



# Πριν και Μετά το Ευρώ: Οι Κύκλοι της Μεταπολίτευσης και η Ελληνική Οικονομία

*(Διαφάνειες από την διάλεξη του Καθηγητού κ. Γιώργου Αλογοσκούφη, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών).*

---

## Αλλαγές στις Οικονομικές Προτεραιότητες και Κανόνες Πολιτικής

---

Οι αλλαγές στις προτεραιότητες της οικονομικής πολιτικής σημειώθηκαν ως επί το πλείστον χωρίς προμελέτη, πρόγραμμα και επαρκή θεσμική προετοιμασία, γεγονός που κλόνησε την αξιοπιστία της προστασίας των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, του φορολογικού συστήματος και του ρυθμιστικού πλαισίου.

Η οικονομική πολιτική άρχισε να καθορίζεται με βάση τη διακριτική ευχέρεια των εκάστοτε κομμάτων εξουσίας, ενώ σταδιακά εγκαταλείφθηκαν οι κανόνες της δημοσιονομικής και νομισματικής πειθαρχίας που επικρατούσαν στην περίοδο 1950-1973. Ο 'χρυσός κανόνας' της δημοσιονομικής πειθαρχίας (ισοσκελισμένος τακτικός προϋπολογισμός) εγκαταλείφθηκε και, μετά και την κατάρρευση του συστήματος σταθερών ισοτιμιών του Bretton Woods, η νομισματική και συναλλαγματική σταθερότητα θυσιάστηκε στο βωμό της επιδίωξης της πλήρους απασχόλησης.



---

## Αλλαγές στις Οικονομικές Προτεραιότητες και Κανόνες Πολιτικής

---

Επιπλέον, η πολιτική πόλωση που επικράτησε μετά το 1977 μεταξύ των δύο μεγάλων κομμάτων εξουσίας (Ν.Δ και Πα.Σο.Κ) αναφορικά με τις προτεραιότητες της οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής, σε συνδυασμό με την εγκατάλειψη των κανόνων δημοσιονομικής πειθαρχίας, συνέβαλε στη δημιουργία μη βιώσιμων δημοσιονομικών ελλειμμάτων και χρεών, καθώς οι κυβερνήσεις, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις προτεραιότητές τους, κατέφευγαν σε νομισματική χρηματοδότηση και δημόσιο δανεισμό, μεθόδους οι οποίες δεν συνεπάγονταν το άμεσο πολιτικό κόστος σημαντικών αυξήσεων της φορολογίας. Η τάση αυτή ενισχυόταν σε προεκλογικές περιόδους.

Η νομισματική χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και η αλληλουχία υπερβολικών μισθολογικών αυξήσεων, αυξήσεων τιμών και υποτιμήσεων του νομίσματος οδήγησε σε μεγάλη και επίμονη αύξηση του πληθωρισμού, ειδικά κατά τη δεκαετία του 1980. Ταυτόχρονα, οι επενδύσεις σε υποδομές υπέφεραν κάθε φορά που εκδηλώνονταν προσπάθειες ελέγχου των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, δεδομένου ότι ο περιορισμός των δημοσίων επενδύσεων συνεπαγόταν μικρότερο άμεσο πολιτικό κόστος από τη μείωση των τρεχουσών δαπανών για μισθούς και συντάξεις.



---

## Η Ένταξη στις Ευρωπαϊκές Κοινότητες

---

Η προετοιμασία της οικονομίας για τις ευκαιρίες της ένταξης στην ΕΕ υπήρξε επίσης ανεπαρκής, λόγω της μεσολάβησης της δικτατορίας και της σύντομης περιόδου προσαρμογής μετά τη μεταπολίτευση.

Το ίδιο συνέβη αργότερα και με την ένταξη στην ευρωζώνη, όχι τόσο λόγω πίεσης χρόνου, αλλά λόγω των εγγενών αδυναμιών της πολιτικής της ονομαστικής σύγκλισης.

---

## Η Ένταξη στις Ευρωπαϊκές Κοινότητες

---

Η ένταξη στην ΕΕ το 1981, παρά τις προσδοκίες που είχαν δημιουργηθεί, συνέπεσε με μία περίοδο μεγάλων αναταράξεων στη διεθνή οικονομία και την ελληνική οικονομική πολιτική και έτσι συνδυάστηκε με το στασιμοπληθωρισμό των αρχών της δεκαετίας του 1980.

Οι μεγάλες μεταβιβάσεις από την ΕΕ μέσω των μεσογειακών προγραμμάτων και των υπόλοιπων προγραμμάτων, όπως η κοινή αγροτική πολιτική και η κοινή περιφερειακή πολιτική, για πολλά χρόνια λειτούργησαν ως καθαρές εισοδηματικές μεταβιβάσεις και ενισχύσεις, με αποτέλεσμα να οδηγούν σε αναβολή και όχι σε επιτάχυνση των απαιτούμενων διαρθρωτικών προσαρμογών.



---

# Το Πολιτικό Καθεστώς και η Οικονομική Πολιτική

---

Από την άλλη, το μεταπολιτευτικό πολιτικό καθεστώς ήταν ίσως το πιο ομαλό δημοκρατικό καθεστώς στην ιστορία της σύγχρονης Ελλάδας. Η πρώτη εναλλαγή κομμάτων στην εξουσία το 1981 συνέβη υποδειγματικά. Πολιτική αστάθεια υπήρξε στην περίοδο 1989-1990, στην περίοδο 2011-2012 και κατά το 2015, αλλά η πολιτική ομαλότητα επανήλθε σχετικά σύντομα και θεσμικά και στις τρεις περιπτώσεις, μέσω διαδοχικών εκλογών.

Στο Διάγραμμα 7 παρουσιάζεται το πως η περίοδος μετά τη μεταπολίτευση χαρακτηρίζεται από πολύ μεγαλύτερη πολιτική σταθερότητα σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο. Ένα έτος χαρακτηρίζεται ως έτος πολιτικής αστάθειας αν στη διάρκεια του υπάρχει δικτατορία, κίνημα ή περισσότερες από δύο κυβερνήσεις. Στα 25 χρόνια πριν τη μεταπολίτευση υπήρξαν 14 χρόνια πολιτικής αστάθειας, εκ των οποίων τα 7 αντιστοιχούν στη δικτατορία του 1967. Στα 45 χρόνια μετά τη μεταπολίτευση υπήρξαν μόνο 5 χρόνια πολιτικής αστάθειας, η δε πολιτική αστάθεια αντιμετωπίστηκε θεσμικά μέσω της διεξαγωγής εκλογών.



---

# Το Πολιτικό Καθεστώς και η Οικονομική Πολιτική

---

Ωστόσο, το μεταπολιτευτικό θεσμικό καθεστώς της οικονομικής πολιτικής εξελίχθηκε σε μεγάλο βαθμό χωρίς αναπτυξιακό σχεδιασμό, ως αποτέλεσμα μιας κοινωνικής διαπάλης για μερίδια εισοδήματος μεταξύ διαφόρων κοινωνικών ομάδων, με τις εκλεγμένες κυβερνήσεις να προσπαθούν να ικανοποιήσουν αντικρουόμενους στόχους όπως η επανεκλογή τους, η ανάπτυξη, η απασχόληση, η αναδιανομή και η κοινωνική ειρήνη, μέσω μιας βραχυπρόθεσμης οικονομικής πολιτικής χωρίς σαφείς και δεσμευτικούς κανόνες.

Η οικονομική και πολιτική αυτή ισορροπία, λόγω και του πρωθυπουργοκεντρικού συστήματος που εγκαθίδρυσε το Σύνταγμα του 1975, και το οποίο ενισχύθηκε μετά την αναθεώρηση του 1986, οδηγούσε σε επιλογές που επηρεάζονταν υπερβολικά από βραχυχρόνιες επιδιώξεις στην οικονομική πολιτική, υποβαθμίζοντας τα πιο μακροχρόνια προβλήματα της οικονομίας και αναβάλλοντας την αντιμετώπισή τους. Με δεδομένο δε ότι το Σύνταγμα δεν περιείχε επαρκείς δεσμεύσεις για τη διατήρηση της δημοσιονομικής ισορροπίας ή της νομισματικής σταθερότητας, έως ότου αρχίσει να επιδιώκεται η συμμετοχή της Ελλάδας στην ευρωζώνη, το αποτέλεσμα ήταν η δημοσιονομική και νομισματική αποσταθεροποίηση της δεκαετίας του 1980.



