

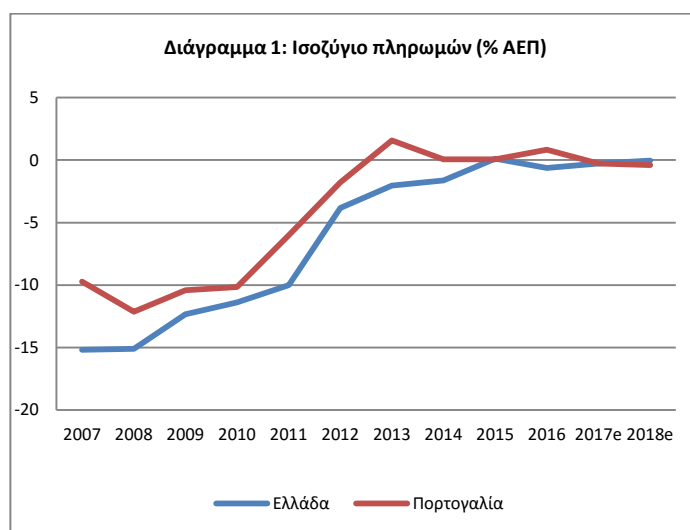
Επί του παρόντος, η Ελλάδα διατηρεί τη χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση στην Ευρωζώνη, πολύ χαμηλότερη του «investment grade», και πληρώνει τα υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου στα κυβερνητικά της ομόλογα για άντληση κεφαλαίων από τις διεθνείς αγορές.

Παράλληλα, παρά τις βελτιώσεις που έχουν σημειωθεί, παραμένουν σε ισχύ οι περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων, οι τιμές κινητών και ακινήτων αξιών έχουν υποχωρήσει σημαντικά, η στενότητα ρευστότητας και η στασιμότητα στην επιστροφή καταθέσεων συνεχίζονται, το ύψος των μη εξυπηρετούμενων δανείων παραμένει σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα, ενώ η πρόσβαση στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου παραμένει περιορισμένη. Επιπλέον, αποδυναμώθηκαν τα συναλλακτικά ήθη, με την επικράτηση σε σημαντικό βαθμό κουλτούρας καθυστέρησης ή αποφυγής εκπλήρωσης των υποχρεώσεων, τόσο από το δημόσιο, με τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις του να προσεγγίζουν αρκετά δισεκατομμύρια ευρώ, όσο και από τον ιδιωτικό τομέα με την ανάπτυξη του φαινομένου των στρατηγικών κακοπληρωτών.

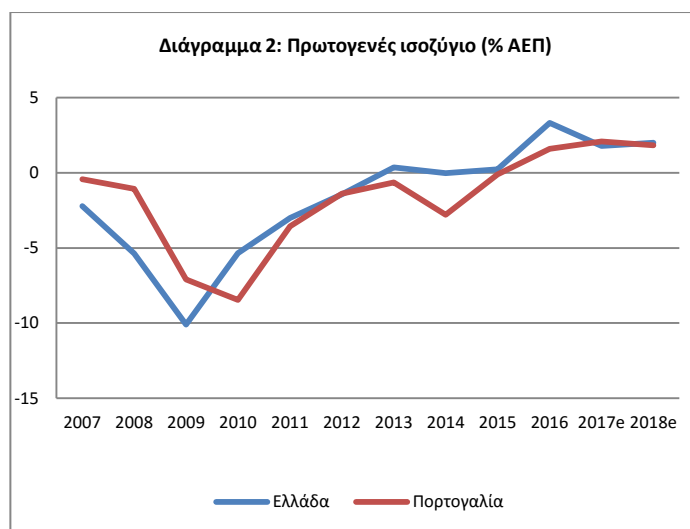
Είναι εντυπωσιακό ότι η Ελλάδα παραμένει η μόνη χώρα της λεγόμενης περιφέρειας της Ευρωζώνης που δεν έχει κατορθώσει ακόμα να εξέλθει των μνημονίων, σε αντίθεση με όλες τις άλλες χώρες που αναγκάστηκαν να εφαρμόσουν αντίστοιχα προγράμματα προσαρμογής, όπως η Ιρλανδία, η Κύπρος και η Πορτογαλία. Οι τελευταίες έχουν καταφέρει όχι μόνο να εξέλθουν των μνημονίων και της επιτροπείας, αλλά να έχουν αποκαταστήσει την απρόσκοπτη πρόσβασή τους στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου με ανταγωνιστικό κόστος. Επιπροσθέτως, έχουν επιστρέψει σε ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης και σε περιβάλλον οικονομικής σταθερότητας και προοπτικής.

Η μεγάλη δημοσιονομική προσαρμογή και οι μεταρρυθμίσεις δεν αποτυπώνονται πλήρως στο κόστος δανεισμού της χώρας

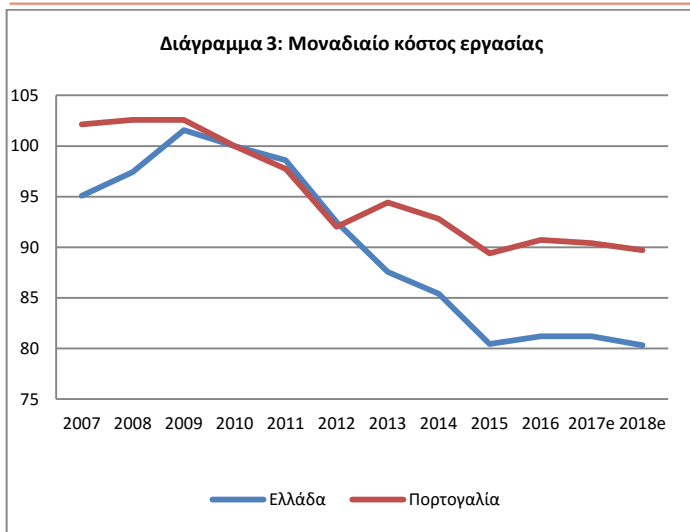
Ιδιαίτερα, στον τομέα αυτό, η σύγκριση της Ελλάδας με την Πορτογαλία (χώρα αντιστοιχού περίπου μεγέθους) είναι εξαιρετικά προβληματική για τη χώρα μας. Πράγματι, παρόλο που τα τελευταία χρόνια η Ελλάδα έχει υλοποιήσει πολύ μεγαλύτερη δημοσιονομική και μακροοικονομική προσαρμογή σε σχέση με την Πορτογαλία (Διαγράμματα 1, 2 και 3), η απόδοση του ελληνικού 10ετους κρατικού ομόλογου παραμένει περίπου 260 μονάδες βάσης υψηλότερα σε σχέση με τον αντίστοιχο Πορτογαλικό τίτλο.



Πηγή: Thomson Reuters



Πηγή: Thomson Reuters



Πηγή: AMECO

Επίσης, η Πορτογαλία έχει απρόσκοπτη πρόσβαση στις διεθνείς αγορές, ενώ εμείς όχι, το ασφάλιστρο κινδύνου (CDS) είναι σημαντικά υψηλότερο για την Ελλάδα σε σχέση με την Πορτογαλία κατά 266 μονάδες βάσης περίπου και η πιστοληπτική διαβάθμιση της χώρας από τον S&P βρίσκεται 5 βαθμίδες χαμηλότερα σε σύγκριση με την Πορτογαλία (Πίνακας 1).

Πίνακας 1: Σύγκριση πιστοληπτικής ικανότητας Ελλάδος - Πορτογαλίας

	Ελλάδα	Πορτογαλία	Δ
Απόδοση 10ετους	5,46%	2,87%	259 μ.β.
CDS 10ετους	4,99%	2,33%	266 μ.β.
Πιστοληπτική διαβάθμιση (S&P)	B-	BB+	5 βαθμίδες

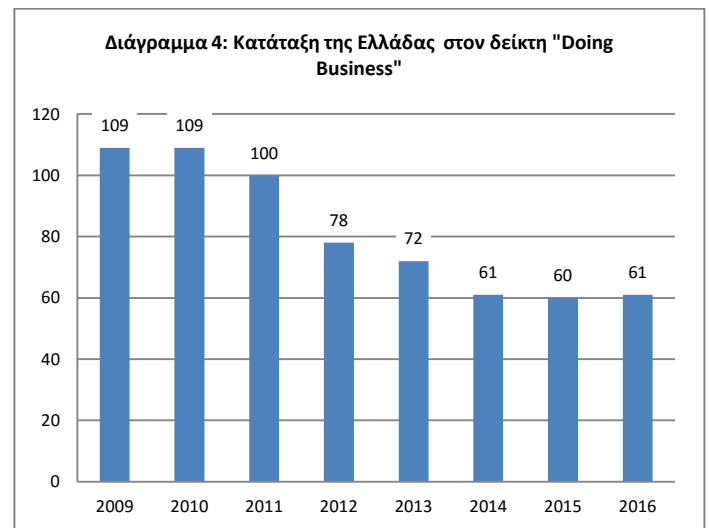
Πηγή: Thomson Reuters (04/08/2017)

Επίσης, η σύγκριση αυτή της Ελλάδας και με άλλες χώρες που υπήρξαν σε καθεστώς μνημονίου δημιουργεί ακόμα πιο έντονο προβληματισμό, ιδιαίτερα αν αναλογιστεί κανείς ότι η Ελλάδα παραμένει σε δυσχερέστερη θέση σε σχέση με τις παραπάνω χώρες, παρότι έχει υλοποιήσει σημαντικές μεταρρυθμίσεις, που όμως δεν φαίνεται να έχουν πείσει ακόμη πλήρως τις διεθνείς αγορές.

Είναι εντυπωσιακό ότι, η Ελλάδα βρίσκεται πρώτη στη λίστα των χωρών του ΟΟΣΑ σε εφαρμογή δομικών μεταρρυθμίσεων ανάμεσα στις Ευρωπαϊκές χώρες που βρίσκονται σε πρόγραμμα οικονομικής βοήθειας. Με βάση το «Adjustment

Progress Indicator²» και με βάση 4 κριτήρια (αύξηση των εξαγωγών, μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος, αλλαγές στο εργασιακό κόστος και πρόοδος των διαρθρωτικών αλλαγών), η χώρα μας έρχεται 1η, με 2η την Ιρλανδία, 5η την Πορτογαλία και 7η την Κύπρο.

Οι μεταρρυθμίσεις επέφεραν απτά αποτελέσματα στην ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, με την κατάταξη της χώρας στο δείκτη «Doing Business» (Διάγραμμα 4) της Παγκόσμιας Τράπεζας να έχει βελτιωθεί από την αρχή της κρίσης, με αποτέλεσμα το 2016 να βρίσκεται στην 61η θέση μεταξύ 190 χωρών³. Είναι γεγονός ότι ξεκινήσαμε από πολύ χαμηλό επίπεδο, έγιναν αξιοσημείωτα βήματα, αλλά έχουμε περιθώριο να καταγράψουμε, υπό προϋποθέσεις, περαιτέρω αναβάθμιση της θέσης μας.



Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα

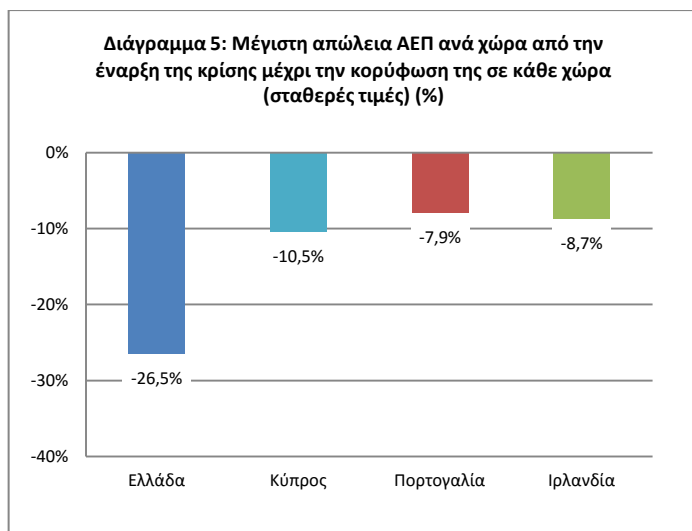
Επιπροσθέτως, η πρωτοφανής σε ένταση και διάρκεια προσαρμογή που πραγματοποίησε η Ελλάδα τα τελευταία χρόνια επέφερε σημαντικά μεγαλύτερο κοινωνικό και οικονομικό κόστος σε σύγκριση με τις άλλες χώρες της ευρωζώνης που

²The 2016 EuroPlus Monitor: [Coping with the backlash, του Lisbon Council think tank](#)

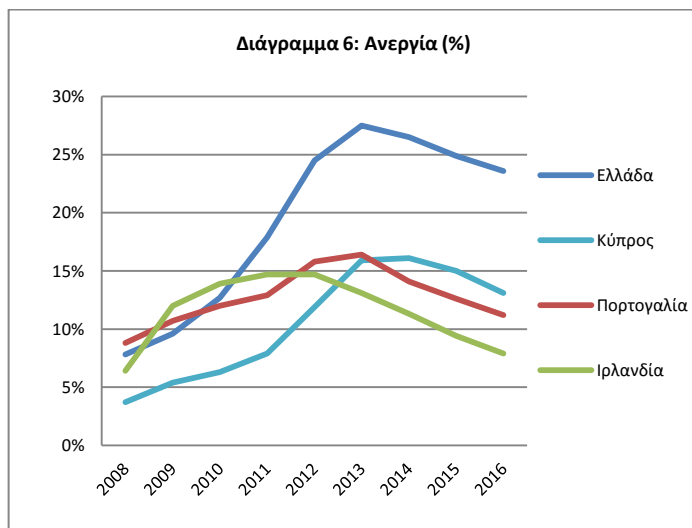
³ Παρά την πρόοδο αυτή, η κατάταξη της χώρας μας στον εν λόγω δείκτη παρέμεινε στάσιμη τα τελευταία 3 έτη.

επίσης αναγκάστηκαν να εφαρμόσουν αντίστοιχα προγράμματα.

Ενδεικτικά να αναφέρουμε ότι, το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) της Ελλάδας συρρικνώθηκε περισσότερο από 25% σε σύγκριση με τα προκρίσιμα επίπεδα (Διάγραμμα 5), ενώ το ποσοστό ανεργίας ανήλθε σε πρωτοφανή ύψη, ξεπερνώντας κατά πολύ τα επίπεδα των άλλων χωρών που εφάρμοσαν αντίστοιχα προγράμματα (Διάγραμμα 6).



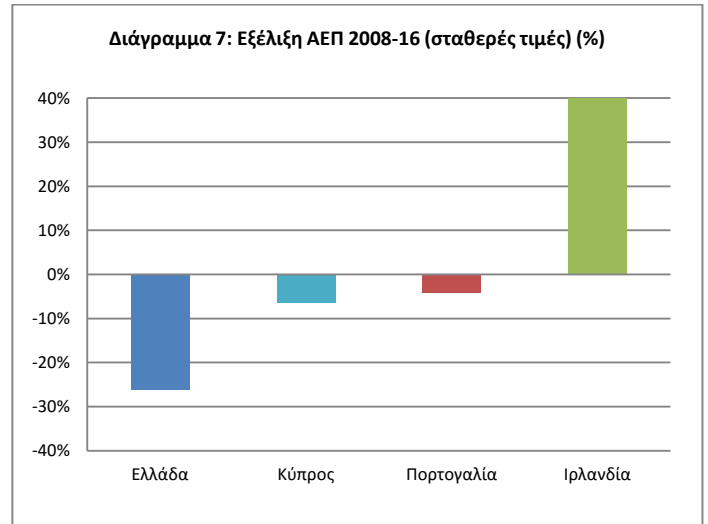
Πηγή: AMECO



Πηγή: AMECO

Επίσης, είναι εντυπωσιακό το γεγονός ότι οι προαναφερθείσες χώρες έχουν σε μεγάλο βαθμό ανακτήσει ή και ξεπεράσει την απώλεια του ΑΕΠ που σημειώθηκε στη διάρκεια της κρίσης, με την Ελλάδα να παραμένει η μεγάλη εξαίρεση

(Διάγραμμα 7), ενώ δεν είχαν το μέγεθος της φυγής καταθέσεων που σημειώθηκε στην Ελλάδα (Πίνακας 2).



Πηγή: AMECO

Πίνακας 2: Εξέλιξη καταθέσεων Ιδιωτικού Τομέα Δεκ. 2010 – Ιουν. 2017

	Ελλάδα	Πορτογαλία	Ιταλία	Κύπρος	Ισπανία	Ιρλανδία
Εξέλιξη καταθέσεων ιδιωτ. τομέα	-40%	-3%	16%	-21%	-18%	1%

Πηγή: EKT

Μια σημαντική και εξαιρετικά ανησυχητική έκφανση αυτού του κοινωνικού και οικονομικού κόστους είναι και η ευρείας κλίμακας φυγή από την χώρα για επαγγελματικούς και οικονομικούς λόγους, νέων κυρίως ανθρώπων (υπολογίζονται σε πάνω από 450.000 και ηλικίας κάτω των 45 ετών), κατά μεγάλο ποσοστό υψηλού μορφωτικού επιπέδου και τεχνικής κατάρτισης, που αναζητούν και βρίσκουν επαγγελματικές ευκαιρίες εκτός Ελλάδος (brain drain). Εκτιμάται⁴ ότι η ετήσια συμμετοχή στο ΑΕΠ των χωρών-υποδοχής από Έλληνες στην περίοδο Ιαν. 2008 – Ιουν. 2016 ανέρχονταν σε € 12,9 δισ., το φορολογικό αποτέλεσμα ξεπερνούσε τα € 9 δισ. ενώ τα κόστη εκπαίδευσης τους για το ελληνικό κράτος ανέρχονταν περίπου στα € 8 δισ. Η ανάσχεση αυτής

⁴ Σύμφωνα με μελέτη του Endeavor Greece: [link](#)

της τάσης αλλά και ο επαναπατρισμός αυτού του ανθρώπινου δυναμικού πρέπει αναμφισβήτητα να αποτελέσει εθνικό στόχο αλλά είναι όμως και εξαιρετικά μεγάλη πρόκληση καθώς η χώρα μας πρέπει να προσφέρει αντίστοιχο, αν όχι καλύτερο, επαγγελματικό περιβάλλον, ευκαιρίες και κυρίως προοπτικές σε σχέση με τις χώρες-προορισμούς αυτής της ιδιόμορφης μετανάστευσης.

Με βάση τα παραπάνω, τίθενται μία σειρά από εύλογα ερωτήματα: Γιατί η Ελλάδα παραμένει σ' αυτή τη μειονεκτική κατάσταση; Γιατί είχε τόσο μεγάλο κοινωνικό και οικονομικό κόστος η αναγκαία μακροοικονομική προσαρμογή; Γιατί οι διεθνείς αγορές, αλλά και οι πολίτες, οι επιχειρηματίες και οι επενδυτές προβληματίζονται για την πορεία της ελληνικής οικονομίας και τη δυνατότητά της να εξέλθει της κρίσης μετά από τόσα χρόνια, παρά την πρόοδο που έχει συντελεστεί σε βασικές μακροοικονομικές και διαθρωτικές παραμέτρους; Γιατί οι αγορές ζητούν σημαντικά υψηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου για να μας δανείσουν; Και τέλος, γιατί, ενώ όλες οι άλλες χώρες που υποχρεώθηκαν σε καθεστώς μνημονίου έχουν επιστρέψει σε αναπτυξιακή τροχιά, η Ελλάδα εξακολουθεί να κινείται με αργούς ρυθμούς προς αυτήν την κατεύθυνση;

Η απάντηση στα παραπάνω κρίσιμα ερωτήματα είναι σύνθετη. Πολλοί και σημαντικοί πολιτικοί, οικονομικοί και κοινωνικοί παράγοντες διαμορφώνουν το τελικό αποτέλεσμα και ερμηνεύουν τις διαφορές ανάμεσα σε χώρες, όπως τα διαφορετικά μακροοικονομικά και πολιτικά δεδομένα, το μέγεθος της αρχικής κρίσης και των ανισορροπιών, η βιωσιμότητα του δημόσιου και ιδιωτικού χρέους, οι ιδιαιτερότητες στην παραγωγική δομή της κάθε χώρας και η ποιότητα των θεσμών και της δημόσιας διοίκησης.

Χωρίς να παρουσιάζουμε μια ολοκληρωμένη και αυστηρή τεχνοκρατική προσέγγιση και χωρίς να αγνοούμε τη σημασία κρίσιμων οικονομικών και

θεσμικών μεταβλητών στη διαμόρφωση του τελικού οικονομικού αποτελέσματος, πρόθεσή μας είναι να αναδείξουμε, στην περίπτωση της Ελλάδας, τη σημασία της χαμηλής αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής και της εμπιστοσύνης των αγορών, ως κρίσιμες ερμηνευτικές μεταβλητές του αρνητικού οικονομικού αποτελέσματος αναφορικά με τη διάρκεια και την ένταση της κρίσης.

Κατά τη γνώμη μας στην περίπτωση της Ελλάδας, η απάντηση στα ανωτέρω κρίσιμα ερωτήματα πρέπει να αναζητηθεί κυρίως στο διαχρονικά χαμηλό βαθμό αξιοπιστίας της εφαρμοζόμενης οικονομικής πολιτικής. Σχετίζεται επίσης με την περιορισμένη, έως σήμερα, εμπιστοσύνη των αγορών, των πολιτών και των παραγωγικών δυνάμεων της χώρας στη βούληση των ελληνικών κυβερνήσεων, αλλά και του πολιτικού συστήματος στο σύνολό του να υλοποιήσουν τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις, να βγάλουν τη χώρα από την κρίση και να την οδηγήσουν σε ένα περιβάλλον οικονομικής κανονικότητας και σταθερής αναπτυξιακής προοπτικής. Επιπλέον η κρίση αξιοπιστίας και εμπιστοσύνης όξυνε τον κίνδυνο Grexit και επιδείνωσε περαιτέρω την κρίση με την Ελλάδα, ατυχώς, να είναι η μόνη χώρα στην ευρωζώνη, σε σύγκριση με τις άλλες χώρες σε καθεστώς μνημονίου, για την οποία τέθηκε υπό αμφισβήτηση η ευρωπαϊκή προοπτική και η παραμονή της στην ευρωζώνη, τόσο από μέρους τμήματος του ελληνικού πολιτικού συστήματος, όσο και από ορισμένα ευρωπαϊκά κέντρα αποφάσεων.

Η αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής και η εμπιστοσύνη των αγορών αποτελούν συνδεόμενες και κομβικές παραμέτρους άσκησης επιτυχούς οικονομικής πολιτικής και η απουσία τους, *ceteris paribus*, αφενός μεγεθύνει την ένταση και τη διάρκεια της κρίσης, αφετέρου καθυστερεί σοβαρά την οικονομική ανάκαμψη της χώρας και την επιστροφή στην κανονικότητα και την ανάπτυξη.

Το πρόβλημα της αξιοπιστίας και της εμπιστοσύνης είναι μάλλον διαχρονικό για τη χώρα μας, κορυφώθηκε στο πρώτο εξάμηνο του 2012, βελτιώθηκε σημαντικά το πρώτο εξάμηνο του 2014, αλλά επιδεινώθηκε εκ νέου το πρώτο εξάμηνο του 2015, όπως επιβεβαιώνεται ενδεικτικά και από την κίνηση τριών κρίσιμων δεικτών: των αποδόσεων του δεκαετούς ομολόγου του ελληνικού δημοσίου (Διάγραμμα 8), την πορεία εκροών των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα από το τραπεζικό σύστημα (Διάγραμμα 9) και τη μεταβολή στην κυκλοφορία χαρτονομισμάτων στην οικονομία (Διάγραμμα 10).

