

*Επιμέλεια Εργασίας : Δήμητρα Δανάσκου*

*ΑΜ : 3033201402006*

*Επιβλέπων Καθηγητής : δρ. Πύρρος Παπαδημητρίου*

*Υπεύθυνος καθοδήγησης : δρ. Γεώργιος Μαρής*

*Τίτλος Διπλωματικής Εργασίας:*

**«Ο ρόλος του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) ως πρόγραμμα χρηματοδοτικής έκτακτης ανάγκης προς Ιρλανδία, Πορτογαλία και Ελλάδα».**



## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η ευρωζώνη από το 2010 αντιμετωπίζει μια μεγάλης κλίμακας κρίση. Στο πλαίσιο αντιμετώπισης της κρίσης αυτής και διαφύλαξης της σταθερότητας της ευρωζώνης τον Ιούνιο του 2010 δημιουργήθηκε από τα κράτη μέλη της ευρωζώνης το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) ως ένας προσωρινός μηχανισμός επίλυσης κρίσεων. Ο EFSF έχει παράσχει μέχρι σήμερα οικονομική βοήθεια στην Ιρλανδία, την Πορτογαλία και την Ελλάδα. Η βοήθεια αυτή χρηματοδοτήθηκε από το EFSF μέσω της έκδοσης ομολόγων και άλλων τίτλων στις κεφαλαιαγορές. Ο σκοπός της διπλωματικής εργασίας αυτής είναι να εξετάσει τον ρόλο του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας στο πλαίσιο των προγραμμάτων χρηματοδοτικής ενίσχυσης της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας και της Ελλάδας. Τα συμπεράσματα που εξάγονται τεκμηριώνουν ότι στην περίπτωση της Ιρλανδίας και ιδίως της Πορτογαλίας η εφαρμογή του προγράμματος χρηματοδοτικής στήριξης που συνόδευε τα δάνεια από τον EFSF ολοκληρώθηκε με επιτυχία και οι δύο χώρες βελτίωσαν την πιστοληπτική τους ικανότητα. Αντίθετα στην περίπτωση της Ελλάδας η εφαρμογή του προγράμματος χρηματοδοτικής στήριξης υπήρξε αποτυχημένη και η χώρα συνεχίζει να μην έχει πρόσβαση στις αγορές.

*Λέξεις κλειδιά:* Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, ευρωζώνη, κρίση, Ιρλανδία, Πορτογαλία, Ελλάδα

## **ABSTRACT**

The euro zone since 2010 deals with a major crisis. In response to this crisis and safeguarding the stability of the euro zone in June 2010 the euro area Member States established the European Financial Stability Facility (EFSF) as a temporary crisis resolution mechanism. The EFSF has provided financial assistance in Ireland, Portugal and Greece. This aid is financed by the EFSF by issuing bonds and other securities in the capital markets. The purpose of this thesis is to examine the role of the European Financial Stability Facility in the context of the financial assistance programs in Ireland, Portugal and Greece. The conclusions of this thesis demonstrate that in the case of Ireland and Portugal in particular the implementation of the financial assistance program that accompanied the loans from the EFSF has been successfully completed and the two countries have improved their creditworthiness. On the contrary in the case of Greece the implementation of the financial assistance program was unsuccessful and the country continues to have no access to the markets.

*Keywords:* EFSF, euro zone, crisis, Ireland, Portugal, Greece

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	5
1. Η ΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ .....	5
1.1 Η δημιουργία της ευρωζώνης .....	7
1.2 Η εκδήλωση της κρίσης το 2009/2010 .....	8
1.3 Η αναποτελεσματικότητα του δημοσιονομικού συντονισμού .....	10
2. ΟΙ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΚΑΙ Ο EFSF.....	15
2.1 Η διαχείριση της κρίσης και οι εναλλακτικές επιλογές .....	15
2.2 Η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) .....	17
2.3 Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) .....	22
2.3.1 Η περίπτωση της Ιρλανδίας .....	24
2.3.2 Η περίπτωση της Πορτογαλίας .....	25
2.3.3 Η περίπτωση της Ελλάδας .....	27
3. Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΤΑΜΕΙΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ (EFSF) .....	32
3.1 Πορτογαλία .....	32
3.2 Ιρλανδία .....	36
3.3 Ελλάδα .....	39
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	45
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	53
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	50

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ευρωζώνη από το 2010 διέρχεται μέσα από μια περίοδο κρίσης η οποία ανέδειξε τόσο τις δημοσιονομικές ανισοροπίες και τις μακροοικονομικές και χρηματοπιστωτικές αδυναμίες ιδίως των περιφερειακών κρατών μελών, όσο και τις ενδογενείς παθογένειες της αρχιτεκτονικής της ευρωζώνης. Η κρίση που ξέσπασε αρχικά στην στεγαστική αγορά των ΗΠΑ, μετεξελίχτηκε με μεγάλη ταχύτητα και ένταση σε μια παγκόσμια οικονομική κρίση η οποία έπληξε και τις ευρωπαϊκές οικονομίες. Έχοντας επίγνωση του κινδύνου της χρηματοπιστωτικής κατάρρευσης οι κεντρικές τράπεζες και οι κυβερνήσεις των κρατών μελών της ΕΕ ανέλαβαν αρχικά μια συντονισμένη δράση με σκοπό την αποκατάσταση της ρευστότητας και της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Στη συνέχεια όμως όσο η κρίση βάθαινε και οι ενδογενείς αδυναμίες της ευρωζώνης αναδεικνύονταν εκθέτοντας τα προβλήματα δημόσιου χρέους κυρίως των χωρών της ευρωπαϊκής περιφέρειας οι ηγέτες της ευρωζώνης επέδειξαν αδράνεια και παθητικότητα. Στη συνέχεια με μεγάλη καθυστέρηση και δισταγμό αναγκάστηκαν τελικά να λάβουν πρωτοβουλίες προκειμένου να αντιμετωπίσουν την εξάπλωση της κρίσης καθώς το οικοδόμημα της ευρωζώνης απειλείτο με διάλυση. Η οικονομική κρίση της ευρωζώνης έπληξε όλες τις χώρες όμως όχι με την ίδια ένταση. Ειδικότερα στο επίκεντρο της κρίσης βρέθηκαν κυρίως η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, οι οποίες και προσέφυγαν στους μηχανισμούς στήριξης που δημιουργήθηκαν, ενώ σε άλλες χώρες όπως η Ισπανία και η Ιταλία, η εκδήλωση της κρίσης είχε μικρότερης κλίμακας συνέπειες.

Μια εκ των υστέρων ανάλυση του τρόπου που η ΕΕ διαχειρίστηκε την κρίση καταδεικνύει τα ελλείμματα της όχι μόνο ως προς τους μηχανισμούς δημοσιονομικής πειθαρχίας και την a la carte τήρηση του Συμφώνου Σταθερότητας & Ανάπτυξης αλλά και ως προς την έγκαιρη δράση για την αντιμετώπιση τόσο των αιτιών που τροφοδότησαν την κρίση όσο και των συνεπειών τους. Στην πραγματικότητα οι ενέργειες της ΕΕ χαρακτηρίζονταν από βραδύτητα, αποσπασματικότητα και ατολμία, ενώ την ίδια στιγμή οι εξελίξεις στην ευρωπαϊκή οικονομία ήταν ταχύτερες. Έτσι κάθε πρωτοβουλία της ΕΕ ερχόταν καθυστερημένα ως αντίδραση με στόχο να αντιμετωπιστούν τα συμπτώματα της κρίσης χωρίς όμως να έχει γίνει καμία ουσιαστική ενέργεια για να προληφθούν. Τα ελλείμματα πολιτικής αυτά όμως δεν προκαλούν έκπληξη δεδομένου ότι η ΕΕ δεν διέθετε κάποιο μηχανισμό διαχείρισης κρίσεων και ήταν θεσμικά απροετοίμαστη για την αντιμετώπιση μιας τόσο μεγάλης κλίμακας κρίσης. Έτσι προκειμένου να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα της ευρωζώνης και ευρύτερα η συνοχή της ΕΕ, τα

κράτη μέλη συναίνεσαν τελικά σε ad hoc αποφάσεις, οι οποίες όμως δεν ήταν αντίστοιχες της έντασης της κρίσης. Στο πλαίσιο αυτό το 2010 συμφωνήθηκε η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) με θεμελιώδη σκοπό την διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Ο EFSF υπήρξε ένα προσωρινό μόνο όργανο ειδικού σκοπού για την χρηματοδότηση έκτακτης ανάγκης προς κράτη μέλη που δεν μπορούσαν να αναχρηματοδοτήσουν το χρέος τους και να καλύψουν τα ελλείμματα τους από τις αγορές.

Σκοπός της διπλωματικής αυτής εργασίας είναι να εξετάσει τον ρόλο του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας στο πλαίσιο των προγραμμάτων χρηματοδοτικής ενίσχυσης της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας και της Ελλάδας. Ειδικότερα η εργασία φιλοδοξεί να παρέχει απαντήσεις σε ερωτήματα που αφορούν την αποκατάσταση της πιστοληπτικής ικανότητας και την εξέλιξη της οικονομικής κατάστασης των χωρών στις οποίες παρασχέθηκαν δάνεια από τον EFSF. Η μεθοδολογία ανάπτυξης της διπλωματικής εργασίας βασίζεται στην σύγχρονη ελληνική και ξενόγλωσση βιβλιογραφία και αρθρογραφία, στις Εκθέσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του IMF και του ΟΟΣΑ, εμπλουτισμένη με περιγραφική στατιστική ανάλυση των βασικών μακροοικονομικών και δημοσιονομικών μεγεθών των τριών αυτών οικονομιών. Η διάρθρωση της εργασίας είναι η εξής: στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια σύντομη εισαγωγική ανάλυση στην δημιουργία και κρίση της ευρωζώνης καθώς και στις βασικές της δομικές αδυναμίες. Στο δεύτερο κεφάλαιο μελετούνται οι συνθήκες μέσα στις οποίες αποφασίστηκε η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και εξετάζονται οι βασικές παράμετροι της λειτουργίας του με αναφορές στην παρέμβαση του στις περιπτώσεις της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας και της Ελλάδας. Στο τρίτο κεφάλαιο εξετάζεται αναλυτικότερα η αποτελεσματικότητα του EFSF σε αντιπαραβολή με την οικονομική κατάσταση των χωρών της ευρωπαϊκής περιφέρειας που προσέφυγαν στον προσωρινό αυτό μηχανισμό. Στο τελευταίο κεφάλαιο εξάγονται τα βασικά συμπεράσματα της εργασίας για τον ρόλο που τελικά διαδραμάτισε το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας στην αντιμετώπιση των κρίσεων της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας και της Ελλάδας.

# 1. Η ΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ

## 1.1 Η δημιουργία της ευρωζώνης

Η ενοποίηση της ευρωπαϊκής οικονομίας αποτελεί ένα μοναδικό εγχείρημα στην ιστορία καθώς για πρώτη φορά μια ομάδα κυρίαρχων εθνικών κρατών διαμόρφωσε ένα ενιαίο οικονομικό χώρο βασισμένο σε μια κοινή αγορά. Η καθιέρωση και λειτουργία μιας κοινής ευρωπαϊκής αγοράς συνεπάγεται, εκτός από την απελευθέρωση των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των κρατών μελών, και την ελεύθερη κυκλοφορία του κεφαλαίου και της εργασίας. Η ολοκλήρωση ωστόσο της κοινής αγοράς όμως δημιούργησε την αναγκαιότητα μια περισσότερο ουσιαστικής ενοποίησης σε οικονομικό επίπεδο με συνέπεια την δημιουργία της οικονομικής και νομισματικής ένωσης (ONE) η οποία συνεπάγονταν την υιοθέτηση ενός κοινού νομίσματος και την άσκηση κοινής νομισματικής πολιτικής (Μούσης, 2011).

Αναλυτικότερα, στα πρώτα στάδια της ευρωπαϊκής ενοποίησης οι συντάκτες της συνθήκης της Ρώμης που ίδρυσε την Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα το 1958 θεώρησαν το διεθνές σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods το οποίο εξασφάλιζε νομισματική σταθερότητα ως δεδομένο. Όμως στα τέλη της δεκαετίας του 1960 το σύστημα Bretton Woods δεν ήταν επαρκές πλέον για να αποτρέψει τις νομισματικές αναταράξεις. Μέσα σε αυτό το αρνητικό κλίμα και ενώ η ΕΟΚ είχε ήδη επιτύχει ως ένα βαθμό την τελωνειακή ένωση, δόθηκε μια νέα ώθηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση με την έκθεση Werner το 1970. Η έκθεση αυτή περιέγραφε μια διαδικασία τριών σταδίων για την επίτευξη της ONE με απώτερο στόχο το κλείδωμα των ισοτιμιών, την απελευθέρωση στην διακίνηση κεφαλαίων και ίσως ένα κοινό νόμισμα. Η έκθεση αυτή έθεσε βέβαια ως προϋπόθεση βαθύτερης ενοποίησης τον συντονισμό των οικονομικών πολιτικών μεταξύ των κρατών μελών της ΕΟΚ. Παρά τις αρχικές επιφυλάξεις επήλθε αρχικά μια συμφωνία στο ίδιο πνεύμα με τις βασικές συστάσεις της έκθεσης και επιχειρήθηκε δοκιμαστικά ο περιορισμός των διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ωστόσο η απόφαση των ΗΠΑ να αφήσει το δολάριο να διακυμαίνεται ελεύθερα είχε ως αποτέλεσμα την κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods. Έπειτα τα μέλη της ΕΟΚ δημιούργησαν έναν μηχανισμό για τη διαχείριση των διακυμάνσεων των εθνικών τους νομισμάτων εντός στενών ορίων έναντι του δολαρίου, ο οποίος μηχανισμός όμως εξαιτίας διάφορων παραγόντων απέτυχε να επιτελέσει τον ρόλο του. Έτσι, από το 1977 δρομολογήθηκε η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (ΕΝΣ) με

την συμμετοχή των περισσότερων νομισμάτων της ΕΟΚ. Στο νέο αυτό σύστημα οι νομισματικές διακυμάνσεις ελέγχονταν αποτελεσματικά και έτσι μέχρι και την έναρξη των διαπραγματεύσεων για την συνθήκη του Μάαστριχτ η εφαρμογή και λειτουργία του ΕΝΣ κρίθηκε πετυχημένη και προσέφερε πολύτιμες εμπειρίες που έθεταν την βάση για την δημιουργία της ΟΝΕ. Στο πλαίσιο αυτό η έκθεση Delors το 1989 όριζε ως σκοπό της ΟΝΕ την αμετάκλητη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων και την πιθανή αντικατάσταση των εθνικών νομισμάτων των κρατών μελών με ένα κοινό νόμισμα. Η έκθεση περιέγραφε τρία στάδια όπου στο πρώτο από αυτά (1990-1994) θα ολοκληρώνονταν η εσωτερική αγορά, στο δεύτερο (1994-1999) θα δρομολογούνταν η μετάβαση στο ευρώ και η προετοιμασία των κεντρικών τραπεζών, ενώ στο τρίτο στάδιο θα καθορίζονταν οι τελικές συναλλαγματικές ισοτιμίες και η νομισματική πολιτική θα παραχωρούνταν σε μια ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα. Η συνθήκη του Μάαστριχτ επιβεβαίωσε την βούληση για ένα ισχυρό και σταθερό κοινό νόμισμα και για την επίτευξη υψηλού βαθμού σύγκλισης έθεσε μια σειρά κριτήρια τα οποία θα έπρεπε τα μέλη της ΕΕ να ικανοποιούν ώστε να ενταχτούν στην ευρωζώνη. Έτσι το 1999 ιδρύθηκε η ΟΝΕ (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2012).

## **1.2 Η εκδήλωση της κρίσης το 2009/2010**

Ωστόσο δέκα χρόνια μετά την ίδρυση της η ευρωζώνη αντιμετώπισε μια οξεία κρίση η οποία απείλησε την ίδια της την υπόσταση. Είχαν υπάρξει όμως ήδη προειδοποιήσεις που υπογράμμιζαν ότι όταν μια χώρα εισέρχεται σε μια νομισματική ένωση, η φύση του δημόσιου χρέους μεταβάλλεται με θεμελιώδη τρόπο, αφού τα κράτη μέλη παύουν να έχουν τον έλεγχο του νομίσματος στο οποίο το χρέος τους έχει εκδοθεί. Ως εκ τούτου, οι χρηματοπιστωτικές αγορές μπορούν να ωθήσουν τα κράτη μέλη σε χρεοκοπία. Αυτό κάνει τη νομισματική ένωση ευαίσθητη και ευάλωτη στις μεταβολές της αγοράς και υπαγορεύει η διακυβέρνηση της να αναγνωρίζει επαρκώς αυτήν την ευθραυστότητα και να πράττει αναλόγως (De Grauwe, 2013).

Η κρίση στην ευρωζώνη τελικά ανέδειξε όλες τις αδυναμίες της αρχιτεκτονικής της ΟΝΕ οι οποίες έπαιξαν κρίσιμο ρόλο όχι μόνο στην πρόκληση και εκδήλωση της κρίσης όσο και στην αναποτελεσματική διαχείριση της. Για σχεδόν τρία χρόνια, από τις αρχές του 2010 έως τα τέλη του 2012, η ευρωζώνη είχε φτάσει στα πρόθυρα της διάλυσης. Το τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν κατακερματισμένο υπονομεύοντας την αποτελεσματικότητα της κοινής νομισματικής πολιτικής, οι φορείς χάραξης πολιτικής εμφανίστηκαν εντελώς απροετοίμαστοι για την αντιμετώπιση μιας τόσο μεγάλης ύφεσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έδινε



την εντύπωση ότι δεν είναι σε θέση να συμβιβάσει βαθιές διαφωνίες, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ακόμη και με ενισχυμένες εξουσίες είχε παραμείνει παθητικό, ενώ οι εκλεγμένες κυβερνήσεις επιμελώς αγνοούσαν τους κινδύνους του τεράστιου δημόσιου χρέους και δεν είχαν εισακούσει καμία από τις προειδοποιήσεις. Η κρίση χρέους δεν ξέσπασε στην ευρωζώνη εντελώς ξαφνικά, αλλά ουσιαστικά προετοιμάζονταν για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα καθώς οι θεσμοί, οι αδυναμίες των οποίων είχαν περιγραφεί εξαντλητικά, έμειναν ανέγγιχτοι ή επιδιορθώθηκαν μόνο επιφανειακά. Όταν η κρίση αποκάλυψε τελικά αυτές τις ρωγμές στο οικοδόμημα της ευρωζώνης οι φορείς χάραξης πολιτικής απέφυγαν και πάλι να αντιμετωπίσουν τα πραγματικά προβλήματα (Wyplosz, 2014).

Αναλυτικότερα, κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης που ξεκίνησε το 2008 από τις ΗΠΑ, τα κράτη μέλη της ευρωζώνης φαινόταν να έχουν απομονωθεί από τις οικονομικές καταρρεύσεις που συνέβαιναν σε μη μέλη, όπως η Ισλανδία και η Λετονία. Το ευρώ λοιπόν κατά την δέκατη επέτειο του ήταν ένα επιτυχημένο νόμισμα το οποίο προσέλκυσε ακόμη και χώρες της ΕΕ που είχαν προηγουμένως απορρίψει το κοινό νόμισμα. Έτσι οι απαισιόδοξες εκείνες προβλέψεις ως προς την νομισματική ένωση είχαν διαψευστεί. Η κρίση όμως του δημόσιου χρέους στην Ελλάδα το 2010 και σε πολύ μικρότερο βαθμό, στην Ιρλανδία, την Ισπανία και την Πορτογαλία φαίνεται να άλλαξαν τα πάντα. Το ευρώ και οι δομές διακυβέρνησης της ευρωζώνης βρέθηκαν κάτω από ισχυρή πίεση. Η κρίση επίσης κατέστησε σαφή το βαθμό στον οποίο όλες οι χώρες της ζώνης του ευρώ συνδέονται μεταξύ τους καθώς οι εξελίξεις σε μια από τις μικρότερες οικονομίες της ζώνης του ευρώ είχαν συνέπειες για όλες τις χώρες της ευρωζώνης (Hallerberg, 2011).