---

## Το Πολιτικό Καθεστώς και η Οικονομική Πολιτική

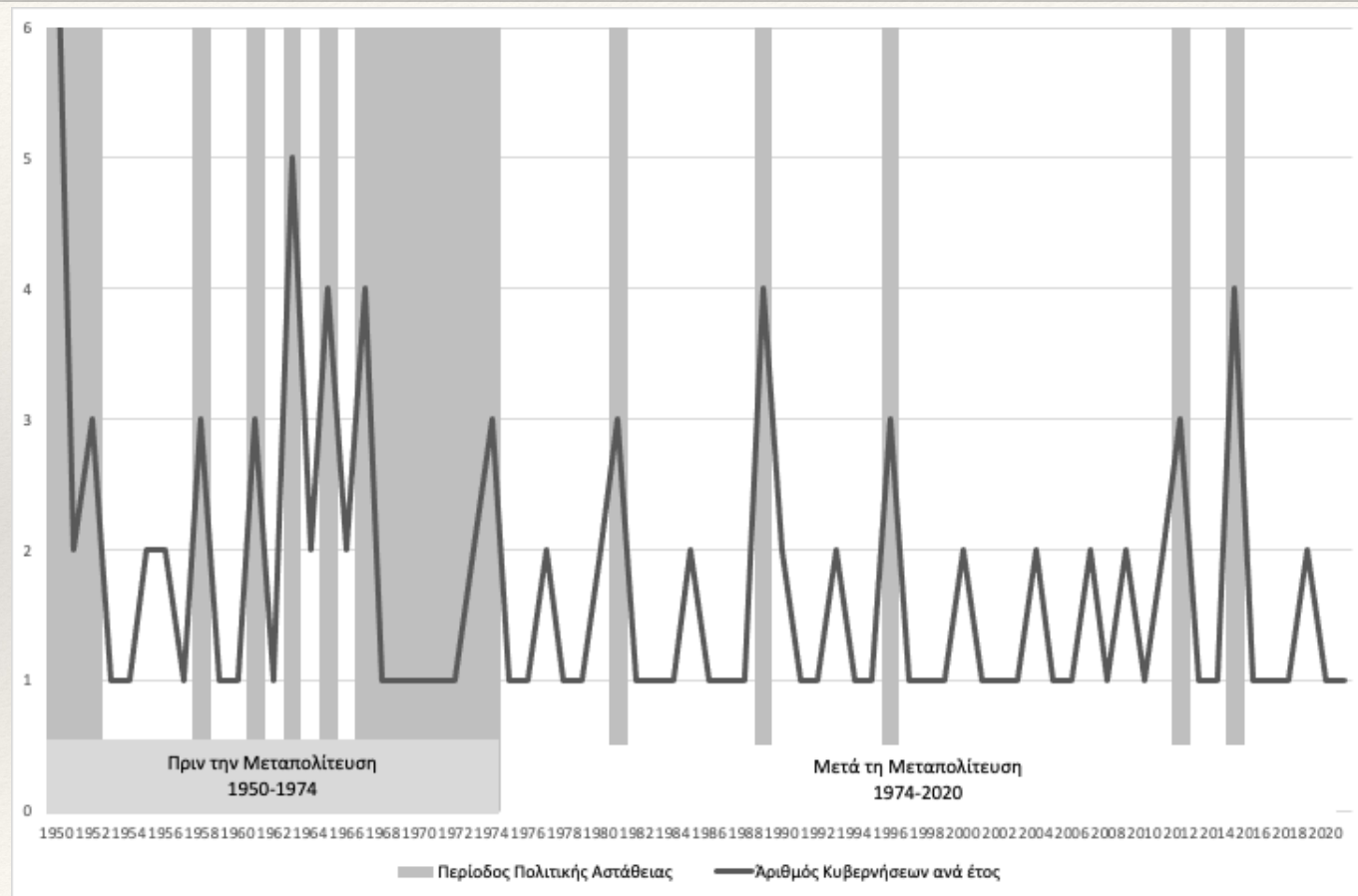
---

Η μη ικανοποιητική αυτή ισορροπία διατηρήθηκε για μεγάλο χρονικό διάστημα λόγω και των αυξημένων επιδοτήσεων και επιχορηγήσεων από την ΕΕ, που συγκάλυπταν τα υποβόσκοντα προβλήματα της οικονομίας. Αλλαγή πορείας υπήρξε μετά την κρίση των αρχών της δεκαετίας του 1990 και την υπογραφή της Συνθήκης του Maastricht, αλλά και πάλι, όπως θα τεκμηριώσω παρακάτω, ακολουθήθηκε ο δρόμος της ελάχιστης δυνατής προσαρμογής. Μετά δεν την ένταξη στην ευρωζώνη, τη μείωση των πραγματικών επιτοκίων και την εύκολη πρόσβαση στο διεθνή δανεισμό, η αναβολή των διαρθρωτικών προβλημάτων που υπέβοσκαν συνεχίστηκε, έως ότου προέκυψε η κρίση δανεισμού του 2010.



## Διάγραμμα 7

### Πολιτική Αστάθεια Πριν και Μετά την Μεταπολίτευση



Γιώργος Αλογοσκούφης, *Πριν και Μετά το Ευρώ: Οι Κύκλοι της Μεταπολίτευσης και η Ελληνική Οικονομία*, 2022

---

## Σύνοψη του Οικονομικού Προβλήματος μετά την Μεταπολίτευση

---

Το οικονομικό πρόβλημα της Ελλάδας στην περίοδο μετά την μεταπολίτευση του 1974 δεν ήταν τόσο πρόβλημα ανεπάρκειας οικονομικών πόρων αλλά περισσότερο πρόβλημα ανεπάρκειας των θεσμών.

Πόροι υπήρξαν σημαντικοί, τόσο λόγω των μεταβιβάσεων από την ΕΕ όσο και μέσω εξωτερικού δανεισμού.

Ωστόσο, οι πολιτικοί και οικονομικοί θεσμοί δεν μπόρεσαν να διασφαλίσουν την αποτελεσματική αξιοποίησή τους και την αποφυγή επιλογών που αποσταθεροποιούσαν την ελληνική οικονομία.



---

## Οι Κύκλοι της Μεταπολίτευσης και η Οικονομική Πολιτική

---

Η αρχική πενταετία της μεταπολίτευσης (1974-1979) ήταν μια περίοδος οικονομικής ανάκαμψης και προετοιμασίας για την ένταξη στις ΕΚ.

Ακολούθησαν τέσσερεις διακριτοί δεκαετείς οικονομικοί κύκλοι.

1. Κύκλος Αποσταθεροποίησης, 1980-1989
2. Κύκλος Ατελέσφορης Προσαρμογής, 1990-1999
3. Κύκλος Οικονομικής Ευφορίας και Διεθνούς Οικονομική Κρίση, 2000-2009
4. Κύκλος Μεγάλης Καθίζησης και Αναιμικής Ανάκαμψης, 2010-2019

---

## Ο Κύκλος της Αποσταθεροποίησης, 1980-1989

---

Οι οικονομικές επιδόσεις της Ελλάδας άρχισαν να παρουσιάζουν σημαντική επιδείνωση ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του 1980. Η επιδείνωση αυτή συνέπεσε αρχικά με τη δεύτερη διεθνή πετρελαϊκή κρίση του 1979 αλλά συνεχίστηκε για το σύνολο σχεδόν της δεκαετίας του 1980.

Για μεγάλο μέρος της περιόδου εκείνης επικράτησε στασιμοπληθωρισμός, ένας συνδυασμός οικονομικής στασιμότητας και υψηλού πληθωρισμού, ενώ άρχισαν να εκδηλώνονται και περιοδικές κρίσεις του ισοζυγίου πληρωμών, λόγω της ιδιαίτερα χαμηλής και επιδεινούμενης διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας.

Επιπλέον, στη δεκαετία του 1980 υπήρξε μία μεγάλη αποσταθεροποίηση των δημοσίων οικονομικών, πρωτοφανής για ειρηνική περίοδο. Το δημόσιο χρέος υπερτριπλασιάστηκε ως ποσοστό του ΑΕΠ στην δεκαετία του 1980, από το 22,7% το 1980 στο 72,5% του ΑΕΠ το 1990. Η εξέλιξη του χρέους της γενικής κυβέρνησης σε σχέση με το ΑΕΠ παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 8.



---

## Ο Κύκλος της Αποσταθεροποίησης, 1980-1989

---

Η οικονομική αποσταθεροποίηση συνέβη αρχικά λόγω της δεύτερης πετρελαϊκής κρίσης και των αδυναμιών του ως τότε υποδείγματος ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Κυρίως όμως ήταν αποτέλεσμα του γεγονότος ότι από τη στιγμή που η Ελλάδα προσχώρησε στην Ευρωπαϊκή Ένωση, και κυρίως μετά την κυβερνητική ‘αλλαγή’ το 1981, υιοθετήθηκε ένα ιδιαίτερα επεκτατικό και αποσταθεροποιητικό μείγμα οικονομικής πολιτικής.

Το μείγμα αυτό πολιτικής, βασισμένο στην υπέρμετρη εισοδηματική, δημοσιονομική και νομισματική επέκταση και στην υπέρμετρη επέκταση του οικονομικού ρόλου του κράτους, είναι κλασσικό παράδειγμα αυτού που στη διεθνή βιβλιογραφία έχει χαρακτηριστεί ως ‘μακροοικονομικός λαϊκισμός’. Πρόκειται για μια προσέγγιση στην οικονομική πολιτική η οποία δίνει υπερβολική έμφαση στην ενίσχυση της συνολικής ζήτησης και την αναδιανομή του εισοδήματος, παραβλέποντας τους κινδύνους από τον πληθωρισμό και την ελλειμματική χρηματοδότηση, τους εξωτερικούς περιορισμούς και την αντίδραση των επενδυτών σε πολιτικές περιορισμού του οικονομικού ρόλου των αγορών.



