορισμούς. Σκοπός αυτών των δεικτών είναι η σταθεροποίηση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ και

εκφράζεται με τις εξής σχέσεις:

$$\frac{B}{Y} < \tilde{b} = k \left[\frac{\varepsilon(1+n)\tau}{1-\tau} \right] - \{n - r(1 - \tau)\}\Phi,$$

$$\Phi \equiv 1 - \eta(1 - s) + \left[\frac{\varepsilon(1 + n)}{r(1 - \tau)} - \frac{s\delta(1 + \varphi)}{\varphi} \right] < 0$$

Όπου n είναι ο ρυθμός αύξησης του πληθυσμού, τ είναι τα έσοδα των φόρων, s είναι η αναλογία εισοδήματος που αποταμιεύεται, r ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής, δ είναι η ελαστικότητα των αποταμιεύσεων σε σχέση με το επιτόκιο, ε είναι η ελαστικότητα της επένδυσης σε σχέση με το επιτόκιο, η είναι η ελαστικότητα της κατανάλωσης ως ποσοστό του εισοδήματος, k είναι η αναλογία του κεφαλαίου ως ποσοστό του ΑΕΠ και Φ είναι η ελαστικότητα του προϊόντος ως ποσοστό του φυσικού κεφαλαίου, δηλαδή το πώς ανταποκρίνεται η παραγωγή στις μεταβολές του αποθέματος των υποδομών μιας χώρας. Εάν το $\frac{B}{Y}$ είναι μεγαλύτερο από το \tilde{b} , τότε το οικονομικό σύστημα δυναμικά είναι μη βιώσιμο και έτσι το χρέος καθίσταται ευάλωτο σε εξωγενείς διαταραχές.

➤ Κυκλικά διορθωμένη δημοσιονομική θέση (Cyclically-adjusted budget balance)

Αυτός ο δείκτης αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους για την ανάλυση και τη δημιουργία των δημοσιονομικών πολιτικών και χρησιμοποιείται ιδιαίτερα από το 2005 και έπειτα όπου και αναθεωρήθηκε το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (Growth and Stability Pact) από την Ευρωπαϊκή Ένωση στο πλαίσιο της ενίσχυσης της δημοσιονομικής εποπτείας. Για να εξασφαλιστεί η μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών και ταυτόχρονα να επιτρέπεται στους αυτόματους σταθεροποιητές να αμβλύνουν τις κυκλικές διακυμάνσεις ο δείκτης CAB πρέπει να βρίσκεται πάνω από ένα συγκεκριμένο επίπεδο. Η μαθηματική έκφραση του δείκτη CAB είναι: $CAB_t = BB_t - CC_t = BB_t - \varepsilon OG_t$, όπου BB_t είναι η ονομαστική θέση του προϋπολογισμού ως ποσοστό του ΑΕΠ το έτος t , το ε είναι η παράμετρος ευαισθησίας του προϋπολογισμού και τέλος το OG_t είναι το παραγωγικό κενό το χρόνο t . Το παραγωγικό κενό ορίζεται ως η διαφορά της πραγματικής από την δυνητική παραγωγή.

➤ Δείκτης Βιώσιμης Δημοσιονομικής Θέσης (Sustainable Fiscal Position Indicator)

Οι Roce and Juan-Ramón (2003) παρουσίασαν ένα δείκτη δημοσιονομικής βιωσιμότητας που εκτιμά την αντίδραση των φορολογικών αρχών όταν οι μεταβλητές που συνδέονται με την βιωσιμότητα του χρέους μεταβάλλονται στον χρόνο. Ο δείκτης αυτός παρουσιάζεται παρακάτω:

$$I_t^{PFS} = (\beta_t - \lambda_t) = \frac{1+r_t}{1+g_t} - \frac{BP_t - BP^*}{b_{t-1} - b^*},$$

όπου β είναι η σχέση μεταξύ του πραγματικού επιτοκίου r και του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ, λ είναι η συνάρτηση αντίδρασης της δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία ορίζεται ως ο λόγος της διαφοράς του ισχύοντος τρέχοντος ισοζυγίου (BP_t) από το βιώσιμο πρωτογενές ισοζύγιο (BP^*) προς την διαφορά του ποσοστού του χρέους προς το ΑΕΠ την προηγούμενη περίοδο (b_{t-1}) μείον τη βιώσιμη αναλογία του χρέους προς το ΑΕΠ (b^*). Αν το b_{t-1} είναι μεγαλύτερο του b^* , τότε το b_{t-1} θα συγκλίνει στο b^* αν $|\beta_t - \lambda_t| < 1$. Τιμές μεγαλύτερες ή ίσες του 1 συνεπάγονται ότι η δημοσιονομική πολιτική είναι ασυνεπής όσον αφορά τη σύγκλιση προς το βιώσιμο ποσοστό του χρέους προς το ΑΕΠ. Αντίθετα τιμές μικρότερες της μονάδας σημαίνουν ότι η δημοσιονομική πολιτική είναι συνεπής με τις συνθήκες που απαιτούνται για τη βιωσιμότητα.

2.4 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Στο κεφάλαιο αυτό, παρουσιάστηκαν κάποιοι από τους ελέγχους και τους δείκτες που χρησιμοποιούνται προκειμένου να εξεταστεί η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Αρχικά, αναφέρθηκε ότι ο έλεγχος της βιωσιμότητας της δημοσιονομικής πολιτικής και του δημόσιου χρέους είναι δύο έννοιες αλληλένδετες. Αυτό αποδεικνύεται, αφού όταν η δημοσιονομική πολιτική μιας χώρας είναι βιώσιμη, τότε η χώρα αυτή έχει τη δυνατότητα στο μέλλον να αποπληρώνει το χρέος της. Αντίθετα, όταν μια χώρα έχει να αντιμετωπίσει υψηλό δημόσιο χρέος, τότε αυξάνει κατά πολύ τις πιθανότητες η ακολουθούμενη δημοσιονομική πολιτική και το δημόσιο χρέος να καταστούν μη βιώσιμα. Αυτό συμβαίνει επειδή, το υψηλό χρέος για να καταστεί βιώσιμο απαιτεί τη δημιουργία συνεχών και υψηλών πλεονασμάτων από τον ετήσιο κρατικό προϋπολογισμό.

Συνεχίζοντας, παρουσιάστηκαν μελέτες που περιλαμβάνουν εμπειρικούς ελέγχους για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και επισημάνθηκε πως οι Hakkio and Rush (1991) μέσω

του ελέγχου που καθιέρωσαν για τη βιωσιμότητα της δημοσιονομικής πολιτικής συνέδεσαν έμμεσα το δημόσιο έλλειμμα με το δημόσιο χρέος. Συνεπώς, για να ελέγξουμε τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, ελέγχουμε τη βιωσιμότητα του ελλείμματος.

Τα στοχαστικά και ντετερμινιστικά υποδείγματα που παρατίθενται εν συνεχεία, προέρχονται από δημοσιευμένα επιστημονικά άρθρα και αφορούν όχι μόνο τον έλεγχο της βιωσιμότητας του Ελληνικού δημόσιου χρέους, αλλά και του χρέους άλλων κρατών. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζονται τα εξής υποδείγματα:

1. Βασικός έλεγχος διαχρονικής διατηρησιμότητας, των Hakkio and Rush (1991)
2. Έλεγχος διατηρησιμότητας του Quintos (1995)
3. Το υπόδειγμα του Bohn (1998)
4. Ο έλεγχος των Trehan and Walsh (1988)
5. Ο περιληπτικός έλεγχος του Cline (2014,2003)
6. Η τροποποιημένη συνθήκη του Aaron των van Ewijk, Lukkezen and Rojas-Romagosa.

Κλείνοντας, αναφέρονται και παρουσιάζονται οικονομικοί δείκτες που εξετάζουν τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους και συμβάλλουν στην περαιτέρω διερεύνηση αυτού του θέματος. Μερικοί από τους δείκτες αυτούς είναι οι ακόλουθοι: το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, ο λόγος της εξυπηρέτησης του χρέους προς τα κρατικά έσοδα, ο δείκτης δημοσιονομικής συνέπειας (Fiscal Consistency Indicator), ο δείκτης του Buiter και η κυκλική διορθωμένη θέση του προϋπολογισμού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η δημοσιονομική και η νομισματική πολιτική μιας χώρας αποτελούν τις βασικότερες συνιστώσες του πλαισίου πολιτικών της. Η πρώτη αφορά το ύψος των φόρων και των κρατικών δαπανών, ενώ η νομισματική πολιτική καθορίζει το χρήμα και το επιτόκιο. Στην Ευρωζώνη η νομισματική πολιτική είναι ενιαία για όλα τα κράτη-μέλη και ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ). Σε αντίθεση με τη νομισματική πολιτική, η δημοσιονομική πολιτική είναι ανεξάρτητη για τις χώρες της Ευρωζώνης και της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Βέβαια, τα τελευταία χρόνια στην ΕΕ και η δημοσιονομική πολιτική των μελών τίθεται σε πλαίσια, προκειμένου να αποφεύγονται δημοσιονομικοί εκτροχιασμοί και κατ' επέκταση μη βιώσιμες δημοσιονομικές πολιτικές, που είναι ικανές να δημιουργήσουν σημαντικά προβλήματα τόσο στα κράτη-μέλη της ένωσης, όσο και στην ίδια την ΕΕ.

Η δημοσιονομική πολιτική αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για το ρυθμό ανάπτυξης της κάθε χώρας, τον πληθωρισμό και τη μακροοικονομική σταθερότητα, καθώς αυτή διαμορφώνει τον κρατικό προϋπολογισμό, το ύψος του ελλείμματος και τελικά το ύψος του δημόσιου χρέους. Καταλήγουμε λοιπόν στο συμπέρασμα ότι η ανάγκη για βιώσιμη δημοσιονομική πολιτική είναι υψίστης σημασίας για μια χώρα, πόσο μάλλον όταν αυτή η χώρα είναι μέλος μιας ένωσης στην οποία συνυπάρχουν και άλλα κράτη με διαφορετικά οικονομικά χαρακτηριστικά. Για το λόγο αυτό, και στην ΕΕ υπάρχει ένα πλαίσιο το οποίο συμβάλλει θετικά στη διαμόρφωση βιώσιμης δημοσιονομικής πολιτικής για κάθε ένα από τα κράτη-μέλη της.

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο θα αναφερθούν: το ισχύον δημοσιονομικό πλαίσιο στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η κρίση χρέους που αντιμετωπίζει από το 2007 και ύστερα η Ευρωπαϊκή Ένωση, αλλά και η θέσπιση του ελέγχου της βιωσιμότητας των δημόσιων χρεών των κρατών-μελών της ένωσης, ώστε να προλαμβάνονται τυχόν δημοσιονομικοί εκτροχιασμοί. Πιο συγκεκριμένα, για το δημοσιονομικό πλαίσιο της ΕΕ η αναφορά ξεκινά από τη Συνθήκη του Μάαστριχτ, η οποία διαμόρφωσε το αρχικό δημοσιονομικό πλαίσιο της ένωσης. Εστιάζουμε

στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (Growth and Stability Pact), το οποίο αποτελεί τον κορμό του δημοσιονομικού πλαισίου. Ακολουθούν η «δέσμη των έξι μέτρων», το «Δημοσιονομικό Σύμφωνο» και «η δέσμη των δυο μέτρων». Όσο αναφορά την κρίση χρέους της ΕΕ, περιγράφεται η επικρατούσα κατάσταση από τη στιγμή της εμφάνισής της, οι χώρες που επηρεάστηκαν άμεσα από αυτή την κρίση και τα μεγέθη των ελλειμμάτων και των δημόσιων χρεών της ΕΕ, της Ευρωζώνης και των κρατών-μελών της. Κλείνοντας, γίνεται εκτενής αναφορά στον ανά εξάμηνο έλεγχο που πραγματοποιεί η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στα κράτη-μέλη της ΕΕ για να ελέγξει τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους τους.

3.2 ΤΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ

Τον Ιούνιο του 1988 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο επιβεβαιώνει το στόχο για τη σταδιακή υλοποίηση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ), αναθέτοντας σε μια επιτροπή υπό την εποπτεία του Jacques Delors, τότε πρόεδρου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, να μελετήσει και να διατυπώσει προτάσεις που θα οδηγήσουν στη δημιουργία αυτής της ένωσης. Αποτέλεσμα των εργασιών αυτής της επιτροπής ήταν η «έκθεση Delors», η οποία πρότεινε ότι η δημιουργία της ΟΝΕ θα περιλάμβανε τρία ξεχωριστά εξελικτικά στάδια. Τον Ιούλιο του 1990 ξεκινάει το πρώτο στάδιο για τη δημιουργία της ΟΝΕ και το Φεβρουάριο του 1992 υπογράφεται η Συνθήκη του Μάαστριχτ στην ομώνυμη πόλη, ώστε να υπάρξει η απαραίτητη θεσμική δομή για την υλοποίηση του δεύτερου και τρίτου σταδίου. Η Συνθήκη του Μάαστριχτ αφού πρώτα ψηφίστηκε από τα κοινοβούλια των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τέθηκε σε ισχύει την 1^η Νοεμβρίου του 1993. Η Συνθήκη αυτή περιλαμβάνει τους παρακάτω όρους που οφείλει να πληροί μια χώρα ώστε να μπορεί να συμμετάσχει στην ΟΝΕ (Γκαργκάνας, 1998).