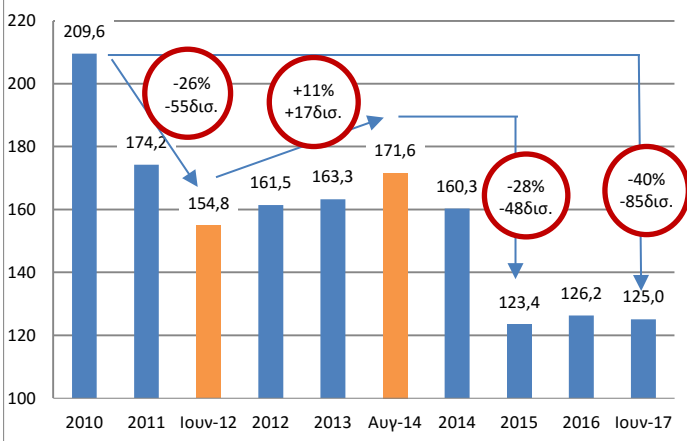
Σε θεωρητικό επίπεδο, η αξιοπιστία και η εμπιστοσύνη στις πολιτικές, τους θεσμούς και την ηγεσία μιας χώρας είναι κρίσιμα στοιχεία επιτυχίας της οικονομικής πολιτικής. Η ύπαρξή τους, όχι μόνο βελτιώνει την αποτελεσματικότητα των μέσων πολιτικής, αλλά κυρίως μειώνει δραστικά τη διάρκεια, το εύρος και το οικονομικό και κοινωνικό κόστος της αναγκαίας προσαρμογής και επιταχύνει την έξοδο από την κρίση.

Διάγραμμα 8: Απόδοση Ελληνικού 10ετους benchmark (%)



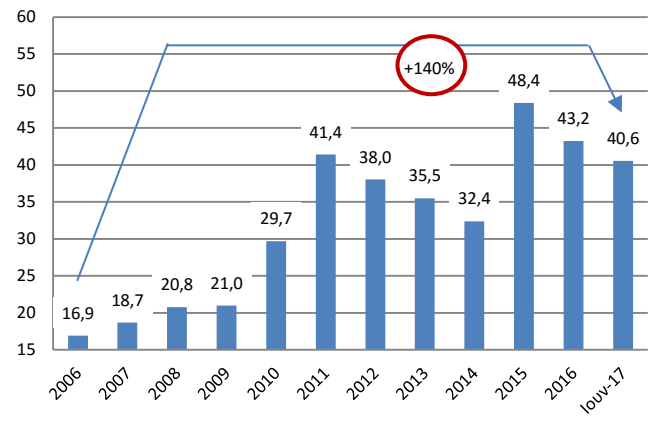
Πηγή: Thomson Reuters

Διάγραμμα 9: Εξέλιξη καταθέσεων ιδιωτικού τομέα στην Ελλάδα (€ δισ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Διάγραμμα 10: Χαρτονομίσμα σε κυκλοφορία (€ δισ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Τέλος, θα πρέπει να τονιστεί ότι, θεωρητικές προσεγγίσεις, αλλά και η πρότερη εμπειρία επιβεβαιώνουν ότι η απώλεια και η ανάκτηση της αξιοπιστίας και της εμπιστοσύνης δεν εξελίσσονται συμμετρικά. Με αφορμή κρίσιμες πολιτικές επιλογές, η απώλεια της αξιοπιστίας της ασκούμενης πολιτικής μπορεί να οδηγεί τις αγορές σε έντονο καθοδικό κύκλο και ταχύτατη απώλεια εμπιστοσύνης, με τους επενδυτές να σπεύδουν να αποεπενδύσουν, δημιουργώντας ένα έντονο καθοδικό σπινάλ τιμών. Όμως, η ανάκτηση της αξιοπιστίας και της εμπιστοσύνης επιτυγχάνεται σε βάθος χρόνου, σταδιακά με τη συνεπή υλοποίηση πειστικών μέτρων και πολιτικών πρωτοβουλιών, ενώ οι τιμές των αξιών κινούνται αργά ανοδικά και σε βάθος χρόνου, κυρίως με βάση τα απτά αποτελέσματα και όχι τα ανακοινωθέντα σχέδια και τις υποσχέσεις.

Είναι η αμφισβητούμενη βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους ο κρίσιμος παράγοντας που δικαιολογεί τις παραπάνω διαφορές στη συμπεριφορά των οικονομικών και των αγορών;

Είναι αναμενόμενο υπό τις επικρατούσες συνθήκες ότι, μια παράμετρος που κάποιοι διεθνείς αναλυτές αναφέρουν ως παράγοντα αβεβαιότητας και διαφοράς στη συμπεριφορά των αγορών σε σχέση, για παράδειγμα, με την Πορτογαλία (που έχει σημαντικά χαμηλότερο λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ συγκριτικά με την Ελλάδα), είναι ο προβληματισμός σε σχέση με το ύψος και τη δυναμική του ελληνικού δημόσιου χρέους, και ειδικότερα οι διαφωνίες μεταξύ ΔΝΤ και των ευρωπαϊκών θεσμών αναφορικά με τις απαιτούμενες πολιτικές για την επίτευξη συνθηκών βιωσιμότητας.

Εν συντομία, το ΔΝΤ υποθέτει πολύ χαμηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης στην Ελλάδα μεσοπρόθεσμα (περίπου 1% ετησίως), που αντανάκλα εν μέρει και χαμηλό βαθμό

εμπιστοσύνης στην ικανότητα της Ελλάδας να υλοποιήσει τις μεταρρυθμίσεις και υποστηρίζει ότι η βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους απαιτεί την άμεση υλοποίηση γενναίων διαρθρωτικών παρεμβάσεων, έτσι ώστε να μπορούν να γίνουν ρεαλιστικές και εύλογες υποθέσεις για το ύψος των απαιτούμενων πρωτογενών πλεονασμάτων. Οι προτεινόμενες παρεμβάσεις συμπεριλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, σημαντική επιμήκυνση του χρόνου ωρίμανσης του συνόλου των ευρωπαϊκών δανείων που έλαβε (ή/και θα λάβει) η χώρα μας στο πλαίσιο των τριών διαδοχικών προγραμμάτων διάσωσης, μεγάλες περιόδους χάριτος για την αποπληρωμή τόκων και χρεολυσίων και ακόμη χαμηλότερα επιτόκια επί των δανείων αυτών.

Από την άλλη πλευρά, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υποθέτει δυνατότητα επίτευξης σημαντικά υψηλότερων ετησίων ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης και ύψους πρωτογενών δημοσιονομικών πλεονασμάτων σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Οι υποθέσεις αυτές καθιστούν ηπιότερη (σε μέγεθος και εύρος) την αναγκαία αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους, με στόχο τη διατήρηση του λόγου των ακαθάριστων χρηματοδοτικών αναγκών της γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ εντός των συμφωνηθέντων ορίων βιωσιμότητας (δηλαδή κάτω του 15% μεσοπρόθεσμα και του 20% μακροπρόθεσμα).

Να σημειωθεί ότι, από όλες τις χώρες που είχαν την εμπειρία των μνημονίων, μόνο στην Ελλάδα εκδηλώθηκε τόσο έντονη διάσταση απόψεων ανάμεσα στο ΔΝΤ και τους ευρωπαϊκούς θεσμούς, γεγονός που έπληξε ιδιαίτερα την αξιοπιστία του προγράμματος.

Οι θεωρητικές προσεγγίσεις σε σχέση με τα προαναφερθέντα είναι αδιαμφισβήτητα χρήσιμες. Παρ' όλα αυτά, πέραν των όποιων τεχνικών συζητήσεων για την επίτευξη ή μη συνθηκών βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, χρήζουν

ιδιαίτερης ανάλυσης και προσοχής τόσο η αξιοπιστία της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής, όσο και ο βαθμός πρόσβασης μιας χώρας στις διεθνείς αγορές.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι, ο λόγος δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ της Ελλάδας (περίπου 180% του ΑΕΠ) είναι σήμερα ο υψηλότερος στην Ευρωζώνη (Πίνακας 3), δεν αποτελεί έκπληξη ότι η διεθνής επενδυτική κοινότητα παραμένει επιφυλακτική, παρότι έχουν γίνει μέχρι σήμερα σημαντικές αναδιαρθρώσεις του ελληνικού χρέους.

Πίνακας 3: Χρέος προς ΑΕΠ χωρών που μπήκαν σε πρόγραμμα και χωρών του Ευρωπαϊκού Νότου - 2016

	Ελλάδα	Πορτογαλία	Ιταλία	Κύπρος	Ισπανία	Ιρλανδία
Χρέος/ΑΕΠ	179.4%	130.4%	132.6%	107.8%	99.4%	75.4%

Πηγή: Thomson Reuters

Κατά τη γνώμη μας, η βιωσιμότητα ή μη του ελληνικού δημόσιου χρέους δεν αποτελεί το μόνο και ούτε ίσως τον κύριο παράγοντα στον οποίο μπορεί να αποδοθεί η αδυναμία πλήρους αποκατάστασης της εμπιστοσύνης των διεθνών αγορών στις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, και αυτό ιδιαίτερα αν ληφθούν υπόψη τρία γεγονότα:

- α. το μεγαλύτερο μέρος του ελληνικού δημόσιου χρέους οφείλεται πλέον σε επίσημους φορείς και εξυπηρετείται με προνομιακούς όρους επιτοκίων και διάρκειας,
- β. τις δημόσιες και θεσμικές δεσμεύσεις των ευρωπαϊών εταίρων για την αποκατάσταση της βιωσιμότητας του ελληνικού χρέους στο πλαίσιο των υφιστάμενων μεσοπρόθεσμων ρυθμίσεων ελάφρυνσής του, ιδιαίτερα μετά τις γερμανικές εκλογές, δεσμεύσεις που περιορίζουν τις αβεβαιότητες στις αγορές
- γ. η συμπεριφορά των διεθνών αγορών, που παρά τις αβεβαιότητες γύρω από τη βιωσιμότητα του χρέους οδηγεί τα επιτόκια των κυβερνητικών ομολόγων σταδιακά σε

χαμηλότερα επίπεδα και παράλληλα βελτιώνει την πρόσβαση σε αυτές για χρηματοδότηση.

Θα πρέπει δε να παραδεχθούμε ότι έχουν ήδη γίνει αρκετές σταθεροποιητικές παρεμβάσεις αναδιάρθρωσης του ελληνικού δημόσιου χρέους μέχρι σήμερα. Οι δανειακές ανάγκες του ελληνικού δημοσίου την πρώτη πενταετία μετά την επιτυχή ολοκλήρωση του υφιστάμενου προγράμματος είναι σχετικά περιορισμένες (μεταξύ €7-12δισ. ετησίως). Πρόκειται για ποσό ιδιαίτερα χαμηλό για μια ευρωπαϊκή χώρα, ώστε να αποδεχθεί παθητικά πως δεν μπορεί να το αντλήσει από τις διεθνείς αγορές, εφαρμόζοντας αποτελεσματικές και αξιόπιστες οικονομικές πολιτικές.

Αν αποδεχθούμε ότι, στη σημερινή συγκυρία η βιωσιμότητα του χρέους δεν είναι ο μόνος και ίσως όχι ο κύριος ερμηνευτικός παράγοντας του χαμηλού ακόμη βαθμού αξιοπιστίας της ελληνικής οικονομικής πολιτικής και της εμπιστοσύνης των αγορών στις προοπτικές εξόδου της χώρας από την κρίση, τότε πιστεύουμε ότι η σημερινή κατάσταση, αλλά κυρίως η πορεία της χώρας στα χρόνια της κρίσης οφείλονται σε σειρά άλλων σημαντικών αλληλοεπιδρώντων παραγόντων. Οι εν λόγω παράγοντες τροφοδότησαν διαχρονικά τη χαμηλή αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής, την αβεβαιότητα, την περιορισμένη εμπιστοσύνη των αγορών και τέλος την ευρύτερη διεθνή δυσπιστία όλων των εμπλεκόμενων στην ελληνική υπόθεση. Αυτοί οι παράγοντες περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων:

1. την έντονη πολιτική αβεβαιότητα και τους κινδύνους,
2. την ασυνέπεια και την έλλειψη εμπιστοσύνης των αγορών στην υλοποίηση των συμφωνηθέντων και των μεταρρυθμίσεων (ιδιοκτησία προγράμματος),

3. το λάθος μείγμα πολιτικής που εφαρμόστηκε, και
4. την απουσία ενός ελληνικής ιδιοκτησίας πειστικού εθνικού σχεδίου εξόδου από την κρίση ευρύτατης πολιτικής και κοινωνικής αποδοχής.