---

## Ο Κύκλος της Αποσταθεροποίησης, 1980-1989

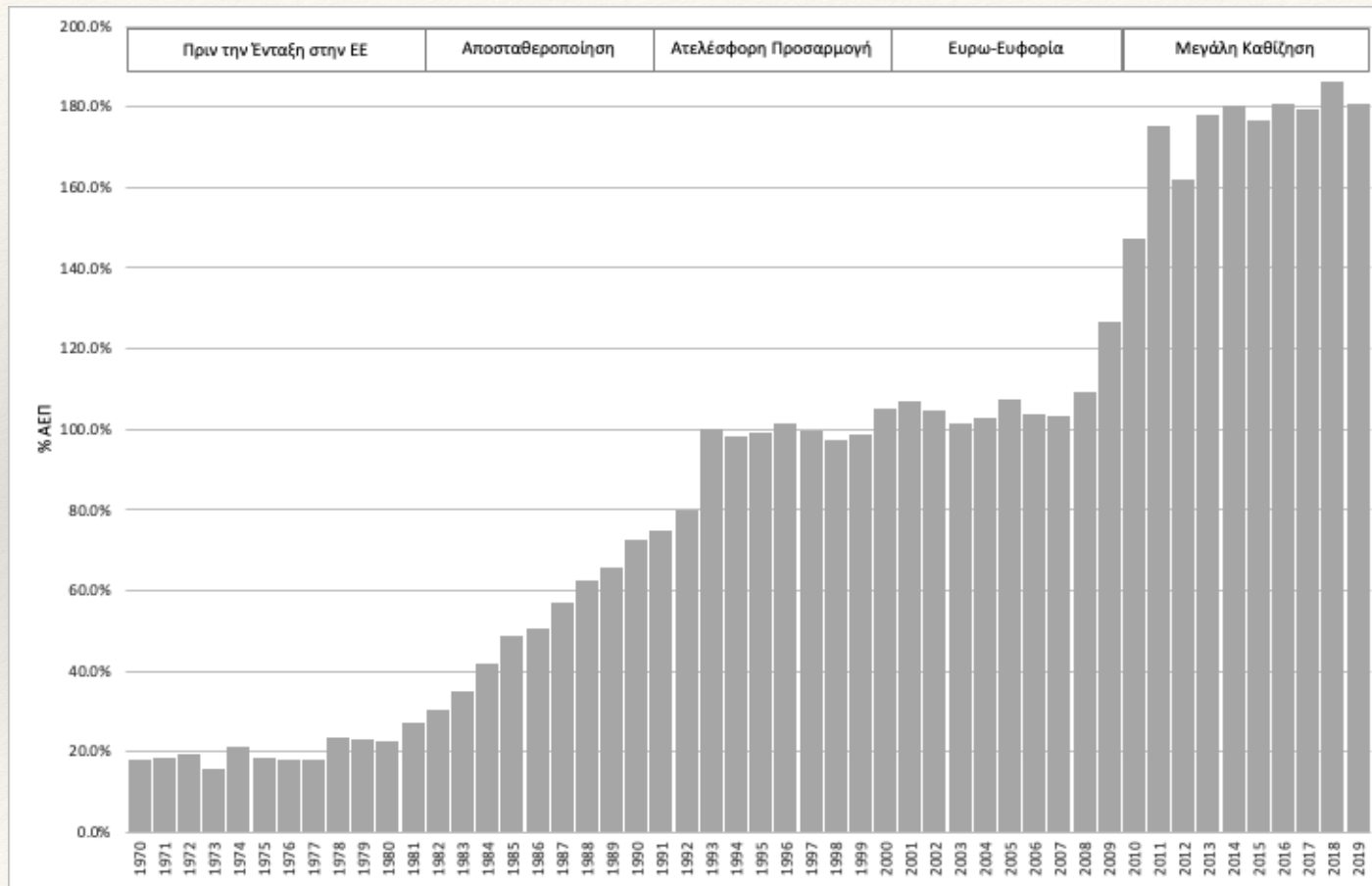
---

Το μείγμα αυτό πολιτικής, το οποίο βασίστηκε στη διακριτική ευχέρεια των κυβερνήσεων αναφορικά με τη βραχυχρόνια μακροοικονομική πολιτική και την εγκατάλειψη των κανόνων της δημοσιονομικής και νομισματικής πειθαρχίας που είχαν υιοθετηθεί στην περίοδο πριν τη μεταπολίτευση, οδήγησε, προϊόντος του χρόνου, σε σημαντική αποδυνάμωση των παραγωγικών δυνατοτήτων της χώρας, επιδείνωση της διεθνούς της ανταγωνιστικότητας, σημαντική επέκταση του δημόσιου τομέα, δημοσιονομική αποσταθεροποίηση και νομισματική αστάθεια. Ήταν σε διάσταση τόσο με τη συνέχιση της μεταπολεμικής αναπτυξιακής διαδικασίας όσο και με την οικονομική πολιτική που είχε υιοθετηθεί στην υπόλοιπη Ευρωπαϊκή Ένωση μετά το 1978, με τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος. Στο τέλος της δεκαετίας προέκυψε μία σοβαρή οικονομική και πολιτική κρίση, που τελικά οδήγησε σε μερική αλλαγή πορείας.



## Διάγραμμα 8

### Το Χρέος της Γενικής Κυβέρνησης



Γιώργος Αλογοσκούφης, *Πριν και Μετά το Ευρώ: Οι Κύκλοι της Μεταπολίτευσης και η Ελληνική Οικονομία, 2022*

---

## Ο Κύκλος της Ατελέσφορης Προσαρμογής, 1990-1999

---

Ο δεύτερος κύκλος, ένας κύκλος ατελέσφορης προσαρμογής, χαρακτήρισε τη δεκαετία του 1990. Διαδοχικές ελληνικές κυβερνήσεις, διαφορετικής πολιτικής προέλευσης, υιοθέτησαν μια πολιτική προσαρμογής και σύγκλισης, προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις ανισορροπίες που είχαν συσσωρευθεί και να διασφαλίσουν τη συμμετοχή της Ελλάδας στην κυοφορούμενη διαδικασία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ). Ωστόσο, η προσαρμογή αποδείχτηκε τελικά ατελέσφορη, καθώς ήταν τόσο ποσοτικά ανεπαρκής όσο και ποιοτικά ανισοβαρής. Το μείγμα πολιτικής δεν οδήγησε στην απαιτούμενη διόρθωση των δημοσιονομικών ανισορροπιών και παράλληλα είχε ως συνέπεια τη μεγάλη επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.

Το βάρος της προσαρμογής έπεσε κυρίως στη νομισματική πολιτική, μέσω της πολιτικής της λεγόμενης 'σκληρής δραχμής', η οποία μετά το 1990 και έως την ένταξη της Ελλάδος στην ευρωζώνη, άρχισε πλέον να υποτιμάται λιγότερο από τη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ της Ελλάδας και των εταίρων της στην ΕΕ και τον ΟΟΣΑ. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τη σταδιακή πτώση του πληθωρισμού και τη συνακόλουθη πτώση των πληθωριστικών προσδοκιών και των ονομαστικών επιτοκίων.



## Ο Κύκλος της Ατελέσφορης Προσαρμογής, 1990-1999

Η σχέση μεταξύ ποσοστού υποτίμησης της δραχμής και διαφοράς πληθωρισμού Ελλάδος και εταίρων της στον ΟΟΣΑ παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 9. Ενώ μεταξύ 1983 και 1989 το ποσοστό υποτίμησης (διολίσθησης) της ισοτιμίας της δραχμής υπερέβαινε τη διαφορά πληθωρισμού, μετά το 1990 άρχισε να είναι χαμηλότερο. Δεδομένου ότι οι υποτιμήσεις είχαν ενσωματωθεί στις προσδοκίες, πολύ γρήγορα μεταφέρονταν στον πληθωρισμό.

Κατά συνέπεια, στην περίοδο 1983-1989, οι υποτιμήσεις είχαν ως αποτέλεσμα προσωρινές βελτιώσεις της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας, αλλά τελικά συνέβαλαν στην διατήρηση του υψηλού πληθωρισμού, καθώς μεταφέρονταν στις αυξήσεις των τιμών και, αργά ή γρήγορα, των μισθών. Στην περίοδο 1990-1999, η μείωση του ποσοστού υποτίμησης οδηγούσε σε μείωση των πληθωρισμού τιμών των εισαγομένων και σταδιακή μείωση του πληθωρισμού τιμών. Ωστόσο, καθώς οι μειώσεις του πληθωρισμού τιμών προηγούντο των μειώσεων του πληθωρισμού μισθών, και δεν υπήρχε επαρκής συμβολή από τη δημοσιονομική εξυγίανση και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, αυτό είχε ως αναπόδραστο αποτέλεσμα την περαιτέρω επιδείνωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας.



---

## Ο Κύκλος της Ατελέσφορης Προσαρμογής, 1990-1999

---

Η διεθνής ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, όπως μετριέται από τη σταθμισμένη πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία με βάση το μοναδιαίο κόστος εργασίας, μεταξύ 1992 και 1999 επιδεινώθηκε κατά 25%. Η σχετική εξέλιξη παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 10.

Πρωτογενής δημοσιονομική προσαρμογή έγινε κυρίως μεταξύ του 1990 και του 1994. Μετά το 1994 η περαιτέρω μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων βασίστηκε κυρίως στη μείωση των δαπανών για τόκους του δημοσίου χρέους, που προήλθε από τη μείωση των ονομαστικών επιτοκίων, αποτέλεσμα της πτωτικής πορείας του πληθωρισμού και των προσδοκιών πληθωρισμού και υποτίμησης του νομίσματος.