Πράγματι, στα τέλη του 2009 η ευρωζώνη βρέθηκε αντιμέτωπη με την ανακοίνωση της νεοεκλεγείσας κυβέρνησης ότι είχε να αντιμετωπίσει ένα τεράστιο έλλειμμα. Ένα υπερβολικό δημοσιονομικό έλλειμμα στην Ελλάδα δεν ήταν τίποτα ασυνήθιστο, αλλά αυτή την φορά το έλλειμμα για το 2009 αναθεωρήθηκε από σχεδόν 4% σε διψήφιο αριθμό. Σε εκείνο το σημείο, οι πιστωτές έχασαν γρήγορα την εμπιστοσύνη τους στην πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας, καθώς και των άλλων χωρών της ευρωζώνης. Το πρόβλημα κλιμακώθηκε γρήγορα, και κατέστη σαφές ότι η Ελλάδα θα ήταν απίθανο να αναχρηματοδοτήσει το χρέος της από τις αγορές, ακόμη και αν προσέφερε εξαιρετικά υψηλά επιτόκια. Η ευρωζώνη δεν ήταν έτοιμη να αντιμετωπίσει το πρόβλημα αυτό. Εκείνη την εποχή, ο δημοσιονομικός συντονισμός της ευρωζώνης είχε δύο βασικούς πυλώνες. Πρώτον, τα κράτη μέλη της ΕΕ ήταν ελεύθερα να

καθορίσουν τους προϋπολογισμούς τους εντός του ορίου ελλείμματος 3% του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ). Μια σειρά παραβιάσεων και τροποποιήσεων του κανόνα αυτού όμως είχε δείξει ότι δεν λαμβάνονταν σοβαρά υπόψη. Δεύτερον, και πιο σημαντικό όμως ήταν ότι κάθε μέλος έπρεπε να φέρει πλήρως την ευθύνη για τις δαπάνες και το χρέος του σύμφωνα με το άρθρο 125 της Συνθήκης της Λισαβόνας, της λεγόμενης ρήτρας μη διάσωσης (no-bailout clause)<sup>1</sup> βάσει της οποίας τα κράτη μέλη της ΕΕ ή η ΕΕ ως σύνολο δεν έπρεπε να αναλάβει το χρέος ενός άλλου μέλους. Στις αρχές του 2010 ωστόσο έγινε εμφανές ότι το σύστημα αυτό δεν θα μπορούσε να λειτουργήσει στην περίπτωση μιας χώρας μέλους με σοβαρές οικονομικές δυσκολίες. Αυτό υπεδείκνυε ότι ρήτρα μη διάσωσης δεν ήταν μια αξιόπιστη δέσμευση και ότι τελικά θα απαιτούνταν ένα σημαντικό οικονομικό πακέτο διάσωσης (Konrad, 2014).

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι δύο είναι τα σημαντικά ζητήματα που πρέπει να αναλυθούν περαιτέρω στο πλαίσιο της εξέτασης του ρόλου που διαδραμάτισε το EFSF και συγκεκριμένα η αποτυχία, πρώτον, του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης και δεύτερον, της ρήτρας μη διάσωσης.

### **1.3 Η αναποτελεσματικότητα του δημοσιονομικού συντονισμού**

Η ικανότητα των χωρών της ευρωζώνης να προλάβουν αρνητικές μακροοικονομικές εξελίξεις και χρηματοπιστωτικούς κραδασμούς αναγνωρίστηκε ως μια μεγάλη πρόκληση για την επιτυχία του ευρώ ήδη από την αρχή της δημιουργίας της ευρωζώνης. Με την κατάργηση των εθνικών νομισμάτων, τα κράτη μέλη εκχώρησαν έναν παραδοσιακό μηχανισμό προσαρμογής μεταξύ των εθνικών οικονομιών, δηλαδή την συναλλαγματική πολιτική. Επιπλέον, η ζώνη του ευρώ δεν

---

<sup>1</sup> Άρθρο 125 (πρώην άρθρο 103 της ΣΕΚ)

1. Η Ένωση δεν ευθύνεται για τις υποχρεώσεις που αναλαμβάνουν οι κεντρικές κυβερνήσεις, οι περιφερειακές, τοπικές ή άλλες δημόσιες αρχές, άλλοι οργανισμοί δημοσίου δικαίου ή δημόσιες επιχειρήσεις των κρατών μελών, ούτε τις αναλαμβάνει, με την επιφύλαξη των αμοιβαίων χρηματοοικονομικών εγγυήσεων για την από κοινού εκτέλεση ενός συγκεκριμένου έργου. Κανένα κράτος μέλος δεν ευθύνεται για τις υποχρεώσεις που αναλαμβάνουν οι κεντρικές κυβερνήσεις, οι περιφερειακές, τοπικές ή άλλες δημόσιες αρχές, άλλοι οργανισμοί δημοσίου δικαίου ή δημόσιες επιχειρήσεις άλλου κράτους μέλους, ούτε τις αναλαμβάνει, με την επιφύλαξη των αμοιβαίων χρηματοοικονομικών εγγυήσεων για την από κοινού εκτέλεση ενός συγκεκριμένου έργου.

2. Εάν προκύψει ανάγκη, το Συμβούλιο, αποφασίζοντας προτάσει της Επιτροπής και μετά από διαβούλευση με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, μπορεί να προσδιορίσει τους ορισμούς για την εφαρμογή των απαγορεύσεων των άρθρων 123 και 124 καθώς και του παρόντος άρθρου.

ήταν το αντίστοιχο της ομοσπονδοποίησης των ΗΠΑ δεδομένου ότι η νομισματική ένωση δεν συνοδευόταν από την τραπεζική ένωση ή δημοσιονομική ένωση. Στην πραγματικότητα κρίθηκε από την μια πλευρά εφικτό για τα κράτη μέλη της ευρωζώνης να διατηρήσουν την εθνική ευθύνη για τη δημοσιονομική πολιτική, όμως από την άλλη πλευρά, η ικανότητα των εθνικών κυβερνήσεων να δανείζονται σε ένα κοινό νόμισμα δημιουργούσε προφανή προβλήματα λαθρεπιβάτη (*free rider*)<sup>2</sup> στην περίπτωση όπου υπάρχουν ισχυρά κίνητρα για τη διάσωση μιας χώρας που δανείζεται υπερβολικά. Ο αρχικός σχεδιασμός του ευρώ προσπάθησε να αντιμετωπίσει το πρόβλημα αυτό με δύο τρόπους. Πρώτον, το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης που κάπως αυθαίρετα έθεσε το όριο για το μέγεθος των ετήσιων δημοσιονομικών ελλειμμάτων στο 3% του ΑΕΠ και του δημόσιου χρέους στο 60% του ΑΕΠ. Δεύτερον, η ρήτρα μη διάσωσης υπονοούσε ότι αν ένα κράτος μέλος αποτύγχανε να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του ως προς την εξυπηρέτηση του χρέους του τότε θα ακολουθούσε μια χρεοκοπία (Lane, 2012). Ωστόσο, ο συνδυασμός μιας ανεξάρτητης ΕΚΤ με πρωτεύοντα στόχο στη σταθερότητα των τιμών και μιας Ευρωπαϊκής Ένωσης ικανής να επιβάλει με αξιοπιστία την ρήτρα μη διάσωσης θα πρέπει, θεωρητικά τουλάχιστον, να αρκούσε για να προληφθεί η δημοσιονομική απειθαρχία. Συνεπώς για ποιο λόγο κρίθηκε απαραίτητο το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης ως πρόσθετη εγγύηση δημοσιονομικής σταθερότητας; Η συζήτηση για το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης μπορεί να εξηγηθεί μόνο από το φόβο ότι η πραγματικότητα θα διαφέρει από τη θεωρία. Πρακτικά υπάρχουν τρεις ανησυχίες. Πρώτον, η ΕΚΤ μπορεί να αποκλίνει από τον επίσημο στόχο της εξαιτίας των πολιτικών πιέσεων από υπερχρεωμένες χώρες. Δεύτερον, η έλλειψη δημοσιονομικής πειθαρχίας μπορεί να οδηγήσει σε εκκλήσεις για αύξηση των μεταβιβάσεων από τον προϋπολογισμό της ΕΕ. Τρίτον, υπάρχει κίνδυνος για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα, εάν οι κυβερνήσεις αδυνατούν να εξυπηρετήσουν το δημόσιο χρέος τους. Σε όλες αυτές τις περιπτώσεις ένα αποτελεσματικό Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης θα μπορούσε να παρέχει αξιόπιστες λύσεις (Arnold, 1999).

Σε γενικές γραμμές η ευρωζώνη κινούνταν σε μια κατεύθυνση όπου την δημοσιονομική πειθαρχία εγγυούνταν το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης μαζί με οικονομική πίεση της

---

<sup>2</sup> Το πρόβλημα του λαθρεπιβάτη (*free-rider problem*) αποτελεί μία από τις κλασικότερες περιπτώσεις αποτυχιών της αγοράς. Συγκεκριμένα, κάποια άτομα προσπαθούν να επωφεληθούν από τις ενέργειες των άλλων ατόμων χωρίς να συνεισφέρουν τα ίδια στην καταβολή της προσπάθειας αυτής. Οι λαθρεπιβάτες συνεπώς συμμετέχουν στο όφελος που προκύπτει από τις ενέργειες των άλλων, αλλά όχι στο κόστος μιας κοινής ενέργειας.

αγοράς και την επιβολή υψηλότερων επιτοκίων. Άλλωστε, στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης περιλαμβάνονταν και κυρώσεις αν κράτη μέλη είχαν σταθερά υπερβολικά ελλείμματα, αν και θεσμικά αυτό ήταν πάντα το αδύναμο μέρος του συμφώνου αυτού. Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης επίσης ήταν εξοπλισμένο τόσο με προληπτικούς όσο και με διορθωτικούς μηχανισμούς. Επιπρόσθετα, είχε ήδη θεσπιστεί και η ρήτρα μη διάσωσης η αξιοπιστία της οποίας θα έπρεπε να διαφυλάσσεται. Οι σχεδιαστές του ευρωπαϊκού δημοσιονομικού πλαισίου είχαν κατανοήσει το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου που θα μπορούσε να προκύψει και για τον λόγο αυτό η Συνθήκη του Μάαστριχτ είχε μεριμνήσει για την ρήτρα μη διάσωσης. Όμως, αμέσως μετά την θέσπιση της, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής ανησυχούσαν ότι η ρήτρα δεν θα ήταν αξιόπιστη. Θα ήταν καλύτερα λοιπόν να λάβουν μέτρα που θα ενθάρρυναν τα κράτη να αποδίδουν καλά και να είναι δημοσιονομικά ισόρροπα, έτσι ώστε η ρήτρα μη διάσωσης να μην χρειαστεί ποτέ να ελεγχθεί ουσιαστικά ως προς την αξιοπιστία της. Όμως από το 2009 και έπειτα φάνηκε ότι το σύστημα αυτό δεν λειτουργεί αποτελεσματικά (Hallerberg, 2011).

Πράγματι, το πλαίσιο δημοσιονομικού συντονισμού αποδείχτηκε αναποτελεσματικό ως προς την διασφάλιση της απαραίτητης δημοσιονομικής πειθαρχίας των κρατών μελών της ευρωζώνης. Πράγματι, μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση των ΗΠΑ που διαχύθηκε και στις υπόλοιπες ανεπτυγμένες οικονομίες αναδείχθηκαν διάφορες αδυναμίες στο πλαίσιο της δημοσιονομικής εποπτείας της ΕΕ ιδιαίτερα αυτές που αφορούν το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Όπως αποδείχτηκε εκ των υστέρων ήταν απλά θέμα χρόνου για το δημοσιονομικό αυτό πλαίσιο να εκδηλώσει τις αδυναμίες του καθώς υπό κανονικές συνθήκες ήταν αρκετά ελαστικό και αναποτελεσματικό, ενώ υπό δύσκολες συνθήκες υπήρξε άκαμπτο. Οι ανεπάρκειες και αδυναμίες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης ως προς τον έλεγχο και τον συντονισμό των δημόσιων οικονομικών των κρατών μελών, η αναποτελεσματική εφαρμογή των δημοσιονομικών κανόνων πριν από την κρίση και η αγνόηση των δημοσιονομικών κινδύνων που προέρχονταν από άλλες μακροοικονομικές ανισορροπίες, ανάγκασαν τελικά την ΕΕ να καταφύγει σε παροχή οικονομικής βοήθεια για να αντιμετωπίσει την κρίση χρέους (Larch, Van den Noord & Jonung, 2010).

Επιπλέον, η ρήτρα μη διάσωσης συνέβαλε στην διάχυση της κρίσης δημόσιου χρέους στην πραγματική οικονομία η οποία και επιταχύνθηκε εξαιτίας της. Συγκεκριμένα, αυτή η ρήτρα αντανάκλωσε την αντίληψη ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές θα εποπτεύουν ουσιαστικά τις

κυβερνήσεις και θα τιμωρούν τον υπερβολικό δανεισμό και την δημοσιονομική απειθαρχία αυξάνοντας τα επιτόκια ώστε να εξασφαλίζεται η δημοσιονομική πειθαρχία. Αυτή η άποψη όμως πλέον αναγνωρίζεται ως υπερβολικά αφελής και όχι μόνο επειδή οι αγορές ήταν κοντόφθαλμες πριν από την κρίση. Πολύ πιο σοβαρή είναι η ισχυρή σχέση μεταξύ των πιστωτικών κινδύνων των τραπεζών και των κυβερνήσεων. Γιατί αν οι αγορές τιμωρούν τους δανειολήπτες, πιέζοντας τα επιτόκια προς τα πάνω, οι τιμές των κρατικών ομολόγων θα πέσουν και τα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών θα υποτιμηθούν. Με δεδομένο τον κατακερματισμό της αγοράς οι τοπικές τράπεζες θα υποφέρουν δυσανάλογα από την επιδείνωση των τοπικών οικονομικών συνθηκών. Για να αποκαταστήσουν τους ισολογισμούς, τους οι τράπεζες θα μειώσουν τον δανεισμό, προκαλώντας έτσι ένα πιστοδοτικό περιορισμό επιβλαβή για την οικονομία. Εναλλακτικά, θα δανείσουν σε τολμηρά επενδυτικά σχέδια υψηλής απόδοσης και υψηλού ρίσκου αυξάνοντας έτσι την αστάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Δυστυχώς, η λογική αυτή αγνοήθηκε από την ρήτρα μη διάσωσης καθώς οι πιθανές εξωτερικές επιδράσεις δεν λήφθηκαν υπόψη. Αν η λογική που διαπνέει την ρήτρα μη διάσωσης ήταν έγκυρη, τότε η αύξηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων δεν θα είχαν επηρεάσει τις συνθήκες δανεισμού για τους άλλους δανειζόμενους μέσα σε ένα συγκεκριμένο κράτος μέλος. Στην πραγματικότητα όμως, ένα εξέχον χαρακτηριστικό της κρίσης της ευρωζώνης είναι η έντονη αλληλεξάρτηση μεταξύ των τραπεζικών κρίσεων και των κρίσεων κυβερνητικού χρέους. Υπό το πρίσμα αυτό η απροθυμία των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων να διασώσουν τις προβληματικές οικονομίες έκανε τα πράγματα χειρότερα (Collignon, 2012).

Γενικότερα, ο P. de Grauwe (2010) σημειώνει ότι η ικανότητα της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των κρατών μελών της ευρωζώνης να αντιμετωπίσουν την κρίση είχε αμφισβητηθεί καθώς δεν διέθεταν τα μέσα για να το πράξουν. Οι αμφιβολίες αυτές είχαν εκφραστεί τόσο σε νομικό επίπεδο όσο και στο επίπεδο της οικονομικής ικανότητας της ΕΕ να οργανώσει μια διάσωση. Στο πρώτο επίπεδο υποστηρίζεται ότι η ρήτρα μη διάσωσης της Συνθήκης απαγορεύει στα κράτη μέλη της Ένωσης να παρέχουν οικονομική βοήθεια σε άλλο κράτος μέλος. Αλλά αυτό είναι μια εσφαλμένη ερμηνεία της Συνθήκης. Η ρήτρα μη διάσωσης λέει μόνο ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν μπορεί να είναι υπεύθυνη για το χρέος των κυβερνήσεων, δηλαδή ότι οι κυβερνήσεις της ΕΕ δεν μπορούν να υποχρεωθούν να διασώσουν ένα κράτος μέλος. Αλλά αυτό δεν αποκλείει το ενδεχόμενο οι κυβερνήσεις της ΕΕ να αποφασίσουν ελεύθερα για την παροχή οικονομικής συνδρομής σε ένα από τα κράτη μέλη. Στην πραγματικότητα αυτό προβλέπεται ρητώς στο

άρθρο 122, παράγραφος 2 όπου διευκρινίζεται<sup>3</sup> ότι όταν ένα κράτος μέλος αντιμετωπίζει δυσκολίες ή διατρέχει μεγάλο κίνδυνο να αντιμετωπίσει σοβαρές δυσκολίες που προκαλούνται από διάφορες έκτακτες περιστάσεις που εκφεύγουν από τον έλεγχο του, τότε η ΕΕ μπορεί να χορηγήσει, υπό ορισμένους όρους, κοινοτική χρηματοδοτική συνδρομή για το ενδιαφερόμενο κράτος μέλος. Έτσι, οι κυβερνήσεις της ευρωζώνης έχουν τη νομική ικανότητα να διασώσουν άλλα κράτη μέλη. Επίσης, στο δεύτερο επίπεδο, δεν μπορεί να υπάρξει αμφιβολία ότι η ευρωζώνη και τα κράτη μέλη της έχουν την οικονομική δυνατότητα να διασώσουν κάποιο κράτος μέλος (συγκεκριμένα την Ελλάδα) αν παραστεί ανάγκη. Μπορεί κανείς να συμπεράνει λοιπόν όπως υποστηρίζει ο P. de Grauwe ότι τα κράτη μέλη της ευρωζώνης έχουν τη νομική και οικονομική δυνατότητα να αντιμετωπίσουν την κρίση. Το μόνο εμπόδιο φαίνεται να εντοπίζεται σε πολιτικό επίπεδο, δηλαδή στην έλλειψη συναίνεσης μεταξύ των διαφόρων κρατών σχετικά με την ανάγκη να το πράξουν.

---

<sup>3</sup> Άρθρο 122

(πρώην άρθρο 100 της ΣΕΚ)

1. Με την επιφύλαξη άλλων διαδικασιών που προβλέπονται στις Συνθήκες, το Συμβούλιο, προτάσει της Επιτροπής, μπορεί να θεσπίζει, σε πνεύμα αλληλεγγύης μεταξύ κρατών μελών, τα κατάλληλα μέτρα για την αντιμετώπιση της οικονομικής κατάστασης, ιδίως εάν ανακύψουν σοβαρές δυσκολίες στον εφοδιασμό με ορισμένα προϊόντα, ιδίως στον τομέα της ενέργειας.

2. Όταν ένα κράτος μέλος αντιμετωπίζει δυσκολίες ή διατρέχει μεγάλο κίνδυνο να αντιμετωπίσει σοβαρές δυσκολίες, οφειλόμενες σε φυσικές καταστροφές ή έκτακτες περιστάσεις που εκφεύγουν από τον έλεγχό του, το Συμβούλιο, προτάσει της Επιτροπής, μπορεί να αποφασίσει να του χορηγήσει, υπό ορισμένους όρους, χρηματοδοτική ενίσχυση της Ένωσης. Ο πρόεδρος του Συμβουλίου ενημερώνει το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο για τη ληφθείσα απόφαση.

## **2. ΟΙ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΚΑΙ Ο EFSF**

### **2.1 Η διαχείριση της κρίσης και οι εναλλακτικές επιλογές**

Ο μετασχηματισμός της τραπεζικής κρίσης σε μια δημοσιονομική κρίση δημιούργησε τεράστια, πρωτοφανή και απρόβλεπτα προβλήματα για την Ευρωπαϊκή Ένωση και την ευρωζώνη. Μερικά κράτη μέλη της ευρωζώνης είδαν το κόστος χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων τους να αυξάνεται δραματικά. Κατά συνέπεια, το δημόσιο χρέος τους εκτοξεύτηκε. Η ρήτρα μη διάσωσης που περιλαμβάνονταν στη Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης όριζε ότι κανένα δάνειο δεν θα μπορούσε να δοθεί σε κράτος μέλος ακόμα κι αν ήταν στα πρόθυρα της πτώχευσης. Υπό τις συνθήκες αυτές, τα μέλη της ευρωζώνης αντιμετωπίζουν ένα δίλημμα. Από τη μία πλευρά, θα μπορούσαν να επιλέξουν να προσκολληθούν στις διατάξεις της Συνθήκης και να αρνηθούν την παροχή βοήθειας σε άλλα μέλη που βρίσκονταν σε κίνδυνο. Ωστόσο, αυτή η επιλογή είχε προφανή κόσμη: αν ένα μέλος κήρυσσε πτώχευση θα αθετούσε τις υποχρεώσεις του απέναντι στους δανειστές του, οι οποίοι στη συνέχεια θα αντιμετώπιζαν τον κίνδυνο να χάσουν τα χρήματά τους. Δεδομένου όμως ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες ήταν ο κύριοι δανειστές των κυβερνήσεων των κρατών μελών αυτό θα σήμαινε ότι το κόστος της εν λόγω αθέτησης πληρωμής αμέσως θα μεταφέρονταν σε αυτές. Μια πιθανή αύξηση του κόστους δανεισμού θα μπορούσε επίσης να δελεάσει τα κράτη μέλη να βγουν από το ενιαίο νόμισμα. Μια τέτοια απόφαση θα μπορούσε να επηρεάσει το σύνολο της ευρωζώνης. Εναλλακτικά, τα κράτη της ευρωζώνης θα μπορούσαν να επιλέξουν να διασώσουν το προβληματικό κράτος μέλος. Ενώ αυτή η επιλογή θα μείωνε τον κίνδυνο μόλυνσης, θα απαιτούσε επίσης την παράκαμψη της νομοθεσίας της ΕΕ είτε μέσω μιας μεταρρύθμισης των συνθηκών ή μέσω εναλλακτικών νομικών μέσων. Το κόστος της επιλογής αυτής είναι προφανές: τα μέλη της ευρωζώνης θα είναι αυτά θα φέρουν το οικονομικό βάρος. Τα μέλη της ευρωζώνης επέλεξαν αρχικά τη δεύτερη διαδρομή, καθώς επέλεξαν να χορηγήσουν ad hoc διμερή δάνεια προς την Ελλάδα, η οποία ήταν στα πρόθυρα μιας σοβαρής οικονομικής κρίσης. Ωστόσο, γρήγορα έγινε κατανοητό ότι η ελληνική κρίση εξελίσσονταν σε μια συστημική οικονομική κρίση που επηρέαζε το σύνολο της ευρωζώνης (Closa & Maatsch, 2014).

