

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών  
& Προβλέψεων

Θεοδόσης Σαμπανιώτης  
Senior Economic Analyst  
[tsabaniotis@eurobank.gr](mailto:tsabaniotis@eurobank.gr)

## Η περίπτωση της Αργεντινής.

### Αίτια της χρεοκοπίας του 2001 & σύγκριση με Ελλάδα

- Οι εμπειρίες από την κρίση και την χρεοκοπία της Αργεντινής το 2001, συχνά χρησιμοποιούνται ως οδηγός για το ποιες θα είναι οι εξελίξεις στην Ελληνική κρίση χρέους.
- Ιδίως, η αποτυχία της εκτεταμένης εμπλοκής του ΔΝΤ να αποτρέψει την χρεοκοπία της Αργεντινής προκαλεί, σε ορισμένους, ανησυχίες και για την έκβαση της προσπάθειας της Ελλάδας.
- Οι δύο χώρες αντιμετώπιζαν κοινά προβλήματα στις αρχές της δεκαετίας του 90' και επέλεξαν να τα επιλύσουν με την εφαρμογή προγράμματος μεταρρυθμίσεων στηριζόμενου στην υιοθέτηση σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας.
- Η αποτυχία και στις δύο χώρες ολοκλήρωσης των απαραίτητων διαρθρωτικών αλλαγών, παρά τις αρχικές επιτυχίες, άφησε τις οικονομίες τους εκτεθειμένες.
- Η μειωμένη ανταγωνιστικότητα, η δυναμική του δημοσίου χρέους, η οικονομική ύφεση και η αύξηση των επιτοκίων δανεισμού προκάλεσαν κρίση εξυπηρέτησης του χρέους.
- Στην περίπτωση της Αργεντινής η κρίση κατέληξε στην χρεοκοπία.
- Οι διαφορές με την Αργεντινή είναι μεγάλες και κρίσιμες: Πρώτον, η συμμετοχή στην ONE και όχι απλώς η πρόσδεση σε ένα ξένο νόμισμα. Δεύτερον, η σύνθεση του δημοσίου χρέους. Τρίτον το ισχυρό τραπεζικό σύστημα και τέταρτον η έλλειψη πολιτικής αστάθειας.
- Τέλος, ο μηχανισμός στήριξης από ΕΕ, ΕΚΤ και ΔΝΤ περιλαμβάνει επαρκείς πόρους, σφικτά αλλά επαρκή χρονικά περιθώρια για την εφαρμογή των διαρθρωτικών αλλαγών και στοχεύει όχι μόνο στην αποκατάσταση της δημοσιονομικής πειθαρχίας, όπως στην Αργεντινή, αλλά και στην ενίσχυση των μεσοπρόθεσμων αναπτυξιακών προοπτικών της Ελλάδος.

## 1. Εισαγωγή

Η χρεοκοπία της Αργεντινής το Δεκέμβριο του 2001 – η μεγαλύτερη στη σύγχρονη ιστορία – αναφέρεται συχνά ως παράδειγμα του πώς μια κρίση εξυπηρέτησης δημοσίου χρέους μπορεί να εξελιχτεί καταστροφικά καταλήγοντας στην χρεοκοπία.

Η κρίση και η χρεοκοπία της Αργεντινής υπήρξε χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτυχίας ενός προγράμματος σταθεροποίησης και εξυγίανσης μιας αναπτυσσόμενης οικονομίας, που είχε σχεδιαστεί και υποστηριχθεί από τους διεθνείς οργανισμούς. Η χρεοκοπία μιας χώρας είναι κάθε άλλο από ένα ασυνήθιστο ή μη αναμενόμενο γεγονός (Reinhart & Rogoff, 2009), ιδίως για τις χώρες της Λατινικής Αμερικής. Η χρεοκοπία της Αργεντινής, όμως, υπήρξε μια ξεχωριστή περίπτωση, καθώς αποτέλεσε την διάψευση των προσδοκιών ενός ολόκληρου οικονομικού συστήματος.

Τα αίτια και η πορεία της Αργεντινής προς την χρεοκοπία συγκρίνονται πολλές φορές, ιδίως στον Αγγλοαμερικανικό τύπο (π.χ. Beattie, 2010; Lachman, 2010), με την κατάσταση στην Ελλάδα. Κατά πολλούς η Ελλάδα ακολουθεί πιστά την πορεία που οδήγησε την Αργεντινή στην πτώχευση. Ιδίως η αποτυχία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) να αποτρέψει την χρεοκοπία της Αργεντινής, παρά την εκτεταμένη εμπλοκή του, αποτελεί για πολλούς αναλυτές κακό προηγούμενο για το πώς θα μπορούσε να εξελιχτεί η κατάσταση στην Ελλάδα, που πλέον αποκαλείται «ελληνική κρίση χρέους». Θεωρούν ότι η εμπειρία από την εμπλοκή του ΔΝΤ στην Αργεντινή θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί ως οδηγός και για την αντιμετώπιση του ελληνικού προβλήματος. Εξετάζουν λοιπόν, τις κινήσεις της ελληνικής κυβέρνησης, του ΔΝΤ και των δανειστών της χώρας υπό το πρίσμα των μαθημάτων από την αποτυχία της Αργεντινής το 2001.

Υπάρχουν σαφώς αρκετές ομοιότητες στα οικονομικά προβλήματα που αντιμετώπιζαν οι δύο χώρες στις αρχές της δεκαετίας του 90' καθώς και στις στρατηγικές επιλογές που έκαναν για να τα επιλύσουν. Ωστόσο, υπάρχουν σημαντικές διαφορές στον τρόπο που εξελίχθηκαν τα πράγματα και κυρίως σε κρίσιμους παράγοντες που οδήγησαν τελικά την Αργεντινή στην χρεοκοπία. Οι προτεινόμενες λύσεις για την Ελλάδα έχουν επίσης ως σημείο αναφοράς την Αργεντινή: αναδιάρθρωση του χρέους, εγκατάλειψη της ζώνης του ευρώ και υποτίμηση του νομίσματος. Οι λύσεις αυτές δεν αποτελούν, όμως πραγματική επιλογή για την Ελλάδα (Μαλλιαρόπουλος και Αναστασάτος, 2010).

Στην δεύτερη ενότητα της ανάλυσης παρουσιάζεται σύντομα η κατάσταση στην Αργεντινή στις αρχές της δεκαετίας του 90' και η επιλογή της Αργεντινής για το μίγμα οικονομικής πολιτικής, που θα τη βοηθούσε να

ξεφύγει από το οικονομικό αδιέξοδο στο οποίο είχε περιέλθει, καθώς και μια σύντομη αναφορά στην αντίστοιχη ελληνική επιλογή. Στην τρίτη ενότητα παρουσιάζονται τα πρώτα αποτελέσματα αυτής της στρατηγικής και οι εξελίξεις που κορυφώθηκαν με την κήρυξη της χρεοκοπίας το 2001. Στην τέταρτη ενότητα παρουσιάζονται αναλυτικά οι αιτίες που οδήγησαν στην κατάρρευση, με αναφορές στην εκτεταμένη βιβλιογραφία επί του θέματος. Στην πέμπτη ενότητα επιχειρείται μια συνολική σύγκριση των δύο χωρών και στην τελευταία ενότητα παρουσιάζονται τα κύρια συμπεράσματα.

## 2. Το αδιέξοδο και η επιλογή της Αργεντινής

### 2.1 Η κατάσταση στις αρχές της δεκαετίας του 90'

Η Αργεντινή στις αρχές της δεκαετίας του 90' βρίσκονταν σε οικονομικό αδιέξοδο. Για δεκαετίες η χώρα υπέφερε από υψηλό πληθωρισμό, από το 1975 έως το 1990 ο πληθωρισμός σε ελάχιστες περιπτώσεις έπεσε κάτω του 100%. Στο τέλος της δεκαετίας του 80' η κατάσταση είχε ξεφύγει από κάθε έλεγχο με τον πληθωρισμό να μετράται σε χιλιάδες τις εκατό – ο μέσος πληθωρισμός το 1990 ήταν 7.029,16%. Ουσιαστικά τα δημοσιονομικά ελλείμματα καλύπτονταν με την έκδοση νέου χρήματος, ενώ η οικονομία ήταν σχεδόν σε συνεχή ύφεση από τα μέσα της δεκαετίας του 70'. Το πραγματικό ΑΕΠ το 1990 ήταν 6% χαμηλότερο από το ΑΕΠ του 1974. Πολιτική αστάθεια και εκτεταμένη διαφθορά (IMF, 2003) συνέβαλλαν στη δημιουργία ενός φαύλου κύκλου και στην αποτυχία των όποιων προγραμμάτων εξυγίανσης και σταθεροποίησης<sup>1</sup>.

Η κατάσταση παρουσίαζε – την ίδια χρονική περίοδο – αρκετές ομοιότητες με την Ελλάδα. Ο πληθωρισμός εδώ μπορεί να μην ήταν τόσο ανεξέλεγκτος αλλά η δημιουργία νέου χρήματος είχε χρησιμοποιηθεί επανειλημμένως για την κάλυψη των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Και στις δύο χώρες η υποτίμηση του νομίσματος για να ενισχυθεί η ανταγωνιστικότητα είχε αποδώσει πενιχρά και εξαιρετικά βραχυχρόνια αποτελέσματα, καθώς δεν συνοδεύονταν από τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις ώστε να διορθωθούν οι βαθιές διαρθρωτικές ανισορροπίες τους.

### 2.2 Η επιλογή της Αργεντινής

<sup>1</sup> Χαραριστικό παράδειγμα αποτελεί η αποτυχία του προγράμματος Primavera το 1988. Το πρόγραμμα χρηματοδοτήθηκε με \$1,25 δισ. από την Παγκόσμια Τράπεζα, ενώ το ΔΝΤ αρνήθηκε να συμμετάσχει καθώς δεν υπήρχαν εγγυήσεις για επαρκή δημοσιονομική πειθαρχία. Το πρόγραμμα που συνδύαζε ελέγχους για τις τιμές και τους μισθούς με την εφαρμογή (προσωρινά) μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, κατέρρευσε το 1989, καθώς η δημοσιονομική και νομισματική πολιτική συνέχισαν να είναι επεκτατικές και ο πληθωρισμός συνέχισε να είναι ανεξέλεγκτος.

Στις αρχές της δεκαετίας του 90' είχε δημιουργηθεί η βεβαιότητα σε πολλούς ότι τα μαθήματα από τις κρίσεις της δεκαετίας του 70' και του 80' στις αναπτυσσόμενες οικονομίες είχαν πλέον αφομοιωθεί από τις κυβερνήσεις, τους επενδυτές και τους διεθνείς οργανισμούς. Το αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία μιας οικονομικής «συνταγής», η οποία θα βοηθούσε τις αναπτυσσόμενες οικονομίες να ξεφύγουν από τον φαύλο κύκλο δημιουργίας ελλειμμάτων και χρέους, πληθωρισμού και τελικά χρεοκοπίας. Βασίζονταν στην προσδοκία δημιουργίας ενός ενάρετου οικονομικού κύκλου, σύμφωνα με τις απόψεις που επικρατούσαν εκείνη την εποχή στις ΗΠΑ για το ποια μορφή θα έπρεπε να έχει ένα πακέτο μεταρρυθμίσεων για αναπτυσσόμενες χώρες σε κρίση, το επονομαζόμενο Washington Consensus (Williamson, 2002), το οποίο προϋπόθετε και είχε την στήριξη των διεθνών οργανισμών – ιδίως του ΔΝΤ. Το πακέτο είχε ως κεντρικό άξονα την σύνδεση του εθνικού νομίσματος με ένα ή ένα καλάθι ξένων νομισμάτων, σε συνδυασμό με μαζικές ιδιωτικοποιήσεις και απορύθμιση της αγοράς εργασίας. Η οικονομική θεωρία πίσω από αυτές τις προτάσεις ονομάστηκε αργότερα οικονομικός νεοφιλελευθερισμός.