## Διάγραμμα 9

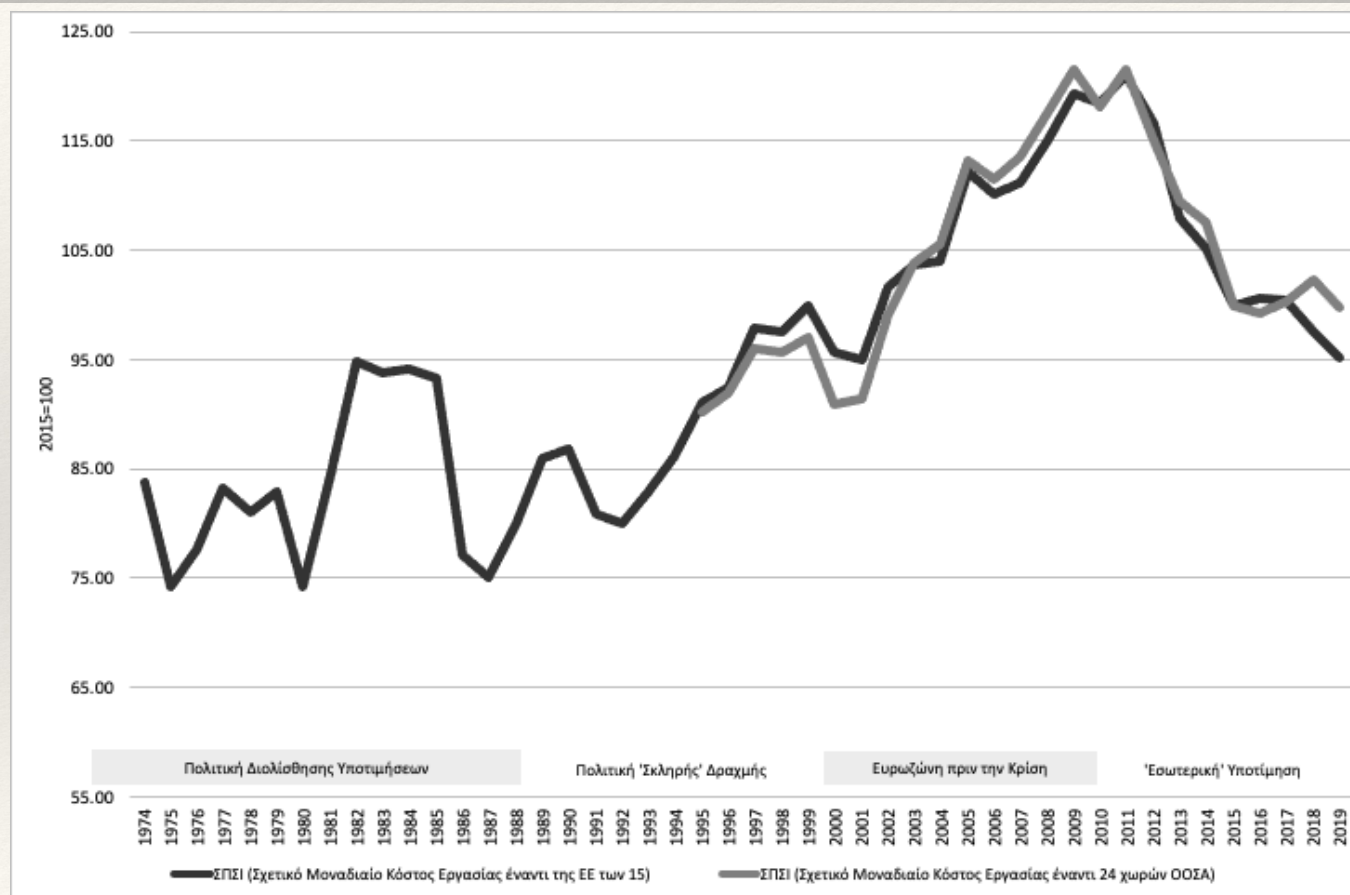
### Ποσοστό Υποτίμησης και Πληθωρισμός



Γιώργος Αλογοσκούφης, *Πριν και Μετά το Ευρώ: Οι Κύκλοι της Μεταπολίτευσης και η Ελληνική Οικονομία*, 2022

## Διάγραμμα 10

### Η Σταθμισμένη Πραγματική Συναλλαγματική Ισοτιμία





---

## Η Ένταξη στην Ευρωζώνη

---

Η Ελλάδα πέτυχε μεν να εισέλθει στη ζώνη του ευρώ στο τέλος αυτού του κύκλου, αλλά, λόγω της ατελέσφορης προσαρμογής, τα δημοσιονομικά προβλήματα παρέμεναν, ενώ ταυτόχρονα είχαν οξυνθεί τα προβλήματα διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Είναι χαρακτηριστικό ότι το 2000, όταν εγκρίθηκε η ένταξη της Ελλάδας στην ζώνη του ευρώ, το μεν δημόσιο χρέος είχε αυξηθεί στο 104,9% του ΑΕΠ (βλ. Διάγραμμα 8), η δε διεθνής ανταγωνιστικότητα, με βάση το σχετικό μοναδιαίο κόστος εργασίας, ήταν μειωμένη κατά 25% σε σχέση με το 1992, την χρονιά πριν την έναρξη εφαρμογής των προγραμμάτων σύγκλισης (βλ. Διάγραμμα 10).



---

## Ο Κύκλος της Οικονομικής Ευφορίας και η Διεθνής Οικονομική Κρίση, 2000-2009

---

Ο τρίτος κύκλος, ένας κύκλος οικονομικής ευφορίας, ξεκίνησε στις αρχές της νέας χιλιετίας μετά τη διασφάλιση της ένταξης της Ελλάδας στην ευρωζώνη. Ο κύκλος αυτός χαρακτηρίστηκε από ένα περιβάλλον χαμηλού πλέον πληθωρισμού και ιδιαίτερα χαμηλών ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων.

Ωστόσο, αμέσως μετά την έγκριση της ένταξης της Ελλάδας στην ευρωζώνη υπήρξε σχεδόν άμεσα μια περαιτέρω δημοσιονομική χαλάρωση, αυξήσεις των πραγματικών μισθών πέραν των αυξήσεων της παραγωγικότητας και περαιτέρω μειώσεις της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας.

Αυτό οδήγησε σε μια οκταετία σχεδόν υψηλών ρυθμών ανάπτυξης, λόγω της επεκτατικής ώθησης από τη συνολική ζήτηση και σε συνακόλουθη μείωση της ανεργίας. Δυστυχώς όμως, η οικονομική αυτή 'ευφορία' βασίστηκε στη μεγάλη άνοδο του εξωτερικού δανεισμού της Ελλάδας, ακριβώς λόγω της μεγάλης μείωσης των πραγματικών επιτοκίων, του ανισοζυγίου μεταξύ επενδύσεων και αποταμιεύσεων και της χαμηλής και επιδεινούμενης διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.



## Ο Κύκλος της Οικονομικής Ευφορίας και η Διεθνής Οικονομική Κρίση, 2000-2009

Η μεγάλη και ταχεία μείωση των πραγματικών επιτοκίων που προκλήθηκε από την ένταξη στην ευρωζώνη, με την εξάλειψη των προσδοκίων υποτίμησης, προκάλεσε διεύρυνση του χάσματος μεταξύ συνολικών επενδύσεων και αποταμιεύσεων, καθώς οδήγησε σε αύξηση των συνολικών επενδύσεων και μείωση των ιδιωτικών αποταμιεύσεων.

Η εξέλιξη των επενδύσεων και της ιδιωτικής κατανάλωσης παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 11. Οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου ανέβηκαν από το 17,2% του ΑΕΠ στη δεκαετία του 1990 στο 20,6% του ΑΕΠ στη δεκαετία του 2000. Ταυτόχρονα ανέβηκε λίγο και η ιδιωτική κατανάλωση, από το 65,8% του ΑΕΠ στη δεκαετία του 1990, στο 66,0% του ΑΕΠ στη δεκαετία του 2000.

Η άνοδος των επενδύσεων πυροδότησε μεν την άνοδο της συνολικής ζήτησης και την οικονομική μεγέθυνση, αλλά, λόγω των ανεπαρκών αποταμιεύσεων, οδήγησε και σε πρωτοφανή επιδείνωση του ήδη προβληματικού εξωτερικού ισοζυγίου. Είναι χαρακτηριστικό ότι, όπως ήδη αναφέραμε, το μέσο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στη δεκαετία μετά το 1999 ήταν στο 10,6% του ΑΕΠ, έναντι μόλις 2,6% στην προηγούμενη δεκαετία.