Πιο αναλυτικά:

Πρώτον, την έντονη πολιτική αβεβαιότητα στη χώρα, που επέδρασε αρνητικά στις εκτιμήσεις των αγορών, τροφοδότησαν τα τελευταία χρόνια:

- η διαχρονική απουσία ευρύτερων πολιτικών συναινέσεων γύρω από το πρόγραμμα προσαρμογής και μεταρρυθμίσεων, με στόχο την οριστική έξοδο από την κρίση,
- το διαρκές συγκρουσιακό κλίμα μεταξύ της εκάστοτε κυβέρνησης με την αντιπολίτευση,
- το μόνιμο κλίμα αντιπαλότητας με τους πιστωτές και τους εταίρους που ενίσχυσε τη δυσπιστία τους,
- ο λαϊκισμός, η συντεχνιακή λογική, οι αδιέξοδοι πολιτικοί τακτικισμοί,
- η άρνηση της πραγματικότητας και οι ιδεολογικές εμμονές σε μη ρεαλιστικές λύσεις,
- το παιχνίδι με τη δραχμή, τόσο εκ μέρους τμήματος του ελληνικού πολιτικού συστήματος, όσο και από ορισμένους ευρωπαϊκούς φορείς,
- οι συνεχείς αλλαγές κυβερνήσεων, Πρωθυπουργών και Υπουργών Οικονομικών (10 Υπουργοί Οικονομικών τα τελευταία 8 χρόνια) που υπονόμισαν τη συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και των διαπραγματεύσεων,
- η εμπειρία του πρώτου εξαμήνου του 2015, που ήταν τραυματική και αποσταθεροποιητική για τους πολίτες, τις αγορές και την οικονομία, με αποτέλεσμα να τεθεί η χώρα προ σημαντικών κινδύνων, και

- η έντονη διάσταση απόψεων μεταξύ του ΔΝΤ και των ευρωπαϊκών θεσμών.

Δεύτερον, την αναξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής τροφοδότησε επίσης και η διαρκής ασυνέπεια που επιδείξαμε σε σχέση με την ανάληψη της ιδιοκτησίας των συμφωνηθέντων και την έγκαιρη υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων. Οι αξιολογήσεις των προγραμμάτων δεν ολοκληρώθηκαν ποτέ εντός του συμφωνηθέντος χρονοδιαγράμματος, ενώ συχνά οι καθυστερήσεις ήταν σημαντικές και επιζήμιες. Πολλές φορές, η ελληνική πλευρά επεδίωξε, αντί της υλοποίησης των συμφωνηθέντων που η ίδια είχε αποδεχθεί και υπογράψει, την επίτευξη ηπιότερης εναλλακτικής λύσης μέσω πολιτικής διαπραγμάτευσης με τους ευρωπαϊκούς εταίρους. Η τακτική αυτή απέτυχε παταγωδώς και τροφοδότησε τη δυσπιστία των εταίρων και των διεθνών αγορών για τις πραγματικές μας προθέσεις και στη βούλησή μας να δημιουργήσουμε μια σύγχρονη ανταγωνιστική οικονομία. Διαμορφώθηκε δε η εικόνα ότι υλοποιούμε τις μεταρρυθμίσεις και τα συμφωνηθέντα, όχι γιατί τα ενστερνιζόμαστε, αλλά γιατί μας υποχρεώνουν οι πιστωτές και γιατί δεν είχαμε άλλη εναλλακτική λύση, ενώ ενίοτε διαφωνούσαμε δημόσια για τη χρησιμότητά τους.

Ουσιαστικά, εκτός ελάχιστων εξαιρέσεων, οι ελληνικές κυβερνήσεις στη διάρκεια της κρίσης δεν ανέλαβαν πειστικά την «ιδιοκτησία» του προγράμματος και των συμφωνηθεισών μεταρρυθμίσεων. Την ίδια στιγμή, η κοινωνία αντιστεκόταν σθεναρά στις μεταρρυθμίσεις, έχοντας πειστεί από το πολιτικό σύστημα και την εκάστοτε αντιπολίτευση ότι υπάρχει ηπιότερη εναλλακτική λύση, άποψη που ενισχύθηκε περαιτέρω από τη λανθασμένη ταύτιση των μεταρρυθμίσεων με οριζόντιες περικοπές μισθών και συντάξεων.

Ως αποτέλεσμα, είμαστε ήδη στο τρίτο μνημόνιο μετά από 8 χρόνια κρίσης.

Στην πορεία, οι πιστωτές έγιναν άκαμπτοι, επιδεικνύοντας εμμονική επιμονή, ακόμα και σε πολιτικές που απεδείχθησαν άκρως αναποτελεσματικές και αντιπαραγωγικές. Το αποτέλεσμα ήταν η διαμόρφωση «πολεμικού κλίματος» και η υλοποίηση των συμφωνηθέντων υπό τη «Δαμόκλειο Σπάθη» της απειλής του Grexit. Το τελευταίο χρησιμοποιήθηκε εκατέρωθεν ως «εργαλείο» απειλής, αποσταθεροποιώντας τις αγορές. Στο περιβάλλον αυτό, επιτελέστηκε μια άνευ προηγουμένου αποσταθεροποίηση των προσδοκιών για γρήγορη έξοδο από την κρίση, η οποία ενίσχυσε περαιτέρω το οικονομικό και κοινωνικό κόστος της προσαρμογής.

Η εξέλιξη αυτή είναι ιδιαίτερα απογοητευτική, δεδομένου ότι κάποιος που ζει στην Ελλάδα δεν θα μπορούσε ειλικρινά, καλή τη πίστη και με σοβαρά επιχειρήματα, να διαφωνήσει με την αναγκαιότητα των προτεινόμενων μεταρρυθμίσεων για τον εκσυγχρονισμό της κοινωνίας, της οικονομίας και των θεσμών. Είναι δε άξιο απορίας, γιατί όλα αυτά τα χρόνια δεν τα κάναμε όλα αυτά μόνοι μας και γιατί καθυστερήσαμε να αντιληφθούμε την αναγκαιότητά τους.

Ακολούθως, παραθέτουμε επιγραμματικά κάποιες από τις μεταρρυθμίσεις που συμπεριλαμβάνονται ως υποχρεώσεις της Ελλάδας στην πρόσφατη συμφωνία με τους πιστωτές, έτσι ώστε να γίνει αντιληπτό γιατί αποτελούν, στη συντριπτική τους πλειοψηφία, αναγκαία στοιχεία θεσμικού και οικονομικού εκσυγχρονισμού μιας χώρας και αποκατάστασης της διεθνούς ανταγωνιστικότητάς της.

Συγκεκριμένα, η πρόσφατη συμφωνία προβλέπει σε επικεφαλίδες:

- την άρση των εμποδίων στον ανταγωνισμό, στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών,
- την απλοποίηση διαδικασιών αδειοδοτήσεων και τον εκσυγχρονισμό του νόμου εταιρειών για την ανάληψη επιχειρηματικής δραστηριότητας,
- το άνοιγμα των επαγγελμάτων στον ανταγωνισμό,
- τον εκσυγχρονισμό και αναβάθμιση της δημόσιας διοίκησης,
- τον εκσυγχρονισμό του τομέα της δημόσιας υγείας,
- τον εκσυγχρονισμό της φορολογικής διοίκησης,
- τη συστηματική καταπολέμηση της φοροδιαφυγής και εισφοροδιαφυγής, βελτίωση της φορολογικής συμμόρφωσης και του φοροεισπρακτικού μηχανισμού,
- την κεντρική διαχείριση των ασφαλιστικών εισφορών (ΕΦΚΑ),
- τον εκσυγχρονισμό της δικαιοσύνης,
- τη δημιουργία Ανεξάρτητης Αρχής Δημοσίων Εσόδων,
- μέτρα για την καταπολέμηση της διαφθοράς,
- την αναδιάρθρωση και άνοιγμα στον ανταγωνισμό του τομέα ενέργειας,
- την αναμόρφωση της αγροτικής πολιτικής και των κινήτρων προώθησης εξαγωγών,
- την κατοχύρωση της αυτονομίας των ανεξαρτήτων αρχών π.χ. Εθνική Στατιστική Υπηρεσία,
- την αναθεώρηση της κοινωνικής πολιτικής για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητάς της,
- τη διαμόρφωση νέας σύγχρονης πολιτικής γης και χωροταξίας,
- τη σύγχρονη, αξιόπιστη και διάφανη πολιτική και διαδικασίες δημοσίων προμηθειών,

- την κεντρική διαχείριση της Δημόσιας περιουσίας με τη δημιουργία του ανεξάρτητου ταμείου,
- δράσεις για ένα βιώσιμο συνταξιοδοτικό σύστημα,
- την απελευθέρωση των μεταφορών.

Τρίτον, η σημαντική καθυστέρηση στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων δεν ήταν το μόνο πρόβλημα της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής. Στην αρνητική αξιοπιστία επέδρασε επίσης και το λάθος μείγμα πολιτικής που εφαρμόστηκε, εκτίμηση που την έχουν ήδη παραδεχθεί και οι πιστωτές, ιδιαίτερα το ΔΝΤ. Αυτό το μείγμα πολιτικής, σε συνδυασμό με τις εσφαλμένες εκτιμήσεις για το μέγεθος των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών, λειτούργησαν καταλυτικά στη μεγέθυνση της κρίσης.

Οι ελληνικές κυβερνήσεις δεν συνδύασαν, στην αρχή του προγράμματος, όπως θα ήταν το ορθότερο για να κερδίσουν την εμπιστοσύνη των διεθνών αγορών, την αναγκαία, έστω και επιβεβλημένη από τους δανειστές, δημοσιονομική εξυγίανση και μείωση του εργασιακού κόστους, με μια εμπροσθοβαρή πολιτική ιδιωτικοποιήσεων, προσέλκυσης ιδιωτικών επενδύσεων και δημιουργίας φιλικού επιχειρηματικού πλαισίου, με αποτέλεσμα οι επενδύσεις να έχουν καταρρεύσει, από το 23% του ΑΕΠ προ της κρίσης, στο 11% περίπου το 2016. Παράλληλα, δεν υλοποιήθηκε στις αρχές του προγράμματος μια πειστική αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους, ώστε να περιοριστούν οι αβεβαιότητες που δημιουργούσε στις αγορές το μέγεθός του. Αποτέλεσμα, το ύψος του δημοσίου χρέους να είναι σήμερα υψηλότερο σαν ποσοστό του ΑΕΠ (ΑΕΠ 2009: 127% έναντι ΑΕΠ 2016: 179%), λόγω της μεγάλης ύφεσης, σε σύγκριση με τα προ της κρίσης επίπεδα.

Επιπλέον, το περιβάλλον χαμηλής αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής και εμπιστοσύνης των αγορών, τροφοδότησε την αβεβαιότητα και τους κινδύνους που, σε συνδυασμό με τις αρνητικές επιπτώσεις του PSI και της βαθιάς και παρατεταμένης ύφεσης, οδήγησαν το τραπεζικό σύστημα σε βαθιά κρίση. Απαιτήθηκαν σημαντικές διαδοχικές αυξήσεις κεφαλαίου και ο τραπεζικός τομέας, από αναπτυξιακός παράγοντας έγινε, στην πορεία, παράγοντας αποσταθεροποίησης και επιταχυντής της κρίσης.