Το 1991 η Αργεντινή ξεκίνησε την εφαρμογή μιας σειράς διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων με την υποστήριξη του ΔΝΤ σε μια προσπάθεια να αναστρέψει την πορεία της προς την χρεοκοπία. Κεντρικό σημείο της νέας προσπάθειας ήταν η δημιουργία του Currency Board (CB), δηλαδή η πρόσδεση του νέου peso με το δολάριο με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Το CB επιλέχθηκε ως όπλο εναντίον του πληθωρισμού, ενώ επιβάλλοντας δια νόμου την υποχρεωτική μετατρέψιμότητα του νέου peso με το δολάριο, αφαιρέθηκε ταυτόχρονα η δυνατότητα χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων με τη δημιουργία νέου χρήματος.

Ταυτόχρονα ξεκίνησε ένα πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων με κύριους άξονες τις ιδιωτικοποιήσεις, την αναδιάρθρωση και τον εκσυγχρονισμό της δημόσιας διοίκησης (ιδίως των μηχανισμών συλλογής φόρων), την απελευθέρωση της αγοράς εργασίας, την απελευθέρωση του εμπορίου και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας. Θεωρήθηκε ότι η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία θα αποκαθιστούσε την εμπιστοσύνη των αγορών αυξάνοντας την εισροή επενδυτικών κεφαλαίων και επιτρέποντας τον διεθνή δανεισμό της χώρας.

Τα σταθεροποιητικά προγράμματα που βασίζονται στην πρόσδεση του εθνικού νομίσματος σε ένα διεθνές αποθεματικό νόμισμα π.χ. το δολάριο ή το ευρώ, και το άνοιγμα των χρηματοπιστωτικών αγορών θέτουν θεωρητικά σε κίνηση μία κυκλική μακροοικονομική διαδικασία (Taylor, 1998; Frenkel, 2003). Η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία ενθαρρύνει την εισροή ξένων ιδιωτικών κεφαλαίων. Αυτή η αφθονία φτηνών σχετικά διεθνών κεφαλαίων είναι που κάνει άλλωστε δυνατή την

επιτυχία αυτών των προγραμμάτων. Αρχικά αυξάνουν τα συναλλαγματικά αποθέματα και επιτυγχάνονται υψηλοί ρυθμοί αύξησης της προσφοράς χρήματος και πιστωτικής επέκτασης. Η εγχώρια ζήτηση αυξάνει, ενώ ο πληθωρισμός μειώνεται. Οι επενδύσεις αυξάνουν, η ανεργία μειώνεται και καθώς συνδυάζονται με δημοσιονομική πειθαρχία η χώρα ξεφεύγει από τον φαύλο κύκλο δημιουργίας δημοσίου χρέους για την χρηματοδότηση της ανάπτυξης και των δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

### 2.3 Η επιλογή της Ελλάδας

Στις αρχές της δεκαετίας του 90' στην Ελλάδα ξεκίνησε μια παρόμοια προσπάθεια, η οποία εντατικοποιήθηκε από τα μέσα της δεκαετίας. Κύριος στόχος η είσοδος της χώρας στην ΟΝΕ. Η ιστορική εμπειρία είχε δείξει ότι η ελεύθερα μεταβαλλόμενη συναλλαγματική ισοτιμία δεν προσέφερε κάποιο σημαντικό πλεονέκτημα στην ελληνική οικονομία. Όλες οι προηγούμενες υποτιμήσεις<sup>2</sup> είχαν προσφέρει ελάχιστη και σύντομη ανακούφιση στα οικονομικά προβλήματα καθώς δεν συνοδεύονταν από μέτρα και πολιτικές διόρθωσης των μεγάλων διαρθρωτικών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας. Έτσι η απόφαση για είσοδο στην ζώνη του ευρώ ελήφθη με το σκεπτικό ότι θα τιθασεύονταν ο πληθωρισμός και θα δημιουργούνταν ένα ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον για την προώθηση των απαιτούμενων διορθωτικών αλλαγών.

Η διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι η Ελλάδα εισήλθε σε μια νομισματική ένωση, όπου δεν κυκλοφορούν δύο επίσημα νομίσματα (δημιουργώντας μια σειρά από προβλήματα που αναφέρονται στη συνέχεια). Επίσης το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών λειτουργεί ως lender of last resort. Στην ΟΝΕ η πολιτική της ΕΚΤ είναι προσανατολισμένη στην διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού, ενώ αντιθέτως η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, στην οποία είχε παραδώσει την νομισματική της πολιτική η Αργεντινή με την πρόσδεση του peso στο δολάριο, έχει ως επιπλέον στόχο την ανάπτυξη. Σε περίπτωση μη εναρμονισμένων οικονομικών κύκλων η παράδοση της νομισματικής πολιτικής μπορεί να δημιουργήσει μεγάλα προβλήματα.

<sup>2</sup> Εξαίρεση αποτελεί η υποτίμηση κατά 50% του 1953 επί Υπουργού Συντονισμού Σπύρου Μαρκεζίνη, η οποία συνοδεύτηκε από μια σειρά μέτρων, όπως η απελευθέρωση των εισαγωγών. Επίσης η Ελλάδα ακολούθησε πλέον το καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods, όπου και παρέμεινε μέχρι το 1971. Για μια πιο λεπτομερή συζήτηση για τα συναλλαγματικά καθεστώτα στην Ελλάδα: Σαχινίδης (2006).

**BOX 1.****Χαρακτηριστικά του Currency Board της Αργεντινής**

Τον Απρίλιο του 1991 ψηφίσθηκε ο σχετικός νόμος (Convertibility Law) για την επιβολή του CB, ο οποίος καθόριζε την πλήρη μετατρεψιμότητα του νέου peso με το δολάριο με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία 1:1. Το νέο peso ήταν ίσο με 10.000 australes, το προηγούμενο επίσημο νόμισμα. Στην πραγματικότητα ήταν ένας συνδυασμός CB και ενός κλασσικού συστήματος κεντρικής τράπεζας.

Το CB της Αργεντινής είχε τα τυπικά χαρακτηριστικά παρόμοιων προγραμμάτων σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών:

- Καθορισμός σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας με ένα νόμισμα – άγκυρα, με ταυτόχρονη εγγύηση πλήρους μετατρεψιμότητας.
- Κάλυψη της νομισματικής βάσης με συναλλαγματικά αποθέματα της κεντρικής τράπεζας<sup>1</sup>.
- Αδυναμία της κεντρικής τράπεζας να λειτουργήσει ως lender of last resort.
- Η κάλυψη των όποιων δημοσιονομικών ελλειμμάτων μπορούσε να επιτευχθεί μόνο με δανεισμό.

Στο αμερικανικό δολάριο δόθηκε καθεστώς επίσημου νομίσματος, παράλληλα με το peso, επιτρέποντας έτσι τις εγχώριες καταθέσεις και δάνεια και στα δύο νομίσματα. Με αυτήν την επιλογή της η κυβέρνηση επιδείκνυε την αποφασιστικότητά της, καθώς καθιστούσε το κόστος πιθανής εγκατάλειψης του CB εξαιρετικά υψηλό. Η αξιολογία άλλωστε αποτελεί την κύρια παράμετρο επιτυχίας τέτοιων συστημάτων. Μία από τις επιπτώσεις ήταν ότι το καθεστώς επίσημου νομίσματος σήμαινε στην πράξη ότι πολλοί επέλεξαν να δανειστούν σε δολάριο, ενώ τα εισοδήματά τους ήταν σε peso. Επίσης κατά την διάρκεια κρίσεων αύξανε η ζήτηση για δολάρια, καθώς πολλοί έσπευδαν να μετατρέψουν τις καταθέσεις τους. Αποτέλεσμα αυτής της δολαριοποίησης ήταν ότι σε περίπτωση υποτίμησης του νομίσματος αυτοί που αποπλήρωναν τα δάνειά τους σε δολάρια ουσιαστικά έβλεπαν το διαθέσιμό τους εισόδημα να συρρικνώνεται δραματικά οδηγώντας πολλούς σε στάση πληρωμών. Η αυξημένη ζήτηση δολαρίων όταν οι φόβοι για υποτίμηση αύξαναν προκαλούσε επιπλέον πίεση στο καθεστώς του CB κάνοντας και την υποτίμηση πιο πιθανή, καθώς τα συναλλαγματικά διαθέσιμα μειώνονταν λόγω των αυξημένων υποχρεώσεων για αποπληρωμή του εξωτερικού δανεισμού.

Στην Αργεντινή, όμως δεν είχαμε ένα κλασσικό «ορθόδοξο» CB, υπήρχαν μια σειρά από διαφορές (Hanke & Schuler, 2002). Η κεντρική τράπεζα μπορούσε να χρησιμοποιεί ως κάλυψη, μέρος της νομισματικής βάσης, εγχώριο χρέος σε αμερικανικά δολάρια. Αρχικά υποχρεούνταν να καλύπτει με πραγματικά συναλλαγματικά διαθέσιμα μόλις τα 2/3 της νομισματικής βάσης, αντί για το 100% όπως σε ένα κλασσικό CB. Αργότερα το ποσοστό αυξήθηκε στο 90%, αν και της επιτρέπονταν να το παραβεί προσωρινά, όπως και έκανε επανειλημμένως. Αυτό σημαίνει ότι σε αντίθεση με ένα κλασσικό CB που είναι εσωτερικά συνεπές, καθώς έχει μόνο ένα στόχο τη διατήρηση μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, το σύστημα που επέλεξε η Αργεντινή ήταν εσωτερικά ασυνεπές καθώς προσπαθούσε να επιτύχει δύο στόχους ταυτόχρονα: σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία και την προσφορά χρήματος. Το τελευταίο το επιδίωκε μέσω του δανεισμού σε εμπορικές τράπεζες. Ταυτόχρονα υποστήριζε εμμέσως την αγορά ομολόγων καθώς τα κυβερνητικά ομόλογα χρησιμοποιούνταν σαν εγγυήσεις για πολλά από αυτά τα δάνεια. Επίσης η κεντρική τράπεζα δεν υποχρεούτο να παρέμβει για να στηρίξει το δολάριο, δηλ. το νέο peso μπορούσε θεωρητικά να ανατιμηθεί έναντι του δολαρίου πάνω από την ισοτιμία 1:1.

Η πρόσδεση στο δολάριο για την Αργεντινή θεωρήθηκε εκ των υστέρων λάθος για μια σειρά από λόγους:

- Οι εξαγωγές της Αργεντινής ήταν εκτεθειμένες σε συχνά παγκόσμια σοκ – η ανάγκη πιθανής υποτίμησης του νομίσματος ήταν μεγάλη.
- Το εμπόριο με τις ΗΠΑ αποτελούσε μόλις το 15% του συνολικού εμπορίου.
- Οι οικονομικοί κύκλοι των δύο χωρών δεν ήταν συντονισμένοι.

### 3. Η πορεία της Αργεντινής προς τη χρεοκοπία

#### 3.1 Τα πρώτα αποτελέσματα (1991 – 1997)

Τα πρώτα αποτελέσματα στην Αργεντινή από την εφαρμογή της πολιτικής του Washington Consensus ήταν θεαματικά. Ο πληθωρισμός τιθασεύτηκε και η ανάπτυξη ενισχύθηκε (Πίνακας 1). Αυτές οι αρχικές επιτυχίες του προγράμματος προσέλκυσαν ξένους επενδυτές και άνοιξαν τις πόρτες των διεθνών αγορών κεφαλαίου. Οι εισροές κεφαλαίων στην Αργεντινή ενισχύθηκαν (Πίνακας 1) και η πρόσβαση στο διεθνή δανεισμό έγινε πιο εύκολη. Μεταξύ 1992 και 1999 οι καθαρές κεφαλαιακές εισροές στην Αργεντινή έφτασαν τα \$100 δισ. Τα spreads έναντι των αμερικανικών ομολόγων ήταν μικρότερα του μέσου όρου των spreads των αναδυόμενων οικονομιών. Στα μέσα της δεκαετίας η Αργεντινή θεωρείτο πλέον ως μοντέλο επιτυχούς παρέμβασης του ΔΝΤ (Mulraine, 2005) και η αντοχή που επέδειξε στην Μεξικανική (1994) και την Ασιατική (1997) κρίση θεωρήθηκε ως απόδειξη της επιτυχίας των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της υιοθέτησης του CB.