- 1) Ο μέσος ρυθμός του πληθωρισμού της υπό ένταξης χώρας να μην υπερβαίνει περισσότερο από 1,5 εκατοστιαίες μονάδες το ρυθμό πληθωρισμού των τριών, το πολύ, χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης με τις καλύτερες επιδόσεις από άποψη σταθερότητας τιμών.
- 2) Το δημοσιονομικό της έλλειμμα δεν θα πρέπει να υπερβαίνει την τιμή αναφοράς, που ορίζεται στο 3% του ΑΕΠ.

3) Το χρέος του ευρύτερου κυβερνητικού της τομέα να μην υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ.

4) Το μέσο ονομαστικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο να μην υπερβαίνει περισσότερο από 2% το αντίστοιχο μέσο ονομαστικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο των τριών χωρών με τον χαμηλότερο πληθωρισμό στην ένωση.

5) Το νόμισμα της να συμμετέχει στον Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος και να έχει παραμείνει στα κανονικά περιθώρια διακύμανσης τα τελευταία δύο χρόνια πριν την ένταξη της χώρας στην νομισματική ένωση.

Ο δεύτερος και τρίτος όρος αφορούν το ύψος του δημόσιου ελλείμματος και του δημόσιου χρέους αντίστοιχα σε συγκεκριμένες περιπτώσεις τα κράτη-μέλη επιτρέπεται να αποκλίνουν από τον αρχικό στόχο που ορίζεται στη Συνθήκη. Πιο συγκεκριμένα, οι υπερβάσεις αυτές επιτρέπονται εφόσον έχουν προσωρινό και έκτακτο χαρακτήρα. Η τιμή του ποσοστού του χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ μπορεί να γίνει αποδεκτή ακόμη και αν ξεπερνά την τιμή αναφοράς του 60%, αν η αναλογία αυτή μειώνεται συνεχώς και συγκλίνει με ικανοποιητικό ρυθμό προς το 60%.

Η συνθήκη του Μάαστριχτ προσπαθεί να διαμορφώσει ένα πλαίσιο άσκησης δημοσιονομικής πολιτικής επιβάλλοντας συγκεκριμένους κανόνες ώστε να μπορέσει να εξασφαλιστεί η νομισματική σταθερότητα. Με την ψήφιση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (Growth and Stability Pact) τον Ιούνιο του 1997 από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Άμστερνταμ, ενισχύονται περαιτέρω οι περιορισμοί της δημοσιονομικής πολιτικής των κρατών-μελών της ΟΝΕ. Όπως αναφέρει και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή «το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης είναι ένα σύνολο κανόνων που σκοπό έχει να διασφαλίσει ότι οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης φροντίζουν να διατηρούν υγιή δημόσια οικονομικά και να συντονίζουν τις δημοσιονομικές πολιτικές τους». Το Σύμφωνο περιορίζει αρκετά την ελευθερία άσκησης εθνικής δημοσιονομικής πολιτικής, επιβάλλοντας δημοσιονομική πειθαρχία ώστε το δημοσιονομικό ισοζύγιο της γενικής κυβέρνησης να είναι μεσοπρόθεσμα ισοσκελισμένο ή ακόμα και πλεονασματικό. Η επιβολή περιορισμών στην άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής θεωρήθηκε αναγκαία για να επιτευχθούν οι βασικοί στόχοι της Νομισματικής Ένωσης. Όταν ένα κράτος-μέλος της ένωσης δεν ακολουθεί την δημοσιονομική πειθαρχία δημιουργεί πίεση είτε στα υπόλοιπα μέλη της ένωσης για χρηματοδοτική στήριξη, είτε στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για άσκηση χαλαρότερης νομισματικής πολιτικής. Όμως, η άσκηση χαλαρότερης νομισματικής πολιτικής έρχεται σε

σύγκρουση με τον αντιπληθωριστικό χαρακτήρα της. Επιπλέον, το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης διασαφηνίζει τη λειτουργία της διαδικασίας του υπερβολικού ελλείμματος. Ελλείμματα άνω του 3% του ΑΕΠ για τις χώρες που συμμετέχουν στο τρίτο στάδιο της νομισματικής ένωσης είναι μη αποδεκτά. Συνεχείς και επίμονες υπερβάσεις του ανώτατου ορίου σηματοδοτούν ότι το έλλειμμα είναι υπερβολικό και ότι το κράτος αυτό έχει δημοσιονομικά προβλήματα. Εξαίρεση στη διαδικασία του υπερβολικού ελλείμματος αποτελούν χώρες οι οποίες αντιμετωπίζουν υφειακά προβλήματα και συγκεκριμένα όταν ο ετήσιος ρυθμός μείωσης του πραγματικού ΑΕΠ είναι 2% ή και περισσότερο. Επίσης, στην εξαίρεση αυτή έχουν τη δυνατότητα να υπαχθούν και κράτη-μέλη, που το ετήσιο πραγματικό ΑΕΠ μειώνεται από 0,75% έως και 2% εφόσον όμως συμφωνήσει το Συμβούλιο. Οι υπερβάσεις σε αυτή την περίπτωση θεωρούνται προσωρινές και μόλις υπάρξει ανάπτυξη το έλλειμμα πρέπει να μειωθεί κάτω από το όριο. Αντίθετα, όταν ένα κράτος-μέλος δεν αντιμετωπίζει υφειακά προβλήματα δεν υπάγεται στην παραπάνω εξαίρεση, το έλλειμμα θεωρείται υπερβολικό και του επιβάλλονται οι οικονομικές κυρώσεις που περιλαμβάνει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Οι κυρώσεις αυτές μπορεί να είναι της μορφής άτοκων καταθέσεων στην ΕΚΤ, οι οποίες αποτελούνται από δύο τμήματα, το σταθερό και το μεταβλητό. Το σταθερό τμήμα των καταθέσεων κυμαίνεται μεταξύ 0,2% έως και 0,5% του ΑΕΠ, ενώ το μεταβλητό τμήμα ισούται με το 1/10 της διαφοράς του τρέχοντος ελλείμματος με το ανώτατο όριο του ελλείμματος που θεσπίζεται από τη Συνθήκη του Μάαστριχτ. Το σταθερό τμήμα εκφράζει αντικίνητρο για την αποφυγή του υπερβολικού ελλείμματος και το μεταβλητό τμήμα αντικίνητρο για τη δημιουργία υπερβολικού ελλείμματος κατά πολύ μεγαλύτερο του 3%. Οι κυβερνήσεις των χωρών που παρουσιάζουν υπερβολικό έλλειμμα θα πρέπει άμεσα να λάβουν ανάλογα δημοσιονομικά μέτρα που θα μειώνουν το έλλειμμα κάτω του 3% μέσα σε χρονικό ορίζοντα δύο ετών. Αν αυτό δεν επιτευχθεί, τότε οι καταθέσεις δεν επιστρέφονται και μετατρέπονται σε χρηματικά πρόστιμα. Είναι φανερό ότι το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης ενισχύει ακόμα περισσότερο το υπάρχον δημοσιονομικό πλαίσιο της Συνθήκης του Μάαστριχτ, δίνοντας του έναν ακόμα πιο δεσμευτικό χαρακτήρα. Έτσι οι χώρες οδηγούνται στο να εμφανίζουν δημοσιονομική πειθαρχία, δεδομένου ότι η άσκηση εθνικής δημοσιονομικής πολιτικής περιορίζεται σημαντικά (Λαζαρέτου και Μπρισίμης, 2001).

Το 2010 στην Ευρωζώνη εμφανίζεται κρίση δημόσιου χρέους που προηγουμένως είχε την μορφή παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, η οποία απειλεί την σταθερότητά της. Έτσι,

το Μάιο του ίδιου έτους η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προτείνει μια στρατηγική για την ενίσχυση της οικονομικής διακυβέρνησης, εισάγοντας το θεσμικό πλαίσιο του “ευρωπαϊκού εξαμήνου”, με σκοπό πρώτον τον συγχρονισμό των δημοσιονομικών και διαρθρωτικών πολιτικών των κρατών-μελών της ευρωζώνης και δεύτερον την πιστή εφαρμογή των κανονισμών του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Ιδιαίτερη σημασία δόθηκε στην ενίσχυση της μακροοικονομικής εποπτείας με τη θεσμοθέτηση διαδικασιών οι οποίες θα εντοπίζουν και θα διορθώνουν εγκαίρως τυχόν μακροοικονομικές ανισορροπίες. Το Σεπτέμβριο του 2010 η στρατηγική αυτή παρουσιάστηκε σε έξι νομοθετικές προτάσεις, την λεγόμενη «δέσμη έξι μέτρων», οι οποίες τέθηκαν σε ισχύ το Δεκέμβριο του 2011 . Σύμφωνα με το θεσμικό πλαίσιο των προτάσεων:

- i. Η δημοσιονομική πειθαρχία και οι προβλεπόμενες ποινές σε περίπτωση μη συμμόρφωσης λαμβάνουν υπόψη και το δημοσιονομικό έλλειμμα και το δημόσιο χρέος.
- ii. Η διαδικασία λήψης αποφάσεων καθίσταται πιο εύκολη με την εισαγωγή της αντίστροφης ειδικής πλειοψηφίας, δηλαδή εφαρμόζεται η πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, εκτός και αν απορριφθεί από την ειδική πλειοψηφία των κρατών-μελών.
- iii. Παρακολουθούνται τυχόν μακροοικονομικές ανισορροπίες μέσω της δημιουργίας πίνακα οικονομικών δεικτών (scoreboard) και εισάγεται η διαδικασία “Υπερβολικών Μακροοικονομικών Ανισορροπιών”.

Τον Ιανουάριο του 2013 τίθεται σε ισχύ η “Συνθήκη για τη Σταθερότητα, το Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση της ΟΝΕ” γνωστή και ως “Δημοσιονομικό Σύμφωνο”, η οποία υπογράφηκε από όλα τα κράτη μέλη της οικονομικής νομισματικής ένωσης εκτός της Αγγλίας και της Τσεχίας. Το Δημοσιονομικό Σύμφωνο υποχρεώνει όλα τα κράτη-μέλη της ΟΝΕ να εισαγάγουν στο εθνικό τους δίκαιο δημοσιονομικό κανόνα για ισοσκελισμένο ή πλεονασματικό προϋπολογισμό, καθώς και ένα μηχανισμό, ο οποίος θα τίθεται άμεσα σε λειτουργία εάν παρατηρηθούν σημαντικές αποκλίσεις από το μεσοπρόθεσμο στόχο ή την πορεία προσαρμογής προς αυτόν. Ο μεσοπρόθεσμος στόχος αφορά τη δημοσιονομική θέση του κάθε κράτους. Για κάθε κράτος, ο μεσοπρόθεσμος στόχος διαφέρει καθώς εξαρτάται από το ύψος του δημόσιου χρέους και το εκτιμώμενο κόστος γήρανσης του πληθυσμού: όσο πιο υψηλά είναι τόσο πιο αυστηροί οι στόχοι⁶. Τέλος, το Σύμφωνο περιλαμβάνει τη θέσπιση

⁶http://europa.eu/legislation_summaries/about/index_el.htm, μέρος της Διαδικτυακής πύλης Europa, που δημοσιεύεται από τα θεσμικά όργανα της ΕΕ.

δημοσιονομικών κανόνων από όλα τα μέλη της Ένωσης που σκοπό έχουν να περιορίσουν το ετήσιο διαρθρωτικό έλλειμμα σε 0,5% του ΑΕΠ (Εκθεση Διοικητή της ΤτΕ, 2013).

Καθώς όμως η κρίση χρέους που αντιμετώπιζαν κάποια από τα μέλη της ΟΝΕ φαινόταν να επηρεάζει και άλλα κράτη-μέλη της, κρίθηκε απαραίτητη η περαιτέρω ενίσχυση της εποπτείας των οικονομικών και δημοσιονομικών πολιτικών, έτσι ώστε τέτοιου είδους προβλήματα να μην αποκτούν συστημικό χαρακτήρα. Η ενισχυμένη εποπτεία ήρθε μέσω της “δέσμης των δύο μέτρων”, η οποία εφαρμόστηκε στα τέλη Μαΐου του 2013 και περιλαμβάνει την υποβολή σχεδίων του κρατικού προϋπολογισμού για το επόμενο έτος από τα κράτη-μέλη προς την Επιτροπή, η οποία εκφέρει άποψη για το κατά πόσο τα σχέδια αυτά συνάδουν με τη δημοσιονομική πειθαρχία. Η Επιτροπή μπορεί να ζητήσει ακόμη και την αναθεώρηση των σχεδίων για τον προϋπολογισμό αν διαπιστώσει σημαντικές αποκλίσεις από τις υποχρεώσεις που έχουν αναληφθεί από τις χώρες της Ένωσης. Να σημειωθεί δε, ότι κράτη-μέλη που είτε αντιμετωπίζουν χρηματοδοτικά προβλήματα είτε εφαρμόζουν πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής βρίσκονται κάτω από ενισχυμένη εποπτεία. Τέλος, μέλη που εξήλθαν από προγράμματα οικονομικής προσαρμογής, συνεχίζουν να βρίσκονται υπό “μεταπρογραμματική εποπτεία”, μέχρις ότου εξοφληθεί το 75% των δανείων που έχουν ληφθεί για την οικονομική στήριξη (Εκθεση διοικητή της ΤτΕ, 2013).