Παράλληλα, η αναγκαία δημοσιονομική προσαρμογή στηρίχθηκε κυρίως στη σημαντική αύξηση φόρων και όχι στη διεύρυνση της φορολογικής βάσης και τον περιορισμό της φοροδιαφυγής. Δεν εξορθολογίσαμε έγκαιρα τις δαπάνες, τις δομές και τη λειτουργία της δημόσιας διοίκησης. Κυρίως, όμως, καθυστερήσαμε στην απόφαση και την υλοποίηση των ιδιωτικοποιήσεων (τα δύο πρώτα χρόνια των μνημονίων δεν έγινε ούτε μία ιδιωτικοποίηση) και την απελευθέρωση των αγορών. Ειδικά οι καθυστερήσεις στους τομείς αυτούς επηρέασαν αρνητικά τις εκτιμήσεις των διεθνών αγορών για την αξιοπιστία και τη δέσμευση των εκάστοτε κυβερνήσεων να υλοποιήσουν μεταρρυθμίσεις με αναπτυξιακή προοπτική και ν' ανοίξουν την οικονομία στον ανταγωνισμό και τις ξένες επενδύσεις.

Επιπροσθέτως, η σημαντική μείωση του κόστους εργασίας αντισταθμίστηκε σε μεγάλο βαθμό από την αύξηση άλλων συντελεστών του κόστους παραγωγής, όπως φόροι, κόστος ενέργειας, κόστος χρήματος και άλλα στοιχεία του μη μισθολογικού κόστους, περιορίζοντας σημαντικά τα οφέλη από τη μείωση των μισθών στη συνολική ανταγωνιστικότητα της χώρας.

Τέταρτον: Παρά τις διαφωνίες του πολιτικού συστήματος με τα προγράμματα προσαρμογής, που σε μεγάλο βαθμό παρουσίαζαν και συνέτασσαν οι πιστωτές, η Ελλάδα δεν κατάφερε να διαμορφώσει

το δικό της πειστικό και ολοκληρωμένο εθνικό πρόγραμμα εξόδου από την κρίση. Η διαχρονική απουσία ενός τέτοιου προγράμματος που θα έχαιρε ευρείας πολιτικής και κοινωνικής αποδοχής επιτείνει το πρόβλημα της αναξιοπιστίας. Αφενός, δεν υπάρχει ξεκάθαρη δέσμευση του πολιτικού συστήματος και μια ειλικρινής ενημέρωση της κοινωνίας για το πρόβλημα και τις ρεαλιστικές λύσεις, όπως έγινε π.χ. στην Κύπρο. Αφετέρου, υπήρχε έλλειψη ορατής λύσης από τους επενδυτές, δεδομένου ότι βασικές παράμετροι που καθορίζουν τις επενδυτικές επιλογές περιβάλλονταν από αβεβαιότητα, καθώς ούτε το πρόγραμμα υιοθετήσαμε, ούτε δική μας εναλλακτική παρουσιάσαμε. Τελικά, δεν πείσαμε τις διεθνείς αγορές ότι έχουμε την ιδιοκτησία του προγράμματος προσαρμογής, ούτε ότι έχουμε άλλες αξιόπιστες εναλλακτικές λύσεις.

Σημαντικό το κόστος της χαμηλής αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής και της έλλειψης εμπιστοσύνης των αγορών

Το κόστος της χαμηλής αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής και της περιορισμένης εμπιστοσύνης των αγορών είναι μεγάλο για όλους: το δημόσιο, τις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά, την κοινωνία και την οικονομία στο σύνολό της. Στην παρούσα εργασία, κάνουμε μια πρώτη ενδεικτική προσπάθεια να παρουσιάσουμε κάποιες από τις πτυχές του, χωρίς αυτή η προσπάθεια να αποτελεί μια ολοκληρωμένη και τεκμηριωμένη μελέτη.

Ειδικά το ελληνικό δημόσιο υποχρεώθηκε να πληρώσει ένα σημαντικά μεγαλύτερο ασφάλιστρο κινδύνου, ή και να μην έχει καμία πρόσβαση στις διεθνείς αγορές σε περιόδους έντασης της κρίσης. Ως εκ τούτου, η χώρα βρέθηκε χωρίς εναλλακτικές χρηματοδοτικές λύσεις, οι κοινωνικές και οικονομικές εντάσεις πολλαπλασιάστηκαν, το κοινωνικό και οικονομικό κόστος μεγεθύνθηκε και παράλληλα η χώρα είχε μηδαμινή

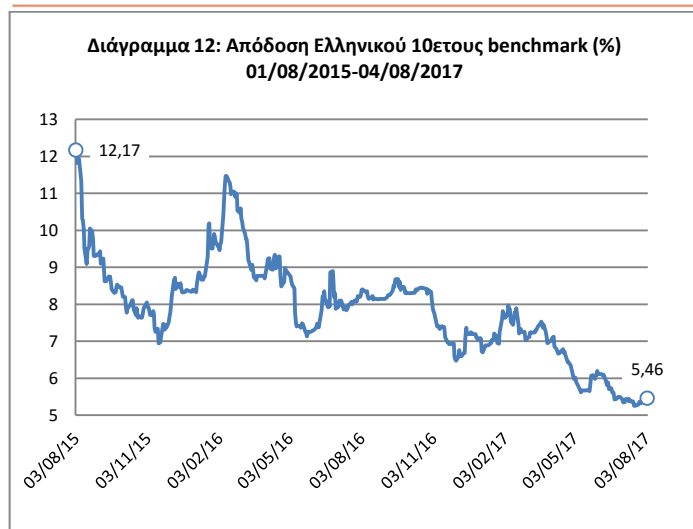
διαπραγματευτική δύναμη στις συζητήσεις με τους επίσημους πιστωτές. Το κόστος της χαμηλής αξιοπιστίας τελικά επιβάρυνε τους φορολογούμενους και επέδρασε αρνητικά και στη βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους.

Παρά τις διαφορές ανάμεσα στα δομικά χαρακτηριστικά των δύο χωρών, η σύγκριση της Ελλάδας με την Πορτογαλία και η διαφορά στο κόστος δανεισμού που καταγράφεται μεταξύ των δύο χωρών διαχρονικά (Διάγραμμα 11) είναι ενδεικτική του κόστους της περιορισμένης αξιοπιστίας και εμπιστοσύνης που αποπνέει μια μη πειστική εξασκούμενη οικονομική πολιτική, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσεων.

Και παρά τη σημαντική αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων (Διάγραμμα 12), μετά την επιτυχή ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης του υφιστάμενου προγράμματος και τη σαφή βελτίωση του οικονομικού κλίματος και των προσδοκιών, η χώρα μας δεν έχει ακόμη πείσει πλήρως τις διεθνείς αγορές για την πρόοδο που έχει συντελεστεί, αλλά κυρίως για τη δέσμευσή μας να συνεχίσουμε με συνέπεια την εξυγίανση της οικονομίας και την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων.



Πηγή: Thomson Reuters (04/08/2017)



Πηγή: Thomson Reuters (04/08/2017)

Αν η ελληνική πλευρά θέλει να προσεγγίσει τις αγορές ανεξάρτητα και απαλλαγμένη από την εγκριτική βούλα των πιστωτών της, που τη χρηματοδοτούν σήμερα με χαμηλά επιτόκια και με μακροχρόνιες διάρκειες, αλλά παράλληλα επιβάλουν δεσμεύσεις οικονομικής πολιτικής, θα πρέπει να αναλάβει ενεργά την πλήρη εφαρμογή των συμφωνηθεισών μεταρρυθμίσεων και επιπρόσθετων αναπτυξιακών πρωτοβουλιών και ταυτόχρονα να γνωστοποιήσει αποτελεσματικά αυτή τη δέσμευση και τα αποτελέσματα των πολιτικών της στις διεθνείς αγορές. Μόνο έτσι η Ελλάδα θα ανακτήσει σταδιακά την αξιοπιστία της και θα πείσει τις διεθνείς αγορές και τους ευρωπαϊούς εταίρους της ότι αναλαμβάνει δυναμικές πρωτοβουλίες εξόδου από την κρίση, απρόσκοπτης πρόσβασης στις αγορές και επιστροφής σε σταθερή αναπτυξιακή τροχιά. Μόνο μια εμπροσθοβαρής και συνεπής υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων θα δώσει στην Ελλάδα απρόσκοπτη πρόσβαση στις διεθνείς αγορές, με ανταγωνιστικό, χαμηλό κόστος δανεισμού, ώστε να μην επιβαρύνονται οι δημοσιονομικοί δείκτες.

Στην προσπάθεια αυτή, θα ήταν χρήσιμο να εξεταστεί στη μεταβατική περίοδο μετά την επιτυχή ολοκλήρωση του τρέχοντος προγράμματος, να συμφωνηθούν με τους ευρωπαϊούς εταίρους ex-

ante, πιστωτικές γραμμές (ECCL), που θα αξιοποιηθούν μόνο αν χρειαστούν, σαν επιπρόσθετο στοιχείο ενίσχυσης της αξιοπιστίας και της εμπιστοσύνης των αγορών και σαν δίχτυ ασφαλείας («buffer») σε πιθανές μελλοντικές πιέσεις.

Να σημειωθεί ότι, παρά τη θετική αντίδραση των αγορών στις πρόσφατες εξελίξεις, ο ακόμη μη ικανοποιητικός βαθμός αξιοπιστίας που αποπνέει η ασκούμενη οικονομική πολιτική αποτυπώνεται και στη χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση της Ελλάδας από τους οίκους αξιολόγησης, που επίσης αποτελεί τροχοπέδη για την έκδοση μακροχρόνιου ομολόγου από την χώρα μας με ικανοποιητικούς όρους.

Το κόστος της χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης που αντανακλά τις εκτιμήσεις των εξειδικευμένων οίκων αξιολόγησης για τα μακροοικονομικά, πολιτικά και κοινωνικά δεδομένα και τις προοπτικές της χώρας, μπορεί να φανεί συγκρίνοντας τις αποδόσεις του δεκαετούς ομολόγου διαφόρων χωρών με τον αριθμό των βαθμίδων που αυτές απέχουν από την πιστοληπτική διαβάθμιση του ελληνικού 10ετούς ομολόγου (Πίνακας 4).

Πίνακας 4: Πιστοληπτική διαβάθμιση και κόστος δανεισμού

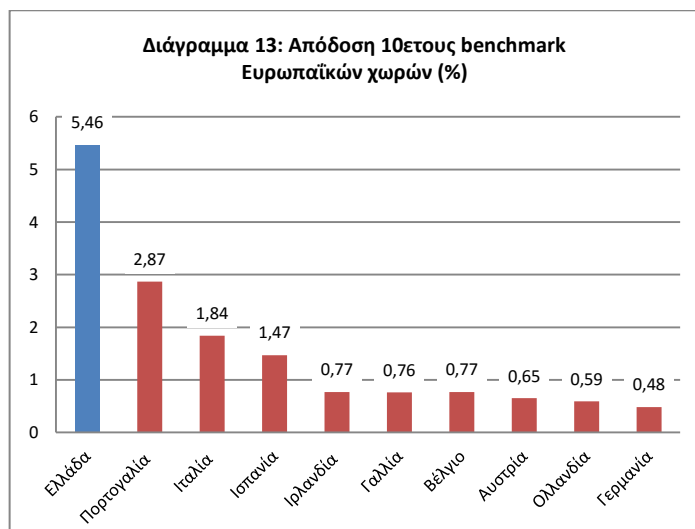
S&P LT issuer rating (Foreign)	Τρέχουσα πιστοληπτική διαβάθμιση	Διαφορά σε βαθμίδες	Απόδοση 10ετους ομολόγου (%)	Δ Ελλάδα (εκατοστιαίες μονάδες)	Εκατ. μονάδες ανά βαθμίδα
Ελλάδα	B-	-	5.46		
Πορτογαλία	BB+	5	2.87	2.59	0.52
Ιταλία	BBB-	6	1.84	3.62	0.60
Ισπανία	BBB+	8	1.47	3.99	0.50
Ιρλανδία	A+	11	0.77	4.69	0.43
Γαλλία	AA	13	0.76	4.70	0.36
Βέλγιο	AA	13	0.77	4.69	0.36
Αυστρία	AA+	14	0.65	4.81	0.34
Ολλανδία	AAA	15	0.59	4.87	0.32
Γερμανία	AAA	15	0.48	4.98	0.33
M.O.					0.42

Πηγή: Thomson Reuters (04/08/2017)

Συγκρίνοντας τις αποδόσεις των 10ετών ομολόγων με την πιστοληπτική διαβάθμιση της κάθε χώρας και με πρόχειρους υπολογισμούς, με τα σημερινά δεδομένα, μία βαθμίδα πιστοληπτικής αξιολόγησης χαμηλότερη αντιστοιχεί περίπου σε 40 μ.β. υψηλότερο κόστος δανεισμού. Σήμερα, η Ελλάδα

απέχει 6 βαθμίδες για να επιστρέψει σε «Investment Grade».