Βασίστηκε περισσότερο στην αύξηση των εσόδων παρά στην μείωση των δαπανών<sup>3</sup>. Η καλή πορεία της οικονομίας επέτρεψε σε αυτό το διάστημα την βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών και την απορρόφηση σημαντικών χρεών που είχαν δημιουργηθεί το προηγούμενο χρονικό διάστημα, αλλά αναγνωρίστηκαν και προστέθηκαν στο δημόσιο χρέος<sup>4</sup>. Στο παρελθόν τα ελλείμματα καλύπτονταν με την δημιουργία χρήματος που προκαλούσε υψηλό πληθωρισμό. Πλέον χρησιμοποιούνταν η έκδοση ομολογιών στις διεθνείς αγορές, μια πολιτική που πολλοί θεωρούσαν προτιμότερη καθώς οι αγορές μπορούσαν να επιβάλλουν την απαραίτητη δημοσιονομική πειθαρχία και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις θα έβηταν υπό έλεγχο την δημοσιονομική κατάσταση. Αυτή η εξάρτηση από τον εξωτερικό δανεισμό, σε μεγάλο βαθμό βραχυχρόνιο και σε ξένο νόμισμα, αποδείχτηκε ως η σημαντική αδυναμία της όλης προσπάθειας.

Στην Ελλάδα η επιτυχία του εγχειρήματος κατέληξε στην ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ. Τα δημοσιονομικά ελλείμματα και ο πληθωρισμός μειώθηκαν και οι ρυθμοί ανάπτυξης ενισχύθηκαν εντυπωσιακά. Την ίδια χρονιά που η Αργεντινή χρεοκοπούσε η Ελλάδα γίνονταν το δωδέκατο

**Πίνακας 1.**  
**Αργεντινή: Βασικά Μακροοικονομικά Μεγέθη**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ΑΕΠ (% μεταβολή, σε πραγματικές τιμές)	10,6	9,6	5,7	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,9	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9
Πληθωρισμός (%)	254,4	27,0	10,7	4,2	3,4	0,2	0,5	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	25,9
Ανεργία (%)	7,5	7,5	8,8	10,5	15,5	15,5	13,9	11,8	13,0	14,6	16,4	18,8
Έλλειμμα Γ.Κ. (% ΑΕΠ)		-0,4	0,1	-1,4	-3,2	-2,9	-2,1	-2,1	-4,2	-3,6	-6,2	-12,8
Πρωτογενές Πλεόνασμα Γ.Κ. (% ΑΕΠ)		1,3	1,5	0,1	-1,3	-0,7	0,3	0,5	-0,8	0,5	-1,4	0,3
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)	34,8	28,3	30,6	33,7	36,7	39,1	37,7	40,9	47,6	50,9	62,2	
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-0,2	-2,9	-3,4	-4,3	-2,0	-2,5	-4,2	-4,9	-4,2	-3,1	-1,7	3,1
REER	140,5	165,4	177,8	169,3	162,9	163,3	175,8	170,6	177,6	184,8	184,7	71,6
Καθαρές Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (\$ δισ.)	0,2	7,6	20,4	11,4	5,0	11,7	16,8	19,0	14,9	8,8	-13,6	
Συναλλαγματικά Διαθέσιμα (\$ δισ.)	6,2	10,2	14,0	14,6	14,5	18,3	22,3	24,8	26,3	25,1	14,6	10,5
Εξωτερικό Χρέος (% ΑΕΠ)	34,5	27,7	30,5	33,3	38,4	40,6	42,7	47,5	51,2	51,6	52,2	42,9

Γ.Κ.: Γενική Κυβέρνηση

REER: Real Effective Exchange Rate

Πηγή: IMF, Bloomberg, ECOWIN

Οι κυβερνήσεις της Αργεντινής εκμεταλλεύθηκαν αυτές τις εξελίξεις για να δανειστούν ώστε να καλύψουν τα συνεχιζόμενα δημοσιονομικά ελλείμματα. Την περίοδο 1991- 1994 αυτά μειώθηκαν σημαντικά, αν και η βελτίωση

μέλος της ΟΝΕ. Με την υιοθέτηση του ευρώ ουσιαστικά επιτεύχθηκε το πρώτο μέρος του σχεδίου

<sup>3</sup> Το ίδιο άλλωστε συνέβη και στην Ελλάδα την περίοδο της δημοσιονομικής προσαρμογής προ της εισόδου στην ΟΝΕ.

<sup>4</sup> Σε πολλές περιπτώσεις αυτό αφορούσε δικαστικές αποφάσεις που αναγνώριζαν υποχρεώσεις που είχαν δημιουργηθεί από την μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος.

σταθεροποίησης και εξυγίανσης της ελληνικής οικονομίας. Το δεύτερο μέρος η συνέχιση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε ένα πιο ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον έμεινε μετέωρο.

### 3.2 Η κρίση (1998 - 2001)

Στα τέλη της δεκαετίας του 90' υπήρξαν στην Αργεντινή μια σειρά από αρνητικές εξελίξεις: εξωτερικά χρηματοοικονομικά σοκ, πολιτική αστάθεια και πτώση των εξαγωγών, έφεραν στην επιφάνεια τις διαρθρωτικές αδυναμίες. Οι αρνητικοί εξωτερικοί παράγοντες περιελάμβαναν: τη στάση πληρωμών που κήρυξε η Ρωσία το 1998, η οποία είχε ως αποτέλεσμα την μείωση των κεφαλαιακών εισροών στις αναδυόμενες οικονομίες, τη μείωση της ζήτησης στη Βραζιλία κυρίως εμπορικό εταίρο της Αργεντινής, την πτώση των διεθνών τιμών των πρώτων υλών και των αγροτικών προϊόντων – κύριων εξαγωγικών προϊόντων της Αργεντινής, την ενδυνάμωση του δολαρίου έναντι του ευρώ και την υποτίμηση κατά 70% του βραζιλιάνικου real στις αρχές του 1999. Η οικονομία εισήλθε σε μακροχρόνια ύφεση το 1999, η οποία φανέρωσε όλες τις συσσωρευμένες ανισορροπίες.

Η οικονομία της Αργεντινής είχε σημαντικά και διευρυνόμενα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών, ένα υπερτιμημένο νόμισμα και εξαιτίας του CB αδυναμία χρήσης επεκτατικής δημοσιονομικής ή/και νομισματικής πολιτικής. Κάτω από αυτές τις συνθήκες η εμπιστοσύνη των διεθνών χρηματαγορών απέναντι στην Αργεντινή μειώθηκε ραγδαία περί τα τέλη του 1999, με αποτέλεσμα να αυξηθεί το επιτόκιο δανεισμού εξαιτίας της αύξησης

του κινδύνου χώρας. Αυτή η εξέλιξη αντανακλάται στην αύξηση του επιτοκίου σε σχέση αυτό των Η.Π.Α., που θεωρείται μηδενικού κινδύνου. Από το 2000 λοιπόν και μετά το περιθώριο αυτό αυξανόταν συνεχώς, ξεπερνώντας τον Μάρτιο του 2001 τις 1.000 μονάδες βάσης – γεγονός που σήμαινε επιτόκιο δανεισμού 10 ποσοστιαίων μονάδων επιπλέον του επιτοκίου των ΗΠΑ (Διάγραμμα 1). Το επιτόκιο αυτό είναι πρακτικά απαγορευτικό για την αναζήτηση δανείων από τις διεθνείς αγορές. Η μόνη εναλλακτική δυνατότητα ήταν ο δανεισμός από το ΔΝΤ.

Το ΔΝΤ στα τέλη του 2000 βρέθηκε μπροστά σε ένα δίλημμα. Ήταν η κρίση που αντιμετώπιζε η Αργεντινή κρίση ρευστότητας, άρα αρκούσε η παροχή δανείων από το ΔΝΤ μέχρις η ηρεμία να αποκατασταθεί στις αγορές και να μπορέσει η Αργεντινή να επιστρέψει σε αυτές ή το εξωτερικό χρέος ήταν πλέον μη διατηρήσιμο και άρα έπρεπε να παρθούν ριζικά μέτρα. Στα τελευταία περιλαμβάνονταν αναδιάρθρωση του χρέους ή υποτίμηση του νομίσματος ή και τα δύο. Το ΔΝΤ θεώρησε ότι ήταν τελικά κρίση ρευστότητας και επέλεξε να ανακοινώσει την παροχή ρευστότητας στη χώρα ύψους συνολικά \$ 40 δισ. (μαζί με κεφάλαια του ιδιωτικού τομέα και της Ισπανίας). Ταυτόχρονα απαίτησε αυστηρά μέτρα περιστολής των δημοσίων δαπανών προσδοκώντας ότι αυτό θα αποκαθιστούσε την εμπιστοσύνη των αγορών.

Η θεωρία και η θέση του ΔΝΤ ήταν ότι η δημοσιονομική πειθαρχία θα αύξανε την εμπιστοσύνη στην οικονομία της Αργεντινής και κατά συνέπεια το ζητούμενο ασφάλιστρο κινδύνου θα μειώνονταν, ρίχνοντας

## Διάγραμμα 1.

### Διαφορά επιτοκίων ομολόγων δημοσίου Αργεντινής - ΗΠΑ



— J.P. Morgan, EMBI Global, Argentina, Index, All Maturities, Stripped Spread, USD

Πηγή: Bloomberg

και τα επιτόκια δανεισμού. Έτσι θα γινόταν δυνατή η εκ νέου αύξηση των δημοσίων δαπανών, σπρώχνοντας την οικονομία έξω από την ύφεση. Τα χαμηλότερα επιτόκια και η αύξηση του ΑΕΠ θα επέτρεπαν έτσι τον ισοσκελισμό των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Οι κυβερνήσεις της Αργεντινής προσπάθησαν με μικρότερη ή μεγαλύτερη επιτυχία να εφαρμόσουν αυτή την πολιτική με την έγκριση του ΔΝΤ.

Ο ρόλος που έπαιξε το ΔΝΤ κατά την εξέλιξη της κρίσης απετέλεσε αντικείμενο σκληρής κριτικής. Το ΔΝΤ λειτούργησε ως κατά συνθήκη εγγυητής ότι οι πολιτικές των κυβερνήσεων της Αργεντινής ήταν συνεπείς με την διατήρηση του CB και ουσιαστικά με την χρηματοδότηση που παρείχε απλώς καθυστέρησε την εκδήλωση της κρίσης και μεγάλωσε το εύρος της. Οι πολιτικές του απέτυχαν. Οι αυξήσεις στους φόρους και οι περικοπές των δημοσίων δαπανών βάθυναν την ύφεση, ανατροφοδοτώντας την πτώση της εμπιστοσύνης και αποτρέποντας την πτώση των επιτοκίων.

Πολλοί θεωρούν ότι το τέλος στην Αργεντινή ήταν αναπόφευκτο και παρατάθηκε λόγω της στήριξης από το ΔΝΤ. Οποιαδήποτε προσπάθεια περιορισμού του ελλείμματος βαθαίνει την ύφεση και η απόπειρα τόνωσης της ανταγωνιστικότητας με τη μείωση μισθών οδηγεί σε πολύχρονο οδυνηρό και πολιτικά απαράδεκτο αποπληθωρισμό. Υποστηρίζετε ότι, μία αναδιάρθρωση του χρέους νωρίτερα ή / και η εγκατάλειψη της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας με ταυτόχρονη υποτίμηση του νομίσματος θα μπορούσαν να έχουν σώσει την οικονομία της Αργεντινής, έστω και με υψηλό κόστος.

Όσον αφορά την εμπλοκή του ΔΝΤ στην Ελλάδα, θα πρέπει να τονιστεί ότι πλέον δίνει πολύ μεγαλύτερη σημασία στα προγράμματά του στις προοπτικές ανάπτυξης ώστε η αποπληρωμή χρεών να καθίσταται μεσοπρόθεσμα εφικτή. Επίσης, οι όροι έχουν διαμορφωθεί και προσαρμοστεί, ώστε να αντιμετωπίσουν τα ιδιαίτερα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας και τις βαθύτερες αιτίες δημιουργίας τους.