Πράγματι, μέχρι το 2008, όλες οι αντιδράσεις στην παγκόσμια οικονομική κρίση εκπορεύονταν από τις προσδοκίες και τα ενδιαφέροντα του κάθε κράτους ξεχωριστά και εύλογα ο τρόπος που διαχειρίζονταν τις συνέπειες της κρίσης ήταν ποικίλος. Το μέγεθος της παγκόσμιας οικονομικής

κρίσης, ωστόσο όλο και περισσότερο υπαγόρευε κοινές δράσεις σε ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο. Ωστόσο, η πρόκληση αυτή αποδείχθηκε ότι είναι εξαιρετικά δύσκολη για τους Ευρωπαίους εταίρους ιδίως εκτός του τομέα της νομισματικής πολιτικής, στον οποίο υπήρχε ήδη ένα καλά οργανωμένο υπερεθνικό σύστημα λήψης αποφάσεων με επίκεντρο την ΕΚΤ. Τα κράτη μέλη περιορίζονταν σε απλώς δηλώσεις σχετικά με τα θέματα αυτά και παρά την ανακοίνωση συντονισμένων πολιτικών, προτίμησαν να ακολουθήσουν διαφορετικές μεθόδους για να ενισχύσουν τις οικονομίες τους. Στη Σύνοδο Κορυφής τον Μάιο του 2010 ωστόσο οι ευρωπαίοι ηγέτες ανακοίνωσαν ότι όλα τα θεσμικά όργανα είχαν καθήκον να καταπολεμήσουν την οικονομική κρίση και να διασφαλίσουν την οικονομική σταθερότητα στην ζώνη του ευρώ. Από εκείνη τη στιγμή, εκτός από τα πακέτα διάσωσης για τις περιφερειακές χώρες, αρκετές σημαντικές αλλαγές πραγματοποιήθηκαν στο πλαίσιο της οικονομικής διακυβέρνησης στην Ευρώπη, σε σχέση τόσο με τις νομισματικές όσο και τις οικονομικές διαστάσεις της ευρωζώνης. Ως προς την οικονομική διάσταση της ζώνης του ευρώ, ανάμεσα στις βασικές αλλαγές στην οικονομική διακυβέρνηση ξεχωρίζει η δημιουργία ενός προσωρινού μηχανισμού ειδικού σκοπού, του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, για τη χρηματοδότηση έκτακτης ανάγκης (Maris & Sklias, 2015).

Την άνοιξη του 2010 λοιπόν τα κράτη μέλη αντιμετώπιζαν με μια νέα πρόκληση η αντιμετώπιση της οποίας δεν προβλέπονταν στις ευρωπαϊκές συνθήκες επεξεργαστήκαν διάφορες εναλλακτικές λύσεις για την αντιμετώπιση της κρίσης, που τώρα εξαπλώνονταν πέρα από την Ελλάδα (Gocaj & Meunier, 2013):

- Πρώτον, διμερή δάνεια. Μια πιθανή λύση, η οποία αποτυπώθηκε και στην διάσωση της ελληνικής οικονομίας αφορούσε διμερή δάνεια από τα ευρωπαϊκά κράτη με την πρόσθετη χρηματοδότηση του ΔΝΤ. Θα μπορούσαν όμως τα διμερή δάνεια να χρησιμοποιηθούν ως μέσο για την αντιμετώπιση της κρίσης για το υπόλοιπο της ευρωζώνης; Στην πραγματικότητα, αυτή η επιλογή αρχικά προωθήθηκε από τη Γερμανία, διότι εμφανίστηκε ως ο καλύτερος τρόπος παράκαμψης της ρήτρας μη διάσωσης. Τα διμερή δάνεια αποκλείστηκαν όμως εξαιτίας του γεγονότος ότι ήταν πολύ δαπανηρά για τους ισολογισμούς των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων.
- Δεύτερον, δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου στα πρότυπα του ΔΝΤ. Ήδη από το 2008, όταν η οικονομική ευρωστία των ευρωπαϊκών τραπεζών βρέθηκε υπό πίεση πολλοί είχαν προτείνει ένα ευρωπαϊκό ταμείο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας



για τις χώρες του ευρώ που βρίσκονταν σε οικονομική δυσχέρεια. Το ταμείο αυτό θα έπαιζε τον ρόλο του δανειστή ύστατης καταφυγής και θα εξοπλιζόταν με κεφάλαια 500-700 δισ. ευρώ. Η συζήτηση για το ταμείο αυτό εντάθηκε όταν ο Γερμανός υπουργός Οικονομικών κάλεσε για την δημιουργία ενός ταμείου που θα μπορούσε να χορηγήσει ρευστότητα έκτακτης ανάγκης για τα μέλη της ευρωζώνης με σκοπό τον περιορισμό του κινδύνου αθέτησης πληρωμών αλλά μόνο με αυστηρούς όρους και απαγορευτικό τίμημα, έτσι ώστε να χρησιμοποιηθεί μόνο ως έσχατη λύση. Ωστόσο η λύση αυτή απορρίφθηκε διότι η δημιουργία του ταμείου θα απαιτούσε τροποποίηση της Συνθήκης και την συμφωνία όλων των κρατών μελών της ΕΕ.

- Τρίτον, δημιουργία ενός ευρωπαϊκού οργανισμού χρέους. Μια ακόμη λύση που προτάθηκε ήταν ένας ευρωπαϊκός οργανισμός δημόσιου χρέους ικανός να εκδίδει ομόλογα. Ο οργανισμός αυτός όμως απαιτούσε επίσης τροποποίηση της Συνθήκης.
- Τέταρτον, δημιουργία ενός μηχανισμού με την υποστήριξη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Η Επιτροπή πρότεινε τη δημιουργία ενός ταμείου σταθεροποίησης υπό την αιγίδα της ΕΕ που θα πουλούσε ομόλογα που θα υποστηρίζονταν από εγγυήσεις από τα κράτη μέλη. Ωστόσο, νομικοί εμπειρογνώμονες προειδοποίησαν την Επιτροπή ότι η πρόταση μπορεί να παραβιάζει το κοινοτικό δίκαιο, αλλά το πιο σημαντικό ήταν ότι η Γερμανία δεν θα το υποστήριζε, καθώς μια τέτοια πρόταση θα απορρίπτονταν κατά πάσα πιθανότητα από το συνταγματικό της δικαστήριο.

## **2.2 Η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF)**

Τα κράτη μέλη τελικά ως πιθανή διέξοδο από την κρίση επέλεξαν την δημιουργία του EFSF, μιας διακυβερνητικής εταιρείας ειδικού σκοπού (SPV) που θα συγκέντρωνε χρήματα μέσω της έκδοσης ομολόγων που υποστηρίζονται από τα κράτη μέλη. Το EFSF προέκυψε μέσα σε ένα κλίμα σύγχυσης, πανικού και απελπισίας. Στην Ευρώπη οι θεσμοί παρέμειναν σταθεροί και εξελίσσονταν σταδιακά μέχρι την στιγμή της εκδήλωσης ενός εξωγενούς σοκ. Τα κράτη μέλη αντιμετώπιζαν με πολλαπλές ισορροπίες και μια σειρά πιθανών επιλογών βρέθηκαν σε σύγχυση ως προς τις δικές τους προτιμήσεις ενώ η αίσθηση του επείγοντος τα αποπροσανατόλισε. Ειδικότερα τα κράτη μέλη της ευρωζώνης πριν την δημιουργία του EFSF βρέθηκαν σε ένα σημείο *κρίσιμης διασταύρωσης* (critical juncture). Εκ των υστέρων, η απόφαση για την διάσωση

της ελληνικής οικονομίας ερμηνεύεται ως μια κρίσιμη διασταύρωση. Αυτή η ιδιαίτερη ιστορική στιγμή συνεπάγεται ότι οι θεσμικές επιδράσεις στην πολιτική δράση είναι πιο ρευστές από ότι σε περιόδους θεσμικής ισορροπίας. Κατά συνέπεια, οι διαμορφωτές πολιτικής αντιμετωπίζουν ένα ευρύτερο από ότι τυπικό εύρος εφικτών επιλογών και έτσι οι τελικές επιλογές τους μεταξύ αυτών των επιλογών είναι πιθανόν να έχουν μια σημαντική επίπτωση στα μετέπειτα αποτελέσματα. Ο EFSF δημιουργήθηκε σε μια εποχή λοιπόν που μοιάζει, εκ των υστέρων, μία από αυτές τις ιστορικές καμπές που ονομάζονται κρίσιμες διασταυρώσεις. Πράγματι τα αποσπασματικά, δειλά μέτρα που έλαβαν οι ευρωπαίοι ηγέτες στις αρχές του 2010 ερμηνεύτηκαν από τις αγορές ως λίγα και καθυστερημένα. Μετά την ανακοίνωση του ελληνικού πακέτου διάσωσης, η κατάσταση στην αγορά επιδεινώθηκε για την Ισπανία και την Πορτογαλία. Ο EFSF λοιπόν δημιουργήθηκε σε έκτακτες καταστάσεις για να αντιμετωπίσει εξαιρετικά πιεστικά προβλήματα όπως υποστηρίζουν οι Gocaj & Meunier (2013). Πράγματι, στις αρχές του 2010, η ελληνική κρίση χρέους πυροδότησε ένα κύμα κερδοσκοπίας που ώθησε αρκετές οικονομίες της ζώνης του ευρώ στο χείλος της χρεοκοπίας. Ο EFSF ήταν μια λύση «σοκ και δέος» για να σταματήσει την πιθανή εξάπλωση της κρίσης και να πείσει τις αγορές ότι οι ηγέτες της ζώνης του ευρώ θα υποστηρίξουν το κοινό τους νόμισμα. Η σοβαρή κρίση που ξέσπασε στην Ελλάδα, η οποία ξεκίνησε με την αναθεώρηση του ελλείμματος ήδη από το τέλος του 2008, και επιδεινώθηκε την άνοιξη του 2010, είχε τη δυνατότητα να εξαπλωθεί γρήγορα στην υπόλοιπη Ευρώπη και να προκαλέσει την κατάρρευση του ευρώ. Η απουσία πλαισίου για την διαχείριση της κρίσης άφησε τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ σε μια κατάσταση σύγχυσης αναζητώντας μια ενιαία απάντηση στην αστάθεια των χρηματοοικονομικών αγορών. Μια πιθανή ελληνική χρεοκοπία θα απειλούσε το σύνολο της ζώνης του ευρώ λόγω της ενοποίησης του τραπεζικού συστήματος στα κράτη μέλη της ευρωζώνης. Τον Φεβρουάριο του 2010 οι γερμανικές και γαλλικές τράπεζες διακρατούσαν ελληνικά κρατικά ομόλογα ύψους 119 δισ. \$ ενώ η συνολική έκθεση τους στο χρέος της περιφέρειας, στην Ελλάδα, την Πορτογαλία, την Ιρλανδία και την Ισπανία, ξεπερνούσε τα 900 δισ. \$. Έτσι μια ελληνική χρεοκοπία θα μπορούσε να εξαπλώσει πανικό στις γερμανικές και γαλλικές τράπεζες και το χρηματοπιστωτικό σύστημα στο σύνολο του. Ήταν, λοιπόν, προς το συμφέρον όλων στην Ευρώπη, να βρεθεί μια λύση στην κρίση δημόσιου χρέους. Οι Ευρωπαίοι ηγέτες αδρανούσαν για μήνες σχετικά με την αντιμετώπιση της εξάπλωσης της κρίσης του δημόσιου χρέους όμως οι εξελίξεις ήταν τέτοιες που επιτάχυναν την εύρεση μιας λύσης. Η πρώτη ένδειξη ότι η ευρωζώνη θα μπορούσε να παρέμβει

για τη διάσωση ενός από τα μέλη της ήταν η ασαφής δήλωση στις 11 Φεβρουαρίου 2010 από τους ηγέτες της ευρωζώνης, υποδεικνύοντας ότι η παρέμβαση ήταν επιβεβλημένη προκειμένου να διασφαλιστεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ στο σύνολό της. Στις 25 Μαρτίου του 2010, ως απάντηση στην ελληνική κρίση, η Γαλλία και τη Γερμανία, οι δύο χώρες που θα έφεραν την πλειοψηφία του βάρους κάθε προσπάθειας διάσωσης, δήλωναν ότι τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ θα συνέβαλαν με διμερή δανεισμό στην χρηματοδότηση της Ελλάδας. Αφού οι αγορές στρίμωξαν την ΕΕ για ένα πιο πειστικό σχέδιο για την Ελλάδα οι υπουργοί Οικονομικών στο Eurogroup ανακοίνωσαν εκ νέου ένα πακέτο διάσωσης στις 11 Απριλίου όμως οι αγορές αντέδρασαν και πάλι με σκεπτικισμό ως προς την ικανότητα της Ελλάδας να αποφύγει τη χρεοκοπία, παρά την χρηματοδότηση από την ΕΕ και το ΔΝΤ. Στις 2 Μαΐου του 2010 συμφωνήθηκε να ενεργοποιηθεί ένα πακέτο στήριξης 110 δισ. ευρώ προς την Ελλάδα με την συμμετοχή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του ΔΝΤ. Η διάσωση αυτή της ελληνικής οικονομίας που αναμενόταν να καθησυχάσει τις αγορές δεν κατάφερε να αποτρέψει τον κίνδυνο μετάδοσης της κρίσης. Οι ευρωπαίοι ηγέτες δεν ήταν απλώς αντιμέτωποι με το ενδεχόμενο της εξάπλωσης της ελληνικής κρίσης και σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ, αλλά επίσης και με την πιθανότητα ότι θα μπορούσε να βυθίσει την παγκόσμια οικονομία για άλλη μια φορά στον πανικό αναγκάζοντας τους ευρωπαίους ηγέτες να αναλάβουν δράση πέρα από την Ελλάδα. Η μετάδοση της κρίσης ήταν πολύ ξαφνική. Η ανάγκη επείγουσας ανταπόκρισης στην επικείμενη καταστροφική κερδοσκοπία δημιούργησε μια περίοδο θεσμικής ρευστότητας χαρακτηριστική των κριτικών διασταυρώσεων καθώς υπήρχαν διαφορετικές απόψεις σχετικά με ποια μορφή θα λάβει η αντίδραση της ΕΕ. Στη συνέχεια οι ευρωπαίοι ηγέτες δήλωσαν την πρόθεση τους για δημιουργία ενός ευρωπαϊκού μηχανισμού σταθεροποίησης να διαφυλαχθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην Ευρώπη και παρά το γεγονός ότι εξέλειπαν οι λεπτομέρειες του σχεδίου η ανακοίνωση έδινε σήμα στην αγορά ότι η Ευρώπη θα προχωρήσει πέρα από διμερή δάνεια (Gocaj & Meunier, 2013).

Ωστόσο, όπως σημειώθηκε η δημιουργία του EFSF ήταν κάτι που έγινε με μη προγραμματισμένο και συστηματικό τρόπο καθώς δεν υπήρχαν τα περιθώρια χρόνου. Συνεπώς δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι ο EFSF χαρακτηρίζονταν από ορισμένες ενδογενείς αδυναμίες. Ειδικότερα, ο σπουδαίος οικονομολόγος P.Bofinger (2010) ύστερα από την δημιουργία του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας σημείωνε ότι ο οργανισμός αυτός θα πρέπει να κινητοποιηθεί για την υποστήριξη των χωρών με υψηλά

ελλείμματα προκειμένου να ενισχύσει σημαντικά τη σταθερότητα της ONE. Η χρηματοδότηση από τον EFSF θα πρέπει να στηρίζεται σε δύο πυλώνες: χαμηλό επιτόκιο και αυστηρούς όρους (conditionality)<sup>4</sup>. Επωφελούμενη από την ευνοϊκή κατάσταση στις αγορές ομολόγων και την εξαιρετική δική του βαθμολογία από τους οίκους αξιολόγησης ο EFSF θα πρέπει να είναι σε θέση να δανειζεται με χαμηλά επιτόκια και να μεταφέρει τα χαμηλά αυτά επιτόκια στις δανειζόμενες χώρες με μια ελάχιστη χρέωση. Με την μείωση της επιβάρυνσης των επιτοκίων, οι προοπτικές για μια επιτυχημένη εξυγίανση των υπερχρεωμένων χωρών της ευρωζώνης θα βελτιώνονταν σημαντικά. Σε αντάλλαγμα για τα δάνεια αυτά οι δανειζόμενες χώρες θα πρέπει να δεσμευθούν αξιόπιστα στην επιστροφή σε υγιή δημόσια οικονομικά και σε μια ανταγωνιστική οικονομία. Μια επιτυχημένη εξυγίανση στις χώρες με υψηλό έλλειμμα θα συνέβαλε στην αποφυγή της αναδιάρθρωσης του χρέους και στην αποφυγή της κρίση εμπιστοσύνης ως προς την βιωσιμότητα της ONE. Ο P.Bofinger σημειώνοντας ότι όλες οι νομικές διατάξεις για τον EFSF ήταν ήδη σε ισχύ καλούσε να ενεργοποιηθεί σε σύντομο χρονικό διάστημα δεδομένης της ανάγκης άμεσης δράσης εκ μέρους των ευρωπαϊκών θεσμών επισημαίνοντας περαιτέρω ότι ο βραχυπρόθεσμος χαρακτήρας του EFSF (τρία χρόνια) θα συμβάδιζε με τις απαιτούμενες μακροπρόθεσμες λύσεις. Ο P.Bofinger τόνιζε ότι το πρόσφατο παρελθόν είχε δείξει ότι οι κρίσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι ένα αρκετά κοινό φαινόμενο το οποίο μπορεί να επηρεάσει την ευρωζώνη, ανεξάρτητα από τη δημοσιονομική πειθαρχία των μελών της, και να θέσει σε κίνδυνο την χρηματοπιστωτική σταθερότητα όλης της περιοχής ακόμη και του ίδιου του ευρώ. Δεδομένου ότι αυτή η ευπάθεια θα παραμείνει το EFSF δεν θα πρέπει να είναι προσωρινό αλλά αντίθετα να αποκτήσει ένα μόνιμο χαρακτήρα και να ενσωματωθεί πλήρως στο θεσμικό πλαίσιο της ΕΕ.

---

<sup>4</sup> Υπενθυμίζεται ότι στο πλαίσιο της αιρεσιμότητας (conditionality) οι εκταμιεύσεις της χρηματοδοτικής ενίσχυσης υπόκεινται σε τριμηνιαίες αξιολογήσεις οι οποίες διενεργούνται σε όλη την διάρκεια της δανειακής σύμβασης. Για την αποδέσμευση των δόσεων προαπαιτείται η τήρηση συγκεκριμένων κριτηρίων απόδοσης. Η αιρεσιμότητα θεμελιώνεται σε δύο επιδιώξεις: πρώτον, οι όροι χρηματοδοτικής ενίσχυσης διαφυλάσσουν τους πόρους του οργανισμού που παρέχει τα δάνεια καθώς διασφαλίζουν την βιωσιμότητα της χώρας που προσφεύγει σε αυτό και άρα την αποπληρωμή του δανείου, δεύτερον, οι όροι χρηματοδότησης διασφαλίζουν την υλοποίηση του προγράμματος μεταρρυθμίσεων και άρα την επίτευξη των μακροοικονομικών στόχων που έχουν τεθεί. Έτσι, οι σταδιακές εκταμιεύσεις χρηματοοικονομικής βοήθειας συνδέονται με τη υλοποίηση του συμπεφωνημένου προγράμματος πολιτικής και την εκπλήρωση συγκεκριμένων ειδικών και μετρήσιμων στόχων.