---

## Ο Κύκλος της Οικονομικής Ευφορίας και η Διεθνής Οικονομική Κρίση, 2000-2009

---

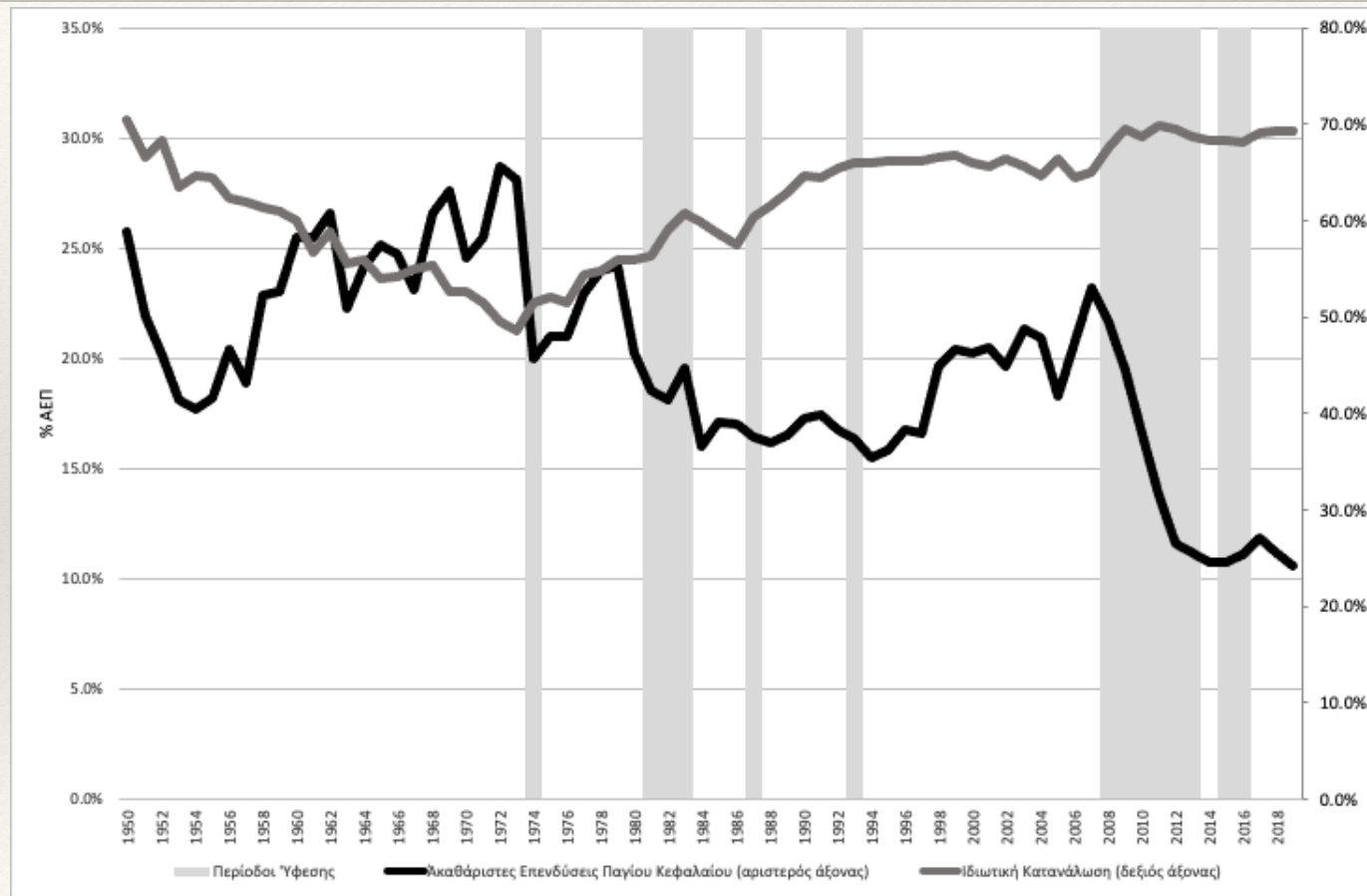
Το σταθεροποιητικό πρόγραμμα της περιόδου 2005-2007, ένα πρόγραμμα ήπιας και σταδιακής δημοσιονομικής και διαρθρωτικής προσαρμογής, το οποίο για να αποδώσει απαιτούσε συνεπή και σε βάθος χρόνου εφαρμογή, δεν μπόρεσε τελικά να αντιστρέψει τις αρνητικές τάσεις στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Επιπλέον, λίγο μετά το ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης της περιόδου 2008-2009, λόγω των οικονομικών επιπτώσεων της κρίσης και των εσωτερικών πολιτικών εξελίξεων, το σταθεροποιητικό αυτό πρόγραμμα εγκαταλείφθηκε.

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η διεθνής ύφεση του 2008-2009 οδήγησε σε ύφεση και την ελληνική οικονομία, από τα μέσα του 2008. Η μείωση της ζήτησης για εξαγωγές προς τον υπόλοιπο κόσμο, λόγω της διεθνούς ύφεσης, οδήγησε και σε περαιτέρω επιδείνωση το ήδη έντονα ελλειμματικό ελληνικό δημοσιονομικό και εξωτερικό ισοζύγιο.



# Διάγραμμα 11

## Εξέλιξη των Επενδύσεων και της Ιδιωτικής Κατανάλωσης



Γιώργος Αλογοσκούφης, *Πριν και Μετά το Ευρώ: Οι Κύκλοι της Μεταπολίτευσης και η Ελληνική Οικονομία*, 2022

## Ο Κύκλος της ‘Μεγάλης Καθίζησης’ και η Αναιμική Ανάκαμψη, 2010-2019

Καθώς η Ελλάδα δεν έδειχνε να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει τις επιδεινούμενες δημοσιονομικές και εξωτερικές ανισορροπίες, ούτε μετά τις εκλογές του 2009, στις αρχές του 2010 υπήρξε ραγδαία αναθεώρηση των προσδοκιών των διεθνών επενδυτών και μία ‘αιφνίδια στάση’ του διεθνούς δανεισμού προς τη χώρα.

Η αναθεώρηση των προσδοκιών είχε αντανάκλαση στην πορεία των ονομαστικών επιτοκίων. Η εξέλιξη της απόδοσης των δεκαετών ομολόγων του ελληνικού δημοσίου παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 12. Ενώ τα ονομαστικά επιτόκια παρουσίασαν σημαντική πτώση από τη στιγμή που φάνηκε ότι η Ελλάδα διασφαλίζει την ένταξή της στην ευρωζώνη και παρέμειναν στα ίδια περίπου επίπεδα με τα γερμανικά επιτόκια έως τις αρχές του 2008, μετά την κορύφωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης τον Σεπτέμβριο του 2008, άρχισαν να ανεβαίνουν σε σχέση τα γερμανικά. Η αρχική αύξηση ήταν μικρή και αντιστράφηκε εν μέρει το 2009. Ωστόσο, όταν διαπιστώθηκε το μέγεθος της επιδείνωσης του δημοσιονομικού και εξωτερικού ανισοζυγίου της Ελλάδας κατά το 2009, η αδυναμία/απροθυμία της νέας ελληνικής κυβέρνησης να την αντιμετωπίσει και η αδυναμία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) να λειτουργήσει ως ‘δανειστής ύστατης προσφυγής’, τότε τα επιτόκια εκτοξεύθηκαν προς τα επάνω, αντανακλώντας την αύξηση του επασφάλιστρου κινδύνου που απαιτούσαν πλέον οι διεθνείς επενδυτές.



---

## Ο Κύκλος της ‘Μεγάλης Καθίζησης’ και η Αναιμική Ανάκαμψη, 2010-2019

---

Αυτή η αύξηση, η οποία επηρέασε όλο το φάσμα των ελληνικών επιτοκίων, συνετέλεσε ήδη από μόνη της σε περαιτέρω μείωση της εσωτερικής ζήτησης, και, σε συνδυασμό με ένα πρόγραμμα δημοσιονομικής σταθεροποίησης, ίσως αρκούσε για να αντιμετωπιστούν εν μέρει και σταδιακά οι εξωτερικές ανισορροπίες.

Ωστόσο, λόγω της ‘στάσης’ δανεισμού που ακολούθησε, προκειμένου να αποφευχθεί η άτακτη στάση πληρωμών της Ελλάδας, υιοθετήθηκε μέσω του αρχικού μνημονίου του 2010 ένας κύκλος προγραμμάτων μεγάλης δημοσιονομικής και εισοδηματικής προσαρμογής, που ξεκίνησαν το 2010 και διήρκεσαν ως το 2018. Η αντιστροφή της πολιτικής που επιβλήθηκε στην Ελλάδα μετά την υπογραφή του πρώτου μνημονίου το 2010 ήταν το έναυσμα του τέταρτου κύκλου πολιτικής, που μπορεί να θεωρηθεί ως ο κύκλος της ‘μεγάλης καθίζησης’.



## Ο Κύκλος της ‘Μεγάλης Καθίζησης’ και η Αναιμική Ανάκαμψη, 2010-2019

Τα διαδοχικά αυτά προγράμματα ήταν κυρίως προγράμματα φορολογικών αυξήσεων και περικοπών των μισθών και των συντάξεων, υπό την αυστηρή εποπτεία της ‘τρόϊκας’ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ). Στόχος ήταν να αντιμετωπισθούν οι εξωτερικές ανισορροπίες, μέσω συρρίκνωσης της συνολικής ζήτησης και της βελτίωσης της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Σε συνδυασμό με την ‘φυγή κεφαλαίων’, η οποία διευκολύνθηκε από την μη έγκαιρη εφαρμογή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και δημιούργησε μία πιστωτική ασφυξία, ο κύκλος αυτός πολιτικής συνδέθηκε με τη βαθύτερη και πιο παρατεταμένη ύφεση της μεταπολεμικής ιστορίας της Ελλάδας, τη ‘μεγάλη καθίζηση’ της περιόδου 2010-2016.