3.3 Η ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ

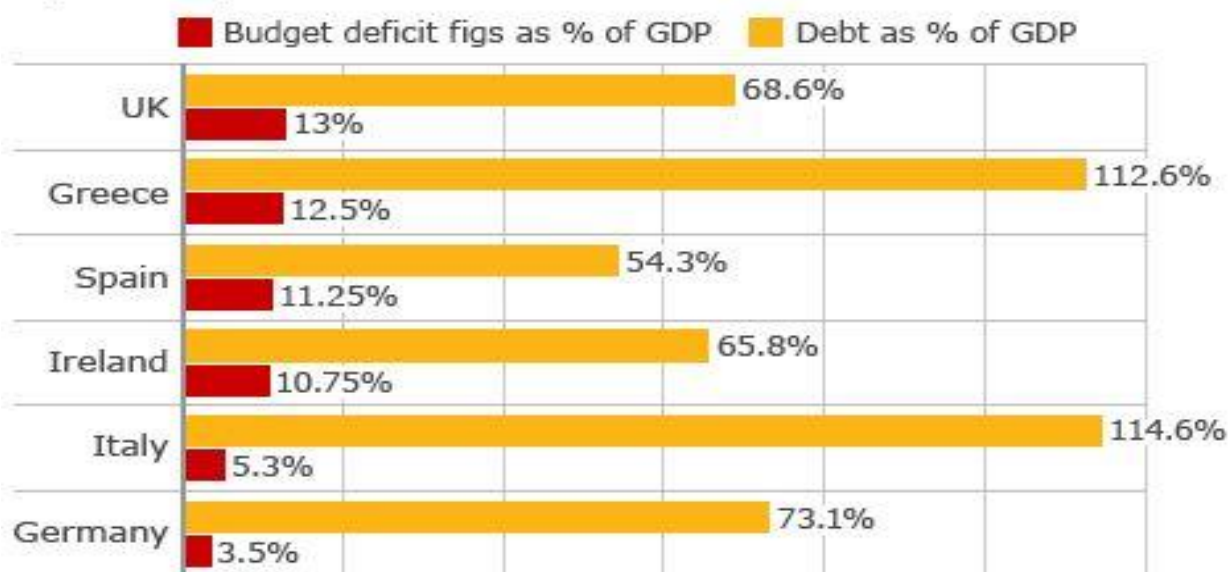
Η χρηματοπιστωτική κρίση που εμφανίστηκε στην Αμερική το 2007, μετατράπηκε το 2010 σε κρίση χρέους για τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με αποτέλεσμα τη δημιουργία πολλαπλών προβλημάτων για την Ένωση. Στο τέλος του 2009, η Ελλάδα, Πορτογαλία, Ισπανία και Ιρλανδία⁷ εκτιμούν ότι το ετήσιο έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ θα ξεπεράσει κατά πολύ την αύξηση που ήδη ανέμεναν. Με χαρακτηριστικότερο παράδειγμα την Ελλάδα, της οποίας το έλλειμμα του 2009 ανήλθε σε 12,5 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, δυο φορές παραπάνω από το αναμενόμενο ποσοστό (6%). Αξίζει να σημειωθεί ότι και τα προηγούμενα έτη τα ελλείμματα του Ελληνικού κράτους παρουσίαζαν ιδιαίτερα υψηλά ποσοστά. Επίσης, στην Ιρλανδία και την Ισπανία τα δημοσιονομικά έσοδα μειώνονται με ρυθμό κατά πολύ γρηγορότερο σε σχέση με το ΑΕΠ τους και τούτο διότι τα φορολογικά τους έσοδα

⁷ Δυστυχώς, οι Πορτογαλία, Ιταλία, Ιρλανδία, Ελλάδα και Ισπανία χαρακτηρίζονται διεθνώς και ως P.I.I.G.S, χαρακτηρισμός προερχόμενος από τα αρχικά γράμματα των χωρών στα αγγλικά.

εξαρτώνται άμεσα από την κατασκευαστική δραστηριότητα και το ύψος των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Τελικά, το Μάιο του 2010 η Ελλάδα θα είναι η πρώτη χώρα από την Ευρωπαϊκή και Νομισματική Ένωση που θα χάσει την πρόσβαση της στις αγορές ομολόγων και θα προσφύγει στο μηχανισμό στήριξης που απαρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ), την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ). Την πορεία της Ελλάδας θα ακολουθήσουν και η Ιρλανδία τον Νοέμβριο του 2010, η Πορτογαλία τον Απρίλιο του 2011, η Ισπανία αλλά και η Κύπρος τον Ιούνιο του 2012. Στην συνέχεια, παρουσιάζονται γραφήματα που απεικονίζουν το ύψος του ελλείμματος και του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ για την Ευρωζώνη, την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΥ) και τα κράτη μέλη.

How country debts and budget deficits compare

Projected budget deficit for 2009

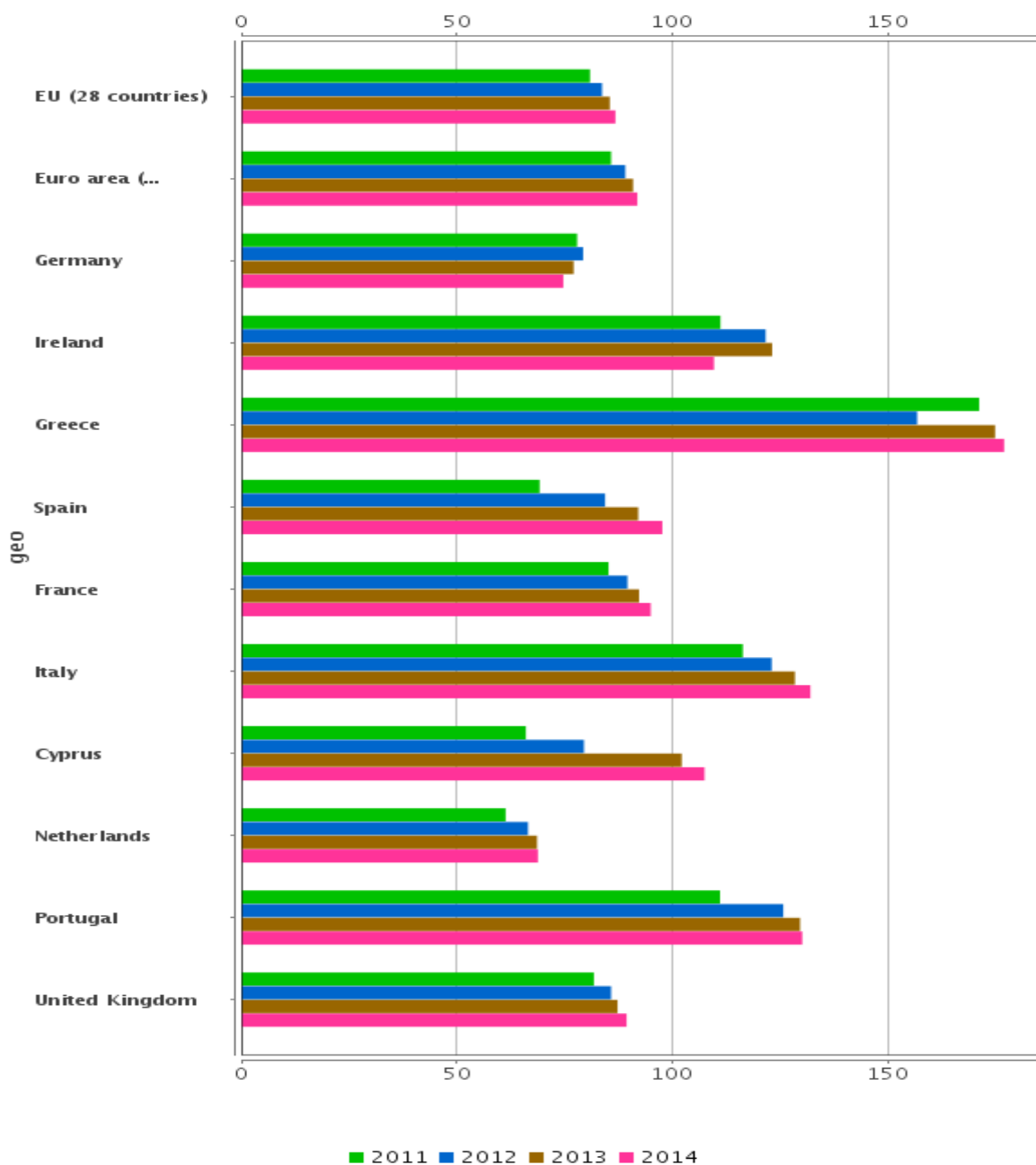


Source: European Commission/Economic forecast autumn 2009

Διάγραμμα 3.1

Στο Διάγραμμα 3.1 φαίνονται τα υψηλά ποσοστά τόσο του δημοσίου χρέους, όσο και του ελλείμματος που είχε το 2009 η Ελληνική οικονομία, ένα έτος πριν εμφανιστεί η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη. Επιπροσθέτως, είναι φανερό ότι από τις έξι χώρες του παραπάνω διαγράμματος μόνο η Ισπανία καταφέρνει να διατηρήσει το ποσοστό του χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ κάτω του 60%, η οποία είναι η τιμή αναφοράς στη Συνθήκη του Μάαστριχτ. Τέλος, καμία από τις παραπάνω χώρες δεν επιτυγχάνει έλλειμμα χαμηλότερο του 3%.

General government gross debt
 % of GDP and million EUR
Percentage of gross domestic product (GDP)



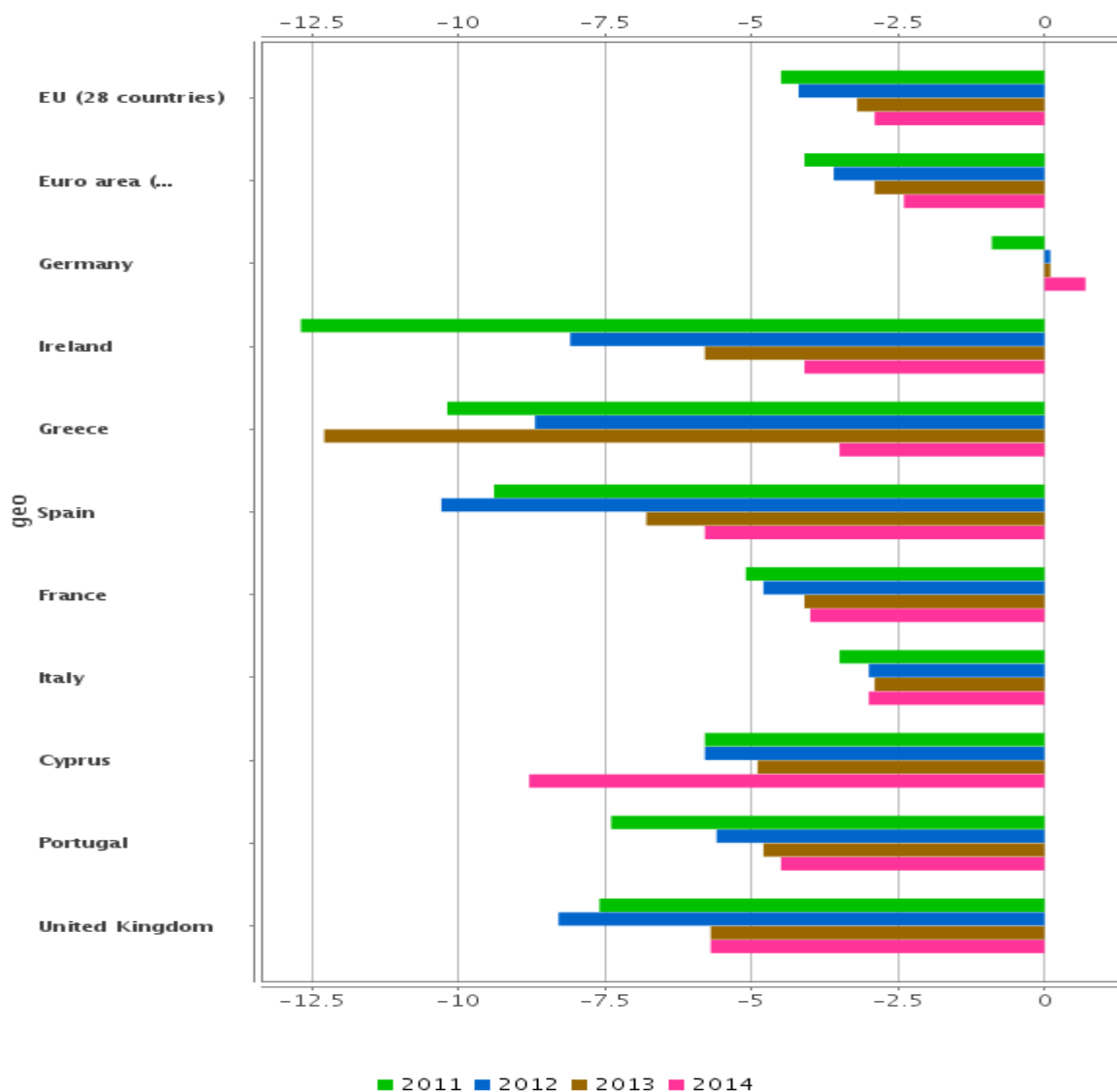
Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα 3.2

Στο Διάγραμμα 3.2 βλέπουμε ότι το ποσοστό του δημόσιου χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ για την τετραετία 2011-2014 στην Ευρωζώνη και στην Ευρωπαϊκή Ένωση παρουσιάζει αύξηση. Πιο συγκεκριμένα, η μοναδική χώρα που δεν παρουσιάζει αυξήσεις χρέους το αντίθετο

μάλιστα, είναι η Γερμανία και μόνο η Ιρλανδία το 2014 ύστερα από το πρόγραμμα οικονομικής στήριξης παρουσίασε μείωση χρέους.