Εκτός από τον προσωρινό χαρακτήρα του EFSF, οι Gros & Mayer (2011) επισημαίνουν ένα άλλο μειονέκτημα του οργανισμού αυτού. Ειδικότερα, ο EFSF δεν διαθέτει αρκετά κεφάλαια για την μαζική αγορά ομολόγων για τη σταθεροποίηση των αγορών. Στην πραγματικότητα ο EFSF δημιουργήθηκε για να παράσχει έκτακτη οικονομική υποστήριξη σε περιφερειακό επίπεδο, δηλαδή μόνο για τις μικρές χώρες της περιφέρειας, όπως η Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία. Πράγματι, η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία έλαβαν δάνεια με πολύ χαμηλά επιτόκια για την μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση τους, όμως αν τα ίδια προβλήματα εξαπλώνονταν σε χώρες όπως η Ισπανία και η Ιταλία, οι οποίες στο μεταξύ είχαν γνωρίσει μια απότομη αύξηση του κόστους δανεισμού τους, τότε ο EFSF δεν θα μπορούσε να τις διασώσει. Ενδεικτικά σύμφωνα με υπολογισμούς το συνολικό ποσό που θα απαιτούταν από ευρωπαϊκές πηγές για ένα πλήρες μακροπρόθεσμο πρόγραμμα διάσωσης για ολόκληρη την περιφέρεια (Ελλάδα, Ιρλανδία, Ιταλία, Πορτογαλία και Ισπανία) θα ήταν περισσότερα από 2 τρις. ευρώ ή το 20% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ. Για λόγους σύγκρισης αναφέρεται ότι το σύνολο της εθνικής συνεισφοράς των κρατών μελών προς την ΕΕ το 2011 ανήλθε σε 108 δισ. ευρώ. Επιπλέον, η δομή του EFSF είναι τέτοια που το καθιστά ευάλωτο σε ένα φαινόμενο ντόμινο. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τους κανόνες του EFSF όταν μια χώρα αντιμετωπίζει οικονομικές δυσκολίες και ζητά χρηματοδοτική στήριξη τότε μπορεί να εξέλθει (step out) από το EFSF, δηλαδή να μην παρέχει πλέον εγγυήσεις για οποιαδήποτε περαιτέρω έκδοση χρέους. Ακόμη και αν δεν ρυθμίζεται ρητά, θα πρέπει να αναμένεται ότι μια χώρα που αντιμετωπίζει υψηλό κόστος δανεισμού, όπως στην περίπτωση της Ιταλίας και της Ισπανίας, θα εξέλθει ως εγγυητής από τον EFSF και θα μείνουν σε αυτό μόνο τα ισχυρά μέλη της ευρωζώνης. Στο σημείο αυτό, το βάρος του χρέους για τις χώρες του πυρήνα θα γίνει μη ανεκτό. Δεδομένου ότι αν μια χώρα εξέλθει από τον EFSF τότε η συνολική δανειοδοτική ικανότητα μειώνεται και το ποσοστό των εγγυήσεων που πρέπει να παρέχουν οι δύο μεγαλύτερες χώρες, η Γαλλία και η Γερμανία, θα πρέπει να αυξηθεί. Ενδεικτικά ένα πρόγραμμα διάσωσης για ολόκληρη την περιφέρεια θα αύξανε το μερίδιο της Γερμανίας σε 43% επί του συνόλου. Το ποσό των χρημάτων αυτό βέβαια είναι κολοσσιαίο και πρακτικά αδύνατο. Εν κατακλείδι οι Ευρωπαίοι πολιτικοί αντιμετώπισαν την πρόκληση της δημιουργίας ενός πλαισίου αντιμετώπισης της κρίσης από το μηδέν στο μέσον της κρίσης. Έχοντας αρχικά συμφωνήσει σε διμερή δάνεια προς την Ελλάδα, όταν αυτό αποδείχτηκε ανεπαρκές στη συνέχεια συναίνεσαν στην δημιουργία του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Το εγχείρημα της δημιουργίας ενός τέτοιου μηχανισμού ωστόσο είναι δύσκολο

όχι μόνο επειδή οι διαπραγματεύσεις συνεπάγονται την συμμετοχή μεγάλου αριθμού παραγόντων αλλά και επειδή τα επιλεγέντα μέτρα επίλυσης κρίσης έχουν σοβαρές παρενέργειες σε άλλα επίπεδα της θεσμικής συγκρότησης της ευρωζώνης (Beker & Moro, 2016).

### **2.3 Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF)**

Όπως αναφέρεται στην επίσημη ιστοσελίδα του οργανισμού το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) δημιουργήθηκε τον Ιούνιο του 2010 ως ένας προσωρινός μηχανισμός επίλυσης κρίσεων από τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ. Ο EFSF έχει παράσχει μέχρι σήμερα οικονομική βοήθεια στην Ιρλανδία, την Πορτογαλία και την Ελλάδα. Η βοήθεια αυτή χρηματοδοτήθηκε από το EFSF μέσω της έκδοσης ομολόγων και άλλων τίτλων στις κεφαλαιαγορές. Στη συνέχεια συστάθηκε ένας μόνιμος μηχανισμός διάσωσης, ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) ο οποίος άρχισε τις εργασίες του τον Οκτώβριο του 2012. Ο ESM είναι σήμερα ο μοναδικός μηχανισμός για την ανταπόκριση στις νέες αιτήσεις για οικονομική ενίσχυση από τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ. Η αποστολή τόσο του EFSF όσο και του ESM είναι η διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην Ευρώπη με την παροχή οικονομικής βοήθειας προς τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Τα δύο όργανα μοιράζονται το ίδιο προσωπικό και τα γραφεία που βρίσκονται στο Λουξεμβούργο. Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας δεν παρέχει λοιπόν περαιτέρω οικονομική βοήθεια καθώς το τελευταίο πρόγραμμα βοήθειας του EFSF (προς την Ελλάδα), έληξε τον Ιούνιο του 2015. Ωστόσο, ακόμη και μετά την ημερομηνία αυτή, ο EFSF θα συνεχίσει να λειτουργεί, προκειμένου να δέχεται τις αποπληρωμές των δανείων από τις δικαιούχους χώρες και να πραγματοποιεί τις πληρωμές τόκων και κεφαλαίου στους κατόχους των ομολόγων του EFSF.

Αναλυτικότερα, ο EFSF είναι ουσιαστικά μια εταιρεία που συμφωνήθηκε από τις χώρες της ζώνης του ευρώ στις 9 Μαΐου 2010 και συστάθηκε στο Λουξεμβούργο, βάσει του δικαίου του Λουξεμβούργου, στις 7 Ιουνίου του 2010. Ο στόχος του EFSF είναι να διαφυλαχθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα της νομισματικής ένωσης της Ευρώπης, παρέχοντας σε περίπτωση ανάγκης προσωρινή χρηματοδοτική συνδρομή σε κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ. Ο επικεφαλής του EFSF είναι ο Klaus Regling, πρώην Γενικός Διευθυντής της Γενικής Διεύθυνσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις Οικονομικές και Χρηματοδοτικές Υποθέσεις, ενώ το διοικητικό συμβούλιο του EFSF αποτελείται από αντιπροσώπους υψηλού επιπέδου των 17 κρατών μελών της ευρωζώνης. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

(ΕΚΤ) έχουν το καθένα παρατηρητές στο διοικητικό συμβούλιο του EFSF, ενώ παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχει συγκεκριμένη υποχρέωση για λογοδοσία προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, ο EFSF έχει μια στενή σχέση με τις αντίστοιχες επιτροπές.

Στις 24 Ιουνίου συμφωνήθηκε η διεύρυνση του πεδίου δραστηριότητας του EFSF και η αύξηση των εγγυήσεων που προσφέρει από 440 δισ. € στα 780 δισ. €, το οποίο αντιστοιχεί σε δανειοδοτική ικανότητα ύψους 440 δισ. €. Για την εκπλήρωση της αποστολής του, ο EFSF εξουσιοδοτείται να εκδίδει ομόλογα ή άλλα χρεόγραφα στην αγορά προκειμένου να αυξήσει τα κεφάλαια που απαιτούνται για την παροχή οικονομικής βοήθειας. Ο EFSF μπορεί να παρέχει τους ακόλουθους τύπους βοήθειας: δάνεια προς τις χώρες που αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσκολίες, ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσω της χορήγησης δανείων σε κυβερνήσεις, παροχή προληπτικής χρηματοδοτικής συνδρομής με τη μορφή πιστωτικής γραμμής (credit line) και αγορά ομολόγων κάποιου κράτους μέλους του EFSF στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά. Η χρηματοδοτική βοήθεια προς τα κράτη μέλη παρέχεται με την επιβολή κατάλληλων προϋποθέσεων (conditionality). Οι εκδόσεις χρεογράφων του EFSF υποστηρίζονται από εγγυήσεις που παρέχονται από τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ ύψους 724,4 δισ. € σύμφωνα με το καταβεβλημένο κεφάλαιο της κάθε χώρας στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Στον EFSF έχει εκχωρηθεί βαθμολογία AA από την Standard & Poors, Aa1 από την Moodys και AA από τη Fitch Ratings. Τα χρεόγραφα του EFSF είναι αποδεκτά ως εγγύηση (collateral) από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Οι επενδυτές σε ομόλογα του EFSF είναι κατά κύριο λόγο θεσμικοί επενδυτές, όπως τράπεζες, συνταξιοδοτικά ταμεία, κεντρικές τράπεζες, κρατικά επενδυτικά ταμεία, διαχειριστές κεφαλαίων, ασφαλιστικές εταιρείες και ιδιωτικές τράπεζες.

Στην επίσημη ιστοσελίδα του το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας παρέχει επίσης πληροφορίες και για την βοήθεια που πρόσφερε στην Ιρλανδία, την Πορτογαλία και την Ελλάδα. Αναλυτικότερα:

### **2.3.1 Η περίπτωση της Ιρλανδίας**

Η ιρλανδική οικονομία είχε υποστεί ένα σοβαρό πλήγμα ως συνέπεια ενός καταστροφικού οικονομικού κύκλου (boom-bust) στην αγορά ακινήτων. Οι τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν τέσσερις φορές κατά την περίοδο 1997 - 2007, όταν η φούσκα έσκασε. Δεδομένου ότι η ανάπτυξη της αγοράς ακινήτων χρηματοδοτήθηκε μέσω του επιθετικού δανεισμού από τις ιρλανδικές τράπεζες, η πτώση των τιμών των ακινήτων και η κατάρρευση της κατασκευαστικής δραστηριότητας οδήγησε σε σοβαρές απώλειες στο ιρλανδικό τραπεζικό σύστημα. Η κυβέρνηση της Ιρλανδίας απάντησε παρέχοντας δημόσια κεφάλαια (περισσότερα από 60 δισ. €) στις τράπεζες για την αποκατάσταση της φερεγγυότητας τους. Αυτό οδήγησε σε μια τεράστια αύξηση του δημόσιου χρέους της Ιρλανδίας, ενώ η απότομη πτώση της οικονομικής δραστηριότητας είχε ως αποτέλεσμα το ΑΕΠ να μειωθεί και η ανεργία να αυξάνεται. Εκείνη την εποχή η ιρλανδική κυβέρνηση δεν ήταν σε θέση να επιλύσει την κατάσταση από μόνη της, και ως εκ τούτου ζήτησε οικονομική βοήθεια από τις χώρες της ζώνης του ευρώ, την ΕΕ και το ΔΝΤ. Έτσι στις 28 Νοεμβρίου 2010, το ECOFIN, δηλαδή οι υπουργοί Οικονομικών της ΕΕ, συμφώνησε με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την ΕΚΤ για την χορήγηση χρηματοδοτικής συνδρομής στην Ιρλανδία με σκοπό την διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στη ζώνη του ευρώ και την ΕΕ στο σύνολο της. Το ΔΝΤ ενέκρινε το διακανονισμό αυτό στις 16 Δεκεμβρίου 2010. Η συμμετοχή του EFSF στο πρόγραμμα για την Ιρλανδία, συνολικού ύψους 67,5 δισ. € αντιστοιχούσε σε 17,7 δισ. € και ήταν το πρώτο πρόγραμμα χρηματοδοτικής βοήθειας του οργανισμού. Οι προϋποθέσεις της στήριξης της ιρλανδικής κυβέρνησης ήταν η συρρίκνωση και αναδιοργάνωση του τραπεζικού τομέα συμπεριλαμβανομένης της ανακεφαλαιοποίησης και της απομόχλευσης, η αποκατάσταση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας και ένα πακέτο διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για την ενίσχυση της ανάπτυξης. Η πλειοψηφία του συνολικού ποσού του προγράμματος χρησιμοποιήθηκε για τη χρηματοδότηση του προϋπολογισμού της ιρλανδικής κυβέρνησης ενώ ένα σημαντικό μέρος απορροφήθηκε για τους σκοπούς της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών. Η Ιρλανδία τελικά πέτυχε τους στόχους του προγράμματος μακροοικονομικής προσαρμογής της καθώς σύμφωνα με δήλωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της ΕΚΤ και του ΔΝΤ τον Νοέμβριο του 2013 και μετά από την τελευταία αναθεώρηση του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής της Ιρλανδίας, η υλοποίηση του προγράμματος ήταν αποτελεσματική. Ειδικότερα, οι προοπτικές ανάπτυξης είχαν ενισχυθεί, η ανεργία είχε μειωθεί και ο στόχος για το δημοσιονομικό έλλειμμα για το 2013 θα



καλυπτόταν άνετα. Επιπλέον, η συνολική υγεία του ιρλανδικού τραπεζικού τομέα είχε επίσης βελτιωθεί σημαντικά και οι ιρλανδικές τράπεζες πλέον απολάμβαναν καλύτερες συνθήκες χρηματοδότησης και πρόσβασης στην αγορά. Η Ιρλανδία με τον τρόπο αυτό απέκτησε ξανά την δυνατότητα να εκδώσει μακροπρόθεσμα ομόλογα. Η επιστροφή της Ιρλανδίας στις αγορές συνεπάγεται ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές αξιολογούν θετικά την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας, η οποία με τη σειρά της ενισχύεται από τις ευνοϊκές προοπτικές για την ιρλανδική οικονομία και την ικανότητα της να εξυπηρετήσει το χρέος της. Έτσι η Ιρλανδία δεν χρειάζεται πλέον να βασίζεται σε εξωτερική βοήθεια για να καλύψει τις ανάγκες χρηματοδότησης της. Η Ιρλανδία αναμένεται να αποπληρώσει το δάνειο που έλαβε το 2042, ενώ το Νοέμβριο του 2013, η ιρλανδική κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι θα βγει από το τριετές πρόγραμμα οικονομικής βοήθειας χωρίς να ζητήσει προληπτική χρηματοδοτική συνδρομή με την μορφή της πιστωτικής γραμμής. Ωστόσο ακόμη και μετά την έξοδο της Ιρλανδίας από το πρόγραμμα βοήθειας και έως ότου αποπληρωθεί τουλάχιστον το 75% της βοήθειας που έλαβε η χώρα, θα εξακολουθεί να υπόκειται σε παρακολούθηση της οικονομικής και δημοσιονομικής της κατάστασης.

### **2.3.2 Η περίπτωση της Πορτογαλίας**

Η οικονομία της Πορτογαλίας χαρακτηριζόταν από ένα χαμηλό ΑΕΠ για περισσότερο από μία δεκαετία πριν από την έναρξη της κρίσης. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, τα χαμηλά επιτόκια που προέκυψαν από την υιοθέτηση του ευρώ ενίσχυσαν την ιδιωτική και δημόσια κατανάλωση και οδήγησαν σε αύξηση του χρέους. Επιπλέον, η ανταγωνιστικότητα της Πορτογαλίας υπονομεύθηκε από την αύξηση του κόστους εργασίας και των διαρθρωτικών προβλημάτων. Η έλλειψη δημοσιονομικής πειθαρχίας προστίθεται στις αυξανόμενες ανισορροπίες καθώς η αύξηση των δημοσίων δαπανών υπερέβη κατά πολύ την οικονομική ανάπτυξη. Οι δημοσιονομικοί κίνδυνοι εντάθηκαν με την επέκταση των κρατικών επιχειρήσεων. Στις αρχές του 2011, η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης του χρέους της Πορτογαλίας οδήγησε σε μια οξεία οικονομική κρίση. Η χώρα δεν ήταν σε θέση να αναχρηματοδοτηθεί και να διασφαλίσει την βιωσιμότητα της και ως εκ τούτου ζήτησε οικονομική βοήθεια από τις χώρες της ζώνης του ευρώ, την ΕΕ και το ΔΝΤ. Στις 17 Μαΐου 2011, το ECOFIN συμφώνησε με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την ΕΚΤ αλλά στη συνέχεια και το ΔΝΤ για την παροχή οικονομικής βοήθειας προς την Πορτογαλία. Το πρόγραμμα για την Πορτογαλία είχε συνολικό ύψος 78 δισ. € εκ των οποίων τα 26 δισ. € προήλθαν από τον EFSF. Όπως και στην περίπτωση της Ιρλανδίας,

η παροχή βοήθειας συνοδεύονταν από ορισμένες προϋποθέσεις που στην περίπτωση της Πορτογαλίας αφορούσαν την εφαρμογή ενός προγράμματος μακροοικονομικής προσαρμογής που περιελάμβανε δράσεις σε τρεις βασικούς τομείς και συγκεκριμένα την δημοσιονομική προσαρμογή και την μεσοπρόθεσμη μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για την τόνωση της ανταγωνιστικότητας και της απασχόλησης και την σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού τομέα με βάση την ανακεφαλαιοποίηση και απομόχλευση του. Όπως και στην περίπτωση της Ιρλανδίας η πλειοψηφία του συνολικού ποσού του προγράμματος κατευθύνθηκε στην χρηματοδότηση του προϋπολογισμού και στην ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Σύμφωνα με την δήλωση που ακολούθησε την τελευταία αναθεώρηση του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής της Πορτογαλίας τον Μάιο του 2014, η πορτογαλική οικονομία έχει εισέλθει σε μια πορεία προς την επίτευξη υγιών δημόσιων οικονομικών, χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας. Κατά τη διάρκεια του προγράμματος υπήρξαν αναπροσαρμογές στους στόχους που θέτονταν όμως ο συνολικός σκοπός του προγράμματος έχει επιτευχθεί. Κατά τη διάρκεια των τριών τελευταίων ετών, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έχει μεταβεί από ένα σημαντικό έλλειμμα σε πλεόνασμα, το έλλειμμα του προϋπολογισμού μειώθηκε περισσότερο από το μισό, και το δημόσιο χρέος εξακολουθεί να θεωρείται βιώσιμο. Παράλληλα, υπήρξαν φιλόδοξες μεταρρυθμίσεις σε όλους τους βασικούς τομείς της οικονομίας, και η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών έχει ενισχύσει σημαντικά την υγεία του τραπεζικού τομέα. Έτσι, η Πορτογαλία έχει αρχίσει να ανακτά την πρόσβαση της σε μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση του χρέους από τις αγορές καθώς σημειώθηκε μια ραγδαία πτώση των επιτοκίων δανεισμού της (από 16,6% τον Ιανουάριο του 2012 σε 3,5% το Μάιο του 2014 για 10ετή ομόλογα). Ως αποτέλεσμα, η Πορτογαλία έχει ανακτήσει την δυνατότητα έκδοσης μακροπρόθεσμων ομολόγων ώστε να χρηματοδοτεί τον προϋπολογισμό της καθώς η εμπιστοσύνη των αγορών αποκαταστάθηκε δεδομένων των ευνοϊκών προοπτικών για την οικονομία της χώρας. Η συνέχιση και ολοκλήρωση των μεταρρυθμίσεων που εφαρμόζει η κυβέρνηση αναμένεται να αποκαταστήσουν πλήρως της πορτογαλική οικονομία και να συμβάλουν στην άντληση οικονομικών οφελών. Η Πορτογαλία θα πρέπει να αποπληρώσει τα δάνεια που έχει λάβει ως το 2040. Τον Μάιο του 2014 η πορτογαλική κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι θα βγει από το τριετές πρόγραμμα οικονομικής βοήθειας χωρίς να αιτηθεί κάποια πρόσθετη χρηματοδότηση. Όπως και στην περίπτωση της

Ιρλανδίας, η Πορτογαλία υπόκειται σε έλεγχο και παρακολούθηση της οικονομικής και δημοσιονομικής της κατάστασης.