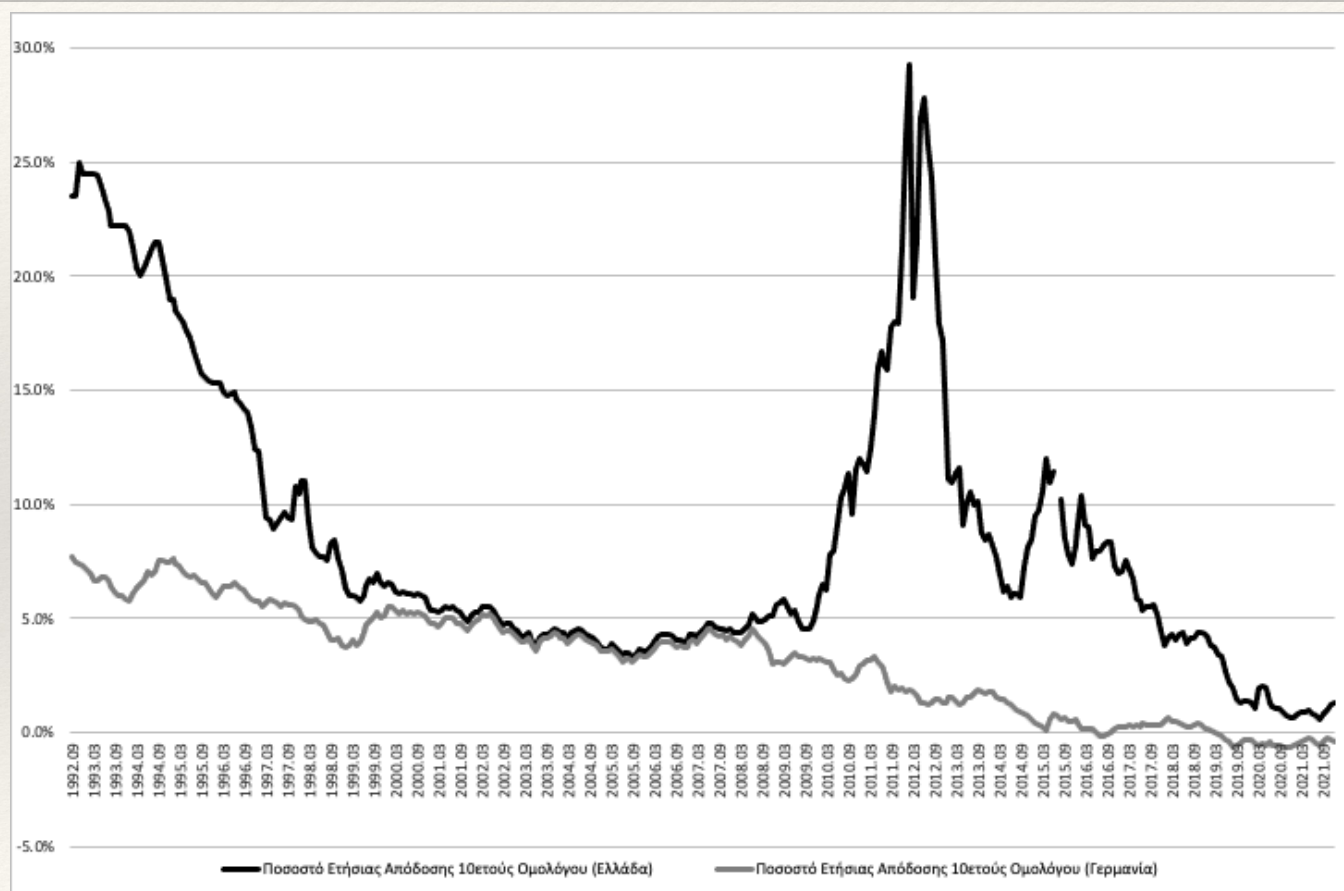
Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μείωσης του πραγματικού ΑΕΠ στην επταετία μεταξύ 2009 και 2016 ήταν 3,7% και οδήγησε σε μία συνολική πτώση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 23,4%.

Μετά από οκτώ χρόνια και τρεις διαδοχικούς γύρους ‘λιτότητας’, οι εξωτερικές και δημοσιονομικές ανισορροπίες αντιμετωπίστηκαν, αλλά με τεράστιο κόστος αναφορικά με την μείωση της παραγωγής και των θέσεων εργασίας. Η δε οικονομική ανάκαμψη που σημειώθηκε μετά το 2016 ήταν αναιμική, με μέσο ετήσιο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης στην τριετία μεταξύ 2017 και 2019 μόλις 1,6%.



## Διάγραμμα 12

### Εξέλιξη της Απόδοσης του 10ετούς Ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου



Γιώργος Αλογοσκούφης, *Πριν και Μετά το Ευρώ: Οι Κύκλοι της Μεταπολίτευσης και η Ελληνική Οικονομία*, 2022

---

## Μακροοικονομικές Ανισορροπίες, Ένταξη στην Ευρωζώνη και Πορεία προς την Κρίση

---

Το κλειδί για την κατανόηση και ερμηνεία της δυναμικής που οδήγησε στην κρίση βρίσκεται στην αποσταθεροποίηση της ελληνικής οικονομίας που προκάλεσαν οι πολιτικές της δεκαετίας του 1980 και στις μεγάλες αδυναμίες της πολιτικής της σύγκλισης και προσαρμογής στη δεκαετία του 1990.

Λόγω αυτών, η Ελλάδα εντάχθηκε στην ευρωζώνη με μεγάλα δημοσιονομικά και διαρθρωτικά προβλήματα και ακόμη μεγαλύτερο πρόβλημα διεθνούς ανταγωνιστικότητας.

Αφού δε εντάχθηκε στην ζώνη του ευρώ, στις συνθήκες οικονομικής ευφορίας που δημιουργήθηκαν, η αντιμετώπιση των προβλημάτων αυτών αναβλήθηκε και πάλι, με την εξαίρεση του προγράμματος ήπιας προσαρμογής της περιόδου 2005-2007, το οποίο υλοποιήθηκε στα πλαίσια της διαδικασίας του υπερβολικού ελλείμματος της ευρωζώνης.



---

## Η Ένταξη στην Ευρωζώνη και το Δίλημμα του Mundell

---

Μετά την ένταξη στην ευρωζώνη, και λόγω της συνακόλουθης απεμπόλησης του εργαλείου της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής, η σύγκρουση μεταξύ των δύο κεντρικών στόχων της μακροοικονομικής πολιτικής, από τη μία της υψηλής οικονομικής μεγέθυνσης και απασχόλησης, και από την άλλη της ισορροπίας του ισοζυγίου πληρωμών, κατέστη πολύ πιο έντονη σε σχέση με το παρελθόν.

Η σύγκρουση αυτή, μεταξύ εσωτερικής και εξωτερικής ισορροπίας δεν παρουσιάζεται τόσο έντονα σε καθεστώτα κυμαινομένων συναλλαγματικών ισοτιμιών, αλλά είναι χαρακτηριστικό οικονομιών με χαμηλή διεθνή ανταγωνιστικότητα, οι οποίες μετέχουν σε καθεστώτα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, σε συνθήκες ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων.

Η σύγκρουση αυτή είναι ακόμη πιο έντονη αν δεν υπάρχει και η επιλογή της εφάπαξ υποτίμησης σε περίπτωση κρίσης, κάτι που αποκλείεται εκ προοιμίου σε ένα καθεστώς ενιαίου νομίσματος όπως είναι η ζώνη του ευρώ. Το μόνο εργαλείο που απομένει για τη σταθεροποίηση της οικονομίας σε αυτή την περίπτωση είναι η δημοσιονομική πολιτική. Το πρόβλημα που ανακύπτει είναι γνωστό στη διεθνή μακροοικονομική ως το 'δίλημμα του Mundell'.



---

## Η Ένταξη στην Ευρωζώνη και το Δίλημμα του Mundell

---

Αυτό είναι ένα δίλημμα μεταξύ εσωτερικής και εξωτερικής ισορροπίας που αντιμετωπίζει μια μικρή ανοικτή οικονομία με χαμηλή διεθνή ανταγωνιστικότητα, σε καθεστώς ελεύθερης κινητικότητας κεφαλαίου και αμετάκλητα καθορισμένων συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Σε συνθήκες ελεύθερης διεθνούς κίνησης κεφαλαίων, μία δημοσιονομική επέκταση, με τη μορφή μείωσης της φορολογίας ή αύξησης των πρωτογενών δημοσίων δαπανών, συντελεί βραχυχρόνια στην αύξηση της εσωτερικής ζήτησης, την ενίσχυση του ρυθμού μεγέθυνσης και την αντιμετώπιση του προβλήματος της ανεργίας. Ωστόσο, οδηγεί παράλληλα σε διεύρυνση των εξωτερικών ανισορροπιών, με επέκταση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, λόγω της αύξησης της ζήτησης για εισαγωγές και της ανατίμησης της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, λόγω της αύξησης των πραγματικών μισθών.

Από την άλλη, μία δημοσιονομική συρρίκνωση, οδηγεί σε μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, αλλά εις βάρος της μεγέθυνσης και της απασχόλησης, μέσω της μείωσης της εσωτερικής ζήτησης και της δημιουργίας ύφεσης και της υποτίμησης της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας.



---

## Η Ένταξη στην Ευρωζώνη και το Δίλημμα του Mundell

---

Αυτή η σύγκρουση μεταξύ των στόχων της εσωτερικής και της εξωτερικής ισορροπίας είναι η βασική αδυναμία της δημοσιονομικής πολιτικής ως εργαλείου σταθεροποίησης της οικονομίας σε ανοικτές οικονομίες που έχουν ενταχθεί σε ένα καθεστώς σταθερών ισοτιμιών, χωρίς δυνατότητα υποτίμησης, όπως είναι η ζώνη του ευρώ.

Αυτή η αδυναμία δεν ανακύπτει σε συστήματα κυμαινομένων συναλλαγματικών ισοτιμιών, όταν υπάρχει η δυνατότητα χρήσης της νομισματικής πολιτικής. Μετά την ένταξη της Ελλάδας στην ευρωζώνη, ακόμη και αν δεν υπήρχε το μεγάλο πρόβλημα του υψηλού δημοσίου χρέους, η δημοσιονομική πολιτική δεν μπορούσε από μόνη της να λύσει το πρόβλημα της σύγκρουσης μεταξύ εσωτερικής και εξωτερικής ισορροπίας, ούτε καν βραχυχρόνια. Μία δημοσιονομική επέκταση προκειμένου να αντιμετωπισθεί η ανεργία θα οδηγούσε σε επιδείνωση των εξωτερικών ανισορροπιών ενώ μία δημοσιονομική συρρίκνωση θα οδηγούσε σε ύφεση και άνοδο της ανεργίας, προκειμένου να βελτιωθεί το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.