Να σημειωθεί ότι, η απόδοση του ελληνικού 10ετούς παραμένει και σήμερα σημαντικά υψηλότερη από τις αντίστοιχες άλλων ευρωπαϊκών χωρών, παρά τη βελτίωση των συνθηκών και προσδοκιών που έχει σημειωθεί (Διάγραμμα 13).



Πηγή: Thomson Reuters (04/08/2017)

Συνεπώς, η Ελλάδα πρέπει να πείσει τις διεθνείς αγορές και τους οίκους αξιολόγησης ότι οι μεταρρυθμίσεις θα έχουν διάρκεια και δεν θα αντιστραφούν μετά την ολοκλήρωση του τρίτου προγράμματος στήριξης.

Ξανά η αξιοπιστία έρχεται στο προσκήνιο καθώς οι «αγορές» δεν αποτελούν μια μονολιθική οντότητα αλλά αποτελούνται από ένα μεγάλο αριθμό παικτών που αλληλεπιδρούν για να διαμορφώσουν ένα «consensus» σχετικά με το επενδυτικό προφίλ της κάθε χώρας ή του κάθε επενδυτικού προϊόντος.

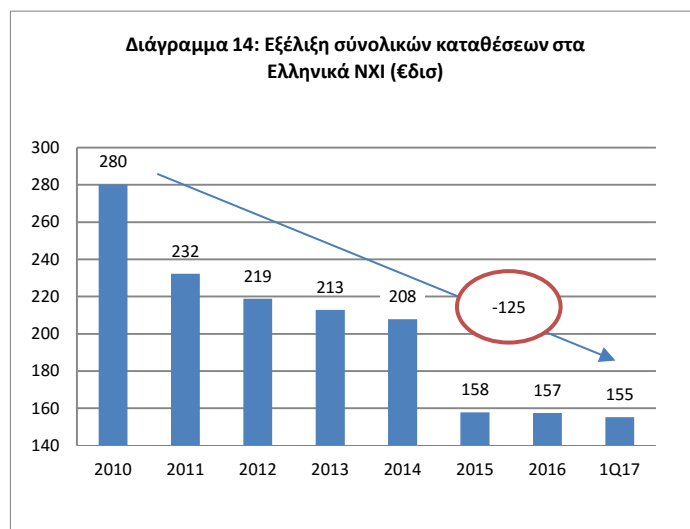
Για τις τράπεζες, τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά το κόστος της περιορισμένης αξιοπιστίας και εμπιστοσύνης ήταν επίσης υψηλό

Στην περίπτωση της Ελλάδας (σε αντίθεση με την πρόσφατη εμπειρία στις ΗΠΑ, αλλά και άλλων χωρών της ευρωζώνης) η κρίση δεν προκλήθηκε από τον εγχώριο τραπεζικό κλάδο. Η ελληνική κρίση ήταν προϊόν του μεγάλου δημοσιονομικού

εκτροχιασμού και της απώλειας ανταγωνιστικότητας που σημειώθηκε μετά την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ.

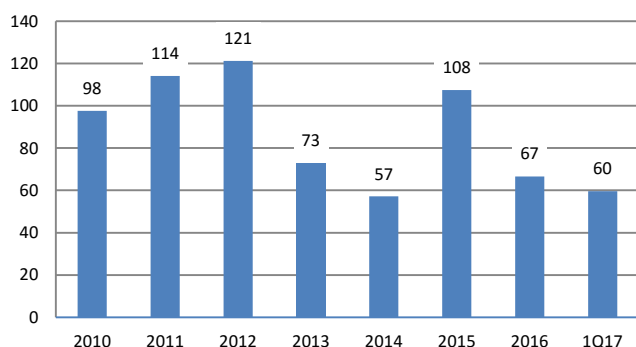
Η μεγάλη διάρκεια της κρίσης και της ύφεσης σε συνδυασμό με τα υψηλά επιτόκια, το PSI, τη στενότητα ρευστότητας, τη σημαντική φυγή καταθέσεων εκτός τραπεζικού συστήματος, τη διαρκή αβεβαιότητα που προκάλεσε η αναποτελεσματικότητα της εφαρμοζόμενης οικονομικής πολιτικής, και τον κίνδυνο ενός Grexit, σε συνδυασμό με την επικράτηση συναλλακτικών ηθών του τύπου «δεν πληρώνω τις υποχρεώσεις μου», ουσιαστικά κατέστρεψαν το τραπεζικό σύστημα και κατέστησαν αναγκαίες σημαντικές αυξήσεις κεφαλαίου και σχηματισμό μεγάλων προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις.

Συγκεκριμένα, το τραπεζικό σύστημα υποχρεώθηκε σε διαδοχικές αυξήσεις κεφαλαίου ύψους € 64 δισ, απώλεσε καταθέσεις συνολικά € 125 δισ, στηρίχθηκε στο Ευρωσύστημα για ρευστότητα για να επιβιώσει (στην κορύφωση της κρίσης ο δανεισμός του ξεπέρασε τα € 130 δισ) και δημιουργήθηκαν μη εξυπηρετούμενα δάνεια άνω των € 100 δισ, που κατέστησαν αναγκαίο το σχηματισμό προβλέψεων ύψους € 57 δισ (Διαγράμματα 14, 15, 16).



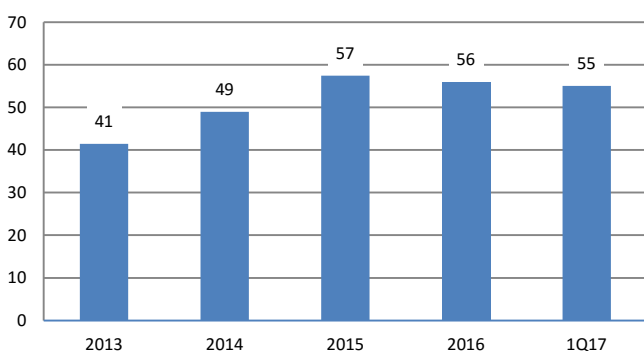
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Διάγραμμα 15: Έκθεση Ελληνικών Τραπεζών στο Ευρωσύστημα (€ δισ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Διάγραμμα 16: Συσσωρευμένες προβλεψεις συστημικών τραπεζών (€ δισ)



Πηγή: Ισολογισμοί συστημικών τραπεζών (IFRS)

Οι μέτοχοι των τραπεζών, συμπεριλαμβανομένου του δημοσίου, έχασαν δύο φορές το σύνολο της επένδυσής τους στις τράπεζες, ύψους δεκάδων δισεκατομμυρίων, επιβλήθηκαν περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων, οι τράπεζες υποχρεώθηκαν να υλοποιήσουν προγράμματα αναδιάρθρωσης και συρρίκνωσης των δραστηριοτήτων τους, ενώ πλήθος τραπεζών οδηγήθηκε στη μη βιωσιμότητα και τελικά στην πτώχευση.

Αντίστοιχα, οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, σε συνθήκες ύφεσης, κατάρρευσης της ζήτησης και του τζίρου, σημαντικών περικοπών μισθών και συντάξεων και άνευ προηγουμένου απαξίωσης των κινητών και ακινήτων αξιών, άρα του πλούτου τους, αντιμετώπισαν πρωτοφανείς συνθήκες

χρηματοπιστωτικής ασφυξίας, με αρνητική πιστωτική επέκταση, υψηλά επιτόκια και περιορισμένη πρόσβαση στις διεθνείς αγορές.

Θα επικεντρώσουμε την ανάλυσή μας στην περίπτωση των επιχειρήσεων για να αναδείξουμε το κόστος της παρατεταμένης ύφεσης, αλλά αντίστοιχες ήταν και οι επιπτώσεις στα νοικοκυριά.

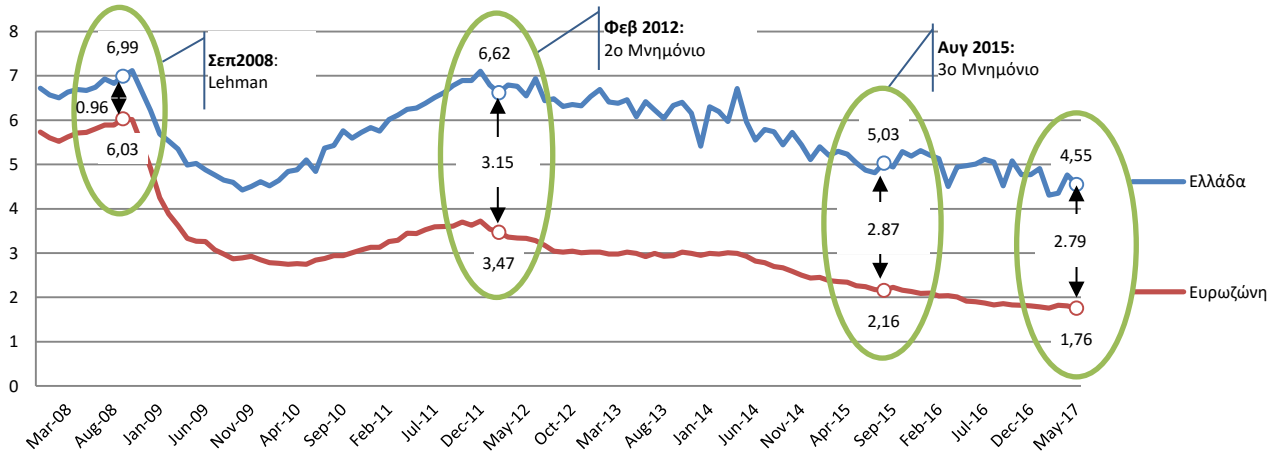
Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), προκειμένου να συγκρίνει το κόστος τραπεζικού δανεισμού στις διάφορες χώρες της Ευρωζώνης δημιούργησε μια ομάδα σύνθετων δεικτών⁵ για να μετρήσει το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων (εκτός του χρηματοπιστωτικού κλάδου) και των νοικοκυριών.

Αυτοί οι σύνθετοι δείκτες δανεισμού βασίζονται σε στατιστικά στοιχεία που παρέχουν οι εμπορικές τράπεζες και αφορούν τόσο στο εθνικό επίπεδο όσο και στο σύνολο της Ευρωζώνης.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 17, ενώ τον Σεπτέμβριο του 2008 οι ελληνικές επιχειρήσεις δανείζονταν λιγότερο από 100μ.β. (1%) ακριβότερα από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, την περίοδο της ψήφησης του 2^{ου} Μνημονίου είδαν την διαφορά αυτή να αυξάνεται σε επίπεδα υψηλότερα από 300μ.β. την περίοδο της ψήφησης του 2ου Μνημονίου. Κατά μέσο όρο, η διαφορά κόστους δανεισμού ελληνικών και ευρωπαϊκών επιχειρήσεων σχεδόν τριπλασιάστηκε από τα προ-Lehman επίπεδα (Διάγραμμα 18) με σημαντική αρνητική επίπτωση στις χρηματοροές των επιχειρήσεων. Σήμερα, το κόστος δανεισμού παρουσιάζει μια μικρή βελτίωση, αλλά παραμένει σημαντικά υψηλότερο αυτού των άλλων χωρών που υποχρεώθηκαν να μπουν σε πρόγραμμα προσαρμογής (Διάγραμμα 19).