General government deficit/surplus
 % of GDP and million EUR
Percentage of gross domestic product (GDP)



Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα 3.3

Το Διάγραμμα 3.3 παρουσιάζει την προσπάθεια που καταβάλλεται από την Ευρωπαϊκή Ένωση συνολικά για τα έτη 2011-2014 για τον περιορισμό των δημόσιων ελλειμμάτων των

κρατών-μελών. Πλην της Κύπρου που το 2014 το ετήσιο έλλειμμά της εκτοξεύθηκε στο 8,8 % του ΑΕΠ, οι υπόλοιπες χώρες που περιέχονται στο διάγραμμα φαίνεται να μειώνουν δραστικά τα ελλείμματά τους. Άξιον αναφοράς είναι το γεγονός ότι η Γερμανία μόνο το 2011 παρουσίασε έλλειμμα ύψους 0,9% του ΑΕΠ, ενώ αντίθετα την τριετία 2012-2014 παρουσίασε πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης.

3.4 ΕΛΕΓΧΟΣ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΧΡΕΩΝ ΓΙΑ ΤΑ ΚΡΑΤΗ-ΜΕΛΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Commission) πραγματοποιεί δυο φορές το χρόνο (κάθε Άνοιξη και Φθινόπωρο) έλεγχο βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους (debt sustainability analysis, DSA) στα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Με τον έλεγχο αυτό, παρουσιάζεται ξεχωριστά για κάθε κράτος-μέλος της Ένωσης μια λεπτομερή ανάλυση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους συνοδευόμενη από μια επιπλέον ανάλυση, η οποία περιλαμβάνει δείκτες για τη δημοσιονομική βιωσιμότητα. Οι εκτιμήσεις που περιλαμβάνονται για την αύξηση του χρέους για την κάθε χώρα αποτελούν βασικά στοιχεία δημοσιονομικής επιτήρησης κάτω από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, το Ευρωπαϊκό εξάμηνο και τη στρατηγική "Ευρώπη 2020" (αναπτυξιακή στρατηγική για την ΕΕ την ερχόμενη δεκαετία).

Η μέθοδος που εφαρμόζει η Commission για την ανάλυση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους (DSA) ακολουθεί τις πιο πρόσφατες μεθοδολογίες που αναπτύχθηκαν και χρησιμοποιήθηκαν και από άλλους διεθνείς οργανισμούς όπως η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ECB) και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF).

Τα κύρια χαρακτηριστικά του πλαισίου, στο οποίο βασίζεται ο έλεγχος της βιωσιμότητας του χρέους από την Commission είναι τα εξής:

1. Έχουν θεσπιστεί κριτήρια για το αν ένα κράτος-μέλος της ένωσης είναι ευάλωτο όσον αφορά τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους του. Αν αυτό επιβεβαιωθεί, τότε η χώρα αυτή υπόκειται σε ενισχυμένη ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους της.
2. Ο σχεδιασμός του πλαισίου είναι τέτοιος ώστε να επιτρέπει τη συνολική εκτίμηση του κινδύνου για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους. Με αυτό τον τρόπο, μπορεί να

διενεργηθεί εκτεταμένη ανάλυση ευαισθησίας στους αρχικούς υπολογισμούς για το δημόσιο χρέος.

3. Οι μεταβλητές που περιέχουν κινδύνους, θεωρητικά προέρχονται από τη δομή του δημόσιου χρέους, δηλαδή το ποιοί κατέχουν το χρέος, τη διάρκεια μέχρι τη λήξη του και από τις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

4. Η ανάλυση των υποχρεώσεων της κυβέρνησης αποτελεί βασικό μέρος του πλαισίου της ανάλυσης της βιωσιμότητας του χρέους. Στην ανάλυση των υποχρεώσεων της κυβέρνησης περιλαμβάνεται μια συνολική επισκόπηση των ενδεχόμενων υποχρεώσεων του δημόσιου τομέα βασιζόμενη στα πιο πρόσφατα στοιχεία που υπάρχουν στη βάση δεδομένων της Eurostat. Οι κίνδυνοι των υποχρεώσεων πηγάζουν από τον τραπεζικό τομέα, και εντοπίζονται έμμεσα μέσω κάποιων μεταβλητών που χρησιμοποιούνται για να ελεγχθεί πόσο ευάλωτος είναι ο τραπεζικός τομέας.

5. Η ακρίβεια της ανάλυσης των προβλέψεων για τους καθοριστικούς μακροοικονομικούς και δημοσιονομικούς παράγοντες της δυναμικής του δημόσιου χρέους περιλαμβάνονται στον έλεγχο της βιωσιμότητας του χρέους. Η ανάλυση αυτή στοχεύει στην παροχή κάποιας ένδειξης για το κατά πόσο οι προβλέψεις που ενσωματώνονται στον αρχικό υπολογισμό του δημόσιου χρέους, τείνουν συστηματικά να μεροληπτούν προς την κατεύθυνση της αισιοδοξίας ή προς την αντίθετη πλευρά.

Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφερθούν τα πέντε κριτήρια που χρησιμοποιούνται συστηματικά σε όλα τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ώστε να ελεγχθεί το πόσο ευάλωτη είναι η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους τους.

i. Αν ο σύνθετος δείκτης βραχυχρόνιου κινδύνου δημοσιονομικής πίεσης (S0)⁸ της υπό εξέταση χώρας, υπερβαίνει την τιμή αναφοράς⁹, και/ή η τιμή του δημοσιονομικού υπό-δείκτη του S0 είναι μεγαλύτερη της τιμής αναφοράς.

ii. Εάν το τρέχον ή/και το προβλεπόμενο δημόσιο χρέος είναι μεγαλύτερο ή και ίσο με το 90% του ΑΕΠ. Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι ακόμη και αν το ποσοστό του δημόσιου

⁸ Ο δείκτης S0 αποτελείται από 14 δημοσιονομικές και 14 μακροοικονομικές-χρηματοοικονομικές μεταβλητές, οι οποίες εκτιμούν αποτελεσματικά τη δημοσιονομική πίεση

⁹ Η τιμή αναφοράς υπολογίζεται με τη χρήση μη παραμετρικών μεθόδων

χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ είναι κοντά στο 60% όπως είχε οριστεί και στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, ο έλεγχος για τη βιωσιμότητα του χρέους πραγματοποιείται κανονικά.

- iii. Εάν η τρέχουσα ή/και η εκτιμηθείσα μεταβολή του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι μεγαλύτερη ή και ίση με 5%.
- iv. Αν οι χρηματικές ανάγκες της υπό εξέταση χώρας είναι ίσες ή και μεγαλύτερες του 15% του ΑΕΠ.
- v. Τέλος, αν η χώρα ακολουθεί πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής, είτε βρίσκεται υπό επιτήρηση, είτε βρίσκεται υπό ενισχυμένη επιτήρηση όπως ορίζει ο κανονισμός της "δέσμης των δύο μέτρων".

Συνοψίζοντας, αν κάποιο από τα παραπάνω κριτήρια επιβεβαιωθεί τότε η υπό εξέταση χώρα υποβάλλεται σε ενισχυμένο έλεγχο βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους της.

3.5 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Στο τρίτο κεφάλαιο της διπλωματικής εργασίας παρουσιάστηκε αναλυτικά το δημοσιονομικό πλαίσιο που διέπει την Ευρωπαϊκή Ένωση, στη συνέχεια αποτυπώθηκε η κρίση χρέους που αντιμετωπίζει η Ένωση από το 2010 μέχρι και σήμερα και τέλος αναφέρθηκε και αναλύθηκε ο έλεγχος για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους που διενεργείται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς και τα κριτήρια του ελέγχου αυτού.

Ξεκινώντας, γίνεται μια σύντομη αναφορά για την οικονομική πολιτική των κρατών και την διάκρισή της σε νομισματική και δημοσιονομική. Όσο αναφορά την Ευρωζώνη, η νομισματική πολιτική είναι ενιαία για όλα τα κράτη-μέλη της και ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), σε αντίθεση με την δημοσιονομική πολιτική που είναι ανεξάρτητη. Βέβαια, τα τελευταία χρόνια και η δημοσιονομική πολιτική των κρατών-μελών της ΕΕ τίθεται σε πλαίσια, για να επιτυγχάνεται μια μακροοικονομική ισορροπία τόσο για τα κράτη, όσο και για την ΕΕ ούτως ώστε να αποφεύγονται μη βιώσιμες δημοσιονομικές πολιτικές, που είναι ικανές να δημιουργήσουν σημαντικά προβλήματα τόσο στις χώρες αυτές, όσο και στην ΕΕ. Δίνοντας έμφαση στο δημοσιονομικό πλαίσιο της ΕΕ, η παρουσίαση του έχει ως αφετηρία τη Συνθήκη του Μάαστριχτ, γιατί βάσει αυτής της Συνθήκης διαμορφώθηκε

το πλαίσιο αυτό. Εν συνεχεία, παρουσιάζεται το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (Growth and Stability Pack), το οποίο αποτελεί τον κορμό του δημοσιονομικού πλαισίου. Ακολουθούν η «δέσμη των έξι μέτρων», το «Δημοσιονομικό Σύμφωνο» και «η δέσμη των δυο μέτρων».

Όσο αναφορά την κρίση χρέους στην ΕΕ, περιγράφεται η επικρατούσα κατάσταση από το 2010 και έπειτα παρουσιάζονται, οι χώρες που επηρεάστηκαν άμεσα από αυτή την κρίση καθώς και διαγράμματα σχετικά με το ύψος των ελλειμμάτων και των δημόσιων χρεών της ΕΕ, της Ευρωζώνης και των κρατών-μελών της ξεχωριστά. Κλείνοντας, γίνεται εκτενής αναφορά στον ανά εξάμηνο έλεγχο που πραγματοποιεί η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στα κράτη-μέλη της ΕΕ για να ελέγξει τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η Ελλάδα είναι μια χώρα που από το 1960 μέχρι και το 1973 παρουσίαζε χαμηλά ελλείμματα στον κρατικό προϋπολογισμό, της τάξης του 3% του ΑΕΠ της και παράλληλα το ύψος του δημόσιου χρέους βρισκόνταν σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Μάλιστα, τα μεγέθη αυτά ήταν από τα χαμηλότερα που εμφανίζονταν στις μελέτες που διενεργούσε ο ΟΟΣΑ για τα κράτη-μέλη του. Από το 1974 και έπειτα τα ελλείμματα της γενικής κυβέρνησης παρουσιάζουν αυξητικές τάσεις και ιδίως από το 1981 και μετά εκτοξεύονται. Ταυτόχρονα και το δημόσιο χρέος από το 22,5% του ΑΕΠ που είναι το 1974, το 1981 φτάνει το 32,8% του ΑΕΠ . Οι αρνητικές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας δυστυχώς συνεχίζονται και τα επόμενα έτη, με αποτέλεσμα το δημόσιο χρέος να φτάσει σε δυσθεώρητα ύψη και να θέσει σε ευθεία αμφισβήτηση την βιωσιμότητα του και άρα την βιωσιμότητα της ακολουθούμενης δημοσιονομικής πολιτικής.

Με αφετηρία την αρχή της μεταπολίτευσης (1974) θα παρακολουθήσουμε την πορεία του δημόσιου χρέους αλλά και των ελλειμμάτων του κρατικού προϋπολογισμού και θα εστιάσουμε στους λόγους που οδήγησαν στην συνεχόμενη και σημαντική αύξηση του δημόσιου χρέους. Επιπλέον, θα αναφερθεί η κρίση χρέους που αντιμετωπίζει η χώρα μας από το 2009 μέχρι και σήμερα και η προσπάθεια εξυγίανσης των δημοσιονομικών προβλημάτων της με την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που περιέχονται στα Μνημόνια. Στη συνέχεια, θα παρουσιαστούν τα συμπεράσματα που προέκυψαν από δύο αναλύσεις της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους της Ελλάδος. Η πρώτη ανάλυση διενεργήθηκε από το ΔΝΤ και είναι η πιο πρόσφατη και η δεύτερη προέρχεται από το Κέντρο Ευρωπαϊκής Οικονομικής Έρευνας. Στο τελευταίο μέρος παρουσιάζεται η εμπειρική ανάλυση της βιωσιμότητας του ελληνικού δημόσιου χρέους με βάση την εξίσωση του εισοδηματικού περιορισμού και του έλεγχου των Hakkio and Rush (1991). Η εμπειρική ανάλυση θα πραγματοποιηθεί με το οικονομετρικό πρόγραμμα Stata 13.