### **2.3.3 Η περίπτωση της Ελλάδας**

Η Ελλάδα αποτελεί την χαρακτηριστικότερη και πιο σύνθετη περίπτωση της ευρωπαϊκής κρίσης. Ειδικότερα, η οικονομική κρίση που ξέσπασε στις ΗΠΑ το 2007/2008 έφερε στην επιφάνεια τις μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας. Κατά την διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών οι ελληνικές κυβερνήσεις δημιούργησαν υπερβολικά δημοσιονομικά ελλείμματα και ιδιαίτερα κατά την περίοδο μετά την υιοθέτηση του ευρώ τα δημοσιονομικά ελλείμματα είχαν αυξηθεί ως ποσοστό του ΑΕΠ, ενώ τα έσοδα της κυβέρνησης μειώνονταν συνεχώς. Εκτός όμως από τις ανισορροπίες στην δημοσιονομική διαχείριση, η ελληνική οικονομία χαρακτηριζόταν και από ανισορροπίες στον εξωτερικό τομέα της οικονομίας. Η έλλειψη ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας υπήρξε ένα οξύ χρόνιο πρόβλημα που χρονολογείται από τη δεκαετία του 1970 και αντανakλάται στο τεράστιο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 2001-2009 μάλιστα η ανταγωνιστικότητα μειώθηκε κατά 20% με 25% και η αύξηση του ελλείματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών από 7% του ΑΕΠ το 2001 έφτασε στο 14,5% του ΑΕΠ το 2008. Έτσι όταν κατέστη σαφές ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα της χώρας και το δημόσιο χρέος δεν ήταν βιώσιμο η ελληνική κυβέρνηση δέχθηκε ένα σχέδιο διάσωσης ύψους 110 δισεκατομμυρίων ευρώ που σχεδιάστηκε και χρηματοδοτήθηκε από την Ευρωπαϊκή Ένωση, την ΕΚΤ και το ΔΝΤ (Kouretas, 2012).

Οι αιτίες της ελληνικής κρίσης στην πλειοψηφία των αναλύσεων αποδίδονται σε μια σειρά από οικονομικούς παράγοντες οι οποίοι επισημαίνονται ως το κλειδί για την κατανόηση της φύσης του προβλήματος της ελληνικής οικονομίας. Ωστόσο, ενώ οι οικονομικοί αυτοί παράγοντες αντανakλούν βαθιές πτυχές της ελληνικής χρηματοπιστωτικής και οικονομικής αποτυχίας, αποτελούν ένα μόνο μέρος της πραγματικότητας. Πράγματι, οι βασικές αιτίες για την ελληνική κρίση μπορούν να αναζητηθούν μέσα στο ελληνικό πολιτικό και θεσμικό μοντέλο ανάπτυξης και διακυβέρνησης. Έτσι μια σειρά από πολιτικούς παράγοντες αναδεικνύονται ως βασική αιτία για την εκδήλωση της κρίσης. Ο κρατισμός, ο αποτυχημένος εξευρωπαϊσμός, το υψηλό επίπεδο διαφθοράς, ο αντίκτυπος της δράσης των συνδικάτων και των ομάδων συμφερόντων στην

διαμόρφωση των οικονομικών πολιτικών, το ανεπαρκές μοντέλο διακυβέρνησης, ο λαϊκισμός και η αστάθεια του πολιτικού και κοινοβουλευτικού πολιτεύματος υπήρξαν πολιτικές παράμετροι που συνέβαλαν στην οικονομική κρίση. Η ελληνική κρίση στην πραγματικότητα έχει μια έντονη πολιτική διάσταση η οποία είναι πολύ διαφορετική από οποιαδήποτε άλλη ευρωπαϊκή χώρα και η οποία δεν μπορεί να αγνοηθεί (Skliasis & Maris, 2013).

Αναλυτικότερα, εκτός από το αρχικό πρόγραμμα διάσωσης της ελληνικής οικονομίας, στη σύνοδο κορυφής της Ευρωζώνης που πραγματοποιήθηκε στις 26 Οκτωβρίου 2011, οι αρχηγοί κρατών και κυβερνήσεων συμφώνησαν σε ένα δεύτερο πρόγραμμα οικονομικής βοήθειας για την Ελλάδα. Στο πρώτο πρόγραμμα χρηματοδοτικής στήριξης για την Ελλάδα τον Απρίλιο του 2010 δεν συμμετείχε ο EFSF αφού δεν είχε συσταθεί ακόμη. Το δεύτερο αυτό οικονομικό πρόγραμμα της Ελλάδας στόχευε στην αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας και της ανάπτυξης, την επίτευξη δημοσιονομικής βιωσιμότητας και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Για την επίτευξη αυτού του στόχου και την εκταμίευση της χρηματοδοτικής ενίσχυσης υπήρχε ως όρος η λήψη διάφορων μέτρων συμπεριλαμβανομένων της είσπραξης φόρων, της μείωσης του μεγέθους του δημόσιου τομέα και της αποτελεσματικής στόχευσης των κοινωνικών μεταβιβάσεων αλλά και της ενίσχυσης του πλαισίου για την εξυγίανση των τραπεζών και την ανακεφαλαιοποίηση. Ο EFSF συμμετείχε στην χρηματοδοτική συνδρομή της ελληνικής κυβέρνησης στο πλαίσιο του δεύτερου προγράμματος με 143,6 δισ. €. Σημαντική εξέλιξη για την Ελλάδα ήταν το PSI, δηλαδή η απομείωση του ελληνικού χρέους με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα. Η διαδικασία του PSI και η συνεπακόλουθη ανταλλαγή ομολόγων μεταξύ του ελληνικού κράτους και των ιδιωτών ομολογιούχων είχε ως αποτέλεσμα την μείωση κατά 53,5% της ονομαστικής αξίας των ελληνικών κρατικών ομολόγων που αντιστοιχούσε σε περίπου 107 δισ. €. Ως μέρος της εθελοντικής ανταλλαγής χρέους, η Ελλάδα προσέφερε στους ιδιώτες επενδυτές τρεις σειρές ομολόγων του EFSF<sup>5</sup>. Ο EFSF προκειμένου να συμβάλει στην χρηματοδότηση της ελληνικής οικονομίας χρησιμοποίησε μια ευέλικτη και διαφοροποιημένη στρατηγική χρηματοδότησης για να διασφαλίσει ότι τα ποσά που παρέχει κατανέμονται σε όλη τη διάρκεια του προγράμματος. Αυτό σημαίνει επίσης ότι ο EFSF ήταν σε θέση να επωφεληθεί

---

<sup>5</sup> Η ελληνική κυβέρνηση ως αντάλλαγμα για το PSI χρησιμοποίησε τρεις σειρές ομολόγων του EFSF. Η πρώτη σειρά αφορούσε τίτλους ενός έτους με ημερομηνία λήξης 12/3/2013 και επιτόκιο 0,4%, η δεύτερη σειρά τίτλους δύο ετών με ημερομηνία λήξης 12/3/2014 και επιτόκιο 1%, και η τρίτη σειρά αφορούσε εξάμηνα ομόλογα με απόδοση 0,18%.

από τις καλύτερες δυνατές συνθήκες της αγοράς. Επιπλέον, με την παροχή ομολόγων του EFSF χρηματοδοτήθηκε η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών. Ωστόσο, στο Eurogroup του Νοέμβριου του 2012 (παρά το γεγονός ότι αποφασίστηκε η δεύτερη εκταμίευση στο πλαίσιο του δεύτερου προγράμματος οικονομικής στήριξης και αφού είχε κριθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την EKT και το ΔΝΤ ότι η Ελλάδα είχε κατά ικανοποιητικό τρόπο εφαρμόσει τα συμφωνηθέντα) εκφράστηκαν ανησυχίες για το γεγονός ότι η βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους είχε επιδεινωθεί σε σύγκριση με το Μάρτιο του 2012 κυρίως λόγω της επιδείνωσης της μακροοικονομικής κατάστασης και των καθυστερήσεων στην εφαρμογή του προγράμματος. Ως εκ τούτου το Eurogroup ενέκρινε μια σειρά μέτρων με σκοπό να μειώσουν την επιβάρυνση του χρέους στην Ελλάδα και να φέρουν το δημόσιο χρέος της σε βιώσιμη τροχιά. Αυτά τα μέτρα περιλάμβαναν μεταξύ άλλων τα εξής:

- Μείωση κατά 100 μονάδες βάσης των επιτοκίων των δανείων που είχε πάρει η Ελλάδα στο πρώτο πρόγραμμα βοήθειας. Το μέτρο αυτό εκτιμήθηκε ότι θα μείωνε τις χρηματοδοτικές ανάγκες της χώρας κατά 1,9 δισ. € μέχρι το 2016.
- Μείωση κατά 10 μονάδες βάσης του κόστους των εγγυήσεων των δανείων του EFSF προς την Ελλάδα μέσω της κατάργησης του *EFSF guarantee commitment fee*. Το μέτρο αυτό εκτιμήθηκε ότι θα εξοικονομούσε συνολικά € 2,7 δισ. όλη την περίοδο του δανεισμού του EFSF προς την Ελλάδα.
- Επιμήκυνση της ωρίμανσης των δανείων του πρώτου προγράμματος βοήθειας αλλά και των δανείων του EFSF κατά 15 έτη. Ακόμα κι αν οι λήξεις των δύο δανείων είναι μακροπρόθεσμες, αυτό εξακολουθούσε να δημιουργεί ένα πρόβλημα εξυπηρέτησης για την Ελλάδα ως του 2020 το οποίο εμπόδιζε την επιστροφή της χώρας στη χρηματοδότηση από την αγορά. Η επιμήκυνση της ωρίμανσης δεν έχει επιπτώσεις στη μείωση του χρέους από το 2020 και μετά, αλλά βελτιώνει σημαντικά το προφίλ του χρέους της χώρας και βελτιώνει τις συνθήκες για την επιστροφή στη χρηματοδότηση από τις αγορές.
- Αναβολή της πληρωμής τόκων για τα δάνεια του EFSF κατά 10 έτη. Μια αναβολή και μετάθεση των πληρωμών τόκων για τα δάνεια που έλαβε η ελληνική κυβέρνηση από τον EFSF κατά 10 έτη θα επέτρεπε στην Ελλάδα να μειώσει σημαντικά τις ανάγκες χρηματοδότησής της. Αυτή η πράξη δεν θα δημιουργούσε πρόσθετο κόστος για το EFSF καθώς η Ελλάδα θα πρέπει να καταβάλει τους τόκους ούτως ή άλλως. Το μέτρο αυτό

εκτιμήθηκε ότι θα μείωνε τις χρηματοδοτικές ανάγκες της χώρας συνολικά κατά € 12,9 δισ. μέχρι το 2016.

- Δέσμευση των κρατών μελών να επιστρέψουν στην ελληνική κυβέρνηση το ποσό που αντιστοιχεί στα έσοδα που θα προκύψουν από το πρόγραμμα για τις αγορές τίτλων (SMP) της ΕΚΤ το δημοσιονομικό έτος 2013.

Η τελική έγκριση για τα παραπάνω μέτρα εξαρτιόταν από την επιτυχία της επαναγοράς χρέους από την ελληνική κυβέρνηση. Η επαναγορά ομολόγων εφαρμόστηκε στα νέα ελληνικά κρατικά ομόλογα (NGGBs) τα οποία εκδόθηκαν στο πλαίσιο του PSI. Η επαναγορά χρέους διεξήχθη μέσω δημοπρασίας ανοικτής σε όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά που κατείχαν NGGBs. Η επαναγοράς χρέους που ανακοινώθηκε από το ελληνικό Υπουργείο Οικονομικών και ολοκληρώθηκε τον Δεκέμβριο του 2012 μείωσε το ποσό της ονομαστικής αξίας του χρέους της χώρας κατά περίπου 21 δισ. €. Η επαναγορά χρέους χρηματοδοτήθηκε από τον EFSF ο οποίος παρείχε ένα δάνειο ύψους 11,3 δισ. € στο πλαίσιο των κονδυλίων του δεύτερου προγράμματος οικονομικής βοήθειας προς την Ελλάδα. Επίσης, ο EFSF παρείχε κεφάλαια στην ελληνική κυβέρνηση για το ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ)<sup>6</sup> προκειμένου αυτό να χρηματοδοτήσει στη συνέχεια την ανακεφαλαιοποίηση των συστημικών ελληνικών τραπεζών. Επιπλέον, ο EFSF παρείχε κεφάλαια στην ελληνική κυβέρνηση για τις ανάγκες χρηματοδότησης του προϋπολογισμού της. Το πρόγραμμα χρηματοδοτικής βοήθειας του EFSF για την Ελλάδα επρόκειτο να λήξει στις 31 Δεκεμβρίου 2014. Όμως το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε στις 19 Δεκεμβρίου του 2014 να χορηγήσει στην Ελλάδα δύο μήνες τεχνική παράταση του δεύτερου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής. Η απόφαση ελήφθη κατόπιν αιτήματος του Έλληνα Υπουργού Οικονομικών και τελικά το πρόγραμμα του EFSF αντί να λήξει στις 31 Δεκεμβρίου 2014 παρατάθηκε έως τις 28 Φεβρουαρίου 2015. Στις 27 Φεβρουαρίου 2015 το Διοικητικό Συμβούλιο παρέτεινε εκ νέου το πρόγραμμα για την Ελλάδα κατά τέσσερις μήνες έως τις 30 Ιουνίου 2015.

---

<sup>6</sup> Το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας ιδρύθηκε τον Ιούλιο του 2010 σε ισχύ του Ν. 3864/2010) και είναι νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, το οποίο διαθέτει διοικητική και οικονομική αυτοτέλεια. Ο σκοπός του ΤΧΣ είναι να συμβάλλει στη διατήρηση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Στο πλαίσιο αυτό το ΤΧΣ παρέχει κεφαλαιακή ενίσχυση στα πιστωτικά ιδρύματα, παρακολουθεί και αξιολογεί, τις τράπεζες στις οποίες έχει παράσχει κεφαλαιακή ενίσχυση και ασκεί τα δικαιώματα του μετόχου που απορρέουν από την συμμετοχή του στις εν λόγω τράπεζες.

Από τον Ιανουάριο του 2015 και τις εκλογές που διενεργήθηκαν μέχρι την ανακοίνωση της συμφωνίας με τους ευρωπαίους εταίρους στις 13 Ιουλίου, η ελληνική κυβέρνηση συνασπισμού ήταν σε συνεχή διαπραγμάτευση με την Ευρωπαϊκή Ένωση σχετικά με την αναδιατύπωση του ελληνικού σχεδίου διάσωσης. Το αποτέλεσμα ήταν η αναγγελία ενός τρίτου δανείου ύψους περίπου 86 δισεκατομμυρίων ευρώ ακολουθούμενο από ένα μνημόνιο, το οποίο ορίζει μια σειρά από προϋποθέσεις και ακόμη πιο περιοριστικούς όρους σε σχέση με τις προηγούμενες συμφωνίες. Στο πλαίσιο των διαπραγματεύσεων φάνηκε ότι ελληνική κυβέρνηση δεν κατανοούσε τα θεσμικά χαρακτηριστικά της ΕΕ και αναζητήθηκε μια πολιτική λύση στο πρόβλημα της ελληνικής κρίσης η οποία δεν επήλθε. Η διφορούμενη στρατηγική της ελληνικής διαπραγμάτευσης κατέληξε στο δημοψήφισμα της 5ης Ιουλίου παρεπόμενο της οποίας ήταν η εκδήλωση τραπεζικού πανικού και στην συνέχεια το κλείσιμο των τραπεζών και οι έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων που συνεχίζουν να πλήττουν την ελληνική οικονομία (Tsebelis, 2016).

### **3. Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΤΑΜΕΙΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ (EFSF)**

Η κρίση του ευρώ έθεσε μια μοναδική πρόκληση για τη διαχείριση των κρίσεων στους ηγέτες της ευρωζώνης. Τα γεγονότα του 2010-2011 στην Ελλάδα, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία δεν έμοιαζαν με μια συμβατική κρίση. Πράγματι, για την αντιμετώπιση της ύφεσης και την αποκατάσταση της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών δεν υπήρχε νόμισμα για να υποτιμηθεί, δεν υπήρχε ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα για να επιλύσει τα προβλήματα στις εθνικές τράπεζες, υπήρχαν λίγοι ιδιώτες ομολογιούχοι για να υπάρξει απομείωση του χρέους, και υπήρχαν μεγάλα και κράτη πρόνοιας που ήταν δύσκολο να μεταρρυθμιστούν. Δεν υπήρχαν επίσης ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα θεσπισμένα για την αντιμετώπιση μιας κρίσης αυτού του τύπου και μεγέθους. Ως αποτέλεσμα, τα προγράμματα προσαρμογής για τις τρεις αυτές χώρες είχαν μοναδικά χαρακτηριστικά και δεδομένης της έλλειψης προηγούμενης εμπειρίας η αποτελεσματικότητά τους ήταν υπό αμφισβήτηση. Σήμερα όμως είναι αναμφισβήτητο ότι το ελληνικό πρόγραμμα προσαρμογής έχει αποτύχει με ζοφερές συνέπειες για τον πληθυσμό της χώρας, ενώ η χρηματοδοτική βοήθεια που δόθηκε στην Ιρλανδία, αν και αποτελεσματική, απορροφήθηκε σχεδόν εξ ολοκλήρου για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και την διάσωση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Αυτό αφήνει την Πορτογαλία ως μοναδικό παράδειγμα επιτυχίας για να αντισταθμίσει την αποτυχία της Ελλάδας. Το πρόγραμμα προσαρμογής της Πορτογαλίας ήταν εκτεταμένο, ως επί το πλείστον εφαρμόστηκε με συνέπεια από τις πορτογαλικές αρχές (Reis, 2015).

Στο παρακάτω μέρος παρουσιάζεται αναλυτικότερα η πορεία της κάθε μίας από τις τρεις χώρες στις οποίες ο EFSF παρείχε οικονομική στήριξη.

#### **3.1 Πορτογαλία**

Την 7η Απριλίου 2011, η Πορτογαλία ζήτησε οικονομική βοήθεια από την ΕΕ, τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ). Ύστερα από διαπραγματεύσεις των πορτογαλικών αρχών και αξιωματούχων από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο εγκρίθηκε επισήμως στις 17 Μαΐου 2011 ένα πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής που συνοδεύτηκε από ένα μνημόνιο. Το πρόγραμμα κάλυπτε την περίοδο από το 2011 έως τα μέσα του 2014 και περιελάμβανε ένα πακέτο 78 δισ. €



εκ των οποίων περίπου 26 δισ. € παρασχέθηκαν από τον EFSF. Το πρόγραμμα περιείχε μεταρρυθμίσεις με σκοπό την προώθηση της ανάπτυξης και της απασχόλησης, φορολογικά μέτρα για τη μείωση του δημόσιου χρέους και του ελλείμματος, καθώς και μέτρα για τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα της χώρας. Συγκεκριμένα το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής περιλάμβανε, πρώτον, διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για την τόνωση της ανάπτυξης, τη δημιουργία θέσεων εργασίας και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, δεύτερον, μια στρατηγική δημοσιονομικής εξυγίανσης, υποστηριζόμενη από διαρθρωτικά δημοσιονομικά μέτρα και καλύτερο δημοσιονομικό έλεγχο με σκοπό την διαμόρφωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ σε σταθερή πτωτική πορεία μεσοπρόθεσμα και τη μείωση του ελλείμματος, και τρίτον, μια στρατηγική για τον χρηματοπιστωτικό τομέα με βάση την ανακεφαλαιοποίηση και την απομόχλευση.