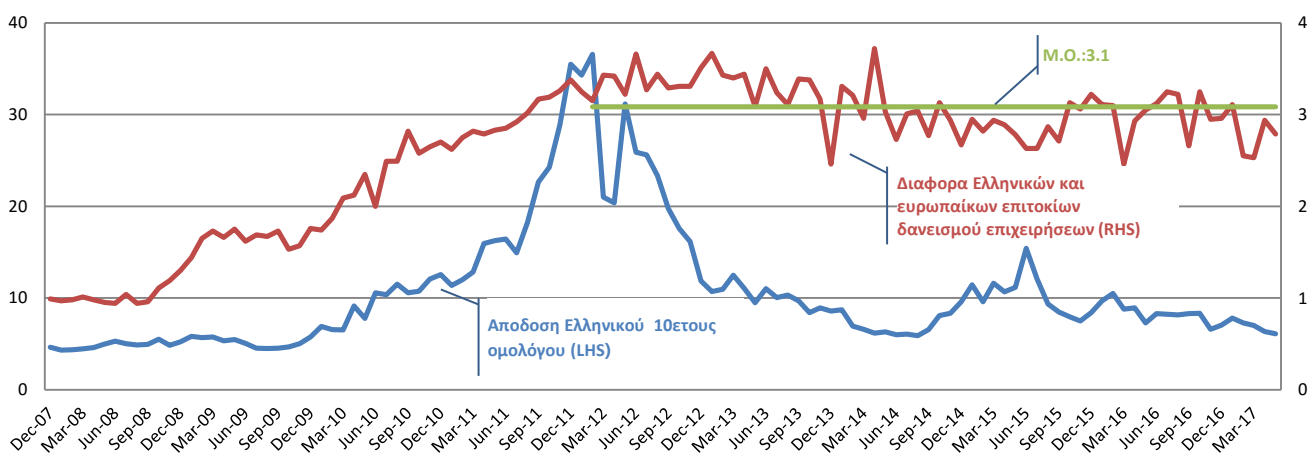
⁵ Η μεθοδολογία υπολογισμού των δεικτών βρίσκεται εδώ: [link](#)

Διάγραμμα 17: Κόστος δανείσμου Ελληνικών επιχειρήσεων και μέσος όρος Ευρωζώνης (%)



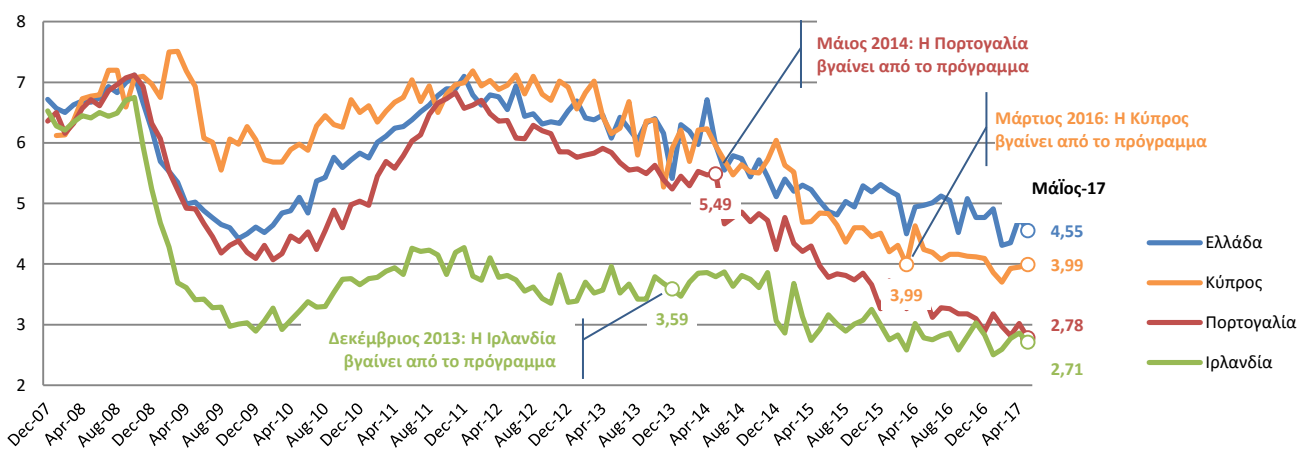
Πηγή: EKT, Eurobank

Διάγραμμα 18: Δ κόστους δανεισμού Ελληνικών επιχειρήσεων με τις Ευρωπαϊκές (%)



Πηγή: EKT, Eurobank

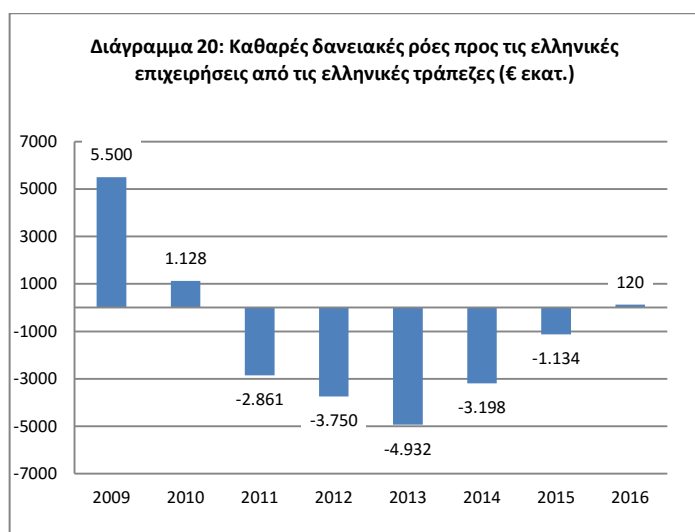
Διάγραμμα 19: Κόστος δανεισμού επιχειρήσεων χωρών που μπήκαν σε πρόγραμμα (%)



Πηγή: EKT, Eurobank

Να σημειωθεί ότι το κόστος δανεισμού των ελληνικών επιχειρήσεων σε σχέση με το μέσο ευρωπαϊκό παραμένει, κατά μέσο όρο, περίπου στα αυξημένα επίπεδα του Φεβρουαρίου του 2012, εξέλιξη που επιβεβαιώνει ότι η βελτίωση των χρηματοοικονομικών δεικτών επιδρά με χρονική υστέρηση στο κόστος δανεισμού, κυρίως των μεσαίων και μικρών επιχειρήσεων και χρειάζεται χρόνο και κυρίως σαφή καλυτέρευση των συνθηκών ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, καθώς και των μακροοικονομικών προοπτικών.

Φυσικά, το υψηλό κόστος δανεισμού και οι αβεβαιότητες λειτούργησαν ανασταλτικά όχι μόνο στη ζήτηση για τραπεζικό δανεισμό, αλλά και στη διάθεση των ελλήνων επιχειρηματιών για επενδύσεις. Είναι δε ενδεικτικό ότι οι καθαρές δανειακές ροές (νέα δάνεια μείον αποπληρωμές) από το 2011 μέχρι το 2015 ήταν έντονα αρνητικές, και το 2016 έγιναν θετικές κατά μόλις όμως €120 εκατ. (Διάγραμμα 20), αντανακλώντας περιορισμένη ζήτηση, αλλά και στενότητα ρευστότητας και πιο συντηρητική πολιτική χρηματοδοτήσεων εκ μέρους των τραπεζών.



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Eurobank

Παράλληλα, η κρίση υπονόμωσε τη χρηματοοικονομική υγεία εκατοντάδων επιχειρήσεων, που οδηγήθηκαν στην πτώχευση και

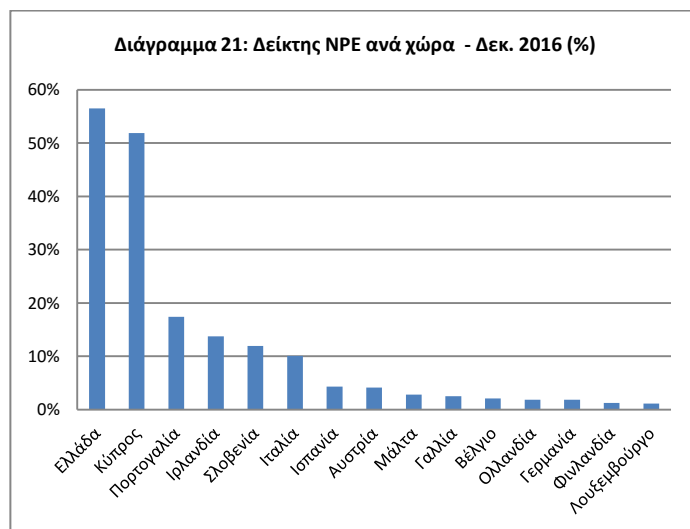
στην οικονομική ασφυξία, καταστρέφοντας σημαντικό τμήμα της παραγωγικής και οικονομικής υποδομής της χώρας. Ενδεικτικά, στον Πίνακα 5 παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη της σχέσης μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (NPEs), επιχειρηματικών δανείων προς το σύνολο των επιχειρηματικών δανείων. Είναι εμφανές ότι, πάνω από τα μισά επιχειρηματικά δάνεια, συνολικού ύψους € 62 δις, δεν εξυπηρετούνται σήμερα πλήρως.

Πίνακας 5: Δείκτης επιχειρηματικών μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων

	2014	2015	2016	Μαρ. 2017
Δείκτης επιχειρηματικών μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων	39,8%	43,8%	52,2%	54,2%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Επίσης, σημαντική ήταν και η αύξηση της αδυναμίας των νοικοκυριών να εξυπηρετήσουν τα δάνειά τους ενώ είναι εξαιρετικά ανησυχητικό ότι τα στεγαστικά δάνεια, των οποίων τα συνολικά υπόλοιπα βρίσκονται σήμερα στα € 66 δις., έχουν δείκτη NPE στο 42% (€28δισ.). Να σημειωθεί ότι το ύψος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων επί του συνόλου των δανείων είναι το υψηλότερο στην ευρωζώνη, όπως φαίνεται και από το Διάγραμμα 21, όπου παρουσιάζεται ο δείκτης NPE για χώρες της ευρωζώνης.



Πηγή: SSM

Οι μεγάλες διεθνοποιημένες ελληνικές επιχειρήσεις αποκατέστησαν ταχύτερα την πρόσβασή τους στις διεθνείς αγορές

Παρότι, όπως τονίσαμε, η μεγάλη πλειοψηφία των ελληνικών επιχειρήσεων συνεχίζει να αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα χρηματοδότησης, είναι ένα μικρό θετικό βήμα ότι ένας περιορισμένος αριθμός μεγάλων επιχειρήσεων κατάφεραν να αποκαταστήσουν την πρόσβασή τους στις διεθνείς αγορές πριν το δημόσιο και τις τράπεζες και μάλιστα με σχετικά ικανοποιητικούς όρους δανεισμού.

Συγκεκριμένα, καθ' όλη την διάρκεια της κρίσης, από το 2011 μέχρι και το 2016, έγιναν 20 ομολογιακές εκδόσεις από μόλις 9 ελληνικές εταιρείες συνολικού ύψους €7,1 δισ. Ακόμα όμως και για τις μεγάλες εταιρείες που εξέδωσαν ομόλογα κατά την περίοδο της κρίσης, το κόστος των εκδόσεων αυτών παρουσίασε σημαντικές αυξομειώσεις, σε συνάρτηση με την πορεία των εγχώριων (και σε πολύ μικρότερο βαθμό, διεθνών) μακροοικονομικών και πολιτικών εξελίξεων.

Είναι ενδεικτικό ότι, οι εταιρικές εκδόσεις που έγιναν την περίοδο υψηλής αβεβαιότητας 2011-13, είχαν κατά μέσο όρο ένα επιτόκιο περίπου 8.1%. Αντίθετα, για τις εκδόσεις που έγιναν την άνοιξη και το καλοκαίρι του 2014, το αντίστοιχο κόστος έπεσε γύρω στο 4,7% ή 340 μ.β. χαμηλότερα., ενώ πρόσφατα η διαπραγματεύσή τους στη δευτερογενή αγορά έχει βελτιωθεί σημαντικά, με τις αποδόσεις να κυμαίνονται σε εντυπωσιακά χαμηλά για τις ελληνικές επιχειρήσεις επίπεδα (Πίνακας 6), χαμηλότερα των αντιστοίχων εκδόσεων του δημοσίου.