Κατά τους Hausmann & Velasco (2002) ο δημοσιονομικός περιορισμός δεν ήταν λύση και ούτε οι επενδυτές τον είδαν ως τέτοια. Χαρακτηριστικά αναφέρουν ότι όταν ο Υπ. Οικονομικών D. Cavallo, στις 15 Ιουλίου 2001, ανακοίνωσε την πολιτική μηδενικών ελλειμμάτων κόβοντας μισθούς και συντάξεις κατά 13% τα spreads αυξήθηκαν θεαματικά. Η ανακοίνωση συνοδεύονταν από την παραδοχή ότι οι αγορές ήταν κλειστές για την Αργεντινή, κάτι που ενέτεινε τον πανικό στις διεθνείς αγορές<sup>5</sup>. Οι αυξήσεις των – ήδη υψηλών –

<sup>5</sup> Κατά κάποιους αναλυτές η αντίδραση αυτή ήταν αποτέλεσμα των μεγάλων short θέσεων στη Wall Street. Παρόλο που οι αγορές ζητούσαν πιεστικά τον περιορισμό των ελλειμμάτων και η κίνηση αυτή θα έπρεπε να τις ικανοποιήσει, αντίθετα προκάλεσε

φορολογικών συντελεστών δεν οδήγησαν σε αύξηση των φορολογικών εσόδων, τόσο λόγω της συνεχιζόμενης ύφεσης, όσο και της αυξημένης παραοικονομίας. Ο Stiglitz (2002) θεωρεί επίσης ότι τα μέτρα του ΔΝΤ για δημοσιονομικό περιορισμό ώστε να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των αγορών ήταν καταδικασμένα σε αποτυχία, καθώς βύθισαν την χώρα σε μεγαλύτερη ύφεση καθιστώντας αδύνατη τελικά την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων καθώς τα έσοδα κατέρρευσαν και φυσικά δεν αποκατέστησαν την εμπιστοσύνη των αγορών<sup>6</sup>.

### 3.3 Η χρεοκοπία της Αργεντινής (2001)

Η εξέλιξη των γεγονότων το 2001 ήταν ραγδαία. Η αποτυχία του προγράμματος του ΔΝΤ να αποκαταστήσει την εμπιστοσύνη των αγορών έγινε προφανής, καθώς η Αργεντινή δεν μπορούσε να δανειστεί στις διεθνείς αγορές. Το Ιανουάριο του 2001 ανακοινώθηκε η μετατροπή των όρων της συμφωνίας με το ΔΝΤ, αλλά η όποια ευνοϊκή επίδραση στα περιθώρια δανεισμού ήταν σύντομη, καθώς έγινε φανερό ότι δεν υπήρχε επαρκής πολιτική υποστήριξη στα απαραίτητα μέτρα που έπρεπε να ληφθούν και οι στόχοι του προγράμματος ήταν αδύνατο να επιτευχθούν. Μια σειρά από μέτρα και πολιτικές που εξαγγέλθηκαν τους επόμενους μήνες ήταν αντιφατικά και εκλήφθηκαν από τις αγορές ως κινήσεις απελπισίας και έτσι και αλλιώς ανεφάρμοστα (IMF, 2004). Οι πολιτικές που ακολουθούσαν οι κυβερνήσεις κλόνισαν περαιτέρω την εμπιστοσύνη όλων στην ικανότητα της οικονομίας να εξέλθει από την ύφεση και της κυβέρνησης να περιορίσει τα ελλείμματα. Δύο αναδιρθρώσεις του δημοσίου χρέους δεν κατάφεραν να ελαφρύνουν τις πιέσεις<sup>7</sup>, καθώς τα έσοδα εξακολουθούσαν να καταρρέουν και οι δημοσιονομικοί στόχοι να μην επιτυγχάνονται.

Το Νοέμβριο 2001 η κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι δεν μπορούσε να εκπληρώσει τις απαιτήσεις του ΔΝΤ, σε σχέση με τον περιορισμό του δημοσιονομικού ελλείμματος της χώρας και το ΔΝΤ αρνήθηκε να «εμβάσει» ένα προγραμματισμένο δάνειο, ύψους \$ 1,25 δισ. Ακολούθησε ταχεία και μαζική φυγή κεφαλαίων από την χώρα, τεράστια κρίση στον τραπεζικό τομέα καθώς οι καταθέτες έσπευδαν να μετατρέψουν τις καταθέσεις τους από peso σε δολάρια ή και να τις αποσύρουν και πάγωμα (περιορισμοί στις αναλήψεις) των καταθέσεων. Ακολούθησε τεράστια κοινωνική ένταση (γενικές απεργίες, βίαιες διαδηλώσεις, εναλλαγές κυβερνήσεων) για να καταλήξουμε στην ανακοίνωση της χρεοκοπίας τον

*κερδοσκοπικό κύμα πωλήσεων, καθώς θέλησαν να δώσουν το σήμα στις αγορές ότι η κίνηση ήταν αρνητικό σημάδι. Ο ισχυρισμός αυτός δεν μπορεί να επιβεβαιωθεί. (Sturzenegger, 2002).*

<sup>6</sup> Ο ίδιος παρατηρεί ότι το εκπληκτικό με την Αργεντινή δεν είναι ότι τελικά ξέσπασε πολιτική και κοινωνική αναταραχή αλλά ότι πήρε τόσο καιρό για να ξεσπάσει.

<sup>7</sup> Ρόλο έπαιξε και η ανάδειξη των προβλημάτων των περιφερειών που άρχισαν να αποκαλύπτονται κατά την κορύφωση της κρίσης.

Δεκέμβριο του 2001. Η χρεοκοπία της Αργεντινής ήταν και παραμένει η μεγαλύτερη κρατική χρεοκοπία στη σύγχρονη ιστορία.

Τον Ιανουάριο του 2002 αποφασίσθηκε η εγκατάλειψη του CB και η υποτίμηση του peso κατά 28%. Παρόλα αυτά ο πανικός που ακολούθησε στην αγορά συναλλάγματος οδήγησε τελικά το peso στα τέλη του 2002 σε μια ισοτιμία 1:3,4 με το δολάριο. Ταυτόχρονα ελήφθησαν μέτρα αναγκαστικής μετατροπής των δολαριακών λογαριασμών και δανείων σε peso, μέτρα παγώματος των καταθέσεων με επιβολή περιορισμών στις αναλήψεις<sup>8</sup>.

Οι μακροοικονομικές συνέπειες ήταν δραματικές με το ΑΕΠ να υποχωρεί κατά 11%, τον πληθωρισμό να αναζωπυρώνεται και την ανεργία να αγγίζει το 20%. Η υποτίμηση του νομίσματος είχε ως αποτέλεσμα τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και οι εξαγωγές αυξήθηκαν τα επόμενα χρόνια βοηθούμενες και από την διεθνή οικονομική ανάκαμψη και την αύξηση των διεθνών τιμών των εξαγωγικών προϊόντων της Αργεντινής. Μέχρι σήμερα η Αργεντινή εξακολουθεί να εξυπηρετεί μόνο το χρέος προς διεθνείς οργανισμούς (ΔΝΤ, Παγκόσμια Τράπεζα) και μέρος του εσωτερικού χρέους (σε νέα υποτιμημένα peso), ενώ ταυτόχρονα προσπαθεί να προωθήσει μια αναδιάρθρωση του υπόλοιπου χρέους ώστε να επανακτήσει πρόσβαση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές (Hornbeck, 2004).

#### 4. Οι αδυναμίες της Αργεντινής που οδήγησαν στην κρίση και την χρεοκοπία

Οι αιτίες που οδήγησαν στην κατάρρευση της οικονομίας της Αργεντινής είναι αλληλένδετες και αλληλοενισχυόμενες. Ο ενάρτετος κύκλος στον οποίο είχε εισέλθει η οικονομία έκρυβε ταυτόχρονα και τους σπόρους της καταστροφής, καθώς οι αρχικές επιτυχίες βοήθησαν στο να αναβληθούν οι απαραίτητες μεταβολές που θα βοηθούσαν την οικονομία να αντεπεξέλθει στις δυσκολίες που ανέκυψαν. Στα πλαίσια του ενάρτετου κύκλου, που περιγράφηκε νωρίτερα, ενώ η εσωτερική ζήτηση ενισχύεται, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ανατιμάται και μειώνεται η ανταγωνιστικότητα<sup>9</sup>. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ιδίως το εμπορικό) χειροτερεύει τόσο λόγω της ανατιμημένης πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας αλλά και της αύξησης της εσωτερικής ζήτησης. Οι ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης αυξάνουν και το εξωτερικό χρέος συσσωρεύεται. Αυτό σημαίνει ότι η οικονομία γίνεται όλο

<sup>8</sup> Για μια παρουσίαση των εξελίξεων στο τραπεζικό σύστημα μετά την χρεοκοπία: IMF (2003).

<sup>9</sup> Για μια πιο αναλυτική παρουσίαση ενός μακροοικονομικού μοντέλου για την εξέλιξη της κρίσης: Frenkel (2003).

και πιο ευάλωτη σε εξωγενή χρηματοοικονομικά σοκ, τα οποία μπορούν να αναστρέψουν την αναπτυξιακή πορεία.

Η χρεοκοπία ήρθε ως αποτέλεσμα των μακροχρόνιων αδυναμιών της οικονομίας οι οποίες έκαναν αδύνατη την αντιμετώπιση της ύφεσης. Οι αναλύσεις για την κρίση της Αργεντινής αναγνωρίζουν και επικεντρώνονται σε συγκεκριμένους παράγοντες που οδήγησαν στην κρίση: η μη ολοκλήρωση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, η δυναμική του δημοσίου χρέους και το ανελαστικό συναλλαγματικό καθεστώς. Σε αυτούς θα πρέπει να προστεθεί και η πολιτική αστάθεια κατά τα κρίσιμα έτη 1999 – 2001 και η έλλειψη ισχυρής πολιτικής ηγεσίας<sup>10</sup>. Μια συλλογική μελέτη της Παγκόσμιας Τράπεζας (Perry & Servin, 2002) θεωρεί ότι ήταν ο συνδυασμός των διαρθρωτικών αδυναμιών της οικονομίας που την έκανε τόσο ευάλωτη σε εξωγενή σοκ.

#### 4.1 Απουσία διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων

Οι σχεδιαζόμενες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που ήταν ιδιαιτέρως κρίσιμες για την διατήρηση/βελτίωση της ανταγωνιστικότητας δεν ολοκληρώθηκαν ποτέ. Η απουσία ισχυρής πολιτικής βούλησης μπροστά στο υψηλό κόστος αυτών των πολιτικών και η ισχυρή αντίσταση της κοινωνίας στις αλλαγές που επιχειρήθηκαν κατέληξαν σε στασιμότητα για το πρόγραμμα των μεταρρυθμίσεων. Κατά τους Perry & Servin (2002) η κρίση της Αργεντινής ανέδειξε την ανάγκη για τη δημιουργία οικονομικών και πολιτικών οργανισμών ικανών να πάρουν δύσκολες πολιτικές αποφάσεις και να αναλάβουν έγκαιρα τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις, καθώς επίσης να είναι ικανοί να λειτουργούν αντικυκλικά.

Οι ακαμψίες στην αγορά εργασίας εμπόδιζαν την προσαρμογή των πραγματικών μισθών κατά την εξέλιξη της ύφεσης και οδήγησαν σε αύξηση της ανεργίας που με τη σειρά της βάθυνε την κρίση. Η δημοσιονομική πολιτική συνέχισε να είναι ανεπαρκής και το δημόσιο χρέος αυξάνονταν σταθερά, με τον εκλογικό κύκλο να αποδεικνύεται ιδιαίτερα σημαντικός.