---

## Δυσκαμψίες της Δημοσιονομικής Πολιτικής και Εκλογικός Κύκλος

---

Αξίζει επιπλέον να σημειωθεί ότι η δημοσιονομική πολιτική δεν έχει την ευελιξία της νομισματικής πολιτικής. Η δημοσιονομική πολιτική χαρακτηρίζεται από σημαντικές υστερήσεις σχεδιασμού και υλοποίησης, λόγω των πολιτικών διαδικασιών και συγκρούσεων που απαιτούνται σε μία δημοκρατία για τη μεταβολή των φόρων και των δημοσίων δαπανών.

Είναι επίσης κρίσιμο ότι, στην περίπτωση της Ελλάδας, μετά το 1980 εγκαταλείπονται οι κανόνες της δημοσιονομικής πειθαρχίας που είχαν υιοθετηθεί ως τότε, και αρχίζει να υπάρχει μία ισχυρή και συστηματική θετική συσχέτιση μεταξύ εκλογών και δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Ένας από τους κύριους προσδιοριστικούς παράγοντες της δημοσιονομικής αποσταθεροποίησης υπήρξε ο εκλογικός κύκλος της διεύρυνσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Τα σχετικά στοιχεία εμφανίζονται στο Διάγραμμα 13.

Προεκλογικά, από το 1981 και μετά, τα δημοσιονομικά ελλείμματα ανέβαιναν συστηματικά σε έτη εκλογών, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις που η καταψήφιση της κυβέρνησης ήταν από πιθανή έως βεβαία. Μετεκλογικά, τα κίνητρα αναβολής της δημοσιονομικής προσαρμογής ήταν ιδιαίτερα ισχυρά, λόγω του άμεσου πολιτικού και κοινωνικού κόστους της δημοσιονομικής προσαρμογής, την ίδια στιγμή που τα οφέλη ήταν μελλοντικά και σχετικά αβέβαια.



---

## Δυσκαμψίες της Δημοσιονομικής Πολιτικής και Εκλογικός Κύκλος

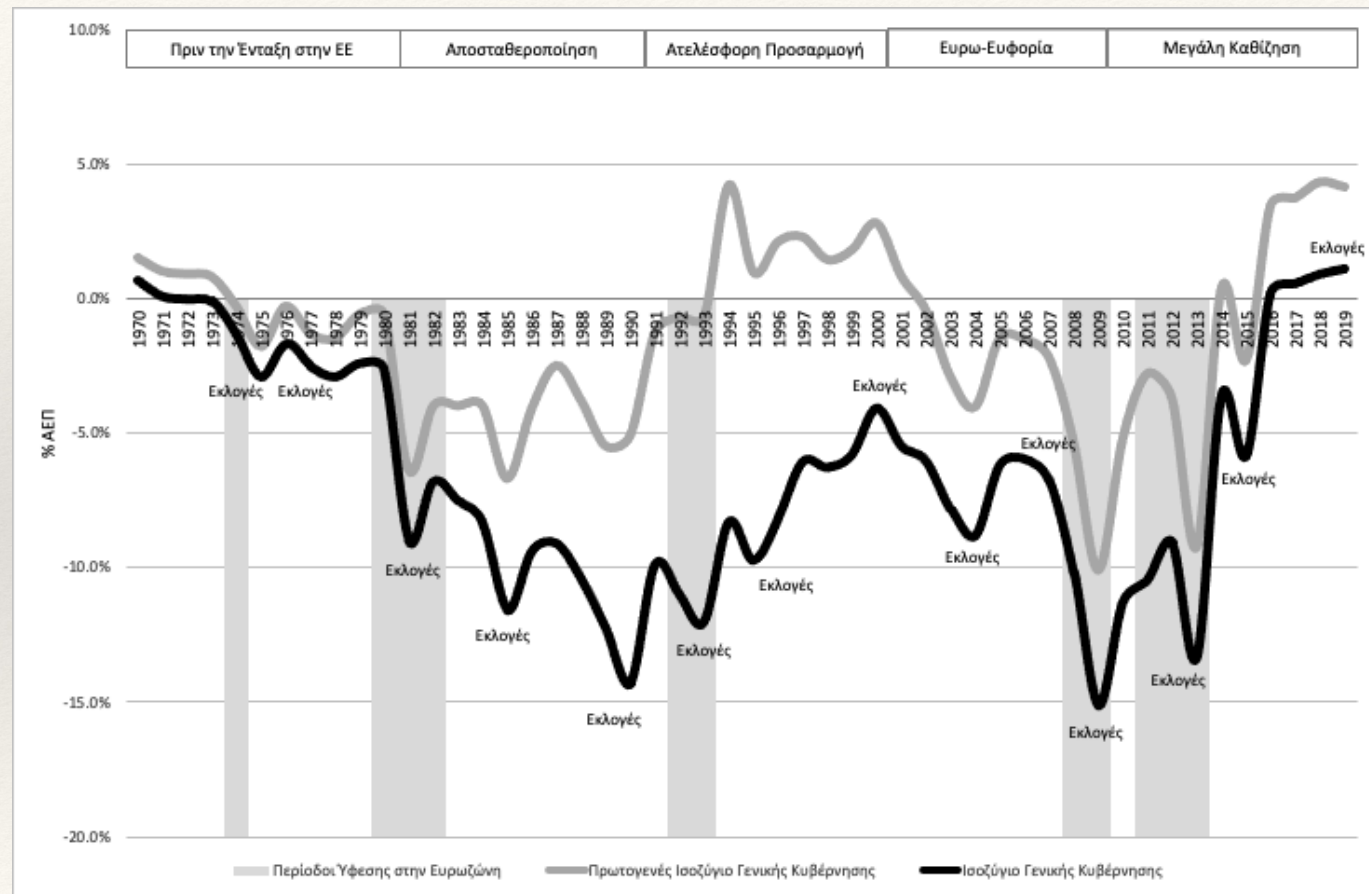
---

Σε κάθε περίπτωση, η μεταβολή των δεδομένων του ετήσιου προϋπολογισμού είναι μία χρονοβόρος και πολιτικά δύσκαμπτη και φορτισμένη διαδικασία, κάτι που περιορίζει σημαντικά την αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής πολιτικής ως μέσου σταθεροποίησης της οικονομίας, ακόμη και αν οι πολιτικές αποφάσεις ληφθούν σχετικά γρήγορα.

Η δημοσιονομική πολιτική αποφασίζεται άπαξ του έτους, με την κατάθεση και ψήφιση του ετήσιου προϋπολογισμού, και οι δυνατότητες αλλαγών και μεταβολών σε άλλη χρονική στιγμή είναι εξαιρετικά περιορισμένες.

## Διάγραμμα 13

### Εξέλιξη των Ισοζυγίων της Γενικής Κυβέρνησης, Υφέσεις και Εκλογικοί Κύκλοι



Γιώργος Αλογοσκούφης, *Πριν και Μετά το Ευρώ: Οι Κύκλοι της Μεταπολίτευσης και η Ελληνική Οικονομία*, 2022



---

## Δημοσιονομικές Εξελίξεις, Υφέσεις και 'Αυτόματοι Σταθεροποιητές'

---

Μεταξύ προϋπολογισμών οι δημοσιονομικές εξελίξεις καθορίζονται κυρίως μέσω της λειτουργίας των λεγομένων αυτόματων σταθεροποιητών, που οδηγούν σε αυξομειώσεις των φορολογικών εσόδων και των κοινωνικών δαπανών σε σχέση με τα διαλαμβανόμενα στον προϋπολογισμό, ανάλογα με το αν ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης υπερβαίνει τις προβλέψεις του προϋπολογισμού, ή υστερεί σε σχέση με αυτές.

Έτσι, σε περιόδους ανάκαμψης της οικονομίας, τα δημοσιονομικά ελλείμματα συνήθως μειώνονται σε σχέση με τις προβλέψεις του προϋπολογισμού, λόγω αυτόματης αύξησης των φορολογικών εσόδων και μείωσης των κοινωνικών δαπανών (επιδόματα ανεργίας), ενώ σε περιόδους ύφεσης συνήθως αυξάνονται. Όσο μεγαλύτερες είναι, δε, οι αποκλίσεις του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης από τις προβλέψεις του προϋπολογισμού, τόσο μεγαλύτερες είναι και οι δημοσιονομικές αποκλίσεις που προκαλούνται από τον οικονομικό κύκλο.



---

## Δημοσιονομικές Εξελίξεις, Υφέσεις και 'Αυτόματοι Σταθεροποιητές'

---

Η λειτουργία των αυτομάτων σταθεροποιητών, που σε περιόδους ύφεσης συνεπάγονται αυτόματη μείωση των φορολογικών εσόδων και αύξηση των κοινωνικών δαπανών, και οδηγούν σε διεύρυνση του δημοσιονομικού ελλείμματος, λειτούργησε στην Ελλάδα τόσο το 1981 όσο και το 1993 και το 2009, τα οποία ήταν ταυτόχρονα έτη εκλογών και διεθνούς ύφεσης. Σε συνδυασμό με το δίλημμα του Mundell, ήταν ένα από τα βασικά προβλήματα που οδήγησαν στη δημοσιονομική επιδείνωση μετά το 2007. Ακόμη και αν υπήρχε μια πιο περιοριστική δημοσιονομική πολιτική μετά το 2007, αυτή εν μέρει μόνο θα ήταν αποτελεσματική, καθώς με τη σειρά της θα συνέβαλε στην επιδείνωση της ύφεσης που θα επιβράδυνε τη μείωση των ελλειμμάτων, όπως έγινε άλλωστε και μετά την κρίση του 2010.