4.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΑΠΟ ΤΟ 1974 ΜΕΧΡΙ ΣΗΜΕΡΑ

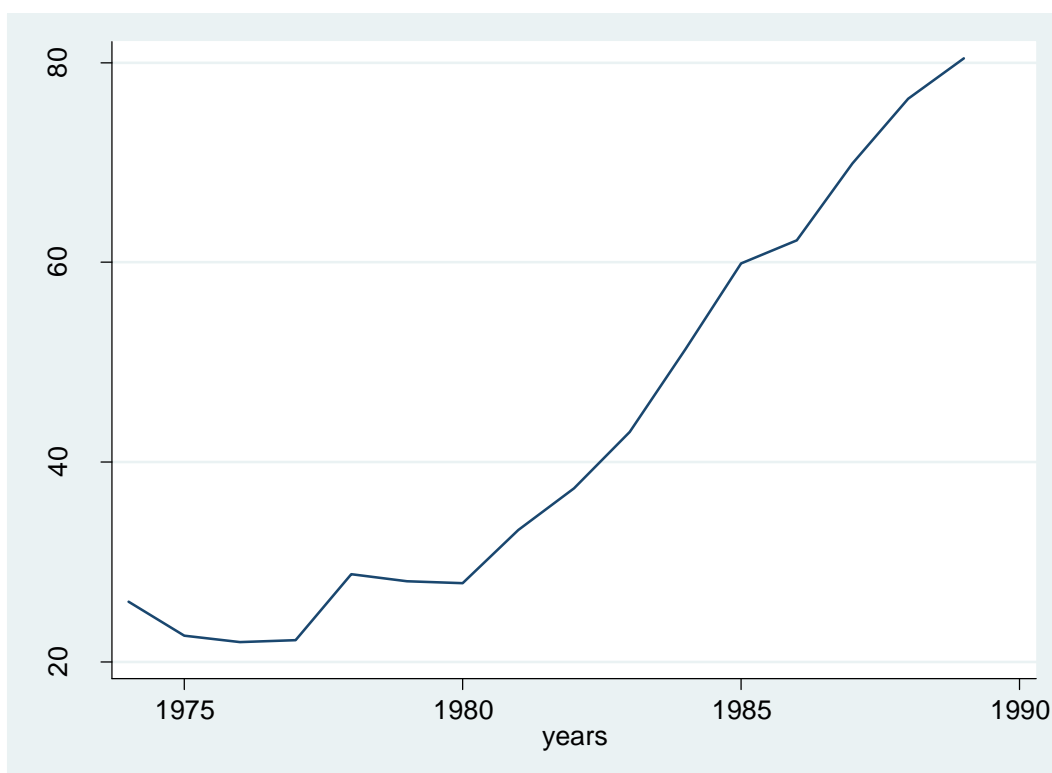
Η χρήση του όρου «μεταπολίτευση» αναφέρεται στο χρονικό διάστημα από την πτώση της Δικτατορίας στην Ελλάδα το 1974 μέχρι και σήμερα και η αλλαγή του πολιτεύματος σε προεδρευόμενη κοινοβουλευτική δημοκρατία. Τον Ιούνιο του 1975 η Ελλάδα καταθέτει αίτηση για την πλήρη ένταξή της στην ΕΟΚ. Το 1979 υπογράφεται η αίτηση ένταξης της Ελλάδος και στις αρχές του 1981 η ένταξη αυτή πραγματοποιείται. Το διάστημα 1974-1979 η χώρα μας εμφανίζει χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, οι οποίοι επιδεινώνονται και λόγω της πετρελαϊκής κρίσης του 1973, οι επενδύσεις και η παραγωγικότητα παραμένουν στάσιμες και μέσα σε όλα αυτά τα προβλήματα προστίθεται και ο στασιμοπληθωρισμός. Το δημόσιο χρέος της Ελλάδος το 1974 βρίσκεται στο 26% του ΑΕΠ το οποίο το 1981 αγγίζει το 33,2% του ΑΕΠ, διότι οι δημοσιονομικές ανάγκες του κράτους συνεχώς αυξάνονται λόγω των αμυντικών δαπανών αλλά και λόγω της διεύρυνσης του κοινωνικού κράτους μέσω κρατικοποιήσεων μεγάλων εταιριών, λόγω χάριν η Ολυμπιακή αεροπορία, οι συγκοινωνίες, αλλά και κρατικοποιήσεις χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όπως η Εμπορική τράπεζα (Τσουλφίδης, 2013).

Η περίοδος 1980-1989 χαρακτηρίζεται από συνεχή και υψηλά ελλείμματα, τα οποία διόγκωσαν το χρέος από το 27,9% του ΑΕΠ που βρισκόταν το 1980 στο 80,4% του ΑΕΠ το 1989. Η τεράστια αύξηση του χρέους οφείλεται κυρίως στην αύξηση του χρέους της κεντρικής κυβέρνησης αλλά και στην αύξηση του χρέους των Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών (ΔΕΚΟ) (Βαβούρας, 1993). Πιο συγκεκριμένα, το διάστημα αυτό ιδρύονται πολλοί δημόσιοι οργανισμοί οι οποίοι δεν παρουσιάζουν κερδοφορία, το 1983 δημιουργείται ο Οργανισμός Ανασυγκρότησης Επιχειρήσεων (ΟΑΕ) μέσω του οποίου κρατικοποιούνται δεκάδες ιδιωτικές επιχειρήσεις, με αρκετές από αυτές να αντιμετωπίζουν οξύτατα οικονομικά προβλήματα. Πραγματοποιούνται μαζικές προσλήψεις στο Δημόσιο και οι κοινωνικές παροχές αυξήθηκαν πολύ. Επίσης, σημαντικό γεγονός είναι ότι οι εγγυήσεις του Δημοσίου προς τον υπόλοιπο δημόσιο τομέα αλλά και προς τους ιδιώτες αυξήθηκαν σημαντικά. Όπως αναφέρει ο Βαβούρας (1993) «Δεδομένου ότι ένα μεγάλο μέρος των εγγυήσεων συνιστά εν δυνάμει δημόσιο έλλειμμα, αφού συχνά τόσο οι δανειζόμενοι φορείς του ευρύτερου δημόσιου φορέα, αλλά και οι δανειζόμενοι με την εγγύηση του κράτους ιδιωτικοί φορείς, αδυνατούν να εξυπηρετήσουν τα δάνεια τους-οι οποίες έτσι καταπίπτουν, με αποτέλεσμα έτσι να επιβαρύνεται ο προϋπολογισμός».

Σε αυτό το σημείο, αξίζει να αναφερθεί ότι η διόγκωση του δημόσιου χρέους της Ελλάδος οφείλεται και σε έναν βαθμό στην αύξηση του εξωτερικού δημόσιου χρέους το διάστημα 1979-1991. Ειδικότερα, το 1979 το εξωτερικό χρέος ανερχόταν σε 78,5 δισεκατ. δραχμές ενώ το 1991 έφτασε τα 3.055,9 δισεκατ. δραχμές. Βέβαια, η αύξηση αυτή οφείλεται εν μέρει και στις υποτιμήσεις της δραχμής που έγιναν το 1983 και το 1985.

Συνεχίζοντας, σημαντικό γεγονός αποτελεί η παρ' ολίγον χρεοκοπία της χώρας μας στα τέλη του 1989 όταν διαπιστώθηκε χρηματοδοτικό κενό, το οποίο οδηγούσε στο τέλος του έτους σε στάση πληρωμών. Ευτυχώς, τα χειρότερα αποφεύχθηκαν αφού η ΕΟΚ χρηματοδότησε την Ελλάδα σε μια περίοδο που επικρατούσε παγκόσμια οικονομική άνθηση, και παράλληλα στην Ελλάδα σχηματίστηκε οικουμενική κυβέρνηση.

Στο Διάγραμμα 4.1 απεικονίζεται η εξέλιξη του δημόσιου χρέους της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ από το 1975 μέχρι και το 1990. Τα στοιχεία προέρχονται από τον ΟΑΣΑ και συγκεκριμένα από το Economic Outlook (1990).



Διάγραμμα 4.1

Δημόσιο Χρέος Ελλάδος 1975-1990

Πηγή: IMF

Στο Διάγραμμα 4.1 παρατηρούμε την αυξανόμενη πορεία του δημοσίου χρέους, το οποίο ιδίως από το 1980 μέχρι και το 1990 εκτοξεύεται.

Το διάστημα 1990-1993 η τότε κυβέρνηση καταβάλλει προσπάθειες δημοσιονομικής εξυγίανσης καθώς το δημόσιο χρέος το 1990 φθάνει το 82,6% του ΑΕΠ¹⁰. Το 1992 επιτυγχάνεται πρωτογενές πλεόνασμα, παρόλα αυτά όμως το 1993 το χρέος θα αυξηθεί περαιτέρω και θα φτάσει στο 110,6% του ΑΕΠ. Άξιο αναφοράς είναι το γεγονός ότι για πρώτη φορά από το 1960 και έπειτα το δημόσιο χρέος ξεπερνά το 100% του ΑΕΠ. Σύμφωνα με τον Καμάρα (2005) η αποτυχία της σταθεροποίησης του δημοσίου χρέους οφείλεται σε δύο λόγους:

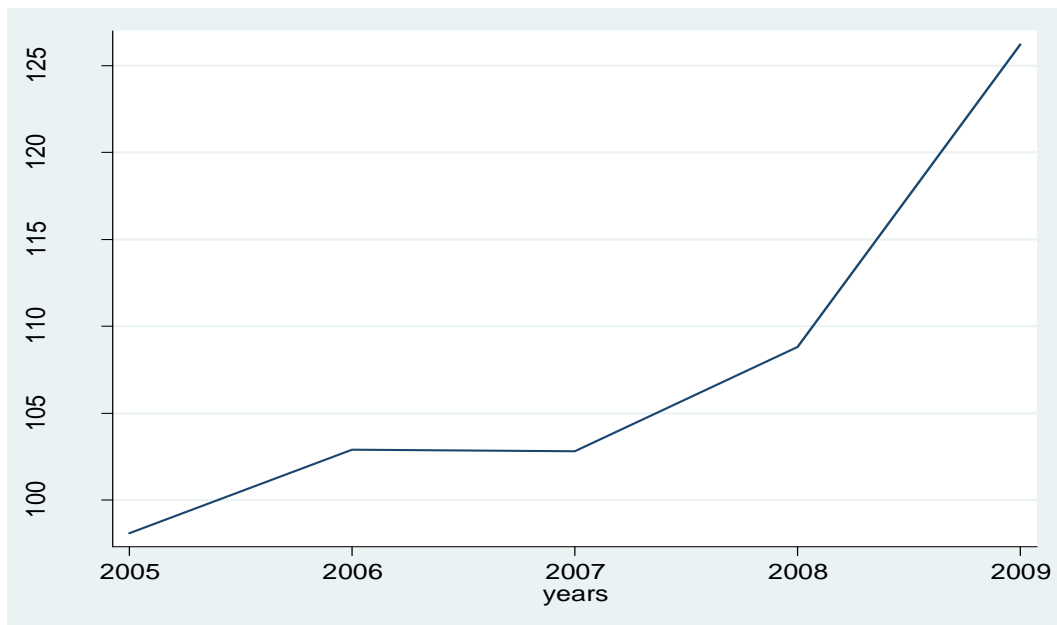
- a) Στην αυξημένη ετήσια επιβάρυνση για την πληρωμή τόκων καθώς τα επιτόκια ήταν εγχωρίως αλλά και διεθνώς σε υψηλά επίπεδα.
- b) Στο γεγονός ότι ένας μεγάλο μέγεθος χρεών της προηγούμενης κυβέρνησης δεν είχε συμπεριληφθεί στον υπολογισμό του δημοσίου χρέους, όπως οφειλές από καταπτώσεις εγγυήσεων, ελλείμματα ΔΕΚΟ, κλπ.

Από το 1993 και μετέπειτα η χώρα προετοιμάζεται για την είσοδό της στην ΟΝΕ, μέσω προσπάθειας της κυβέρνησης για περιορισμό και σύγκλιση του κρατικού ελλείμματος και του δημοσίου χρέους στα κριτήρια της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Άλλωστε για να εισέλθει μια χώρα στην πρώτη φάση της ΟΝΕ οφείλει οι δημοσιονομικοί της δείκτες όχι μόνο να συγκλίνουν στα κριτήρια της Συνθήκης του Μάαστριχτ, αλλά και να υπάρχει η προοπτική σε σύντομο χρονικό διάστημα οι δείκτες αυτοί να σταθεροποιηθούν στις τιμές αναφοράς της Συνθήκης. Το διάστημα 1993-97 το δημόσιο χρέος παρουσιάζει σταθεροποιητικές τάσεις κοντά στο 110% του ΑΕΠ. Μάλιστα, από το 1998 έως το 2000 το δημόσιο χρέος της χώρας μας μειώνεται και φτάνει στο 106,2% του ΑΕΠ. Πιο συγκεκριμένα, το 1999 που είναι το έτος για να εισέλθουν οι χώρες στην πρώτη φάση της ΟΝΕ, το δημόσιο χρέος της Ελλάδος αντιστοιχεί στο 105,2% του ΑΕΠ. Η σταθεροποίηση και μείωση του χρέους το διάστημα 1993-2000 οφείλεται στο ότι η χώρα μας παρουσιάζει συνεχιζόμενα πρωτογενή πλεονάσματα, γεγονός πολύ σπάνιο για τα μέχρι τότε δημοσιονομικά στοιχεία της χώρας!

Στην πιο πρόσφατη περίοδο από το 2000 έως και το 2008, η Ελλάδα επιτυγχάνει υψηλούς ρυθμούς πραγματικής ανάπτυξης, οι οποίοι όμως, όπως αναφέρει η έκθεση της Ευρωπαϊκής

¹⁰ Από το 1990 και μετά το δημόσιο χρέος υπολογίζεται με τον ορισμό που υιοθετήθηκε στη Συνθήκη του Μάαστριχτ.