Το ασφαλιστικό σύστημα παρέμεινε πηγή προβλημάτων και διευρυμένων δαπανών. Ήταν και παρέμεινε σημαντικό υποχρηματοδοτούμενο, καθώς η αναλογία εργαζομένων προς συνταξιούχους είχε μειωθεί

<sup>10</sup> Τον Δεκέμβριο του 1999 ανέβηκε στην εξουσία κυβέρνηση συνεργασίας (κεντρώι με κεντροαριστερούς) με διαφορετικές προτεραιότητες για την οικονομική πολιτική. Ταυτόχρονα οι μεγαλύτερες περιφέρειες της χώρας παρέμειναν υπό τον έλεγχο της αντιπολίτευσης. Το πολιτειακό σύστημα της Αργεντινής είναι μια μορφή ομοσπονδίας με τις περιφέρειες να έχουν εκτεταμένες εξουσίες. Η έλλειψη συντονισμού και πολιτικής στήριξης καταδίκασαν τις όποιες κυβερνητικές πρωτοβουλίες σε αποτυχία εμβαθύνοντας την κρίση. Τον Οκτώβριο του 2000 παραιτήθηκε ο αντιπρόεδρος Alvarez και τον Μάριο του 2001 διαδοχικά δύο υπουργοί των οικονομικών σε ένα κρίσιμο στάδιο της κρίσης.



στο 1,3:1<sup>11</sup> και ταυτόχρονα τα έξοδα αυξήθηκαν κατά τη διάρκεια μεταρρύθμισης του συστήματος. Το 1994 ως μέρος της ιδιωτικοποίησης του συστήματος το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων μεταβιβάστηκε στον ιδιωτικό χρηματοοικονομικό τομέα ενώ το μεγαλύτερο μέρος των δαπανών παρέμεινε στο δημόσιο. Ταυτόχρονα σε μια προσπάθεια να τονωθεί η ανταγωνιστικότητα η κυβέρνηση μείωσε τις εργοδοτικές εισφορές.

Το τραπεζικό σύστημα παρότι εκσυγχρονίστηκε τη δεκαετία του 90' – αναδιαρθρώθηκε και ενισχύθηκε ιδίως μετά την κρίση του 1995 – παρέμεινε ευάλωτο σε τρεις κυρίως κινδύνους:

- χαμηλή κερδοφορία – που το καθιστούσε ευάλωτο σε περίπτωση ύφεσης
- συναλλαγματικό κίνδυνο εξαιτίας της εκτεταμένης δολαριοποίησης, επιχειρήσεις και νοικοκυριά βασισμένα σε εισοδήματα σε peso δανείζονταν σε δολάρια – σε περίπτωση υποτίμησης τα αποτελέσματα θα ήταν καταστροφικά
- 20% του ενεργητικού ήταν κρατικές ομολογίες, ενώ οι κρατικές τράπεζες αντιπροσώπευαν το 1/3 του συστήματος αλλά είχαν το 50% των NPL<sup>12</sup> – σε περίπτωση δυσκολιών αποπληρωμής του δημοσίου χρέους οι κίνδυνοι για το τραπεζικό σύστημα ήταν εκτεταμένοι.

Στην Ελλάδα αντίθετα το τραπεζικό σύστημα είναι πολύ πιο ισχυρό, με επαρκείς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και ρευστότητας, ενώ σε αντίθεση με την Αργεντινή δεν αντιμετωπίζει συναλλαγματικό κίνδυνο και το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών μπορεί να λειτουργήσει ως lender of last resort. Η σύγκριση της Ελλάδας με την Αργεντινή είναι αδόκιμη για περισσότερους από έναν λόγους. Ιδίως τονίζεται ότι η Ελλάδα είναι μέλος της Ευρωζώνης και δεν υπάρχει νομικά η δυνατότητα να εκδιωχθεί από αυτήν (ή η θέληση να εξέλθει εθελουσίως), άρα το χρέος της, το οποίο είναι σχεδόν στο σύνολό του εκφρασμένο σε ευρώ, και οι ιδιωτικές καταθέσεις δεν μπορούν να υποτιμηθούν σε αξία (Αναστασάτος, 2010).

Επιπλέον, η υπαγωγή της Ελλάδας στον μηχανισμό στήριξης ΕΕ-ΔΝΤ-ΕΚΤ αποτελεί, όπως δείχνει και η ανάλυση των περιπτώσεων των ευρωπαϊκών χωρών στις οποίες παρενέβη το ΔΝΤ την τελευταία δεκαετία έναν ακόμα παράγοντα σταθεροποίησης. Η ανάλυση (Αναστασάτος, 2010) αποκαλύπτει ότι το ΔΝΤ δεν εισηγείται βλαπτικές για τους καταθέτες παρεμβάσεις.

<sup>11</sup> Η αναλογία ήταν 1,3 εργαζόμενοι που πλήρωναν ασφαλιστικές εισφορές προς 1 συνταξιούχο. Επιπλέον ενώ οι συνολικές κρατήσεις για το ασφαλιστικό σύστημα έφταναν το 26% του μισθού οι παρεχόμενες συντάξεις ήταν στο 70%. (IMF, 2004)

<sup>12</sup> Non Performing Loans = μη εξυπηρετούμενα δάνεια

Αντιθέτως, δίνει ιδιαίτερη έμφαση στην ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας, της ρευστότητας και της εποπτείας των τραπεζικών ιδρυμάτων διότι αναγνωρίζει την ευρωστία του τραπεζικού συστήματος ως κεντρική προϋπόθεση επιτυχίας.

## 4.2 Η δυναμική του δημοσίου χρέους

Η ανεξέλεγκτη αύξηση της δημόσιας δαπάνης στην Αργεντινή εκλαμβάνεται από την κύρια - «επίσημη» - γραμμή σκέψης ως η κύρια αιτία για τη συσσώρευση δημοσίου χρέους, την κρίση και την χρεοκοπία (Mussa, 2002; IMF, 2004). Το ύψος του δημοσίου χρέους έκανε αδύνατη την χρήση επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής για την έξοδο από την ύφεση. Την περίοδο 1993 – 2001 παρά τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης αυτό διπλασιάστηκε ως ποσοστό του ΑΕΠ, φτάνοντας το 2001 πάνω από το 60%. Η Αργεντινή συνέχισε να έχει υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα τα οποία χειροτέρεψαν με την έλευση της ύφεσης το 1999 (Πίνακας 1).

Όπως και στην περίπτωση της Ελλάδας η αδυναμία να τεθούν υπό έλεγχο το χρέος και τα ελλείμματα κατά τη διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης σημαίνει ότι η ύφεση απλώς βοήθησε να ενταθούν τα προβλήματα και να τονιστεί η μη διατηρησιμότητα του δημοσίου χρέους. Η ύπαρξη του CB σήμαινε ότι οι κυβερνήσεις δανείζονταν μεγάλα ποσά από τις αγορές σε σκληρό νόμισμα. Το κόστος εξυπηρέτησης αυτών των δανείων σύντομα έγινε δυσβάσταχτο υπό την ύφεση που ξεκίνησε το 1999 και την άνοδο των επιτοκίων.

Σίγουρα τα δημοσιονομικά επιβαρύνθηκαν από την πτώση των εσόδων εξαιτίας της κρίσης και την αύξηση του κόστους των κοινωνικών προγραμμάτων αλλά η ύπαρξη ελλειμμάτων και στα προ της ύφεσης χρόνια υποδεικνύει την κακή δημοσιονομική διαχείριση ως κύριο υπαίτιο. Σύμφωνα με το ΔΝΤ τρία ήταν τα κυριότερα προβλήματα της δημοσιονομικής διαχείρισης:

- η χρήση δανεισμού για πραγματοποίηση δαπανών εκτός προϋπολογισμού, που δικαιολογεί και την αύξηση του δανεισμού περισσότερο από ότι δικαιολογούσαν τα ανακινωθέντα ελλείμματα,
- οι ανάγκες χρηματοδότησης του ασφαλιστικού συστήματος<sup>13</sup>,
- και ο ομοσπονδιακός χαρακτήρας της Αργεντινής που έκανε πιο περίπλοκη την καταγραφή της δημοσιονομικής κατάστασης<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> Αναφορά στην αποτυχία μεταρρύθμισης του ασφαλιστικού συστήματος στην προηγούμενη ενότητα.

<sup>14</sup> Οι περιφέρειες είχαν σημαντικές εξουσίες και χρηματοδοτούσαν τις δαπάνες τους από φόρους που συλλέγονταν σε ομοσπονδιακό επίπεδο. Αυτό

Σύμφωνα με τους υπολογισμούς των Damill et al (2005) το μέσο έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης την περίοδο 1998 – 2001 ήταν \$ 11,5 δις., υψηλότερο κατά \$ 7,1 δις. από το έλλειμμα του 1994. Η διαφορά δημιουργήθηκε από αυξημένες κατά \$ 6,8 δις. πληρωμές για τόκους, \$ 4,9 δις. πληρωμές για το ασφαλιστικό σύστημα και μόνο \$ 0,6 δις. από αυξήσεις στα ελλείμματα των περιφερειακών κυβερνήσεων. Η αύξηση των πρωτογενών πλεονασμάτων κατά \$ 5,1 δις. δεν αρκούσε για να αντισταθμίσει αυτές τις αυξήσεις.

Κατά τους Perry & Servin (2002) οι αρχές της Αργεντινής ευθύνονται για το γεγονός ότι η δημοσιονομική προσαρμογή ήταν πολύ μικρή και έγινε πολύ αργά, ενώ έπρεπε να επιχειρηθεί κατά τα χρόνια της υψηλής ανάπτυξης. Για το ΔΝΤ (IMF, 2004) η αδυναμία της δημοσιονομικής πολιτικής ευθύνεται για την κρίση καθώς αν οι αρχές της Αργεντινής είχαν δημιουργήσει πλεονάσματα τα «καλά» χρόνια δεν θα βρίσκονταν στην ανάγκη να περιορίσει την δημοσιονομική επέκταση όταν ταυτόχρονα μειώνονταν η οικονομική δραστηριότητα. Η αδυναμία αυτή της χρήσης επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής από την πλευρά της κυβέρνησης της Αργεντινής για την αντιμετώπιση εξωτερικών σοκ στην οικονομία είναι παρόμοια με την αδυναμία των ελληνικών κυβερνήσεων στην σημερινή κρίση. Σημαντικό ρόλο έπαιξε επίσης η πολιτική διαφθορά, οι θεσμικές αδυναμίες και η δομή του φοροσυλλεκτικού μηχανισμού που ευνοούσε την φοροδιαφυγή<sup>15</sup>.

Ο Stiglitz (2002) αντίθετα θεωρεί η Αργεντινή έπεσε θύμα των αυξημένων επιτοκίων δανεισμού περισσότερο λόγω της κακής διαχείρισης της Ασιατικής κρίσης παρά εξαιτίας δικών της λαθών. Οι Weisbrodt & Baker (2002) έχουν παρόμοια άποψη. Θεωρούν ότι η Αργεντινή βρέθηκε σε ένα «debt spiral» καθώς το υψηλό χρέος του παρελθόντος ήταν διαχειρίσιμο ώσπου τα επιτόκια και άρα το κόστος εξυπηρέτησής του αυξήθηκε λόγω εξωγενών παραγόντων. Τα υψηλότερα ελλείμματα σε συνδυασμό με το υπερτιμημένο νόμισμα οδήγησαν σε υψηλότερα επιτόκια και ο φαύλος κύκλος συνεχίστηκε ως την κατάρρευση. Οι Hausmann & Velasco (2002) επίσης θεωρούν ότι τα δημοσιονομικά προβλήματα ήταν αποτέλεσμα της ύφεσης και όχι κακοδιαχείρισης. Παρόμοια είναι η άποψη των Damill et al (2005) οι οποίοι θεωρούν ότι η σωρευτική επίδραση της αύξησης των επιτοκίων δανεισμού, που προκλήθηκε κυρίως από την αύξηση του ασφάλιστρου κινδύνου χώρας εξαιτίας της ασιατικής και ρωσικής

*δημιουργούσε κίνητρα για αύξηση των δαπανών, καθώς οι περιφερειακές κυβερνήσεις αύξαναν τις δαπάνες αλλά δεν είχαν το πολιτικό κόστος αύξησης των φόρων. Επιπλέον δανείζονταν και οι ίδιες απευθείας στις αγορές. Αυτή η δομή του συστήματος παρεμπόδιζε τον δημοσιονομικό σχεδιασμό καθώς απαιτούνταν εκτεταμένες πολιτικές διαπραγματεύσεις. Για περισσότερες λεπτομέρειες Cetrangolo & Jimenez (2004).*

<sup>15</sup> Για περισσότερες λεπτομέρειες: IMF (2004), Spiller & Tommasi (2002).