Ήδη, εντός του 2017 έχουν γίνει άλλες 5 ομολογιακές εκδόσεις με την ανάπτυξη και της εγχώριας αγοράς έκδοσης ομολόγων μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών που κινούνται περίπου στο 3.3% ή 150 μ.β. χαμηλότερα από τις εκδόσεις του 2015-16 (MotorOil €350 εκατ. @ 3.25%, Sunlight €50 εκατ. @ 4.25%, ΟΠΑΠ €200 εκατ. @ 3.50% και Μυτιληναίος €300 εκατ. @ 3.10% και ΤέρναEnergy €60 εκατ. @ 3.85%).

Πίνακας 6: Εκδόσεις ελληνικών εταιρικών ομολόγων στην περίοδο της κρίσης

A/A	Εκδότης	Ημ. έκδοσης	Κουπόνι	Ποσό (€ εκατ.)	Απόδοση (%) 26/07/2017	Λήξη
1	OTE '14	Apr-11	7.250%	500.0	-	Apr-14
2	Titan '17	Dec-12	8.750%	200.0	-	Jan-17
3	OTE '18	Jan-13	7.875%	700.0	1.718	Feb-18
4	ELPE '17	Apr-13	8.000%	500.0	-	May-17
5	Frigoglass '18	May-13	8.250%	250.0	122.637	May-18
6	Intralot '18	Oct-13	9.750%	325.0	-	Aug-18
7	Intralot '21	May-14	6.000%	250.0	5.278	May-21
8	DEH '17	Apr-14	4.750%	200.0	-	May-17
9	DEH '19	Apr-14	5.500%	500.0	10.520	May-19
10	ELPE '16	May-14	4.625%	400.0	-	May-16
11	Motoroil '19	May-14	5.125%	350.0	-	May-19
12	FollieFollie '19	Jun-14	1.75%(μετατρέψιμο)	249.5	3.209	Jul-19
13	ELPE '19	Jun-14	5.250%	325.0	3.405	Jul-19
14	OTE '20	Jul-14	3.500%	700.0	2.164	Jul-20
15	Titan '19	Jul-14	4.250%	300.0	1.278	Jul-19
16	OTE '19	Nov-15	4.375%	350.0	1.759	Dec-19
17	Titan '21	Jun-16	3.500%	300.0	1.679	Jun-21
18	Intralot '21	Sep-16	6.750%	250.0	5.187	Sep-21
19	Housemarket (Fourlis)	Oct-16	5.000%	40.0	-	Oct-21
20	ELPE '21	Oct-16	4.875%	375.0	3.578	Oct-21

Πηγή: Eurobank, Thomsom Reuters

Συμπέρασμα

Η ελληνική κρίση έχει τη μεγαλύτερη διάρκεια και μεγαλύτερο βάθος από όλες τις άλλες κρίσεις ευρωπαϊκών κρατών στην μετά-Lehman περίοδο και ακόμα, μετά από οκτώ χρόνια, δεν έχει ολοκληρωθεί η επιστροφή στην κανονικότητα και τη σταθερή αναπτυξιακή προοπτική. Σε διάφορα χρονικά σημεία αυτής της κρίσης διαφαινόταν εκτόνωση και λόγοι αισιοδοξίας, όπως στις αρχές του 2014. Ωστόσο, τόσο οι πολιτικές επιλογές και εξελίξεις μετά το καλοκαίρι του 2014, όσο και το επιδεινούμενο μακροοικονομικό περιβάλλον επέτειναν τους κινδύνους και την αβεβαιότητα, τραυμάτισαν περαιτέρω την εμπιστοσύνη των διεθνών αγορών, αμφισβήτησαν την αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής και καθυστέρησαν την έξοδο από την κρίση, ενώ μεγέθυναν το κοινωνικό και οικονομικό κόστος.

Η περίπτωση της Ελλάδας επιβεβαιώνει ότι, η ανάκτηση και διατήρηση της εμπιστοσύνης των διεθνών αγορών, η διαμόρφωση αξιοπιστίας οικονομικής πολιτικής και η απρόσκοπτη πρόσβαση στη διεθνή χρηματοδότηση αποτελούν καθοριστικούς επιταχυντές εξόδου της χώρας από την κρίση, ισχυρό διαπραγματευτικό εργαλείο με τους πιστωτές και κρίσιμους συντελεστές επιτυχίας του οικονομικού προγράμματος και της αναπτυξιακής προοπτικής.

Η ασυνέπεια στην υλοποίηση του προγράμματος προσαρμογής, η καθυστέρηση στην υλοποίηση κρίσιμων μεταρρυθμίσεων, το λάθος μείγμα οικονομικής πολιτικής και η έλλειψη ιδιοκτησίας στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων, περιορίζουν τους βαθμούς ελευθερίας και τη διαπραγματευτική δύναμη στις συζητήσεις με τους επίσημους πιστωτές, ενισχύουν τη δυσπιστία των αγορών, αυξάνουν το οικονομικό και κοινωνικό κόστος, ενώ καθυστερούν την επιστροφή της χώρας στην ανάπτυξη και την προοπτική. Η Ελλάδα, ατυχώς, επιβεβαίωσε αυτή την προσέγγιση, χωρίς να

διαμορφώσει ένα ελκυστικό σχέδιο εξόδου από την κρίση, με μεγάλο κόστος για την οικονομία, την κοινωνία και κυρίως τα ασθενέστερα κοινωνικά στρώματα.

Η πρόσφατη μείωση των αβεβαιοτήτων και των κινδύνων και η βελτίωση των μακροοικονομικών προοπτικών που πιστοποιείται από τα βελτιούμενα μακροοικονομικά δεδομένα, τις προσδοκίες των αγορών και από την έκδοση κυβερνητικού 5ετούς ομολόγου στις διεθνείς αγορές, αποτελούν σίγουρα μία θετική εξέλιξη. Ωστόσο η χώρα ακόμα απέχει από το να βασίσει την χρηματοδότηση της οικονομίας της στην ικανότητά της να εκδίδει χρέος με ανταγωνιστικό, χαμηλό κόστος, ανεξάρτητα από την πρόοδο στην εφαρμογή του 3ου προγράμματος, όπως αυτή πιστοποιείται μέσα από τις αξιολογήσεις των πιστωτών. Είναι κρίσιμο για το μέλλον της χώρας να γεφυρώσουμε έγκαιρα και αποφασιστικά, με κατάλληλες πολιτικές, το έλλειμμα αξιοπιστίας και εμπιστοσύνης που συνεχίζει να υπάρχει σήμερα στις διεθνείς αγορές για την Ελλάδα, σε σχέση και με τους άλλους Ευρωπαίους εταίρους μας, ώστε να συνεχίσουμε την πορεία ομαλοποίησης της οικονομικής ζωής της χώρας με χαμηλότερο κόστος και μεγαλύτερα οφέλη. Αυτό προϋποθέτει τη συνεπή υλοποίηση των συμφωνηθέντων με τους πιστωτές και την εφαρμογή χωρίς καθυστερήσεις ενός εθνικού προγράμματος μεταρρυθμίσεων και αναπτυξιακών πρωτοβουλιών με ευρύτερες συναινέσεις, με στόχο την παραγωγική ανασυγκρότηση της χώρας, με βασικούς άξονες τις ιδιωτικές επενδύσεις, την εξωστρεφή δυναμική της οικονομίας, τα διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες και την ελληνική βιομηχανία και αγροτική παραγωγή.

Είναι επίσης κρίσιμο και καθοριστικό να διαμορφώσουμε ελκυστικές θεσμικές και οικονομικές συνθήκες για άσκηση παραγωγικής δραστηριότητας, τις ιδιωτικές επενδύσεις, τις καινοτόμες δράσεις, τις εξωστρεφείς

δραστηριότητες και την προσέλκυση σημαντικών ξένων κεφαλαίων. Το τελευταίο είναι ιδιαίτερα αναγκαία εξέλιξη, λαμβάνοντας υπόψη την κατάρρευση της εγχώριας ιδιωτικής αποταμίευσης και τη στενότητα ρευστότητας του τραπεζικού τομέα, ώστε να διασφαλίσουμε την ταχεία επιστροφή της χώρας σε ισχυρή αναπτυξιακή τροχιά.

Η ανάπτυξη θα συμβάλει στην εξομάλυνση των μεγάλων προβλημάτων της ανεργίας, της φτώχειας, του υψηλού δημοσίου χρέους και των επισφαλών τραπεζικών δανείων που αντιμετωπίζει η χώρα μας.

Τέλος, προϋπόθεση για όλα τα παραπάνω είναι η πολιτική σταθερότητα και η αταλάντευτη υιοθέτηση από την ευρύτερη δυνατή οικονομική, πολιτική και κοινωνική πλειοψηφία όλων των μεταρρυθμίσεων που απαιτούνται για να επιστρέψουμε στην οικονομική και κοινωνική κανονικότητα και στις ανοικτές αγορές, χωρίς περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων και να ξαναγίνουμε ένα ισότιμο μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, χωρίς μνημόνια και επιτροπείες. Μια χώρα με ισχυρή αναπτυξιακή προοπτική, που θα πάρει το μέλλον στα χέρια της, στηριζόμενη στα σημαντικά μας συγκριτικά πλεονεκτήματα, στον ιδιωτικό τομέα και τις ανταγωνιστικές αγορές, στις ανεκμετάλλευτες δυνατότητες των παραγωγικών της δυνάμεων και τις μεγάλες ικανότητες και δεξιότητες του ανθρώπινου δυναμικού της. Έχουμε τη δυνατότητα, αλλά και την ευκαιρία, να μετατρέψουμε τα επόμενα δέκα χρόνια για τη χώρα μας σε περίοδο ισχυρής οικονομικής ανάκαμψης, δημιουργώντας μια σύγχρονη, ανταγωνιστική, ανοικτή και παραγωγική οικονομία για τους πολλούς, με αποτελεσματική κοινωνική πολιτική και προστασία στα ασθενέστερα κοινωνικά στρώματα.

Eurobank Economic Analysis and Financial Markets Research

Dr. Platon Monokroussos: *Group Chief Economist*
pmonokroussos@eurobank.gr, + 30 210 37 18 903

Dr. Tassos Anastasatos: *Deputy Chief Economist*
tanastasatos@eurobank.gr, + 30 210 33 71 178

Research Team

Anna Dimitriadou: *Economic Analyst*
andimitriadou@eurobank.gr, + 30 210 3718 793

Ioannis Gkionis: *Research Economist*
igkionis@eurobank.gr + 30 210 33 71 225

Stylianos Gogos: *Economic Analyst*
sgogos@eurobank.gr + 30 210 33 71 226

Olga Kosma: *Research Economist*
okosma@eurobank.gr + 30 210 33 71 227

Mariana Papoutsaki:
mpapoutsaki@eurobank.gr + 30 210 33 71 224

Paraskevi Petropoulou: *G10 Markets Analyst*
ppetropoulou@eurobank.gr, + 30 210 37 18 991

Galatia Phoka: *Research Economist*
gphoka@eurobank.gr, + 30 210 37 18 922

Theodoros Stamatiou: *Senior Economist*
tstamatiou@eurobank.gr, + 30 210 3371228

Elia Tsiampaou: *Economic Analyst*
etsiampaou@eurobank.gr, +30 210 3371207

Eurobank Ergasias S.A, 8 Othonos Str, 105 57 Athens, tel: +30 210 33 37 000, fax: +30 210 33 37 190, email: EurobankEA_FMR@eurobank.gr

Eurobank Economic Analysis and Financial Markets Research

More research editions available at <http://www.eurobank.gr/research>

- **Daily Overview of Global markets & the SEE Region:** Daily overview of key macro & market developments in Greece, regional economies & global markets
- **Greece Macro Monitor:** Periodic publication on the latest economic & market developments in Greece
- **Regional Economics & Market Strategy Monthly:** Monthly edition on economic & market developments in the region
- **Global Economy & Markets Monthly:** Monthly review of the international economy and financial markets

Subscribe electronically at <https://www.eurobank.gr/research>

Follow us on twitter: https://twitter.com/Eurobank_Group