Επιτροπής (2010), βασίζονταν σε μη διατηρήσιμους παράγοντες, αφού προέρχονταν κυρίως από την αύξηση της εγχώριας ζήτησης ιδίως για κατανάλωση και επενδύσεις σε κατοικίες. Ήδη όμως, από το 2007 και μετά η χώρα μας περνά σε περίοδο ύφεσης αφού εμφανίζεται υψηλή ανεργία, οι επενδύσεις μειώνονται ενώ το δημόσιο χρέος αυξάνεται συνεχώς. Όλο αυτό το χρονικό διάστημα, δεν λαμβάνεται κανένα μέτρο για τον περιορισμό της δημοσιονομικής πολιτικής, τα δημόσια έσοδα δεν επαρκούν για να καλύψουν τις δημόσιες δαπάνες, οι οποίες παρουσιάζουν συνεχείς αυξήσεις, με αποτέλεσμα να εμφανίζονται ελλείμματα στον κρατικό προϋπολογισμό υψηλότερα κατά πολύ των τιμών αναφοράς της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Όμως η θέσπιση του ευρώ ως εθνικού νομίσματος, διευκολύνει το δανεισμό και τον καθιστά φθηνότερο με αποτέλεσμα τα εμφανιζόμενα ελλείμματα να καλύπτονται μέσω αυτού.



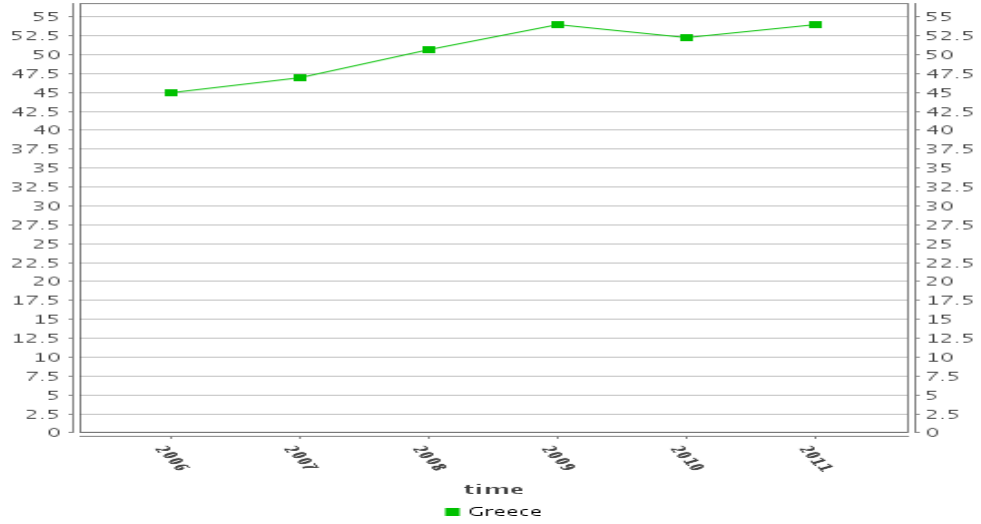
Διάγραμμα 4.2

Δημόσιο Χρέος Ελλάδος 2005-2009

Πηγή: IMF

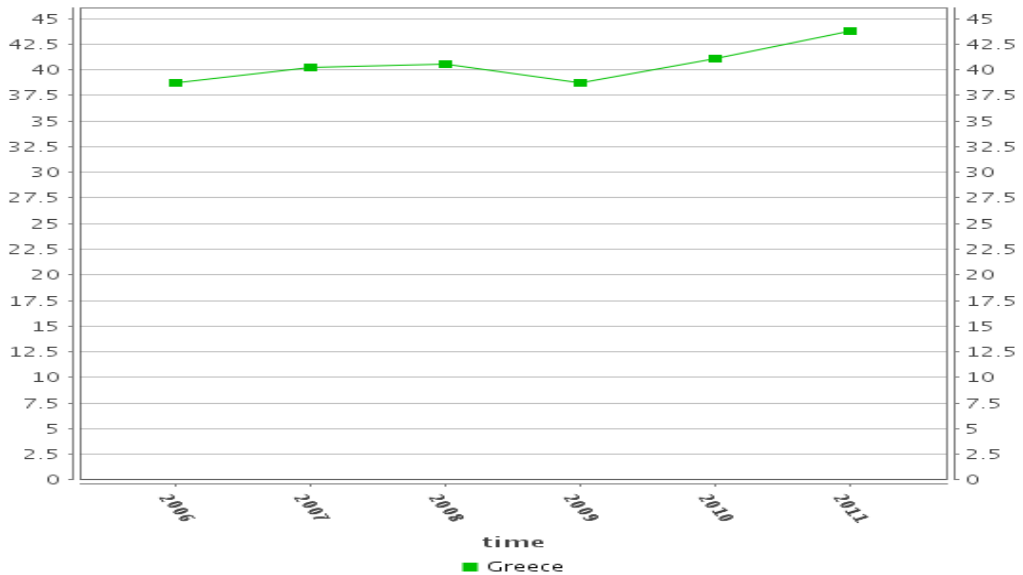
Στο Διάγραμμα 4.2 παρατηρούμε ότι από το 2008 και μετά το χρέος αυξάνεται δυσανάλογα σε σχέση με το ΑΕΠ αφού το 2008 φθάνει στο 108,8% του ΑΕΠ, και τον αμέσως επόμενο χρόνο εκτινάσσεται στο 126,2% του ΑΕΠ. Σε αυτή την υπέρογκη αύξηση του χρέους συνέβαλε και η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, που ανέδειξε αμέσως το πόσο ευάλωτη είναι η οικονομία μας σε εξωτερικές αιφνίδιες διαταραχές.

Total general government expenditure
% of GDP
General government



Διάγραμμα 4.3
 Κρατικές δαπάνες την περίοδο 2006-2011

Total general government revenue
% of GDP
General government



Διάγραμμα 4.4
 Κρατικά έσοδα την περίοδο 2006-2011

Τα Διαγράμματα 4.3 και 4.4 που εμφανίζονται παραπάνω αποτυπώνουν το πώς διαμορφώθηκαν οι δαπάνες και τα έσοδα της Γενικής Κυβέρνησης ως ποσοστά του ΑΕΠ για την περίοδο 2006-2011. Είναι φανερό ότι στο διάστημα αυτό, οι δαπάνες υπερβαίνουν τα έσοδα και μάλιστα το 2009 που τα έσοδα παρουσιάζουν κάμψη, οι δαπάνες συνεχίζουν να αυξάνονται. Σημαντικό είναι το γεγονός ότι ο ρυθμός αύξησης των δαπανών υπερβαίνει τον ρυθμό αύξησης των εσόδων. Το 2010, οι δαπάνες φαίνεται να περιορίζονται, ενώ τα έσοδα παρουσιάζουν αύξηση. Το 2011 έσοδα και δαπάνες αυξάνονται, με μόνη διαφορά ότι εδώ ο ρυθμός αύξησης των εσόδων υπερβαίνει τον ρυθμό αύξησης των δαπανών.

Άξιο αναφοράς είναι το γεγονός ότι από το 1999 και έπειτα το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδας παρουσιάζει συνεχή και υψηλά ελλείμματα, με αποτέλεσμα το εξωτερικό χρέος της χώρας να εμφανίζεται ως μη βιώσιμο. Οι λόγοι που οδήγησαν στο να καταστεί μη βιώσιμο το εξωτερικό χρέος της Ελλάδας είναι ότι η χρηματοοικονομική απελευθέρωση τη δεκαετία του 1990 και η υιοθέτηση του ευρώ ως εθνικού νομίσματος έχουν ως αποτέλεσμα, τη σημαντική πιστωτική επέκταση και τη μείωση του ρυθμού αποταμίευσης, με αποτέλεσμα την αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (Μπρισίμης *et. al.*, 2010). Επίσης, σύμφωνα με την Έκθεση της Νομισματικής Πολιτικής της Τράπεζας της Ελλάδος το 2010 η χαμηλή αποταμίευση δεν επιτρέπει στο Δημόσιο τον εσωτερικό δανεισμό με αποτέλεσμα το εξωτερικό χρέος να αυξάνεται συνεχώς. Πιο συγκεκριμένα, τα υψηλά ελλείμματα που εμφανίζονται στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών υποδηλώνουν την έλλειψη ανταγωνιστικότητας που παρουσιάζει η Ελληνική οικονομία σε σχέση με τις άλλες χώρες, γεγονός το οποίο επιβεβαιώνεται αφού οι εισαγωγές υπερβαίνουν κατά πολύ τις εξαγωγές.

Στις αγορές πλέον ήταν σαφές ότι η χώρα μας εκτός από υπερβολικό έλλειμμα, πρόβλημα που παρουσίαζαν σχεδόν όλες οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης λόγω της κρίσης, αντιμετώπιζε και ένα δημόσιο χρέος, του οποίου η δυναμική έδειχνε ότι θα αυξανόταν χωρίς όρια. Εδώ αξίζει να αναφερθεί ότι το 2008 η Eurostat μέσω της Έκθεσης της, αμφισβητεί ευθέως την αξιοπιστία και τη γνησιότητα των οικονομικών στοιχείων που παρέθετε επί χρόνια η Ελλάδα, με αποτέλεσμα οι αναθεωρήσεις που γίνονται στα οικονομικά στοιχεία της χώρας μας να αποτυπώνουν περαιτέρω χειροτέρευση των ήδη υπαρχόντων προβλημάτων. Συνέπεια των παραπάνω αρνητικών αποτελεσμάτων είναι το 2009 η Ελλάδα να ανακοινώνει ότι το δημόσιο χρέος αγγίζει το 126,2 % του ΑΕΠ και το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης να ανέρχεται στο 12,5 % του ΑΕΠ. Έτσι στα μέσα του 2010 η Ελληνική κυβέρνηση

προσφεύγει στον Μηχανισμό Στήριξης καταθέτοντας αίτημα για χρηματοδοτική στήριξη, μην έχοντας πλέον πρόσβαση στις αγορές.

Η Ελλάδα μετά τη Συμφωνία Στήριξης από το 2010 έως και το 2014 έχει λάβει συνολικά 220,17 δισεκατομμύρια ευρώ, τον Μάρτιο του 2012 πραγματοποιείται η μεγαλύτερη αναδιάρθρωση χρέους παγκοσμίως και διαγράφεται χρέος ύψους 106 δισεκατομμυρίων ευρώ, το λεγόμενο PSI (Private Sector Involvement). Οι παραπάνω ενέργειες πραγματοποιήθηκαν, με αντάλλαγμα να ικανοποιηθούν οι όροι του Μνημονίου που έχουν στόχο να διορθώσουν τις δημοσιονομικές και εξωτερικές ανισορροπίες, να βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητα της Ελληνικής οικονομίας και να διασφαλίσουν τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα (Βασιλειάδης *et. al.*, 2010). Με την υιοθέτηση των μέτρων λιτότητας που περιείχαν τα Μνημόνια η Ελλάδα παρουσιάζει μέχρι και το 2012 σημαντική μείωση του κρατικού ελλείμματος ως ποσοστού του ΑΕΠ . Το ίδιο έτος το ύψος του χρέους εκφρασμένο σε χρηματικές μονάδες μειώνεται λόγω του PSI, αλλά το διάστημα 2009-2012 το ΑΕΠ σημειώνει σημαντική πτώση και τέλος όπως καταγράφεται και στον παρακάτω πίνακα το ποσοστό του χρέους στο ΑΕΠ διαμορφώνεται στο 156,9%. Το αμέσως επόμενο έτος, και το δημόσιο χρέος και το δημόσιο έλλειμμα διαμορφώνονται στο 174,9% και 12,2% του ΑΕΠ αντίστοιχα. Στον πίνακα που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα στοιχεία που αναφέρθηκαν προηγουμένως για την περίοδο 2009-2013.

Πίνακας 4.1

Οικονομικά Μεγέθη Ελληνικής Οικονομίας για τα έτη 2009-2013

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ						
1.	Βασικά Μεγέθη	2009	2010	2011	2012	2013
	Όνομαστικό ΑΕΠ (σε εκατ.€)	237.431	226.210	207.752	194.204	182.438
	Ποσοστό μεταβολής πραγματικού ΑΕΠ	-4,4%	-5,4%	-8,9%	-6,6%	-3,9%
	Εναρμονισμένος ΔΤΚ	1,3%	4,7%	3,1%	1,0%	-0,9%
	Ποσοστό ανεργίας	9,6%	12,7%	17,9%	24,5%	27,5%
2.	Δημόσια Οικονομικά	2009	2010	2011	2012	2013
	Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (σε εκατ.€)	301.002	330.291	355.954	304.691	319.133
	Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (% επί του ΑΕΠ)	126,8%	146,0%	171,3%	156,9%	174,9%
	Έλλειμμα Γενικής Κυβέρνησης (% επί του ΑΕΠ)	-15,2%	-11,1%	-10,1%	-8,6%	-12,2%
ΕΥΡΩΖΩΝΗ						
		2009	2010	2011	2012	2013
	Ποσοστό Μεταβολής πραγματικού ΑΕΠ	-4,5%	2,0%	1,6%	-0,7%	-0,5%
	Εναρμονισμένος ΔΤΚ	0,3%	1,6%	2,7%	2,5%	1,3%
	Ποσοστό ανεργίας	9,5%	10,1%	10,1%	11,3%	12,0%

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Πίνακα 4.1 του Οργανισμού Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους που περιέχονται στο Δελτίο του Δημόσιου Χρέους στις 31/12/2014 το ύψος του δημόσιου χρέους ανήλθε στα 324,1 δισεκατ. ευρώ. Για το ίδιο έτος, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ ανήλθε στο 177,1% και του ελλείμματος στο 3,5%. Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφερθεί ότι το Δημόσιο Χρέος της Κεντρικής Διοίκησης στις 30.4.2015 διαμορφώθηκε στα 312,6 δισεκατ. ευρώ. Πιο συγκεκριμένα, το 44% του δημόσιου χρέους της χώρας μας κατέχει το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ), 16,5% κατέχουν οι χώρες της Ευρωζώνης και ειδικότερα τη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ιταλία και την Ισπανία να κατέχουν το μεγαλύτερο μέρος. Το 8% του χρέους κατέχει η ΕΚΤ, 7,8% το ΔΝΤ, 12% του Ελληνικού δημόσιου χρέους κατέχουν ιδιώτες, 3,3% κατέχουν οι ελληνικές τράπεζες και το υπόλοιπο ποσοστό κατέχεται από άλλους ξένους δανειστές. Κλείνοντας, με την νέα συμφωνία που έκλεισε η ελληνική κυβέρνηση τον Αύγουστο του 2015 το δημόσιο χρέος θα ανέλθει στα 360 δισεκατ. ευρώ ή και με βάση τα στοιχεία του ΔΝΤ η σχέση χρέους προς ΑΕΠ θα φτάσει το 200%.