κρίσης, ήταν η κύρια αιτία της δυναμικής του δημοσίου χρέους στα τέλη της δεκαετίας του 90' και όχι μια εξωγενής λανθασμένη δημοσιονομική πολιτική. Τα δημοσιονομικά ελλείμματα αυξήθηκαν παρά την σημαντική άνοδο στα πρωτογενή πλεονάσματα.

Ο ρόλος που έπαιξε η δυναμική του δημοσίου χρέους στην Αργεντινή εμφανίζει ομοιότητες με την Ελλάδα. Το χρέος της Ελλάδας ως ποσοστό του ΑΕΠ το 2009 ήταν πολύ μεγαλύτερο της Αργεντινής το 2001 (Πίνακας 2). Το ύψος του χρέους δεν ήταν ικανό από μόνο του να πυροδοτήσει την κρίση (Μαλλιάρόπουλος & Αναστασάτος, 2010). Ήταν ο συνδυασμός του υψηλού χρέους με την οικονομική ύφεση και τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση που «αφύπνισε» τις αγορές. Η Ελλάδα μπορούσε να διατηρεί υψηλότερο λόγο χρέους προς ΑΕΠ, καθώς θεωρούνταν ανεπτυγμένη χώρα και η επιτυχία της εισόδου στην ΟΝΕ κάλυπτε για μεγάλο χρονικό διάστημα τις αδυναμίες και το ευρώ λειτουργούσε ως ασπίδα προστασίας.

Το μεγαλύτερο μέρος του δημοσίου χρέους όμως της Αργεντινής ήταν σε ξένο νόμισμα (90% περίπου στα τέλη της δεκαετίας του 90') και η εξυπηρέτησή του γινόταν όλο και πιο δύσκολη καθώς τα συναλλαγματικά αποθέματα (εξαιτίας και των χαμηλών εξαγωγικών εσόδων) δεν επαρκούσαν υπό την πίεση της ανάγκης διατήρησης της σταθερής ισοτιμίας. Αντίθετα το ελληνικό δημόσιο χρέος είναι στη συντριπτική του πλειοψηφία σε ευρώ (σύμφωνα με το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους το 99,6% του χρέους της Κεντρικής Κυβέρνησης είναι σε ευρώ). Επιπλέον το ελληνικό δημόσιο χρέος διακρατείται σε ποσοστό περίπου 80% από ξένους επενδυτές, σε αντίθεση με την Αργεντινή όπου περίπου το 50% του χρέους διακρατείται από αργεντινούς (Hornbeck, 2004). Αυτό το γεγονός διαφοροποιεί τα κίνητρα των ξένων θεσμικών για την επιβολή χρεοκοπίας (Αναστασάτος, 2010). Σημειώνετε εδώ ότι αν και το 20% του ελληνικού δημοσίου χρέους είναι εσωτερικό, οι επιπτώσεις μιας χρεοκοπίας θα είναι σημαντικές για αυτούς που κατέχουν κυρίως ελληνικά ομόλογα, δηλαδή τις ελληνικές τράπεζες και τα ασφαλιστικά ταμεία.

**BOX 2****Αναδιάρθρωση χρέους**

Εκ των υστέρων διάφορες αναλύσεις υπέδειξαν ως πιθανή λύση την αναδιάρθρωση του χρέους στην αρχή της κρίσης, αλλά αυτό ισοδυναμούσε με χρεοκοπία, η οποία ήταν η τελευταία επιλογή καθώς θα έπρεπε να συνδυαστεί με εγκατάλειψη της σταθερής ισοτιμίας κάτι που σήμαινε, όπως αναλύετε στην επόμενη ενότητα, ότι το κόστος θα ήταν τεράστιο. Έτσι επιλέχτηκε να εξαντληθούν όλες οι άλλες πιθανότητες.

Παρόλα αυτά το 2001 η κυβέρνηση προχώρησε σε δύο εθελοντικές αναδιρθρώσεις του χρέους προσπαθώντας να μειώσει τις άμεσες χρηματοδοτικές ανάγκες. Η πρώτη τον Ιούνιο αφορούσε χρέος \$ 29 δισ. όπου αυξήθηκε η διάρκεια του χρέους και κεφαλαιοποιήθηκαν τόκοι (αυξάνοντας ο ονομαστικό ύψος του χρέους) με αντάλλαγμα την μείωση των υποχρεώσεων εξυπηρέτησης κατά \$ 16 δισ. τα πρώτα 5 χρόνια. Καθώς όμως η δημοσιονομική κατάσταση χειροτέρευε δεν αποδείχτηκε αρκετή. Η δεύτερη τον Νοέμβριο ουσιαστικά διαχώρισε τους εγχώριους πιστωτές από τους ξένους και ουσιαστικά αντιστοιχούσε σε χρεοκοπία, καθώς οι εγχώριοι πιστωτές αποκτούσαν νέα ομόλογα εγγυημένα από συγκεκριμένα φορολογικά έσοδα, ενώ οι ξένοι πιστωτές αφήνονταν ακάλυπτοι. Συμμετείχε το σύνολο σχεδόν των εγχώριων πιστωτών, δεχόμενοι μείωση των πληρωμών τόκων κατά 30% και επέκταση της διάρκειας, υπό την απειλή υποχρεωτικής αναδιάρθρωσης με χειρότερους όρους. Αυτή η διαφορετική μεταχείριση ήταν ένας ακόμα λόγος για το ΔΝΤ να αποσύρει την υποστήριξη του (Sturzenegger, 2002).

**4.3 Ανελαστική συναλλαγματική ισοτιμία**

Το CB έκανε αδύνατη τη νομισματική επέκταση ακόμα και σε περιπτώσεις σοβαρής ύφεσης, καθώς η όποια έκδοση νέου χρήματος έπρεπε να καλύπτεται από συναλλαγματικά διαθέσιμα σε δολάρια. Αυτό είχε ευνοϊκή επίδραση στην συγκράτηση του πληθωρισμού αλλά απαιτούσε μεγάλη δημοσιονομική πειθαρχεία.

Την ίδια στιγμή η οικονομία δεν μπορούσε να βασιστεί σε αύξηση των εξαγωγών για να βγει από την ύφεση. Το CB αφαιρούσε την δυνατότητα υποτίμησης του νομίσματος ώστε να τονωθούν οι εξαγωγές. Η μη δυνατότητα υποτίμησης του νομίσματος έπληξε το εξωτερικό εμπόριο καθώς οι ανταγωνιστές της αποκτούσαν πλεονέκτημα. Η πτώση των εξαγωγών ήταν αποτέλεσμα της μείωσης των τιμών των εξαγωγικών προϊόντων στις διεθνείς αγορές, της μείωσης της ζήτησης εξαιτίας της Βραζιλιάνικης κρίσης (1998) – κυριότερου εμπορικού εταίρου της χώρας – και της μείωσης της ανταγωνιστικότητας λόγω υποτίμησης του βραζιλιάνικου real και ανατίμησης του δολαρίου. Η πρόσδεση του peso στο δολάριο κατέληξε στην υπερτίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του peso έναντι των εμπορικών του εταίρων<sup>16</sup>. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την απώλεια ανταγωνιστικότητας, την πτώση των εξαγωγών και την

χειροτέρευση του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών το οποίο έπρεπε να χρηματοδοτηθεί με εξωτερικό δανεισμό.

Οι Perry & Servin (2002) θεωρούν κρίσιμο το ρόλο της σταθερής ισοτιμίας, ιδίως σε συνδυασμό με την μη προώθηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Το peso ήταν υπερτιμημένο κατά 55% το 2001. Καθώς η ονομαστική ισοτιμία ήταν σταθερή, η ανταγωνιστικότητα μπορούσε να αποκατασταθεί μόνο αν οι τιμές και οι μισθοί έπεφταν. Οι τιμές έπεσαν αλλά όχι αρκετά, ενώ οι ακαμψίες στην αγορά εργασίας εμπόδισαν την πτώση των μισθών. Παρόλα αυτά μεγαλύτερος αποπληθωρισμός ήταν ουσιαστικά αδύνατος καθώς θα οδηγούσε σε μεγαλύτερη ύφεση. Έπρεπε να εγκαταλειφθεί το CB νωρίτερα και πιο οργανωμένα και να μην αναβληθεί η αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους. Ο Stiglitz (2002) θεωρεί επίσης υπεύθυνο το CB, καθώς βοήθησε μόνο στην επίτευξη χαμηλού πληθωρισμού αγνοώντας όμως την ανάπτυξη.

Η σύνθεση του δημοσίου χρέους είναι ένας από τους λόγους που η εγκατάλειψη του CB θεωρούνταν αδιανόητη. Το μεγαλύτερο μέρος του χρέους ήταν σε ξένο νόμισμα, κάτι που σημαίνει ότι σε περίπτωση εγκατάλειψης του CB και υποτίμησης του peso ενώ τα έσοδα της κυβέρνησης θα ήταν στο νέο υποτιμημένο νόμισμα οι πληρωμές του χρέους θα εξακολουθούσαν να είναι σε ξένο νόμισμα κάτι που θα προκαλούσε την εκτόξευση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους. Αυτό το υψηλό κόστος ήταν και η κύρια αιτία σύμφωνα με τους Mussa (2002), Gurtner (2004) και IMF (2004) για την καθυστέρηση της κυβέρνησης να αποφασίσει την εγκατάλειψη του CB.

<sup>16</sup> Δεν συμφωνούν όλοι οι αναλυτές ότι το peso ήταν υπερτιμημένο (Hanke & Schuler, 2002).

Οι αναλύσεις υποδεικνύουν ότι η πρόσδεση έπρεπε να διατηρηθεί μόνο για ένα χρονικό διάστημα ώστε να τιθασευτεί ο πληθωρισμός, έπειτα το καθεστώς έπρεπε να είναι πιο ευέλικτο. Ενδεχομένως λοιπόν, εάν η αρχική σταθερή ισοτιμία με το δολάριο είχε αντικατασταθεί, πριν το 1998, με έναν μηχανισμό ευέλικτης συναλλαγματικής ισοτιμίας, η κρίση θα ήταν λιγότερο καταστροφική. Όμως η εγκατάλειψη της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας θα μπορούσε να συμβεί μόνο σε περίοδο ηρεμίας και όχι σε περίοδο κρίσης αφού θα οδηγούσε αναπόφευκτα σε χρεοκοπία<sup>17</sup>.

Το 2001 χαλάρωσε το CB, καθώς δημιουργήθηκε ένας συναλλαγματικός μηχανισμός όπου το peso συνδέθηκε με ένα καλάθι νομισμάτων, το οποίο περιελάμβανε το ευρώ και το δολάριο, κατ' αρχήν για τις διεθνείς συναλλαγές της χώρας. Αυτό πρακτικά σήμαινε μια μικρή υποτίμηση του peso. Τα αποτελέσματα ήταν πενιχρά καθώς σύντομα η χώρα χτυπήθηκε και από την παγκόσμια ύφεση που ακολούθησε την κατάρρευση των τεχνολογικών μετοχών και την τρομοκρατική επίθεση στις ΗΠΑ τον Σεπτέμβριο του 2001. Ο ίδιος ο μηχανισμός ήταν πολύπλοκος και θεωρήθηκε ως σχεδιασμένος λάθος από την αρχή. Η παραοικονομία αυξήθηκε<sup>18</sup> καθώς η εμπιστοσύνη στο νόμισμα κατέρρεε.