Ειδικότερα, στην πορτογαλική οικονομία μετά από πολλά χρόνια επέκτασης του τομέα των μη εμπορεύσιμων αγαθών που τροφοδοτήθηκε από τον τραπεζικό δανεισμό και φθινουσών εξαγωγικών επιδόσεων, η οικονομική κρίση προκάλεσε μια σοβαρή ύφεση που οδήγησε σε υψηλά ποσοστά ανεργίας και δημόσιου χρέους. Στη συνέχεια οι αρχές έθεσαν σε εφαρμογή ένα εκτεταμένο πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων το οποίο συνέβαλε στην αποκατάσταση της ισορροπίας της οικονομίας η οποία όμως ακόμη βρίσκεται σε εξέλιξη. Επιπλέον, το δημόσιο και ιδιωτικό χρέος της Πορτογαλίας συνεχίζει να είναι υψηλό, ενώ η ανεργία μειώνεται αλλά εξακολουθεί να είναι πολύ υψηλή και ένας παράγοντας δημιουργίας ανισότητας και φτώχειας. Στο πλαίσιο της προσπάθειας για τη μείωση του εξωτερικού χρέους η διαρκής αύξηση των εξαγωγών θα είναι ένας παράγοντας κλειδί. Η σημαντική δημοσιονομική εξυγίανση που επιτεύχθηκε κατά τα τελευταία χρόνια ενίσχυσε τη δημοσιονομική θέση της Πορτογαλίας και την πρόσβαση στη χρηματοδότηση από την αγορά. Η δημοσιονομική προσαρμογή επιχειρήθηκε τα τελευταία χρόνια από την πλευρά των δημόσιων εσόδων καθώς πολλές αποφάσεις του Συνταγματικού Δικαστηρίου ακύρωναν μειώσεις των δημοσίων δαπανών. Ωστόσο, ο τραπεζικός τομέας συνεχίζει να πλήττεται από μια δύσκολη πρόσβαση στη χρηματοδότηση στον απόηχο της χρηματοπιστωτικής κρίσης, ενώ οι ισολογισμοί των τραπεζών παραμένουν υπό πίεση εξαιτίας υψηλών ποσοστών των μη-εξυπηρετούμενων δανείων. Η Πορτογαλία γενικότερα πέτυχε την έξοδο από το πρόγραμμα της διεθνούς οικονομικής βοήθειας αλλά το δημόσιο χρέος παραμένει υψηλό. Το δημοσιονομικό πλαίσιο έχει ενισχυθεί τα τελευταία χρόνια με την εισαγωγή των νέων δημοσιονομικών κανόνων και την σύσταση μιας ανεξάρτητης δημοσιονομικής αρχής, ενώ η

αύξηση των δαπανών ήταν χαμηλότερη από την αύξηση του ΑΕΠ ως αποτέλεσμα μιας σημαντικής προσπάθειας εξυγίανσης από την πλευρά των δαπανών ως το 2012, ενώ από το 2013 το βάρος έπεσε στην πλευρά των εσόδων. Ωστόσο, ενώ η δημοσιονομική προσαρμογή από την πλευρά των φορολογικών εσόδων έχει το πλεονέκτημα της ταχείας και εύκολης εφαρμογής μακροπρόθεσμα, από τη σκοπιά της ανάπτυξης και της ισότητας η δημοσιονομική εξυγίανση θα πρέπει να βασίζεται περισσότερο στη μείωση των δαπανών. Κατά την διάρκεια εφαρμογής του προγράμματος οικονομικής βοήθειας στην Πορτογαλία, η βελτίωση της δημοσιονομικής κατάστασης της χώρας προέκυψε ως αποτέλεσμα της συμμόρφωσης, με την οποία ανανέωσε την εμπιστοσύνη της αγοράς οδηγώντας τα spreads των δεκαετών ομολόγων σε επίπεδα του 2010. Η βελτίωση της πρόσβασης της πορτογαλικής κυβέρνησης στις αγορές άνοιξε τον δρόμο για την έξοδο από την οικονομική και χρηματοδοτική βοήθεια του προγράμματος τον Ιούνιο του 2014. Η έξοδος από το πρόγραμμα όμως δεν ήταν χωρίς κόστος καθώς συνεπάγεται ορισμένους κινδύνους αν οι συνθήκες στην αγορά μεταβληθούν απότομα. Πράγματι, το 2014 η κυβέρνηση ήταν σε θέση να επιστρέψει στην μακροπρόθεσμη αγορά ομολόγων με την επιτυχή έκδοση ομολόγων πενταετούς, δεκαετούς και δεκαπενταετούς διάρκειας με επιτόκια ελαφρώς πάνω από το μέσο επιτόκιο που προσφέρονταν από τους δανειστές της Πορτογαλίας κατά την διάρκεια του προγράμματος (OECD, 2014).

Τον Ιούνιο του 2014 λοιπόν η Πορτογαλία αποχώρησε από το τριετές πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής που περιελάμβανε την εφαρμογή ενός φιλόδοξου μεταρρυθμιστικού προγράμματος με στόχο την ανάκτηση της οικονομικής μεγέθυνσης και την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών προς την πορτογαλική οικονομία. Όπως σημειώνεται στην έκθεση της Επιτροπής (2014) η εφαρμογή του προγράμματος από την πορτογαλική κυβέρνηση ήταν συνεπής. Σε πολλές περιπτώσεις μάλιστα η απόδοση της πορτογαλικής οικονομίας ήταν ανώτερη από τους στόχους που είχαν τεθεί στο πρόγραμμα. Η αποφασιστικότητα της κυβέρνησης για την επιτυχή ολοκλήρωση του προγράμματος αντάμειψε την πορτογαλική οικονομία με την πτώση των επιτοκίων και την αύξηση της ζήτησης για το πορτογαλικό χρέος. Ο λόγος ωστόσο του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ παραμένει σε υψηλά επίπεδα αλλά είναι βιώσιμο υπό την προϋπόθεση ότι οι μεταρρυθμίσεις και η δημοσιονομική προσαρμογή θα διατηρηθούν πέρα και από την λήξη του προγράμματος. Η καθιέρωση της δημοσιονομικής πειθαρχίας και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων θα αποτελούσε ένα σημαντικό στήριγμα για την πλήρη αποκατάσταση της χρηματοδότησης της χώρας και της διασφάλισης της

βιωσιμότητας του χρέους της. Στην τελευταία σχετική έκθεση της Επιτροπής (2015) διαπιστώνεται οι οικονομικές συνθήκες έχουν βελτιωθεί περαιτέρω η οικονομική ανάκαμψη εξακολουθεί να παρεμποδίζεται από μακροοικονομικές ανισορροπίες. Επιπλέον, ενώ οι αρχές επανέλαβαν τη δέσμευση τους για συνέχιση της δημοσιονομικής εξυγίανσης οι προσπάθειες για τη μείωση των ελλειμμάτων πρέπει να ενισχυθούν. Είναι σημαντικό ότι οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις κατά τη διάρκεια του προγράμματος χρηματοδοτικής βοήθειας αποδίδουν όλο και περισσότερο τα θετικά τους αποτελέσματα στην πορτογαλική οικονομία. Παρά το πρόγραμμα οι μεταρρυθμίσεις για την περαιτέρω ενίσχυση των μεσοπρόθεσμων προοπτικών ανάπτυξης αποτελεί πρόκληση. Σύμφωνα με την πρόβλεψη της Επιτροπής το δημόσιο χρέος αναμένεται να μειωθεί στο 124,4% του ΑΕΠ στο τέλος του 2015 κάτω από το αντίστοιχο μέγεθος για το 2014 και να συνεχίσει να μειώνεται τα επόμενα έτη. Η μείωση του χρέους προς το ΑΕΠ στο βασικό σενάριο βασίζεται στις υποθέσεις που αφορούν την προβλεπόμενη οικονομική ανάκαμψη και το προβλεπόμενο πρωτογενές πλεονάσματα. Συνολικά, η ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους της Πορτογαλίας δείχνει ότι η πτωτική του πορεία στο βασικό σενάριο είναι ευάλωτη σε αρνητικές μακροοικονομικές εξελίξεις και σε διαταράξεις των χρηματοπιστωτικών αγορών. Την ίδια στιγμή, η πτωτική πορεία του δείκτη του χρέους προς το ΑΕΠ μπορεί να υποστηριχθεί με τη διατήρηση της δημοσιονομικής πειθαρχίας μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα αλλά και με την μακροπρόθεσμη οικονομική ανάπτυξη η οποία προϋποθέτει επιμονή στην εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Συμπερασματικά, η Πορτογαλία ολοκλήρωσε με επιτυχία το πρόγραμμα διάσωσης και αρνήθηκε την προληπτική γραμμή πίστωσης, ενώ αρνήθηκε να εκταμιεύσει και την τελευταία δόση του προγράμματος. Η εφαρμογή του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής στην Πορτογαλία εκτός από τις αναμενόμενες περικοπές στις δημόσιες δαπάνες συνέβαλε στην αύξηση της ανεργίας αλλά οι κοινωνικές και πολιτικές εντάσεις ουσιαστικά απόφευχθηκαν. Η χώρα κατόρθωσε να ελέγξει το δημοσιονομικό έλλειμμα, να επιστρέψει στις αγορές και η πιστοληπτική της ικανότητα είναι πλέον τέτοια που διευκολύνει την πρόσβαση στις αγορές. Όμως το δημόσιο χρέος της χώρας συνεχίζει να είναι υψηλό και το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την επιβράδυνση των μεταρρυθμίσεων, δεδομένης της εξόδου της Πορτογαλίας από το πρόγραμμα διάσωσης, ενδέχεται να ανακόψει τη δυναμική ανάκαμψη της οικονομίας και άρα ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ να επιδεινωθεί. Πράγματι όπως φαίνεται και στους Πίνακες 1-3 στο Παράρτημα η ύφεση της πορτογαλικής οικονομίας ήταν σημαντική αλλά διατηρήθηκε σε

διαχειρίσιμα επίπεδα ενώ το 2014 υπήρξε ανάπτυξη έστω μικρή (0,9%). Επίσης στον Πίνακα 4 παρατηρείται ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώθηκε σημαντικά από 11,2% του ΑΕΠ το 2010 σε 4,5%. Ωστόσο το έλλειμμα αυτό συνεχίζει να είναι υψηλό και θα πρέπει να συρρικνωθεί περαιτέρω. Τέλος, το περισσότερο ανησυχητικό στην περίπτωση της Πορτογαλίας, όπως φαίνεται στον Πίνακα 5, είναι το υψηλό δημόσιο χρέος το οποίο μάλιστα το 2014 έχει αυξηθεί παρά την ανάκαμψη της οικονομίας φτάνοντας το 130,2% του ΑΕΠ.

### **3.2 Ιρλανδία**

Το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής για την Ιρλανδία συμφωνήθηκε επίσημα τον Δεκέμβριο του 2010 και περιελάμβανε ένα πακέτο χρηματοδότησης ύψους 85 δισ. € για την περίοδο 2010-2013. Στο πακέτο αυτό συμμετείχε μεταξύ άλλων και ο EFSF με 17,7 δισ. €. Στόχοι του προγράμματος ήταν πρώτον, η άμεση ενίσχυση και συνολική αναμόρφωση του τραπεζικού τομέα, δεύτερον, η δημοσιονομική προσαρμογή για να αποκατασταθεί η δημοσιονομική βιωσιμότητα και να επιτευχθεί η διόρθωση του υπερβολικού ελλείμματος, και τρίτον, μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν την ανάπτυξη.

Η ιρλανδική οικονομία ύστερα από μια ταχεία οικονομική ανάπτυξη που τροφοδοτήθηκε από την επέκταση στην αγορά ακινήτων, επλήγη πολύ σοβαρά από μια τραπεζική και δημοσιονομική κρίση το 2008. Η αποφασιστική εφαρμογή πολιτικών για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και την ισχυρή ανάκαμψη βρίσκεται ακόμη σε εξέλιξη, όμως σήμερα η Ιρλανδία, πέντε χρόνια από την είσοδό της στο πρόγραμμα χρηματοδοτικής στήριξης, έχει ολοκληρώσει μεταρρυθμίσεις, τόσο στο πλαίσιο του προγράμματος όσο και έξω από αυτό, που έχουν αποδώσει. Η Ιρλανδία έχει αναδυθεί από την κρίση με μειωμένο δημοσιονομικό έλλειμμα που εξακολουθεί να μειώνεται, με το δημόσιο χρέος σε καθοδική τροχιά, με ένα ισχυρότερο δημοσιονομικό πλαίσιο, μια πιο βιώσιμη δημοσιονομική βάση εσόδων, μια ενισχυμένη και πιο αποτελεσματική δημόσια διοίκηση και ένα τραπεζικό τομέα αναδιαρθρωμένο και ανακεφαλαιοποιημένο. Η βελτίωση αυτή της ιρλανδικής οικονομίας έχει ανταμειφθεί με την ανανέωση της πρόσβασης στις αγορές τόσο για τις ιρλανδικές τράπεζες όσο και για την κυβέρνηση. Η Ιρλανδία βγήκε με επιτυχία από το πρόγραμμα οικονομικής βοήθειας τον Δεκέμβριο του 2013. Ένας σημαντικός παράγοντας για την επιτυχία του προγράμματος ήταν ο μεγάλος βαθμός ελέγχου των μεταρρυθμίσεων από την κυβέρνηση η οποία άλλωστε είχε ήδη

αναλάβει σημαντικές πρωτοβουλίες εξυγίανσης το 2009-2010. Ειδικότερα το πρόγραμμα βασίστηκε σε τροποποιήσεις που σε μεγάλο βαθμό ήταν σχέδιο της ίδιας της ιρλανδικής κυβέρνησης για την ανάκαμψη της οικονομίας 2011-2014. Ένας ακόμη παράγοντας που συνέβαλε στην επιτυχία του προγράμματος ήταν μια αποτελεσματική δημόσια διοίκηση ικανή να εφαρμόσει γρήγορα ένα μεγάλο αριθμό πολύπλοκων μεταρρυθμίσεων. Επίσης σημαντική ήταν η διάρθρωση της οικονομίας της Ιρλανδίας, που συνέχισε να προσελκύει και να επωφελείται κατά τη διάρκεια της κρίσης από τις ξένες επενδύσεις. Ωστόσο, η Ιρλανδία πρέπει να συνεχίσει τη βελτίωση της δημοσιονομικής της θέσης για να αντιμετωπίσει επιτυχώς την επόμενη ύφεση στην παγκόσμια οικονομία. Μια πιο ισχυρή δημοσιονομική θέση είναι ιδιαίτερα σημαντική επειδή η νομισματική πολιτική της δεν είναι ανεξάρτητη, και το χρέος του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα παραμένει υψηλό, καθιστώντας την Ιρλανδία πιο ευάλωτη σε αρνητικές διαταραχές. Βέβαια η Ιρλανδία έχει βελτιώσει σταθερά την δημοσιονομική θέση κατά τα τελευταία χρόνια, και αυτό αναμένεται να συνεχιστεί. Μεταξύ του 2009 και του 2014 το δημοσιονομικό έλλειμμα (εξαιρουμένων των μέτρων σχετικά με τις τράπεζες) υποχώρησε σημαντικά, ενώ το δημόσιο χρέος μειώθηκε επίσης. Για να διατηρηθεί όμως η βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης της Ιρλανδίας, το χρέος πρέπει να διατηρηθεί μεσοπρόθεσμα σε σταθερά πτωτική τροχιά, λαμβάνοντας υπόψη ότι ο ρυθμός μείωσης του χρέους είναι ευαίσθητος σε αρκετές μεσοπρόθεσμες αβεβαιότητες (OECD, 2015).

Η επιτυχία του προγράμματος ως προς τη αποκατάσταση της ιρλανδικής οικονομίας τεκμαίρεται και από την πιο πρόσφατη έκθεση της Επιτροπής (2015b). Το έγγραφο αυτό παρουσιάζει μια εκ των υστέρων αξιολόγηση του τριετούς προγράμματος οικονομικής βοήθειας της Ιρλανδίας που ολοκληρώθηκε το Δεκέμβριο του 2013. Το ιρλανδικό πρόγραμμα ήταν το δεύτερο στη ζώνη του ευρώ και το πρώτο που χρηματοδοτήθηκε από τα δύο νέα μέσα χρηματοδοτικής συνδρομής που δημιουργήθηκαν το 2010, δηλαδή τον EFSF και τον EFSM. Το πρόγραμμα είχε σχεδιαστεί για να αντιμετωπίσει τις συνέπειες της σοβαρής δημοσιονομικής και τραπεζικής κρίσης που ανάγκασε την Ιρλανδία να χάσει την πρόσβαση της στις αγορές, αλλά και για να καλύψει το κενό χρηματοδότησης της χώρας μέχρι να αποκατασταθεί η πρόσβαση της σε αυτές. Στην Ιρλανδία σε ένα παγκόσμιο πλαίσιο μείωσης των αποδόσεων και των ασφαλιστρών κινδύνου από το 2002 και μετά όλο και περισσότερο δημιουργούνταν μια φούσκα στην αγορά ακινήτων. Ο ιρλανδικός τραπεζικός τομέας επεκτάθηκε σε υπερβολικό βαθμό ενώ η εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα και οι μηχανισμοί εξυγίανσης (resolution) ήταν ανεπαρκείς. Η

φούσκα στην αγορά ακινήτων έσκασε το 2007, εκθέτοντας την τρωτότητα του ιρλανδικού χρηματοπιστωτικού τομέα. Το δημοσιονομικό έλλειμμα αυξήθηκε απότομα καθώς λόγω της κρίσης αυξήθηκαν οι πιέσεις για την κρατική στήριξη των ιρλανδικών τραπεζών. Το πρόγραμμα στην Ιρλανδία τέθηκε σε ένα κλίμα αβεβαιότητας όχι μόνο για την ίδια την χώρα αλλά και την ζώνη του ευρώ γενικότερα. Η αρχική αντίδραση των ιρλανδικών αρχών στα χρηματοπιστωτικά και δημοσιονομικά προβλήματα δεν ήταν επαρκής. Παράλληλα, εξελίξεις σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ επέδρασαν αρνητικά στην ιρλανδική κρίση. Η συνεχιζόμενη αβεβαιότητα σχετικά με το μέγεθος της οικονομικής κρίσης, και την ικανότητα της ιρλανδικής κυβέρνησης να απορροφήσει το κόστος της, οδήγησε τα επιτόκια των κρατικών ομολόγων σε επίπεδα ρεκόρ. Την ίδια στιγμή η κρίση εξαπλώνονταν περαιτέρω σε διάφορες χώρες και τομείς. Στις 21 Νοεμβρίου 2010 τελικά η ιρλανδική κυβέρνηση ζήτησε εξωτερική οικονομική βοήθεια. Συνολικά, το πρόγραμμα υπήρξε αποτελεσματικό. Πράγματι, η Ιρλανδία ανάκτησε την πρόσβαση της στις αγορές και σημείωσε σημαντική πρόοδο στην αποκατάσταση του χρηματοπιστωτικού τομέα, τη δημοσιονομική εξυγίανση και την αποκατάσταση της βιώσιμης ανάπτυξης. Η χρηματοδότηση που παρασχέθηκε στο πλαίσιο του προγράμματος επέτρεψε μια ομαλή και σταθερή αποκατάσταση της πρόσβασης της Ιρλανδίας στην αγορά κρατικού χρέους. Το πρόγραμμα επίσης ήταν αποτελεσματικό ως προς την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των πιστωτών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, όπως επιβεβαιώνεται από την πρόσβαση στις αγορές από τις δύο τράπεζες πυλώνες του ιρλανδικού τραπεζικού συστήματος. Παράλληλα, η εποπτεία των τραπεζών βελτιώθηκε σημαντικά, ενώ οι δημοσιονομικοί στόχοι που τέθηκαν ήταν ρεαλιστικοί και η έγκαιρη επίτευξη τους προσέθεταν στην αξιοπιστία του προγράμματος. Επιπλέον, το πρόγραμμα κατάφερε να σπάσει τον φαύλο κύκλο μεταξύ της κρίσης των τραπεζών και της κρίσης κρατικού χρέους που είχε αποδειχθεί τόσο επιζήμιος για την ιρλανδική οικονομία. Συνολικά, το πακέτο των 85 δισ. € που συμφωνήθηκε τον Δεκέμβριο του 2010 αποδείχθηκε επαρκές για την κάλυψη της χρηματοδότησης της Ιρλανδίας που χρειαζόταν μέχρι να ανακτήσει την πρόσβαση της στις αγορές σε βιώσιμα επίπεδα. Το πρόγραμμα περιείχε μια κατάλληλη δέσμη μέτρων για την αντιμετώπιση των οικονομικών και δημοσιονομικών προκλήσεων της Ιρλανδίας, ενώ το μνημόνιο που συνόδευε το πρόγραμμα ήταν θεμελιωμένο στο εθνικό σχέδιο για την ανάκαμψη που είχαν ήδη εκπονήσει οι ιρλανδικές αρχές. Περαιτέρω η άνετη επίτευξη των ρεαλιστικών δημοσιονομικών στόχων που έθετε το πρόγραμμα βοήθησε να δημιουργηθεί ένας ενάρετος κύκλος καλών ειδήσεων και αξιοπιστίας για την ιρλανδική

οικονομία. Το δημόσιο χρέος στην Ιρλανδία είναι τώρα σε μια καθοδική πορεία και ο δημοσιονομικός έλεγχος έχει ενισχυθεί. Η ιρλανδική οικονομία αναπτύσσεται δυναμικά και προβλέπεται να συνεχίσει να επεκτείνεται, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έχει μετατοπιστεί σε πλεονάσματα, ενώ η ανεργία μειώνεται και η ανταγωνιστικότητα έχει βελτιωθεί σημαντικά. Παρ' όλα αυτά οι προκλήσεις εξακολουθούν να υπάρχουν.