4.3 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΓΙΑ ΤΟ ΧΡΕΟΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Στην πιο πρόσφατη έρευνα που διενεργήθηκε για τη βιωσιμότητα του Ελληνικού δημόσιου χρέους από το ΔΝΤ, η οποία δημοσιεύθηκε στις αρχές Ιουλίου του 2015, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι το υπάρχον δημόσιο χρέος της χώρας μας είναι μη βιώσιμο. Αυτό συμβαίνει για δύο λόγους, πρώτον διότι το χρέος βρίσκεται σε πολύ υψηλά επίπεδα σε σχέση με το μέγεθος του ΑΕΠ και δεύτερον, γιατί οι χρηματοοικονομικές ανάγκες της Ελλάδος είναι τέτοιες, που καθιστούν τη δυναμική του χρέους μη βιώσιμη. Ολοκληρώνοντας την Έκθεση του το ΔΝΤ, αναφέρει ότι για να καταστεί βιώσιμο το Ελληνικό δημόσιο χρέος, αφενός οι Ελληνικές κυβερνήσεις οφείλουν να εφαρμόζουν πιστά τις μεταρρυθμίσεις που οι «Θεσμοί» προτείνουν, και αφετέρου, τα δάνεια που χορήγησε η Ευρωζώνη να αποπληρωθούν σε ένα χρονικό διάστημα σημαντικά διευρυμένο σε σχέση το συμφωνηθέν. Σε διαφορετική περίπτωση και εφ' όσον η Ελλάδα πετύχει πρωτογενές πλεόνασμα χαμηλότερο του στόχου και παράλληλα δεν εφαρμόζει τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις, η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους θα είναι αναπόφευκτη.

Άλλη μια έρευνα σχετικά με την βιωσιμότητα του Ελληνικού δημόσιου χρέους, που

πραγματοποιήθηκε από το Κέντρο Ευρωπαϊκής Οικονομικής Έρευνας (Center of European Economic Research) το 2011, αναφέρει ότι για την περίοδο 1989-2008 η Ελλάδα παρουσίαζε μη βιώσιμη δημοσιονομική πολιτική. Πιο συγκεκριμένα, οι οικονομετρικοί έλεγχοι που διενεργήθηκαν για τις μεταβλητές δημόσιο χρέος, πρωτογενές δημοσιονομικό ισοζύγιο και κρατικά έσοδα, και κρατικές δαπάνες για την αναφερόμενη περίοδο, έδειξαν ότι καμιά μεταβλητή δεν είναι στάσιμη και επίσης δεν υπήρξε καμία ένδειξη συνολοκλήρωσης μεταξύ του δημόσιου χρέους και του πρωτογενούς δημοσιονομικού ισοζυγίου και μεταξύ κρατικών εσόδων και κρατικών δαπανών.

4.4 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Για την ανάλυση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους της Ελλάδας θα χρησιμοποιηθεί ο έλεγχος που προτάθηκε από τους Hakkio and Rush (1991). Ο έλεγχος αυτός περιέχει τις μεταβλητές των κρατικών δαπανών και των κρατικών εσόδων και εκφράζεται με την ακόλουθη σχέση: $R_t = \alpha + \beta G_t + \varepsilon_t$, όπου R_t και G_t τα κρατικά έσοδα και οι κρατικές δαπάνες αντίστοιχα. Οι Hakkio και Rush δίνουν έμφαση στην ύπαρξη συνολοκλήρωσης μεταξύ των R_t και G_t , αλλά και στον συντελεστή β . Πιο συγκεκριμένα, για να είναι βιώσιμο το δημόσιο χρέος, αναγκαία συνθήκη για τους ερευνητές είναι τα κρατικά έσοδα (R_t) και οι κρατικές δαπάνες (G_t) να συνολοκληρώνονται και ο συντελεστής β να είναι 1. Εάν $\beta < 1$ τότε οι κρατικές δαπάνες αυξάνονται με γρηγορότερο ρυθμό σε σχέση με τα κρατικά έσοδα και ίσως το χρέος να μην είναι βιώσιμο. Τέλος, αν R_t και G_t δεν συνολοκληρώνονται τότε το δημόσιο χρέος δεν είναι βιώσιμο.

Η ανάλυση θα πραγματοποιηθεί με το στατιστικό πρόγραμμα Stata, τα δεδομένα προέρχονται από τη βάση δεδομένων του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) για την περίοδο 1980-2014 συμπεριλαμβάνοντας και τις εκτιμήσεις για το 2015, με έτος βάσης το 1986. Τα ποσά είναι εκφρασμένα σε εκατομμύρια ευρώ. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, δεν χρησιμοποιήθηκαν λογάριθμοι στις μεταβλητές γιατί ύστερα από έλεγχο διαπιστώθηκε ότι η χρήση τους δεν βελτιώνει την προσέγγιση του δείγματος προς την κανονική κατανομή. Ο αριθμός των υστερήσεων (lags) που επιλέγουμε, καθορίζεται από το στατιστικό πακέτο Stata.

Τέλος, η ανάλυση πραγματοποιείται σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Αρχικά θα ελέγξουμε τις μεταβλητές R_t και G_t αν είναι στάσιμες ή όχι. Για τον έλεγχο αυτό, θα χρησιμοποιηθεί ο επαυξημένος έλεγχος Dickey Fuller (ADF). Η υπόθεση μηδέν (H_0) είναι η μη στασιμότητα της μεταβλητής, δηλαδή η ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας ($I(1)$), ενώ η εναλλακτική υπόθεση (H_1) είναι ότι η μεταβλητή είναι στάσιμη ($I(0)$). Τα αποτελέσματα του ελέγχου παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 4.2

Augmented Dickey-Fuller test for unit root

Variable: ggr

Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
-1.164	-3.696	-2.978	-2.620

Επειδή η τιμή του στατιστικού κριτηρίου είναι μεγαλύτερη της κριτικής τιμής σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, αποδεχόμαστε την μηδενική υπόθεση, ότι δηλαδή τα κρατικά έσοδα (GGR) είναι μη στάσιμα.

Την ίδια διαδικασία ακολουθούμε και για την μεταβλητή κρατικές δαπάνες (GGE).

Πίνακας 4.3

Augmented Dickey-Fuller test for unit root

Variable: gge

Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
-1.550	-3.696	-2.978	-2.620

Επειδή η τιμή του στατιστικού κριτηρίου είναι μεγαλύτερη της κριτικής τιμής σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, αποδεχόμαστε την υπόθεση μηδέν, ότι δηλαδή οι κρατικές δαπάνες (GGR) είναι μη στάσιμες.

Εν συνεχεία, αφού και οι δύο μεταβλητές είναι μη στάσιμες, δημιουργούμε τις πρώτες διαφορές τους (με $D1ggr$ συμβολίζονται οι πρώτες διαφορές των κρατικών εσόδων και $D1gge$ οι πρώτες διαφορές των κρατικών δαπανών) και ελέγχουμε αν αυτές είναι στάσιμες. Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα αποτελέσματα.

Πίνακας 4.4

Augmented Dickey-Fuller test for unit root

Variable: D1ggr

Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
-2.335	-3.696	-2.978	-2.620

Η τιμή του στατιστικού κριτηρίου είναι μεγαλύτερη από την κριτική τιμή σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, συνεπώς πάλι αποδεχόμαστε την υπόθεση μηδέν και την ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας. Πραγματοποιώντας τον ίδιο έλεγχο και για τις πρώτες διαφορές των κρατικών δαπανών (D1gge), επίσης αποδεχόμαστε την H_0 .

Πίνακας 4.5

Augmented Dickey-Fuller test for unit root

Variable: D1gge

Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
-2.024	-3.696	-2.978	-2.620

Αξίζει να σημειωθεί, ότι κατά την εφαρμογή του ελέγχου ADF στις μεταβλητές D1ggr, D2gge, αν στην παλινδρόμηση περιέχεται και η τάση (trend), τότε και πάλι οι μεταβλητές αυτές σε επίπεδο σημαντικότητας 5% είναι μη στάσιμες. Αντίθετα, αν στην παλινδρόμηση δεν περιέχεται ούτε η τάση (trend), ούτε ο σταθερός όρος (constant), τότε οι μεταβλητές αυτές σε επίπεδο σημαντικότητας 10% είναι στάσιμες.

Δημιουργούμε και τις δεύτερες διαφορές των κρατικών εσόδων και των κρατικών δαπανών, D2ggr και D2gge αντίστοιχα, και διενεργούμε τον επαυξημένο έλεγχο των Dickey και Fuller, όπου και επιβεβαιώνεται η στασιμότητα των μεταβλητών D2ggr και D2gge σε επίπεδο σημαντικότητας 5% για όλες τις περιπτώσεις. Για χώρες όπως η Ελλάδα, όπου τα μακροοικονομικά τους μεγέθη παρουσιάζουν απότομες μεταβολές είναι πιθανό οι μεταβλητές να μην είναι στάσιμες στις πρώτες διαφορές του. Αυτό επιβεβαιώνεται και από το γεγονός ότι αν μια σειρά είναι στάσιμη στις πρώτες ή στις δεύτερες διαφορές της εξαρτάται από την τάση, η οποία στην προκειμένη περίπτωση είναι έντονη.

Πίνακας 4.6

Augmented Dickey-Fuller test for unit root

Variable: D2ggr

Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
-4.904	-3.702	-2.980	-2.622

Πίνακας 4.7

Augmented Dickey-Fuller test for unit root

Variable: D2gge

Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
-3.920	-3.702	-2.980	-2.622

Για να αποδειχθεί η μακροχρόνια σχέση των κρατικών εσόδων και των κρατικών δαπανών, θα πρέπει διενεργηθεί έλεγχος συνολοκλήρωσης. Πρώτα θα γίνει ο έλεγχος συνολοκλήρωσης που πρότειναν οι Engle και Granger (1987), σύμφωνα με τον οποίο για να υπάρχει συνολοκλήρωση μεταξύ δύο μεταβλητών θα πρέπει τα κατάλοιπα (e) που προκύπτουν από τη μέθοδο των ελάχιστων τετραγώνων να είναι στάσιμα. Από τον έλεγχο για τη στασιμότητα των καταλοίπων παίρνουμε το εξής:

Πίνακας 4.8

Augmented Dickey-Fuller test for unit root

Variable: e

Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
-2.818	-3.702	-2.980	-2.622

Σε επίπεδο σημαντικότητας 5% δεν απορρίπτεται η ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας στα κατάλοιπα, όμως σε επίπεδο σημαντικότητας 10% αυτή απορρίπτεται. Αν στην παλινδρόμηση συμπεριληφθεί και η τάση, τότε τα κατάλοιπα για κάθε επίπεδο σημαντικότητας είναι μη

στάσιμα. Αν όμως στην παλινδρόμηση δεν συμπεριληφθεί ούτε ο σταθερός όρος, ούτε η τάση, τότε τα κατάλοιπα για κάθε επίπεδο σημαντικότητας είναι στάσιμα. Με βάση τα παραπάνω δεδομένα, δεν μπορούμε με βεβαιότητα να αποφανθούμε για τη στασιμότητα των καταλοίπων, συνεπώς θα πραγματοποιηθεί και ο έλεγχος συνολοκλήρωσης του Johansen (1991), τα αποτελέσματα του οποίου παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 4.9

Johansen tests for cointegration

Maximum rank	Eigenvalue	Trace statistic	5% critical value
0	.	17.9764	15.41
1	0.41180	0.4636	3.76
2	0.01395		

Από τον παραπάνω πίνακα επιβεβαιώνεται η ύπαρξη συνολοκλήρωσης μεταξύ των κρατικών εσόδων και των κρατικών δαπανών, καθώς για maximum rank=0 η τιμή του trace statistic είναι μεγαλύτερη της κριτικής τιμής του 5%, έτσι απορρίπτεται η υπόθεση μηδέν, ότι δηλαδή δεν υπάρχει συνολοκλήρωση μεταξύ των μεταβλητών *ggr* και *gge*. Για maximum rank=1, το trace statistic είναι μικρότερο από την κριτική τιμή του 5%, συνεπώς δεν απορρίπτεται η υπόθεση μηδέν, ότι δηλαδή υπάρχει ένα διάνυσμα συνολοκλήρωσης.