Στην ουσία η οικονομία είχε εισέλθει σε ένα φαύλο κύκλο. Η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία σημαίνει ότι η ανταγωνιστικότητα μπορούσε να αυξηθεί μόνο με εσωτερική υποτίμηση. Η ακαμψία τιμών και μισθών όμως εμπόδιζε μια τέτοια εξέλιξη. Ο αποπληθωρισμός που απαιτείτο είχε τεράστιο κόστος με την μορφή της αύξησης της ανεργίας. Σύμφωνα με ορισμένους Mussa (2002) αν το οικονομικό σύστημα ήταν πιο ευέλικτο, ιδίως η αγορά εργασίας, η οικονομία θα μπορούσε να αντεπεξέλθει στα προβλήματα που δημιουργούσε η σταθερή συναλλαγματική οικονομία. Έτσι η αύξηση του λόγου χρέος προς ΑΕΠ οδηγούσε σε περαιτέρω αύξηση των spread και του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους δυσχεραίνοντας την οικονομική ανάκαμψη.

Η επιλογή της επιδίωξης εισόδου στην ONE μοιάζει σε πολλά σημεία με την επιλογή της Αργεντινής. Η βασική διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι η Ελλάδα προχώρησε ένα βήμα παραπέρα από την Αργεντινή με την εγκατάλειψη του εθνικού νομίσματος και την υιοθέτηση

ενός νέου υπερεθνικού. Αυτή η στρατηγική είχε το πλεονέκτημα ότι εξασφάλιζε αυτόματα την αξιοπιστία της συναλλαγματικής πολιτικής, καθώς δεν υπάρχει νομικά τρόπος εξόδου από το ευρώ, εκτός της αυτοκτονικής οικειοθελούς αποχώρησης (Μαλλιαρόπουλος & Αναστασάτος, 2010). Αυτό ίσχυε μέχρι πρόσφατα τουλάχιστον, ώπου οι αγορές άρχισαν να αμφισβητούν όχι μόνο την δυνατότητα της Ελλάδας να παραμείνει στο ευρώ, αλλά και την ίδια την ύπαρξη του ευρωπαϊκού νομίσματος.

Η αμφισβήτηση της βιωσιμότητας του ευρώ και κατά πόσο η ευρωζώνη αποτελεί βέλτιστη νομισματική περιοχή δεν είναι κάτι καινούριο. Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση όμως εξέθεσε όλες τις αδυναμίες της ευρωζώνης με κυριότερες την έλλειψη κοινής οικονομικής πολιτικής, την έλλειψη δημοσιονομικής πειθαρχίας και την αποτυχία του Συμφώνου Σταθερότητας & Ανάπτυξης και τις ανισότητες μεταξύ των κρατών μελών. Η διαφορά με την περίπτωση της Αργεντινής βρίσκεται ακριβώς εδώ. Η Ελλάδα δεν προσδέθηκε απλώς σε ένα ξένο νόμισμα, αλλά αποτελεί μέρος ενός διεθνούς συστήματος νομισματικής πολιτικής όπως η ONE. Δεν αφέθηκε μόνη να αντιμετωπίζει την κρίση αλλά καθώς η χρεοκοπία ενός κράτους-μέλους της ONE θα υπέσκαπτε την αξιοπιστία του κοινού νομίσματος τελικά αποφασίστηκε η παροχή βοήθειας μέσω ενός μηχανισμού στήριξης. Η συμμετοχή στην ONE απαλλάσσει επίσης την Ελλάδα από κερδοσκοπικές επιθέσεις στα συναλλαγματικά της διαθέσιμα και υποτιμητικές πιέσεις στο νόμισμά της. Καθώς σχεδόν το σύνολο του χρέους της είναι εκφρασμένο σε ευρώ και οι όποιες πιέσεις εκφράζονται αποκλειστικά στην αγορά ομολόγων.

<sup>17</sup> Οι Hanke & Schuler (1999) υποστήριξαν ότι λύση θα ήταν αντί να εγκαταλειφθεί το convertibility regime να ακολουθηθεί αντίθετως η πολιτική της πλήρους δολαριοποίησης με την εγκατάλειψη του peso ώστε να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη καθώς δεν τίθεται πλέον θέμα μεταβολής της μετατρεψιμότητας. Μια τέτοια απόφαση όμως δεν είχε την υποστήριξη των ΗΠΑ ούτε της Αργεντινής.

<sup>18</sup> Ένα σχετικό φαινόμενο που δείχνει και την κατάρρευση των επίσημων θεσμών και μηχανισμών της πραγματικής οικονομίας ήταν η δημιουργία εναλλακτικών νομισμάτων για χρήση σε ανταλλακτήρια προϊόντων (Credito) ή ως μέσο πληρωμής από δήμους και περιφερειακές κυβερνήσεις (LECOPI).

## 5. Σύγκριση των δύο χωρών

Η εμπειρία από την κρίση και την χρεοκοπία της Αργεντινής το 2001, παρά την εκτεταμένη εμπλοκή του ΔΝΤ, έχει πολλές ομοιότητες με την σημερινή κρίση στην Ελλάδα. Πολλοί αναλυτές βλέποντας αυτές τις ομοιότητες στην πορεία των δύο οικονομιών αναμένουν και παρόμοια έκβαση. Θεωρούν δε ότι οι λύσεις που προκρίνονται για την αντιμετώπιση του ελληνικού προβλήματος είναι παρόμοιες με τις προσπάθειες στην Αργεντινή, άρα αναποτελεσματικές και απλώς καθυστερούν το αναπόφευκτο. Δηλαδή στάση πληρωμών ή / και αναδιάρθρωση του χρέους με απώλειες για τους

επενδυτές, σε συνδυασμό με έξοδο από το ευρώ και υποτίμηση. Οι ομοιότητες πολλές και εμφανείς, αλλά υπάρχουν και κρίσιμες διαφορές οι οποίες κάνουν δυνατή μια διαφορετική έκβαση για την Ελλάδα (Πίνακας 2 & 3).

**Πίνακας 2.  
Σύγκριση Αργεντινής – Ελλάδας**

	Αργεντινή (2001)	Ελλάδα (2009)
ΑΕΠ (δισ. €, τρέχουσες τιμές)	299,6	237,5
ΑΕΠ (% μεταβολή, σε πραγματικές τιμές)	-4,4	-2,0
Πληθωρισμός (%)	-1,1	1,2
Ανεργία (%)	16,4	9,4
Έλλειμμα Γ.Κ. (δισ. €)	18,6	32,3
Έλλειμμα Γ.Κ. (% ΑΕΠ)	6,2	13,6
Δημόσιο Χρέος (δισ. €)	186,3	273,4
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)	62,2	115,1
Ισοζ. Τρεχ. Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-1,7	-11,2
Εξωτερικό Χρέος (% ΑΕΠ)	52,2	170
REER*	31,5	18,9

\*μεταβολή σε σχέση με το 1991 για την Αργεντινή, και το 2001 για την Ελλάδα  
Γ.Κ.: Γενική Κυβέρνηση

REER: Real Effective Exchange Rate

Πηγή: IMF, OECD, ΕΛ.ΣΤΑΤ.

### Πίνακας 3. Σύγκριση Αργεντινής – Ελλάδα

#### Ομοιότητες

- Παρόμοια προβλήματα στις αρχές της δεκαετίας του 90: υψηλό πληθωρισμό, οικονομική στασιμότητα, δημοσιονομικά προβλήματα.
- Λύση: πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων και σταθεροποίησης βασισμένου σε μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία.
- Αρχικές επιτυχίες: τιθάσευση πληθωρισμού, υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, μείωση δημοσιονομικών ελλειμμάτων, εισροές κεφαλαίων.

Όμως, όπως και στην Ελλάδα:

- Η δημοσιονομική απειθαρχία επανήλθε: αδιαφάνεια δημοσίων δαπανών, πιέσεις χρηματοδότησης ασφαλιστικού συστήματος, συσσώρευση δημοσίου χρέους.
- Μη ολοκλήρωση των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.
- Μείωση ανταγωνιστικότητας.
- Οικονομίες εκτεθειμένες σε εξωτερικά σοκ.
- Αμφισβήτηση από τις αγορές της διατηρησιμότητας του δημοσίου χρέους, υπό την πίεση της ύφεσης και της αύξησης των επιτοκίων.

#### Διαφορές

- Η Ελλάδα συμμετέχει σε Νομισματική Ένωση, δεν πρόσδεσε απλώς το νόμισμά της σε ένα ξένο:
  - i. όχι παράλληλη κυκλοφορία δύο επίσημων νομισμάτων.
  - ii. Ενισχυμένη αξιοπιστία σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, καθώς η έξοδος από το ευρώ δεν είναι δυνατή νομικά, δεν μπορεί να επιβληθεί από τις αγορές και εθελουσία έξοδος αποτελεί αυτοκτονική επιλογή.
  - iii. Αδυναμία εκδήλωσης κερδοσκοπικών επιθέσεων στα συναλλαγματικά διαθέσιμα.
- Στήριξη από Ε.Ε., ΕΚΤ και ΔΝΤ στα πλαίσια ισχυροποίησης της ευρωζώνης. Μηχανισμός στήριξης για αποφυγή διάχυσης της κρίσης:
  - i. Επαρκή χρονικά περιθώρια για πραγματοποίηση των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.
  - ii. Παρακολούθηση προόδου από κοινού ΕΕ, ΕΚΤ, ΔΝΤ, αυξάνοντας την αξιοπιστία.
  - iii. Σχεδιασμός ώστε να ενισχυθούν οι μεσοπρόθεσμες αναπτυξιακές προοπτικές. Έμφαση όχι μόνο στα δημοσιονομικά.
- Δημόσιο χρέος Ελλάδας σχεδόν εξολοκλήρου σε ευρώ. Δημόσιο χρέος Αργεντινής 90% σε ξένο νόμισμα. Επίσης το 80% διακρατείται από ξένους, μειώνοντας τα κίνητρα για εξώθηση της χώρας σε χρεοκοπία.
- Ισχυρό ελληνικό τραπεζικό σύστημα.
- Στην αποτυχία της προσπάθειας της Αργεντινής συνέβαλε η πολιτική αστάθεια και η αδυναμία επιβολής των αλλαγών με κοινωνικά δίκαιο τρόπο.

Η Αργεντινή, όπως και η Ελλάδα, στις αρχές της δεκαετίας του 90' αντιμετώπιζαν παρόμοια αν και διαφορετικής έντασης προβλήματα. Δημοσιονομική απειθαρχία, χρήση νομισματικής επέκτασης για κάλυψη των ελλειμμάτων, διόγκωση χρέους και οικονομική στασιμότητα. Οι επιλογές που έκαναν για να ξεφύγουν από τον φαύλο κύκλο παρόμοιες. Εφαρμογή ενός προγράμματος μεταρρυθμίσεων και σταθεροποίησης βασισμένου σε μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Αρχικά οι προσπάθειες σημείωσαν σημαντική επιτυχία: ισχυρή ανάπτυξη, τιθάσευση του πληθωρισμού και μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών και εισροές κεφαλαίων.

Την ίδια ώρα που η Ελλάδα έμπαινε στην ΟΝΕ, επιστέγασμα της επιτυχημένης προσαρμογής της, η Αργεντινή χρεοκοπούσε. Μια δεκαετία αργότερα οι αγορές δείχνουν να πιστεύουν ότι και η ελληνική προσπάθεια θα έχει την ίδια κατάληξη. Η δημοσιονομική απειθαρχία συνεχίστηκε και στις δύο χώρες. Τα ελλείμματα συνεχίστηκαν, έστω και μειωμένα, υπό τις πιέσεις χρηματοδότησης του ασφαλιστικού συστήματος, και συνεχιζόμενης αδιαφάνειας και αναποτελεσματικότητας των δημοσίων δαπανών. Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις δεν ολοκληρώθηκαν ποτέ σε κρίσιμους τομείς, όπως τα εργασιακά και η λειτουργία των αγορών. Αλλαγές που θα μπορούσαν να επιτευχθούν σε ένα ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον ακυρώθηκαν υπό το βάρος του πολιτικού κόστους. Υπό ένα καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, το νόμισμα ανατιμήθηκε σημαντικά και σε συνδυασμό με την έλλειψη διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων διέβρωσε την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Τα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών διογκώθηκαν και το εξωτερικό χρέος αυξήθηκε. Οι οικονομίες και των δύο χωρών ήταν εκτεθειμένες σε εξωτερικά σοκ. Όταν το εξωτερικό μακροοικονομικό περιβάλλον έπαψε να είναι ευνοϊκό, εκτέθηκαν οι αδυναμίες αυτές. Οι αγορές κάτω από συνθήκες διεθνούς αυξανόμενης αποστροφής στον κίνδυνο άρχισαν να αμφισβητούν τη διατηρησιμότητα του χρέους των δύο χωρών, σε συνδυασμό με τις άσχημες αναπτυξιακές προοπτικές. Και στις δύο περιπτώσεις η ύφεση δεν μπορούσε να ξεπεραστεί με τη χρήση επεκτατικής νομισματικής ή / και δημοσιονομικής επέκτασης. Το ζητούμενο ασφάλιστρο κινδύνου και τα επιτόκια δανεισμού εκτοξεύθηκαν απότομα

ανατροφοδοτώντας τις ανησυχίες για την εξυπηρέτηση του χρέους.