Συμπερασματικά, στην περίπτωση της Ιρλανδίας παρατηρήθηκε μια ταχεία ανάκαμψη της οικονομίας, η οποία έρχεται σε αντίθεση με την περίπτωση της Πορτογαλίας και κυρίως της Ελλάδας οι οποίες είχαν βυθιστεί στην ύφεση. Είναι ενδεικτικό, όπως φαίνεται στον Πίνακα 3 στο Παράρτημα, ότι το 2014 η ιρλανδική οικονομία μεγεθύνθηκε κατά 5,2% το οποίο είναι εντυπωσιακό δεδομένης της κρίσης που αντιμετώπισε τα προηγούμενα χρόνια. Επιπλέον, το δημοσιονομικό έλλειμμα ακολουθεί μια έντονη πτωτική πορεία καθώς από το ιλιγγιώδες 32,5% του ΑΕΠ το 2010 λόγω της διάσωσης των τραπεζών έφτασε στο 4,1% το 2014 όπως φαίνεται στον Πίνακα 4. Ακόμη σημαντικότερη είναι η μείωση του δημόσιου χρέους, που καταγράφεται στον Πίνακα 5, καθώς το 2014 έφτασε στο 109,7% του ΑΕΠ εδραιώνοντας την βιωσιμότητα της ιρλανδικής οικονομίας.

### **3.3 Ελλάδα**

Η περίπτωση της Ελλάδας αποτελεί μια συνεχιζόμενη αποτυχία των προγραμμάτων που εφαρμόζονται ήδη από το 2010 στην ελληνική οικονομία. Αρχικά το Μάιο του 2010, το Eurogroup συμφώνησε να χορηγήσει διμερή δάνεια ύψους 80 δισ. € που θα εκταμιεύονταν κατά την περίοδο από τον Μάιο του 2010 έως τον Ιούνιο του 2013. Η χρηματοδοτική βοήθεια που συμφωνήθηκε από τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ ήταν μέρος ενός κοινού πακέτου με το ΔΝΤ να παρέχει 30 δισ. €. Ωστόσο, το πρώτο αυτό πρόγραμμα απέτυχε να καταστήσει την Ελλάδα ικανή να επανακάμψει στις αγορές. Στις 14 Μαρτίου του 2012 οι υπουργοί οικονομικών της ζώνης του ευρώ ενέκριναν την χρηματοδότηση του δεύτερου προγράμματος οικονομικής προσαρμογής για την Ελλάδα το οποίο παρείχε επιπλέον 130 δισ. € για τα έτη 2012-2014 (η περίοδος αργότερα παρατάθηκε έως το τέλος του Ιουνίου του 2015) που προστέθηκαν στα μη εκταμιευμένα ποσά του πρώτου προγράμματος. Κι ενώ η χρηματοδότηση του πρώτου προγράμματος έγινε με διμερή δάνεια, το δεύτερο πρόγραμμα χρηματοδοτήθηκε από το

Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας το οποίο είχε τεθεί σε πλήρη λειτουργία από τον Αύγουστο του 2010. Συνολικά, το δεύτερο πρόγραμμα προέβλεπε οικονομική ενίσχυση των 164,5 δισ. € εκ των οποίων 144,7 δισ. € θα παρέχονταν μέσω του EFSF. Επιπλέον, κατά την έναρξη του δεύτερου προγράμματος, συμφωνήθηκε ότι θα πρέπει να υπάρχει συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI) για τη βελτίωση της βιωσιμότητας του χρέους στην Ελλάδα και η εθελοντική ανταλλαγή ομολόγων υπήρξε μια σημαντική συμβολή για το σκοπό αυτό. Όμως και αυτό το πρόγραμμα έληξε χωρίς να μπορεί η ελληνική κυβέρνηση να προσφύγει στις αγορές για αναχρηματοδότηση του χρέους της. Έτσι τον Αύγουστο του 2015 συμφωνήθηκε ένα τρίτο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής ανοίγοντας το δρόμο για την εκταμίευση μέχρι και 86 δισ. € για την περίοδο τριών ετών 2015-2018.

Στην πιο πρόσφατη ανάλυση βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους από την Επιτροπή (2015c) διαπιστώνεται ότι η οικονομική και χρηματοπιστωτική κατάσταση της Ελλάδας έχει επιδεινωθεί σε μεγάλο βαθμό εξαιτίας της πολιτικής αβεβαιότητας, της υστέρησης των κρατικών εσόδων και των αποφάσεων που οδήγησαν στην τραπεζική αργία και της επιβολής κεφαλαιακών ελέγχων. Ως εκ τούτου, η βιωσιμότητα του χρέους επιδεινώθηκε σημαντικά σε σχέση με το 2014 όπου η βιωσιμότητα του χρέους στην Ελλάδα βελτιώθηκε λόγω των χαμηλότερων επιτοκίων και της αντικατάστασης μέρους των εξωτερικών πηγών χρηματοδότησης από εσωτερικές πηγές. Οι παράγοντες αυτοί σε συνδυασμό με την πλήρη εφαρμογή του προγράμματος από τις ελληνικές αρχές θα μπορούσαν να μειώσουν το λόγο του χρέους προς το ΑΕΠ κάτω από το 124% για το 2020. Υπό αυτές τις συνθήκες, το χρέος θα ήταν βιώσιμο. Από τα τέλη του 2014 όμως μια πολύ σημαντική αποδυνάμωση της δέσμευσης για μεταρρυθμίσεις και υπαναχωρήσεις σε σχέση με προηγούμενες μεταρρυθμίσεις και ένα γενικό κλίμα αβεβαιότητας οδήγησαν σε σημαντική επιδείνωση της οικονομικής ανάπτυξης και των δημοσιονομικών προοπτικών της χώρας. Συγκεκριμένα, οι παράμετροι που οδήγησαν στην επιδείνωση της βιωσιμότητας του χρέους είναι οι εξής. Πρώτον, μια σημαντική προς τα κάτω αναθεώρηση του ρυθμού ανάπτυξης. Δεύτερον, τα αναμενόμενα αποτελέσματα του πρωτογενούς πλεονάσματος αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω. Το δημοσιονομικό πρόγραμμα το οποίο ήταν στη σωστή πορεία στη συνέχεια ανετράπη εξαιτίας της επιβράδυνσης του ρυθμού υλοποίησης των μεταρρυθμίσεων οδηγώντας τελικά σε ένα ισορροπημένο αλλά όχι πλεονασματικό ισοζύγιο. Τρίτον, η πολιτική αβεβαιότητα, η επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων και η σοβαρή έλλειψη ρευστότητας στην ελληνική οικονομία απαιτεί πλέον μια περαιτέρω αναθεώρηση προς τα κάτω των δημοσιονομικών στόχων



τουλάχιστον για την περίοδο 2015-2017. Τέταρτον, τα έσοδα από τις ιδιωτικοποιήσεις είναι πιθανό να είναι χαμηλότερα σε σχέση με ότι προβλεπόταν. Πέμπτον, οι δυνητικές ανάγκες χρηματοδότησης για τον τραπεζικό τομέα έχουν αυξηθεί σημαντικά καθώς η κατάσταση των ελληνικών τραπεζών είναι συνεχώς υπό πίεση λόγω της επιδείνωσης της ποιότητας του ενεργητικού τους, την καθυστέρηση της διαδικασίας επίλυσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων και της δυσμενούς επίδρασης των κεφαλαιακών ελέγχων για την οικονομική δραστηριότητα. Έτσι οι τράπεζες αναμένεται να αντιμετωπίσουν σημαντικές κεφαλαιακές ανάγκες.

Πριν από τις πρόσφατες πολιτικές εξελίξεις ο Paul Thomsen (2014), ο επικεφαλής της ομάδας του ΔΝΤ στην Ελλάδα, επεσήμανε ότι η ελληνική οικονομία έκανε μια σημαντική πρόοδο στην αποκατάσταση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας. Εκείνη την στιγμή, το λεγόμενο "Grexit" ήταν εκτός συζήτησης και το μέλλον της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ δεν αμφισβητούταν. Επιπλέον, την περίοδο εκείνη αναμένονταν θετικοί ρυθμοί ανάπτυξης μετά από επτά χρόνια οικονομικής ύφεσης. Επίσης, η ελληνική κυβέρνηση είχε καταφέρει να βγει στις αγορές για βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Γενικότερα, η πρόοδος που είχε γίνει έδειχνε ότι η ελληνική οικονομία είχε σταθεροποιηθεί. Οι εξελίξεις αυτές οικοδόμησαν μια συγκρατημένη αισιοδοξία, όπως τόνιζε ο Paul Thomsen. Βέβαια ο επικεφαλής του ΔΝΤ σημείωνε ότι ακόμα ήταν νωρίς για να αναγνωρίσει ότι η ελληνική οικονομία έχει επανακάμψει. Πράγματι, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις πρέπει να επιταχυνθούν, η ανταγωνιστικότητα πρέπει να ενισχυθεί, η δημοσιονομική προσαρμογή πρέπει να συνεχιστεί και τα κατεστημένα συμφέροντα που εμποδίζουν τις μεταρρυθμίσεις πρέπει να αντιμετωπιστούν. Στο πλαίσιο αυτό, ο Paul Thomsen έδινε μεγάλη έμφαση στην πρόοδο που έχει σημειωθεί στην αποκατάσταση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας. Επεσήμαινε ότι η δημοσιονομική προσαρμογή της ελληνικής οικονομίας ήταν πραγματικά εξαιρετική υπογραμμίζοντας ότι ενώ η Ελλάδα ξεκίνησε το πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής της με διψήφια έλλειμμα, σε μια περίοδο τεσσάρων ετών επετεύχθη πρωτογενές πλεόνασμα. Ωστόσο, ο Paul Thomsen υπενθυμίζει ότι θα απαιτούνταν πρόσθετες προσπάθειες για την εξομάλυνση των οικονομικών συνθηκών.

Στο ίδιο μήκος κύματος η σχετική έκθεση του IMF (2014) για την Ελλάδα σημείωνε ότι η Ελλάδα έχει σημειώσει σημαντική πρόοδο όσον αφορά στην εξισορρόπηση της οικονομίας. Πράγματι, οι ανισορροπίες πριν από την κρίση, όπως είναι το δημοσιονομικό έλλειμμα, το δημόσιο χρέος και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, μέχρι τα τέλη του 2013

είχαν βελτιωθεί. Ωστόσο, η πρόοδος αυτή δεν είχε συνοδευτεί από μεταρρυθμίσεις που βελτιώνουν την παραγωγικότητα. Αντίθετα, λόγω της αντίστασης των κατεστημένων συμφερόντων, η δημοσιονομική προσαρμογή που έχει επιτευχθεί συνοδεύεται από ύφεση, καθώς οι μισθοί έχουν μειωθεί, η ανεργία έχει αυξηθεί, η κατανομή του εισοδήματος επιδεινώθηκε, και ένα όλο και μεγαλύτερο ποσοστό του πληθυσμού αντιμετωπίζει τον κίνδυνο της φτώχειας. Η έκθεση του IMF που εκπονήθηκε από το προσωπικό του ΔΝΤ αναγνωρίζει ότι υπάρχουν περεταίρω σημάδια οικονομικής σταθεροποίησης. Πράγματι, η συρρίκνωση του ΑΕΠ ήταν χαμηλότερη από ότι είχε αρχικά προβλεφθεί, κυρίως λόγω της έκρηξης στον τομέα του τουρισμού που άμβλυσε τις αρνητικές επιπτώσεις της δημοσιονομικής προσαρμογής. Έτσι, οι οικονομικές συνθήκες το 2014 φαίνεται να είχαν βελτιωθεί. Επιπλέον, η ανεργία μειώθηκε ελαφρώς. Επιπλέον, η εσωτερική υποτίμηση που επέβαλε την πτώση των μισθών στον ιδιωτικό τομέα από το 2009 βελτίωσε την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας και τη μείωση των τιμών καταναλωτή. Ωστόσο, η πτώση των τιμών δεν ήταν της ίδιας κλίμακας με τις μειώσεις μισθών. Αυτό σημαίνει ότι εξακολουθούν να υπάρχουν ακαμψίες στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών. Τα σημάδια της οικονομικής σταθεροποίησης ήταν ιδιαίτερα εμφανή και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών το οποίο άρχισε να παρουσιάζει πλεονάσματα μετά από δεκαετίες ελλείμμάτων. Στην πράξη όμως η βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στηρίζεται στη συρρίκνωση των εισαγωγών, καθώς οι εξαγωγικές επιδόσεις της χώρας είναι φτωχές και υστερούν σε σχέση με τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Ένα άλλο πολύ σημαντικό σημάδι της σταθεροποίησης αναφέρεται στο πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα ίσο με το 0,8% του ΑΕΠ που η ελληνική κυβέρνηση πέτυχε το 2013. Το πλεόνασμα οφειλόταν κυρίως στην μείωση των κρατικών δαπανών και στα υψηλότερα από τα αναμενόμενα έσοδα του κράτους. Οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες είχαν βελτιωθεί επίσης. Πράγματι, η εξάρτηση των τραπεζών από τη χρηματοδότηση της κεντρικής τράπεζας είχε μειωθεί σε σύγκριση με το αποκορύφωμά της το 2012 και η ρευστότητα τους είχε αυξηθεί. Ωστόσο, συνέχιζε στην αγορά να υπάρχει πιστωτική συρρίκνωση. Παρά το γεγονός ότι η χρηματοπιστωτική σταθερότητα είχε επιτευχθεί λόγω της στήριξης της ρευστότητας των τραπεζών και της ανακεφαλαιοποίησης, οι ισολογισμοί των τραπεζών αντιμετώπιζαν προβλήματα λόγω των μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPLs). Επιπλέον, το 2014 η ελληνική κυβέρνηση απέκτησε εκ νέου πρόσβαση στις αγορές, ενώ το ενδιαφέρον των επενδυτών φαινόταν να έχει επιστρέψει. Είναι πολύ σημαντικό ότι οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων

ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου μειώθηκαν. Επίσης, κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών υπήρξε πρόοδος όσον αφορά στις θεσμικές μεταρρυθμίσεις, όπως η φορολογική διοίκηση, η διαχείριση των δημόσιων οικονομικών και η δημόσια διοίκηση. Συνολικά, σύμφωνα με την έκθεση του IMF (2014) οι οικονομικές εξελίξεις στην ελληνική οικονομία ήταν συνεπείς με το πρόγραμμα οικονομικής στήριξης, αλλά το μακροοικονομικό πλαίσιο δεν έχει αλλάξει. Ειδικότερα, η δυναμική του δημόσιου χρέους παρέμενε σε γενικές γραμμές αμετάβλητη. Το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ από το 2020 και έπειτα αναμένεται να υποχωρήσει στο 128%. Ωστόσο, αυτή η ταχεία βελτίωση προϋπέθετε την συνεχή πραγματοποίηση πρωτογενών πλεονασμάτων που θα υπερέβαιναν το 4% του ΑΕΠ για πολλά χρόνια, και υψηλό ρυθμό αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ. Στην πραγματικότητα η βιωσιμότητα του χρέους χρειάζεται περισσότερο απαιτητική δημοσιονομική προσαρμογή όπως διαπιστώνεται στην έκθεση. Εκτός αυτού, το πρωτογενές πλεόνασμα πρέπει να παραμείνει σε υψηλό επίπεδο για πολλά χρόνια. Ωστόσο, η πολιτική δέσμευση σε μια τέτοια δημοσιονομική στρατηγική είναι υπό αμφισβήτηση. Εν κατακλείδι, η έκθεση επισημαίνει ότι η βιωσιμότητα του χρέους παραμένει μια σοβαρή ανησυχία.

Παρά την αδιαμφισβήτητη αυτή πρόοδο η οποία προβλήθηκε καθ' υπερβολή ως success story της ελληνικής οικονομίας, ακολούθησε μια περίοδο πολιτικής αστάθειας η οποία εκ των πραγμάτων επέφερε μια αδράνεια ως προς την υλοποίηση του προγράμματος. Σύμφωνα με την πρόσφατη έκθεση του IMF (2015) το δημόσιο χρέος της Ελλάδας εκτιμάται ως μη βιώσιμο. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην πλημμελή εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων και στην επιδείνωση του μακροοικονομικού και χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος στο εσωτερικό της χώρας λόγω της τραπεζικής αργίας και της επιβολής ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων. Έτσι έχει διαμορφωθεί μια αρνητική δυναμική. Είναι ενδεικτικό ότι σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ πέρα από την εκτίναξη των χρηματοδοτικών αναγκών της χώρας το δημόσιο χρέος αναμένεται να φθάσει το επίπεδο ρεκόρ του 200% του ΑΕΠ. Είναι προφανές ότι ένα τέτοιο χρέος δεν είναι βιώσιμο και το ΔΝΤ καλεί σε απομείωση του χρέους προκειμένου αυτό να καταστεί βιώσιμο.

Πράγματι, διαπιστώνεται ότι το πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής που επιβλήθηκε στην ελληνική οικονομία απέτυχε καθώς το ελληνικό ΑΕΠ σωρευτικά έχει μειωθεί κατά περισσότερο από 25% από την έναρξη της κρίσης και η ανεργία έχει φτάσει σε πρωτοφανή επίπεδα, ενώ η δημοσιονομική ισορροπία της χώρας δεν έχει αποκατασταθεί και η χώρα δεν μπορεί να επανακάμψει στις αγορές για να χρηματοδοτήσει την εξυπηρέτηση του χρέους της. Σε αυτό το

πλαίσιο η αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους θεωρείται σε μεγάλο βαθμό αναπόφευκτη, αν και οι υπολογισμοί σχετικά με το μέγεθος της εν λόγω διαγραφής διαφέρουν σημαντικά. Η αναδιάρθρωση και διαγραφή του χρέους αναδεικνύεται ως λύση του προβλήματος για τους παρακάτω λόγους. Πρώτον, η Ελλάδα σήμερα είναι σε δεινή θέση καθώς η διάλυση της παραγωγικής της βάσης δεν επιτρέπει θετικές προσδοκίες ως προς τους μελλοντικούς ρυθμούς ανάπτυξης που θα μπορούσαν να θέσουν το χρέος σε μια βιώσιμη πορεία. Δεύτερον, η διατήρηση ενός μεγάλου και ανεξέλεγκτου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ, του οποίου η βιωσιμότητα διαρκώς αμφισβητείται, αποτελεί πηγή ανησυχίας και αβεβαιότητας για τις αγορές οι οποίες απαιτούν υψηλά πριμ ρίσκου ασκώντας ανοδικές πιέσεις στα επιτόκια δανεισμού. Στο σημείο αυτό εμφανίζεται το πρόβλημα της αυτό-εκπληρούμενης προσδοκίας, δηλαδή αν οι δανειστές εκτιμούν ότι η χώρα θα χρεοκοπήσει η συμπεριφορά τους, δηλαδή η πολύ μεγάλη αύξηση των επιτοκίων, οδηγεί σε αυτό ακριβώς το αποτέλεσμα. Παράλληλα, η ύπαρξη ενός μεγάλου χρέους είναι ένας αντιαναπτυξιακός παράγοντας αφού ακόμα κι αν είναι βιώσιμο η εξυπηρέτηση του απαιτεί υψηλή φορολογία που με την σειρά τους απομυζεί πολύτιμους πόρους από την εθνική οικονομία. Τρίτον, η δημοσιονομική προσαρμογή και η πολιτική λιτότητας που εφαρμόστηκαν ως σήμερα δεν απέδωσαν τα αναμενόμενα αποτελέσματα, καθώς η εξασθένηση της ανάπτυξης που προκλήθηκε εξαιτίας των πολιτικών αυτών δυσχεραίνει την αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας της χώρας. Η ελληνική οικονομία δηλαδή έχει εγκλωβιστεί σε μια παγίδα χρέους. Τέταρτον, η σταδιακή μείωση του δημόσιου χρέους και του δημοσιονομικού βάρους της εξυπηρέτησης του θα λειτουργούσε ως κίνητρο για την συνέχιση και ολοκλήρωση των μεταρρυθμίσεων. Πέμπτον, το μέγεθος του τρέχοντος χρέους της χώρας είναι τόσο μεγάλο που καθιστά ουσιαστικά την επιστροφή της στις αγορές κεφαλαίου και άρα την εξυπηρέτηση του χρέους αδύνατη. Έκτον, η επιλογή της διαγραφής του χρέους θα κατένειμε περισσότερα ισόρροπα το βάρος ανάμεσα στην ελληνική κυβέρνηση και τους δανειστές της που πλέον είναι τα κράτη μέλη της ΕΕ και τα συμβαλλόμενα κράτη στο ΔΝΤ. Γενικότερα λοιπόν υποστηρίζεται ότι λαμβάνοντας υπόψη τόσο την οικονομική θεωρία όσο και την πρόσφατη εμπειρία ένας μηχανισμός αναδιάρθρωσης χρέους εντός της ζώνης του ευρώ θα μπορούσε να επιλύσει τα ανακύπτοντα προβλήματα. Βέβαια η λειτουργία ενός τέτοιου μηχανισμού προσκρούει σε πολλά εμπόδια και αντιδράσεις (Βαληνάκης, Καζάκος & Μαραβέγιας, 2013).