Επόμενο βήμα είναι εκτίμηση του υποδείγματος διόρθωσης σφάλματος (ECM). Το υπόδειγμα διόρθωσης σφάλματος αυτόματα μετατρέπει τις μεταβλητές στις πρώτες διαφορές τους. Αρχικά η εξαρτημένη μεταβλητή θα είναι το $D1ggr$. Παρατηρούμε ότι η μακροχρόνια σχέση μεταξύ των μεταβλητών *ggr* και *gge* δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$ggr = 2662.34 - 0.8826gge \quad (4.3.1)$$

Επιπλέον, από τον πίνακα του υποδείγματος διόρθωσης σφάλματος καταλήγουμε στα εξής χρήσιμα συμπεράσματα: πρώτον δεν υπάρχει μακροχρόνια αιτιότητα από τις κρατικές δαπάνες προς τα κρατικά έσοδα, αφού ο όρος διόρθωσης σφάλματος (error correction term - 1) στατιστικά είναι μη σημαντικός και δεύτερον ούτε βραχυχρόνια αιτιότητα υπάρχει από τις κρατικές δαπάνες προς τα κρατικά έσοδα, καθώς καμία από τις χρονικές υστερήσεις των

κρατικών δαπανών δεν είναι στατιστικά σημαντική. Αντίθετα, όταν πραγματοποιείται η εκτίμηση του υποδείγματος διόρθωσης σφάλματος με εξαρτημένη μεταβλητή το $D1gge$, ο όρος διόρθωσης σφάλματος (error correction term -1) έχει συντελεστή $-0,6387$ και στατιστικά είναι σημαντικός, γεγονός που επιβεβαιώνει την ύπαρξη μακροχρόνιας αιτιότητας από τα κρατικά έσοδα προς τις κρατικές δαπάνες. Βραχυχρόνια αιτιότητα από τα κρατικά έσοδα προς τις κρατικές δαπάνες δεν υφίσταται. Να σημειωθεί, ότι και για τα δύο υποδείγματα διόρθωσης σφάλματος πραγματοποιήθηκαν έλεγχοι στα κατάλοιπα για τυχόν ύπαρξη αυτοσυσχέτισης, αλλά και για το αν ακολουθούν την κανονική κατανομή ή όχι. Και στις δυο περιπτώσεις, τα κατάλοιπα δεν εμφάνισαν αυτοσυσχέτιση και έτσι μπορούμε να αποδεχτούμε τα αποτελέσματα των υποδειγμάτων αυτών. Επιπρόσθετα, τα κατάλοιπα των υποδειγμάτων δεν ακολουθούν την κανονική κατανομή με αποτέλεσμα οι παράμετροι των εκτιμήσεων να είναι συνεπείς, αλλά όχι και αποτελεσματικοί. Τέλος, και στα δυο υποδείγματα τα κατάλοιπα παρουσίασαν σημαντικά στοιχεία κύρτωσης και ασυμμετρίας.

Για να πραγματοποιηθεί ο έλεγχος βιωσιμότητας που πρότειναν οι Hakkio και Rush μένει να ελεγχθεί ο συντελεστής β της σχέσης (4.3.1). Αν $\beta=1$, τότε το δημοσιονομικό έλλειμμα είναι βιώσιμο και άρα και το δημόσιο χρέος, διαφορετικά αν $\beta<1$ τότε το δημόσιο χρέος ίσως να μην είναι βιώσιμο. Από τον έλεγχο που διενεργήθηκε με υπόθεση μηδέν ότι $\beta=1$ και εναλλακτική ότι $\beta<1$, προκύπτει ότι το t-statistic του β είναι -88.83 , ενώ η τιμή της κατανομής t (student) με 34 βαθμούς ελευθερίας ($n-k-1$) σε επίπεδο σημαντικότητας 5% είναι 1,69. Επειδή, το $t(\beta)$ είναι μικρότερο του $-t_{34,0,05}$, απορρίπτεται η υπόθεση μηδέν ότι $\beta=1$, συνεπώς ο συντελεστής β είναι μικρότερος του 1. Άρα κατά τους Hakkio και Rush, το δημοσιονομικό έλλειμμα μπορεί να μην είναι βιώσιμο και άρα και το δημόσιο χρέος. Διενεργώντας, ακόμα έναν έλεγχο για τον συντελεστή β της σχέσης (4.3.1) με υπόθεση μηδέν ότι $\beta=0$ και εναλλακτική ότι $\beta>0$, προκύπτει ότι το t-statistic του β είναι $-41,66$ όταν το $t_{34,0,05}$ είναι 1,69. Επειδή, $t(\beta) \leq t_{34,0,05}$, δεν απορρίπτεται η υπόθεση μηδέν ότι δηλαδή $\beta=0$. Σύμφωνα, με τον Quintos (1995) ανεξάρτητα από το αν υπάρχει συνολοκλήρωση ή όχι μεταξύ των μεταβλητών ggr και gge , αν ο συντελεστής β είναι ίσος με το μηδέν, τότε τα δημόσιο χρέος είναι μη βιώσιμο, συνεπώς το δημόσιο χρέος της Ελλάδος είναι μη βιώσιμο.

4.5 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Στο τελευταίο κεφάλαιο της διπλωματικής εργασίας αρχικά παρουσιάστηκε η πορεία του δημόσιου χρέους της Ελλάδος από το 1974 μέχρι σήμερα. Ιδιαίτερη έμφαση δόθηκε στις περιόδους όπου το χρέος παρουσίαζε ραγδαίες αυξήσεις, αλλά και στους λόγους που συνετέλεσαν σε αυτές τις αυξήσεις. Γίνεται αναφορά στο εξωτερικό χρέος της Ελλάδος, το οποίο από 1999 και μετά εμφανίζει συνεχή και υψηλά ελλείμματα με αποτέλεσμα να καταστεί μη βιώσιμο. Στη συνέχεια, αναφέρθηκε η κρίση χρέους που αντιμετωπίζει η χώρα μας από το 2009 μέχρι σήμερα και η προσπάθεια εξυγίανσης των δημοσιονομικών της, με την εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που περιέχονται στα Μνημόνια που έχουν συμφωνηθεί.

Στη συνέχεια, γίνεται ανασκόπηση ερευνών που πραγματεύονται τον έλεγχο της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους της Ελλάδος, με την πιο πρόσφατη από αυτές να περιλαμβάνει τον έλεγχο που πραγματοποιήθηκε από το ΔΝΤ, το οποίο καταλήγει στο συμπέρασμα ότι το υπάρχον δημόσιο χρέος της χώρας μας είναι μη βιώσιμο.

Το κεφάλαιο αυτό ολοκληρώνεται με την εμπειρική μελέτη σχετικά με τον έλεγχο της βιωσιμότητας του Ελληνικού δημόσιου χρέους. Με τη χρήση του στατιστικού πακέτου Stata διενεργείται έλεγχος για τη βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους με βάση στην εξίσωση του εισοδηματικού περιορισμού και του ελέγχου των Hakkio and Rush (1991). Τα στοιχεία που προκύπτουν από τον έλεγχο, οδηγούν στο συμπέρασμα ότι το δημόσιο χρέος της Ελλάδας μπορεί να μην είναι βιώσιμο. Για την επιβεβαίωση του αποτελέσματος αυτού, διεξάγεται και ο έλεγχος του Quintos (1995), ο οποίος βασίζεται στη μέθοδο ελέγχου που ανέπτυξαν οι Hakkio και Rush. Τα αποτελέσματα και αυτού του ελέγχου επιβεβαιώνουν το γεγονός ότι το δημόσιο χρέος της Ελλάδας δεν είναι βιώσιμο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

Βαβούρας, Σ. Ι. (1993). Δημόσιο Χρέος: Θεωρία και Ελληνική Εμπειρία, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.

Βάμβουκας, Α. Γ. (2005). Ελληνική Οικονομία, Πολιτική για την Ανάπτυξη και την εξυγίανση των Δημόσιων Οικονομικών, Εκδόσεις Σμπίλιας Α.Ε.Β.Ε., Αθήνα.

Βασιλειάδης, Μ., Ζόνζηλος, Ν., Καραβίτης, Ν., Πολίτης, Τ., Στουρνάρας, Γ., Τσακανίκας, Α. και Χατζηχρήστου Σ., (2010). Το Μνημόνιο Οικονομικής και Χρηματοπιστωτικής Πολιτικής & οι Προοπτικές της Ελληνικής Οικονομίας, Πρακτικά Εκδήλωσης IOBE, Αθήνα.

Γκαργκάνας, Ν., Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 12 (1998), Τράπεζα της Ελλάδος 8-9.

Λαζαρέτου, Σ., Μπρισίμης, Σ., Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 17 (2001), Τράπεζα της Ελλάδος 8, 10-13.

Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 36 (2012), Τράπεζα της Ελλάδος 24-28.

Προβόπουλος, Α. Γ., (2013). Έκθεση του Διοικητή για το Έτος 2012, Τράπεζα της Ελλάδος.

Προβόπουλος, Α. Γ., (2014). Έκθεση του Διοικητή για το Έτος 2013, Τράπεζα της Ελλάδος.

Τσουλφίδης, Λ., (2013). Οικονομική Ιστορία Της Ελλάδας, Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.

Ξένα

Afonso, A. (2000), Fiscal Policy Sustainability: some unpleasant European Evidence, Department of Economics, Instituto Superior de Economia e Gestão.

Berti, K., de Castro, F., Salto, M., (2013), Effects Of Fiscal Consolidation Envisaged In The 2013 Stability and Convergence Programmes on Public Debt Dynamics In EU Member States, European Commission Economic Paper 504.

Bi, H. and Leeper, E. M. (2013), Analyzing Fiscal Sustainability, Bank of Canada Working Paper.

Blanchard, O. (1984), Current and Anticipated Deficits, Interest Rates and Economic Activity, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA 02139, USA.

Blanchard, O., Chouraqui, J., Hagemann R. P. and Sartor, N. (1990), The Sustainability Of Fiscal Policy: New Answers To An Old Question, OECD Economic Studies No. 15.

Bohn, H. (1998), The Behavior of U.S. Public Debt And Deficits, The Quarterly Journal of Economics.

Brissimis, S., Hondroyannis, G., Papazoglou, C., Tsaveas N. and Vasardani, M. (2010), Current Account Determinants and External Sustainability in Periods of Structural Change, European Central Bank, Working Paper No. 1243.

Camarero, M., Carrion-i-Silvestre, J. and Tamarit, C. (2013), The relationship between debt level and fiscal sustainability in OECD countries, Research Institute of Applied Economics and Regional Quantitative Analysis Research Group.

Cline, R. W., (2014), Sustainability of Public Debt in the United States and Japan, Policy Brief Peterson Institute for International Economics.

Cline, R. W., (2011), Sustainability of Greek Public Debt, Policy Brief Peterson Institute for International Economics.

Corsetti, G. and Roubini, N., (1991), Fiscal Deficits Public Debt and Government Solvency: Evidence from OECD countries, NBER Working Paper, No.3658.

Cosio-Pascal, E., Public Debt assessing risk and sustainability, United Nations Institute for Training and Research.

De Grauwe, P. (2012). Fiscal Policies In Monetary Unions, Oxford University Press

Drelichman, M. and Voth H. (2008), Debt Sustainability in Historical Perspective: the role of Fiscal Regression, 657-667, Journal of The European Economic Association.

European Commission (2014) “Assessing Public Debt Sustainability in EU Member States: A Guide”, Occasional Papers 200.

Feld, L. and Kirchgässner, G. (2000), Direct Democracy, Political culture, and the outcome of economic policy: a report on the Swiss experience, European Journal of Political Economy.

Ghatak, S. and Sanchez-Fung, J. (2006), “Is Fiscal Policy Sustainable in Developing Economies?”, Government Institute for Economic Research, Helsinki (2006).

Intosai Professional Standards Committee, (2010), Debt Indicators, Intosai Professional Standards Committee.

Krejdl, A. (2006), Fiscal Sustainability-Definition, Indicators and Assessment of Czech Public Finance Sustainability, Czech National Bank, working paper series 3 (2006).

Larch, M. and Turrini, A. (2009), The cyclically-adjusted budget balance in EU fiscal policy making: A love at first sight turned into a mature relationship, European Commission.

Neck, R. and Sturm, J. (2008), Sustainability of Public Debt, The MIT Press Cambridge, Massachusetts London, England.

Roman, M., Roman, M. and Talvan, M., (2011), Sovereign Default Risk and Sustainable Fiscal Policy, International Conference on Financial Management and Economics.

Roubini, N., (2001), Debt Sustainability: How to Assess whether a Country is Insolvent, Stern School of Business, New York University.

Van Aarle, B. and Kappler, M. (2011), Fiscal Adjustment in Greece: In Search for Sustainable Public Finances, Centre for European Economic Research.

Van Ewijk, C., Lukkezen, J. and Rojas-Romagosa H. (2013), Early-warning indicators for debt sustainability, CPB Policy Brief.

Van Rijckeghem, C., Weder, W. (2008), Political institutions and debt crises, Springer Science + Business Media LLC 2008.

Διαδικτυακοί Τόποι

<https://alogskoufis.wordpress.com/>

<http://www.bankofgreece.gr/Pages/default.aspx>

<http://www.elzoni.gr/html/ent/059/ent.36059.asp>

<http://www.eurocapital.gr/index.php/permalink/33267.html>

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_el.htm

<http://www.kathimerini.gr/236892/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/to-xroniko-diogkwshtoy-dhmosioy-xreoy-s-1980-2005>

http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook-volume-2015-issue-1_eco_outlook-v2015-1-en

<http://www.pdma.gr/index.php/el/>