Σε τελική ανάλυση, μετά τη συμμετοχή της στην ζώνη του ευρώ, η ελληνική οικονομία αντιμετώπιζε ένα δυσάρεστο μακροοικονομικό δίλημμα μεταξύ εσωτερικής ύφεσης και ελλειμμάτων στο ισοζύγιο πληρωμών. Ο λόγος ήταν ότι το μόνο εργαλείο σταθεροποίησης της οικονομίας ήταν η δημοσιονομική πολιτική. Μεγαλύτερη δημοσιονομική προσαρμογή θα οδηγούσε σε μεγαλύτερη ύφεση, η οποία θα συνέβαλλε σε μικρότερα ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών λόγω της μείωσης των επενδύσεων και της κατανάλωσης. Μικρότερη δημοσιονομική προσαρμογή ή μια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική δεν προκαλούσε μεν ύφεση, αλλά είχε ως συνέπεια μεγαλύτερα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Μόνο αν η Ελλάδα είχε τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσει και νομισματικά μέσα, όπως η υποτίμηση του νομίσματος, θα μπορούσε να αποφύγει αυτό το δυσάρεστο δίλημμα.



---

## Μείωση Επιτοκίων και το Εξωτερικό Ισοζύγιο

---

Εκ των υστέρων, θα μπορούσε να πει κανείς ότι η ένταξη στη ζώνη του ευρώ, με τις συνθήκες που έγινε, υπήρξε πρόωρη και οδήγησε σχεδόν νομοτελειακά στη δημιουργία των συνθηκών που προκάλεσαν την κρίση. Υπήρξε πρόωρη διότι πραγματοποιήθηκε πριν αντιμετωπισθούν στον απαιτούμενο βαθμό οι δημοσιονομικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας και το πρόβλημα της διεθνούς ανταγωνιστικότητας. Οι προσπάθειες προσαρμογής που προηγήθηκαν της ένταξης στην ευρωζώνη ήταν κάθε άλλο παρά επαρκείς προκειμένου να προετοιμάσουν την ελληνική οικονομία για τις συνέπειες της ένταξης.

Λόγω των αδυναμιών και υστερήσεων της μακροοικονομικής προσαρμογής κατά την περίοδο της σύγκλισης, η απεμπόληση του βραχυχρόνιου εργαλείου της νομισματικής πολιτικής στέρησε από την ελληνική οικονομία τη δυνατότητα να μπορεί να ακολουθήσει ένα μείγμα μακροοικονομικής πολιτικής που να της επιτρέπει να συνδυάζει τις βασικές εσωτερικές της οικονομικές προτεραιότητες, όπως οι στόχοι της υψηλής οικονομικής μεγέθυνσης και απασχόλησης, με τους εξωτερικούς περιορισμούς που προκύπτουν από το ισοζύγιο πληρωμών. Η κατάσταση επιδεινώθηκε επίσης λόγω των θεσμικών και διαρθρωτικών αδυναμιών της ίδιας της ευρωζώνης.



## Μείωση Επιτοκίων και το Εξωτερικό Ισοζύγιο

Στην περίπτωση της Ελλάδας, κρίσιμο ρόλο στην αποσταθεροποίηση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έπαιξε ο συνδυασμός των χαμηλών επιτοκίων που επικράτησαν στο τελικό στάδιο της πορείας προς την ένταξη στη ζώνη του ευρώ, καθώς και στα πρώτα χρόνια μετά την ένταξη, με την επεκτατική εισοδηματική και δημοσιονομική πολιτική που υιοθετήθηκε αμέσως μετά την ένταξη. Ο συνδυασμός αυτός συνετέλεσε μεν στην ενίσχυση της εσωτερικής ζήτησης και της οικονομικής μεγέθυνσης και στη συνακόλουθη μείωση της ανεργίας, αλλά αυτό συνέβη εις βάρος της ισορροπίας του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Η μείωση των ονομαστικών και πραγματικών επιτοκίων, η οποία ξεκίνησε μόλις εμπεδώθηκε η πεποίθηση ότι η Ελλάδα θα συμμετάσχει τελικά στη ζώνη του ευρώ, ήταν αποτέλεσμα της ίδιας της ένταξης στην ευρωζώνη. Η ένταξη οδήγησε στην εξάλειψη του ασφάλιστρου υποτίμησης από τα ελληνικά επιτόκια, το οποίο ενυπήρχε ήδη από της στιγμή που άρχισαν να απελευθερώνονται οι χρηματαγορές και η διεθνής κίνηση κεφαλαίων στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Πριν την ένταξη στην ευρωζώνη, οι επενδυτές απαιτούσαν μεγαλύτερες αποδόσεις για τοποθετήσεις σε δραχμές, καθώς συνεχώς ελλόχευε ο κίνδυνος μίας απρόβλεπτης υποτίμησης του νομίσματος. Με την αντικατάσταση της δραχμής από το ευρώ ο κίνδυνος αυτός εξέλειπε και τα επιτόκια μειώθηκαν απότομα.



---

## Μείωση Επιτοκίων και το Εξωτερικό Ισοζύγιο

---

Τα μέσα πραγματικά επιτόκια χορηγήσεων μειώθηκαν σχεδόν στο ένα τέταρτο σε σχέση με την προηγούμενη δεκαετία, από το 12,4% στη δεκαετία 1990-1999, στο 3,4% στη δεκαετία 2000-2009. Τα δε πραγματικά επιτόκια καταθέσεων έγιναν αρνητικά, καθώς μειώθηκαν από το 4,2% στη δεκαετία 1990-1999, στο -1,1% στη δεκαετία 2000-2009. Η σημαντική αύξηση των επενδύσεων και η σημαντική μείωση των αποταμιεύσεων ήταν το φυσικό επακόλουθο αυτής της εξέλιξης. Με τη σειρά τους, οι αυξημένες επενδύσεις και η αυξημένη κατανάλωση οδήγησαν τόσο σε αύξηση της συνολικής ζήτησης, του πραγματικού ΑΕΠ και της απασχολήσης, αλλά και σε διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, το οποίο δεν είναι παρά η διαφορά των συνολικών επενδύσεων από τις αποταμιεύσεις.



---

## Μείωση Πραγματικών Επιτοκίων και Χρηματοπιστωτική Έκρηξη

---

Με την μείωση των πραγματικών επιτοκίων, τη μείωση των αποταμιεύσεων και την αύξηση των επενδύσεων, εκτοξεύθηκε και η τραπεζική χρηματοδότηση, κυρίως προς τον ιδιωτικό τομέα.

Στο Διάγραμμα 14 απεικονίζεται η εξέλιξη των συνολικών τραπεζικών πιστώσεων μετά το 1998.

Οι συνολικές πιστώσεις σε σχέση με το ΑΕΠ αυξήθηκαν από το 81,5% του ΑΕΠ το 1999 στο 131,3% του ΑΕΠ το 2009. Για δέκα περίπου χρόνια αυξάνονταν με ρυθμό 1,6 φορές μεγαλύτερο από το ΑΕΠ.

Οι συνολικές πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα, οι οποίες επίσης απεικονίζονται στο Διάγραμμα 14, αυξάνονταν με ρυθμό 3 φορές μεγαλύτερο από ότι το ονομαστικό ΑΕΠ. Ανέβηκαν από το 34,2% του ΑΕΠ το 1999, στο 105,1% του ΑΕΠ το 2009. Την ίδια περίοδο, οι πιστώσεις προς τη γενική κυβέρνηση, δηλαδή τα κρατικά ομόλογα που διακρατούσαν οι τράπεζες και τα άλλα δάνεια προς φορείς της γενικής κυβέρνησης, μειώθηκαν από το 47,2% του ΑΕΠ το 1999, στο 26,2% του ΑΕΠ το 2009.



## Μείωση Πραγματικών Επιτοκίων και Χρηματοπιστωτική Έκρηξη

Είναι προφανές ότι τα ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χρησιμοποιούσαν τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου τα οποία διακρατούσαν για να αποκτούν ρευστότητα από το εξωτερικό, προκειμένου να επεκτείνουν την πιο επικερδή χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα. Αυτό συνετέλεσε στην ταχύτερη μετατροπή του ελληνικού δημόσιου χρέους από εγχώριο σε διεθνές, καθιστώντας την Ελλάδα πολύ πιο ευάλωτη όταν ξέσπασε η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση.

Η μείωση των πραγματικών επιτοκίων στα πλαίσια του απελευθερωμένου πλέον ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος οδήγησε σε μία πραγματική έκρηξη στη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα. Τα δάνεια σε νοικοκυριά για αγορά κατοικίας πενταπλασιάστηκαν ως ποσοστό του ΑΕΠ, από το 6% το 1999 στο 33,1% το 2009. Τα καταναλωτικά δάνεια προς νοικοκυριά επίσης πενταπλασιάστηκαν σε σχέση με το ΑΕΠ, από το 2,8% το 1999, στο 15,3% το 2009. Τα συνολικά δάνεια προς νοικοκυριά εκτοξεύθηκαν από το 8,8% του ΑΕΠ το 1999, στο 49,7% του ΑΕΠ το 2009. Οι συνολικές πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις υπέρδιπλασιάστηκαν σε σχέση με το ΑΕΠ, από το 25,4% το 1999, στο 55,4% το 2009. Η τάση αυτή αντιστράφηκε το 2011-2012, μετά την υιοθέτηση των προγραμμάτων προσαρμογής. Οι πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα μειώθηκαν από το 127,5% του ΑΕΠ το 2012 στο 88% του ΑΕΠ το 2019. Η μείωση αυτή της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα συνέβαλε καθοριστικά στην μεγάλη καθίζηση της περιόδου 2010-2016 και στην αναίμικη ανάκαμψη της περιόδου 2017-2019.

## Διάγραμμα 14

### Σύνολο Πιστώσεων προς Ιδιωτικό Τομέα και Γενική Κυβέρνηση, 1998-2019