Συμπερασματικά, σε όλη την διάρκεια των προγραμμάτων βοήθειας της ελληνικής οικονομίας διαπιστώθηκε ελλιπής εφαρμογή των διαρθρωτικών μέτρων, αναδείχτηκαν οι αδυναμίες της

δημόσιας διοίκησης και υπήρξαν κοινωνικές αναταραχές και πολιτική αστάθεια. Την ίδια στιγμή, παρά την προσπάθεια μείωση των ελλειμμάτων, η κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας και η συνακόλουθη ύφεση ήταν πολύ μεγαλύτερες από ότι αναμένονταν δυσχεραίνοντας τον στόχο της επανάκαμψης στις αγορές. Στην περίπτωση της Ελλάδας μάλιστα, τα μέτρα που επιβλήθηκαν δεν κατάφεραν ως σήμερα να απομακρύνουν τον κίνδυνο της χρεοκοπίας καθώς η οικονομία συνεχίζει να βυθίζεται στην ύφεση και τα δημοσιονομικά της μεγέθη να καθιστούν το χρέος της ουσιαστικά μη βιώσιμο. Πράγματι όπως φαίνεται και στον Πίνακα 5 στο Παράρτημα, το δημόσιο χρέος της Ελλάδας για το 2014 διαμορφώθηκε σε 177,1% έχοντας μάλιστα αυξηθεί σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια. Είναι προφανές ότι ένα τόσο μεγάλο ποσοστό χρέους δεν είναι βιώσιμο και το μέγεθος της δημοσιονομικής προσαρμογής θα πρέπει να είναι τεράστιο. Το 2014, όπως δείχνει ο Πίνακας 4, το δημοσιονομικό έλλειμμα ήταν μόλις 3,5% όμως τα προηγούμενα έτη ακόμη και με την εφαρμογή του προγράμματος τα ελλείμματα που δημιουργήθηκαν ήταν πολύ υψηλά. Τεκμαίρεται συνεπώς το συμπέρασμα ότι ουσιαστικά η δημοσιονομική κατάσταση της χώρας όπως αυτή αποτυπώνεται στο μέγεθος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ έχει επιδεινωθεί. Η υφιστάμενη δυναμική του χρέους είναι μη βιώσιμη καθώς αυτή δεν εξαρτάται μόνο από το δημοσιονομικό αποτέλεσμα που επιτυγχάνεται στο πλαίσιο του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής, αλλά και από το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ<sup>7</sup>.

Επιχειρώντας έναν απολογισμό της οικονομική κρίσης της Ελλάδα, η οποία έχει καταστρέψει το 25% του ΑΕΠ και έχει οδηγήσει περισσότερο από το ένα τέταρτο του εργατικού δυναμικού στην ανεργία σε μια περίοδο πέντε ετών, υπογραμμίζεται ότι μια σειρά παραγόντων σε ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο ενίσχυσαν ένα αρνητικό σπινάλ για την ελληνική οικονομία: σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η μη ισορροπημένη ευρωπαϊκή οικονομική αρχιτεκτονική και σε εθνικό επίπεδο οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας και η λειτουργία του πολιτικού συστήματος

---

<sup>7</sup> Η δυναμική του χρέους δεν θεμελιώνεται μόνο στα ετήσια δημοσιονομικά ελλείμματα τα οποία σωρευτικά δημιουργούν το δημόσιο χρέος, αλλά και στο ρυθμό αύξησης ή μείωσης του ΑΕΠ. Η εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους βασίζεται στους πόρους που διαθέτει μια οικονομία και από τους οποίους μπορεί να αντλήσει έσοδα για να κατευθυνθούν στην αποπληρωμή του χρέους. Έτσι, η σχέση του δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ συνιστά έναν θεμελιώδη μακροοικονομικό παράγοντα. Ο λόγος του δημοσίου χρέους ως προς το ΑΕΠ μπορεί να αυξάνεται ακόμη κι αν επιτυγχάνονται πρωτογενή πλεονάσματα τα οποία όμως συνοδεύονται από μεγαλύτερη πτώση του ρυθμού ανάπτυξης. (Μαλλιαρόπουλος κ.α., 2010).

και του δημόσιου τομέα. Αυτοί οι παράγοντες, μαζί με την κακοδιαχείριση της κρίσης σε ευρωπαϊκό και εγχώριο επίπεδο, έχουν καταστήσει την Ελλάδα μια απογοητευτική αποτυχία (Petraikos, 2014).

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που εκδηλώθηκε αρχικά στις ΗΠΑ την περίοδο 2007/2008 μεταδόθηκε στην Ευρώπη με ταχύτητα πλήττοντας ιδιαίτερα τις χώρες της περιφέρειας όπως την Ιρλανδία, την Πορτογαλία και κυρίως την Ελλάδα. Η ΕΕ δεν κατάφερε να ανταποκριθεί με αποτελεσματικότητα στην άσχημη αυτή διεθνή συγκυρία και οι ενέργειες της υπήρξαν καθυστερημένες, και αποσπασματικές. Ένα από τα εμπόδια που συνάντησαν τα κοινοτικά όργανα στην αποτελεσματική αντιμετώπιση της κρίσης ήταν ότι δεν υπήρχε κανένας μηχανισμός επίλυσης κρίσεων για τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Η κρίση του δημόσιου χρέους ξέσπασε χωρίς κανείς να την περιμένει και οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής θα έπρεπε να αυτοσχεδιάσουν. Η έλλειψη αυτού του μηχανισμού διαχείρισης της κρίσης είχε αρχικά αντιμετωπιστεί με κάποιες προσωρινές ρυθμίσεις: διμερή δάνεια από τους εταίρους της ζώνης του ευρώ στην Ελλάδα τον Μάιο του 2010 και ίδρυση δύο προσωρινών μηχανισμών χρηματοδότησης, δηλαδή του EFSF (Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας) και του EFSM (Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης).

Δεδομένου ότι η αποστολή του EFSF, η διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην Ευρώπη με την παροχή οικονομικής βοήθειας προς τις χώρες της ζώνης του ευρώ, κρίνεται ότι ο βαθμός της αποτελεσματικότητας του συσχετίζεται με την έξοδο των χωρών στις αγορές προκειμένου να αναχρηματοδοτήσουν το χρέος τους και να καλύψουν τα ετήσια δημοσιονομικά τους ελλείμματα. Συνεπώς με βάση το κριτήριο αυτό διαπιστώνεται ότι ο ρόλος του EFSF στην περίπτωση της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας υπήρξε θετικός καθώς οι δύο αυτές χώρες ολοκλήρωσαν τα προγράμματα χρηματοδοτικής στήριξης και δημοσιονομικής προσαρμογής και πλέον δανείζονται από τις αγορές. Αντίθετα στην περίπτωση της Ελλάδας, παρά το γεγονός ότι δόθηκαν πολλαπλάσια δάνεια, η χώρα δεν κατάφερε ακόμη να διορθώσει τις ανισορροπίες της και συνεχίζει να αποκλείεται από τις αγορές. Άρα στην περίπτωση αυτή ο ρόλος του EFSF δεν κρίνεται θετικός. Αξίζει ωστόσο να σημειωθεί ότι ο πραγματικός ρόλος του EFSF είναι να λειτουργεί ως όργανο ειδικού σκοπού προκειμένου να παρέχει τα απαραίτητα δάνεια στις χώρες που βρίσκονται σε δυσχέρεια. Η λογική πίσω από την λειτουργία του EFSF είναι ότι η παροχή δανείων αποτρέπει τη χρεοκοπία των εν λόγω χωρών και μέσω των όρων και προϋποθέσεων που συνοδεύουν τις εκταμιεύσεις των δανείων επιβάλλεται ένα είδος εξωτερικού αναγκασμού ως προς την προώθηση και εφαρμογή των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων και πολιτικών που σκοπό

έχουν την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών. Σε κάθε περίπτωση είναι σχεδόν βέβαιο ότι χωρίς την ενεργοποίηση του EFSF η μόνη εναλλακτική για την Ιρλανδία, την Πορτογαλία και την Ελλάδα θα ήταν η αδυναμία αποπληρωμής των δανειακών τους υποχρεώσεων.

Συμπερασματικά, η σύγκριση των οικονομικών, χρηματοοικονομικών και δημοσιονομικών συνθηκών στις χώρες που δέχτηκαν οικονομική βοήθεια καταδεικνύει ότι η ελληνική οικονομία χτυπήθηκε με πολύ μεγαλύτερη ένταση κατά τη διάρκεια της κρίσης σε σχέση με την Ιρλανδία, την Πορτογαλία ή την Ισπανία. Ενώ η Ελλάδα έχει βυθιστεί σε ύφεση και εξακολουθεί να εξαρτάται από την οικονομική βοήθεια από τη διεθνή κοινότητα, τα προγράμματα προσαρμογής φαίνεται να έχουν μεγαλύτερη επιτυχία στις άλλες τρεις χώρες. Αυτό καθιστά την περίπτωση της Ελλάδας μοναδική.

Γενικότερα, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η κρίση στην ζώνη του ευρώ και ο τρόπος αντιμετώπισης έθεσε σε δοκιμασία όχι μόνο την συνοχή της ευρωζώνης αλλά και την βιωσιμότητα του ευρύτερου ενοποιητικού εγχειρήματος. Πράγματι, η Ευρωπαϊκή Ένωση είναι μια ομάδα χωρών με εξαιρετικούς παραγωγικούς συντελεστές και πόρους, είναι όμως επίσης μια περιοχή με εδαφική και εθνική ποικιλομορφία, με 550 εκατομμύρια κατοίκους και 28 κράτη μέλη. Αυτή η ποικιλομορφία των οικονομιών της ΕΕ συνιστά αναμφισβήτητα τη μεγαλύτερη πρόκληση καθώς κατά την διάρκεια της κρίσης υπήρξαν εντάσεις μεταξύ των κρατών μελών που υποδείκνυαν περισσότερο την μεταξύ τους απόκλιση παρά την προσέγγιση. Οι επιπτώσεις της κρίσης συνεχίζουν να είναι σοβαρότατες καθώς πολλά από τα κράτη μέλη αντιμετωπίζουν έντονο δημόσιο χρέος, ενώ οι πολιτικές λιτότητας φαίνονται αδύναμες να επαναφέρουν τη σταθερότητα. Το γεγονός αυτό οδήγησε κάποιους να αμφισβητούν την βιωσιμότητα της ΕΕ και να προτείνουν ακόμη και την απόσχιση των επιμέρους κρατών μελών και συγκεκριμένα της Ελλάδας. Πράγματι, η ευρωπαϊκή οικονομική κρίση έχει διακόψει ουσιαστικά το ενοποιητικό εγχείρημα για ολοένα και στενότερη συνεργασία, σύγκλιση και ενοποίηση των μελών της ΕΕ. Ενώ εδώ και πολλά χρόνια, το μεγάλο ευρωπαϊκό σχέδιο προχωρούσε ομαλά, προσθέτοντας νέα μέλη, καταργώντας ολοένα και περισσότερους φραγμούς που χωρίζουν τους Ευρωπαίους, εξασφαλίζοντας μεγαλύτερη ευημερία. Αυτή η κρίση είναι η πρώτη μεγάλη δοκιμασία της ευρωπαϊκής ενοποίησης. Αν και οι εθνικές και κοινοτικές προσπάθειες για την αντιμετώπιση της κρίσης έχουν με την πάροδο του χρόνου συντονιστεί σε μεγαλύτερο βαθμό, για την διαδικασία οριστικής επίλυσης της κρίσης εξακολουθούν να γίνονται



πολύ λίγα και πολύ αργά. Εάν οι κυβερνήσεις της Ευρώπης επιτύχουν να διατηρήσουν την συνοχή της ΕΕ, να ενισχύσουν τους ευρωπαϊκούς θεσμούς και να μεταβάλουν την αρχιτεκτονική και διακυβέρνηση της ευρωζώνης, τότε η Ευρώπη θα ανακάμψει με μια πιο δυναμική και εύρωστη οικονομία και μια μεγαλύτερη πολιτική συνοχή ικανή να αντιμετωπίσει όχι μόνο τις σημερινές προκλήσεις, αλλά και εκείνες του μέλλοντος. Ενταγμένο μέσα σε αυτό το ευρύτερο πλαίσιο της ΕΕ η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας γίνεται αντιληπτή ως ένα από τα ad hoc μέτρα, ενδεχομένως όχι επαρκές, αλλά προς την σωστή κατεύθυνση της θωράκισης της ευρωπαϊκής συνοχής.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ελληνική

- Βαληνάκης, Γ. Καζάκος, Π. Μαραβέγιας Ν. (2013). *Η έξοδος από την κρίση: Εφαρμόσιμες Εναλλακτικές Πολιτικές Προτάσεις*. Ευρωπαϊκό Κέντρο Αριστείας Jean Monnet.
- Ελληνική Στατιστική Αρχή (2015), *Δημοσιονομικά στοιχεία για την περίοδο 2011-2014*, Δελτίο Τύπου
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2012), *Ενα νόμισμα για μια Ευρώπη: Ο δρόμος προς το ευρώ*, [online], Διαθέσιμο στο: [http://europedirect.pde.gov.gr/images/pubs/book\\_17.pdf](http://europedirect.pde.gov.gr/images/pubs/book_17.pdf)
- Μαλλιάρopoulos, Δ., Αναστασάτος, Τ., (2010). Η δυναμική του ελληνικού δημόσιου χρέους και γιατί η χρεοκοπία δεν αποτελεί επιλογή, *Οικονομία και Αγορές*, τόμος V, τεύχος 9.
- Μούσης, Ν. (2011), *Ευρωπαϊκή Ένωση: δίκαιο, οικονομία, πολιτική*, Αθήνα: Παπαζήσης

### Ξένη

- Arnold, I. J. (1999). The third leg of the stool: Financial stability as a prerequisite for EMU. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 135(2), 280-305.
- Beker, V. A., & Moro, B. (2016). Current Issues and Policies. In *Modern Financial Crises* (pp. 223-245). Springer International Publishing.
- Bofinger, P., Enderlein, H., Padoa-Schioppa, T., & Sapir, A. (2010). Eurozone needs a permanent bail-out fund. *The Financial Times*, 27.
- Closa, C., & Maatsch, A. (2014). In a spirit of solidarity? Justifying the European Financial Stability Facility (EFSF) in national parliamentary debates. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 52(4), 826-842.
- Collignon, S. (2012). ECB Interventions, OMT and the Bankruptcy of the No-bailout Principle. *Briefing papers for the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, October*. Available from: [www.stefanollignon.eu](http://www.stefanollignon.eu) Author query: please provide the URL for this specific document, and also add the 'Accessed on' date.
- Darvas, Z. (2012). *The euro crisis: ten roots, but fewer solutions* (No. 2012/17). Bruegel Policy Contribution.

- De Grauwe, P. (2010). Crisis in the eurozone and how to deal with it. *CEPS Policy Brief*, (204).
- De Grauwe, P. (2013). A fragile Eurozone in Search of a Better Governance. *The Economic and Social Review*, 43(1, Spring), 1-30.
- European Commission (2014). *The Economic Adjustment Programme for Portugal Eleventh Review*. Occasional Papers 191.
- European Commission (2015). *Post-Programme Surveillance Report: Portugal*. Institutional Paper 006.
- European Commission (2015b). *Ex post Evaluation of the Economic Adjustment Programme Ireland, 2010-2013*. Institutional Paper 004.
- European Commission (2015c). *Debt sustainability analysis*
- Gocaj, L., & Meunier, S. (2013). Time will tell: the EFSF, the ESM, and the Euro Crisis. *Journal of European Integration*, 35(3), 239-253.
- Gros, D., & Mayer, T. (2011). EFSF 2.0 or the European Monetary Fund. *CESifo Journal for Institutional Comparisons*, 9(3), 31-37.
- Hallerberg, M. (2011). Fiscal federalism reforms in the European Union and the Greek crisis. *European Union Politics*, 12(1), 127-142.
- IMF (2014). *Greece: IMF Country Report No. 14/151*
- IMF (2015). *Greece: an update of IMF staff's preliminary public debt sustainability analysis*. IMF Country Report No. 15/186
- Konrad, K. A. (2014). Balancing Austerity and Strategies for Growth. In *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly* (Vol. 31, No. 2, pp. 8-15). CFA Institute.
- Kouretas, G. P. (2012). The Greek Debt Crisis: Origins and Implications.
- Lane, P. R. (2012). The European sovereign debt crisis. *The Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 49-67.
- Larch, M., Van den Noord, P., & Jonung, L. (2010). *The stability and growth pact: lessons from the great recession*. European Commission - General Directorate Economic and Financial Affairs
- Maris, G., & Sklias, P. (2015). France, Germany and the New Framework for EMU Governance. *Journal of Contemporary European Studies*, 1-23.

- OECD (2014). *OECD Economic Surveys: Portugal*
- OECD (2015). *OECD Economic Surveys: Ireland*
- Reis, R. (2015). *Looking for a success: The euro crisis adjustment programs*. BPEA Conference Draft, September 10-11.
- Sklias, P., & Maris, G. (2013). The political dimension of the Greek financial crisis. *Perspectives on European Politics and Society*, 14(1), 144-164.
- Tomsen, P. (2014), Interview on Greece: Grounds for Cautious Optimism, *IMF Survey Magazine: Countries & Regions*
- Tsebelis, G. (2016). Lessons from the Greek crisis. *Journal of European Public Policy*, 23(1), 25-41.
- Wyplosz, C. (2014). The Eurozone crisis: A near-perfect case of mismanagement. *Economia Marche-Journal of Applied Economics*, 33(1).

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

**Πίνακας 1. Εξέλιξη του ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές (2008-2014)**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	187.547,2	169.431,7	166.157,5	173.940,0	174.845,3	179.447,7	189.045,9
ΕΛΛΑΔΑ	242.096,1	237.431,0	226.209,6	207.751,9	194.203,7	182.438,3	179.080,6
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	178.872,6	175.448,2	179.929,8	176.166,6	168.398,0	169.394,9	173.045,5

Πηγή: Eurostat (2015)

**Πίνακας 2. Εξέλιξη του ΑΕΠ με έτος βάσης το 2010 (2008-2014)**

ΓΕΟ/ΤΙΜΕ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	105,6	99,6	100,0	102,6	102,7	104,2	109,6
ΕΛΛΑΔΑ	110,6	105,8	100,0	91,1	85,1	81,8	82,5
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	101,1	98,1	100,0	98,2	94,2	92,7	93,5

Πηγή: Eurostat (2015)

**Πίνακας 3. Ποσοστιαία μεταβολή του ΑΕΠ (2008-2014)**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	-2,2	-5,6	0,4	2,6	0,2	1,4	5,2
ΕΛΛΑΔΑ	-0,4	-4,4	-5,4	-8,9	-6,6	-3,9	0,8
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	0,2	-3	1,9	-1,8	-4	-1,6	0,9

Πηγή: Eurostat (2015)

**Πίνακας 4. Έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ (2008-2014)**

ΓΕΟ/ΤΙΜΕ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	-7,0	-13,9	-32,5	-12,7	-8,1	-5,8	-4,1
ΕΛΛΑΔΑ	:	-15,7*	-10,7*	-10,2	-8,7	-12,3	-3,5
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	-3,8	-9,8	-11,2	-7,4	-5,6	-4,8	-4,5

Πηγή: Eurostat (2015)

\*Η Eurostat δεν παρέχει στοιχεία για την περίοδο ως το 2010 και τα δεδομένα της περιόδου αυτής συμπληρώθηκαν από την ΕΛ.ΣΤΑΤ (2015).

**Πίνακας 5. Δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ (2008-2014)**

ΓΕΟ/ΤΙΜΕ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	42,6	62,3	87,4	111,2	121,7	123,2	109,7
ΕΛΛΑΔΑ		129,7*	146*	171,3	156,9	175	177,1
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	71,7	83,6	96,2	111,1	125,8	129,7	130,2

Πηγή: Eurostat (2015)

\*Η Eurostat δεν παρέχει στοιχεία για την περίοδο ως το 2010 και τα δεδομένα της περιόδου αυτής συμπληρώθηκαν από την ΕΛ.ΣΤΑΤ (2015).