Η τελική έκβαση, όμως δεν είναι προδιαγεγραμμένη για την Ελλάδα, καθώς υπάρχουν κρίσιμες και σημαντικές διαφοροποιήσεις. Η Ελλάδα δεν πρόσδεσε μονομερώς το νόμισμά της σε ένα ξένο, αλλά το αντικατέστησε με το ευρώ. Η αξιοπιστία της πολιτικής διατήρησης σταθερής ισοτιμίας με το δολάριο στην Αργεντινή ήταν υπό συνεχή και αυξανόμενη αμφισβήτηση. Στην Ελλάδα η έξοδος από το ευρώ δεν είναι δυνατή νομικά, δεν μπορεί να επιβληθεί από τις αγορές και αποτελεί επιλογή με τεράστιο κόστος. Η Ελλάδα δεν αντιμετωπίζει κερδοσκοπικές επιθέσεις στα συναλλαγματικά της διαθέσιμα και υποτιμητικές στο νόμισμά της. Επιπλέον η ΕΚΤ λειτουργεί ως lender of last resort και το ελληνικό τραπεζικό σύστημα είναι πολύ πιο ισχυρό και δεν αντιμετωπίζει κινδύνους από την ύπαρξη δύο παράλληλων νομισμάτων. Η ελληνική κρίση δεν είναι μόνο ελληνική, γρήγορα αποδείχτηκε ότι υπήρχαν επιπλοκές για το σύνολο της ευρωζώνης. Η χρεοκοπία της Ελλάδας θα προκαλούσε διάχυση της κρίσης στις υπόλοιπες επίσης ευάλωτες οικονομίες του ευρωπαϊκού νότου και η ίδια η ύπαρξη του ευρώ θα ετίθετο υπό αμφισβήτηση. Η διαφορά αυτή με την Αργεντινή εκδηλώθηκε με την ενεργοποίηση του μηχανισμού στήριξης του ΔΝΤ και της ΕΕ. Το ελληνικό δημόσιο χρέος διακρατείται, στο μεγαλύτερο μέρος του (80%), από ξένους, μειώνοντας τα κίνητρα για εξώθηση της χώρας σε χρεοκοπία. Επιπλέον είναι σχεδόν εξολοκλήρου σε ευρώ και όχι σε ξένο νόμισμα, σε αντίθεση με την Αργεντινή όπου το 90% ήταν σε ξένο νόμισμα, καθιστώντας την εξυπηρέτησή του δύσκολη καθώς τα συναλλαγματικά αποθέματα (εξαιτίας και των χαμηλών εξαγωγικών εσόδων) δεν επαρκούσαν υπό την πίεση της ανάγκης διατήρησης της σταθερής ισοτιμίας.

Ο ρόλος του ΔΝΤ στην Αργεντινή υπήρξε ιδιαίτερο αντικείμενο ανάλυσης και κριτικής. Η τελική αποτυχία, όμως, έθεσε υπό αμφισβήτηση το ρόλο και την αποτελεσματικότητά του. Ιδίως η αποτυχία του ως εγγυητή της επαρκούς συμμόρφωσης της χώρας στις απαιτήσεις του προγράμματος αποτελεί και λόγο ανησυχίας στην ελληνική κρίση. Η εμπειρία της Αργεντινής άλλαξε, όμως και τον τρόπο λειτουργίας του ΔΝΤ. Οι παρεμβάσεις σχεδιάζονται πλέον με τέτοιο τρόπο ώστε να καθιστούν το κόστος της χρεοκοπίας ακόμα πιο μεγάλο, λαμβάνοντας υπόψη

τις αδυναμίες και τις ιδιαιτερότητες της κάθε χώρας και ενισχύοντας τις μεσοπρόθεσμες αναπτυξιακές προοπτικές. Το μέγεθος δε της παρέμβασης είναι τέτοιο ώστε να δίνει χρόνο για τη εφαρμογή των απαραίτητων διαρθρωτικών αλλαγών, έστω και αν τα χρονοδιαγράμματα παραμένουν πιεστικά. Τέλος στην περίπτωση της Ελλάδας η παρακολούθηση είναι κοινή με τη Ε.Ε., η οποία συνδιαμορφώνει και το πλαίσιο λειτουργίας του μηχανισμού.

Στην Ελλάδα επιπλέον το τραπεζικό σύστημα είναι πολύ πιο ισχυρό, με επαρκείς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και ρευστότητας, ενώ σε αντίθεση με την Αργεντινή δεν αντιμετωπίζει συναλλαγματικό κίνδυνο και το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών μπορεί να λειτουργήσει ως lender of last resort. Ο μηχανισμός στήριξης ΕΕ, ΕΚΤ και ΔΝΤ δίνει ιδιαίτερη έμφαση στην ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας, της ρευστότητας και της εποπτείας των τραπεζικών ιδρυμάτων διότι αναγνωρίζει την ευρωστία του τραπεζικού συστήματος ως κεντρική προϋπόθεση επιτυχίας.

Στην Αργεντινή η όλη προσπάθεια απέτυχε και λόγω της πολιτικής αστάθειας και της αδυναμίας επιβολής των αλλαγών με κοινωνικά δίκαιο τρόπο. Η προσπάθεια στηρίχθηκε στον απότομο δημοσιονομικό περιορισμό που βάθυνε την ύφεση και στην δημιουργία εσωτερικής υποτίμησης με τη δημιουργία αποπληθωρισμού. Στην Ελλάδα αναγνωρίζεται ο κίνδυνος δημιουργίας βαθύτερης ύφεσης, για αυτό και το πρόγραμμα έχει μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα και επιχειρείται η τήρηση μιας ισορροπίας.

## 6. Συμπεράσματα

Το 2001 η Αργεντινή χρεοκόπησε έπειτα από τρία χρόνια ύφεσης της οικονομίας της και την πίεση των αγορών, που εκτόξευσαν το κόστος εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους της. Οι εμπειρίες και τα μαθήματα από την κρίση της Αργεντινής, συχνά χρησιμοποιούνται ως οδηγός για το ποιες θα είναι οι εξελίξεις στην Ελληνική κρίση χρέους. Η εμπλοκή του ΔΝΤ ήταν εκτεταμένη, τόσο στο σχεδιασμό του προγράμματος, όσο και στην παρακολούθηση του. Ιδίως, η αποτυχία του ΔΝΤ να αποτρέψει την χρεοκοπία της Αργεντινής όταν η κρίση κορυφώθηκε, προκαλεί ανησυχίες σε ορισμένους και για την έκβαση της αντίστοιχης προσπάθειας στην Ελλάδα.

Η κατάληξη της ελληνικής κρίσης χρέους, όμως, δεν είναι προδιαγεγραμμένη. Οι διαφορές με την Αργεντινή είναι κρίσιμες και υπάρχουν σημαντικές δυνατότητες αποφυγής μιας καταστροφικής για την ελληνική οικονομία χρεοκοπίας. Η Ελλάδα συμμετέχει σε μία νομισματική ένωση, την ΟΝΕ, δεν έχει απλώς προσδεθεί σε ένα ξένο νόμισμα, όπως στην Αργεντινή. Δεν αντιμετωπίζει έτσι προβλήματα από την παράλληλη κυκλοφορία δύο νομισμάτων, η αξιοπιστία της νομισματικής πολιτικής είναι δεδομένη και η έξοδος από το ευρώ είναι ουσιαστικά αδύνατη. Το ελληνικό δημόσιο χρέος είναι σε ευρώ και όχι σε ξένο νόμισμα και διακρατείται κυρίως από ξένους. Το τραπεζικό σύστημα είναι ισχυρό και υπάρχει πολιτική σταθερότητα. Ο μηχανισμός στήριξης της Ελλάδας από ΕΕ, ΕΚΤ και ΔΝΤ περιλαμβάνει επαρκείς πόρους, σφικτά αλλά επαρκή χρονικά περιθώρια για την εφαρμογή των διαρθρωτικών αλλαγών και στοχεύει όχι μόνο στην αποκατάσταση της δημοσιονομικής πειθαρχίας, όπως στην Αργεντινή, αλλά και στην ενίσχυση των μεσοπρόθεσμων αναπτυξιακών προοπτικών.

Τα προβλήματα των δύο χωρών, αν και από διαφορετική αφετηρία, είναι παρόμοια. Το πλαίσιο λειτουργίας των δύο οικονομιών, όμως, όχι. Τα μαθήματα από την περίπτωση της Αργεντινής πολύτιμα και σε μεγάλο βαθμό αξιοποιήθηκαν στην εν εξελίξει προσπάθεια στήριξης της ελληνικής οικονομίας. Η τελική έκβαση εξαρτάται από τις προσπάθειες μας για αλλαγή του αναπτυξιακού προτύπου της ελληνικής οικονομίας και του συνολικότερου τρόπου λειτουργίας του κράτους και των πολιτών. Οι αγορές δεν μπορούν από μόνες τους να οδηγήσουν την Ελλάδα σε χρεοκοπία. Έχουμε χάρη και στη εμπειρία της Αργεντινής μια τελευταία ευκαιρία και λίγο αλλά πολύτιμο χρόνο για να εξέλθει η χώρα από την κρίση. Απαιτείται προσήλωση στο μνημόνιο συνεργασίας, σταθερές πολιτικές θέσεις και δημιουργία κλίματος κοινωνικής συναίνεσης.



## Βιβλιογραφία

### A. Ελληνική

Αναστασάτος, Τ. (2010) «Οι επιπτώσεις στο Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα από την Υπαγωγή της Ελλάδας στον Μηχανισμό Στήριξης ΕΕ/ΔΝΤ» Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, Τόμος V, Τεύχος 2, Απρίλιος.

Μαλλιαρόπουλος, Δ. & Αναστασάτος, Τ. (2010) «Η Δυναμική του Ελληνικού Δημοσίου Χρέους και Γιατί η Χρεοκοπία Δεν Αποτελεί Επιλογή» Eurobank Research, Οικονομία & Αγορές, Τόμος V, Τεύχος 1, Φεβρουάριος.

Σαχινίδης Φ. (2006) «Το Συναλλαγματικό Καθεστώς στην Ελλάδα: Από τη Πρόσδεση της Δραχμής στο δολάριο μέχρι την Ο.Ν.Ε.» στον τόμο Οικονομική Ιστορία της Ελλάδας, 19-20ος αιώνας, Επιμέλεια Πρόντζα Ε., Καλαφάτη Α., Πολιτιστικό Ίδρυμα της Τράπεζας Πειραιώς (υπό έκδοση).

### B. Ξενόγλωσση

Beattie A. (2010) "Greek bail-out teams face hard balancing act" The Financial Times, April 18.

Cetrangolo, O. & Jiminez, J. P. (2004) "The relations between different levels of government in Argentina" CEPAL, Review 84, December.

Damill, M., Frenkel R. & Rapetti M. (2005) "Lessons from the Argentine Case of Debt Accumulation, Crisis and Default" UNCTAD, preliminary draft 18/7/05.

Frenkel, R. (2003) "Globalization and financial crises in Latin America" CEPAL, Review 80, August.

Gurtner, F. J. (2004) "Why Did Argentina's Currency Board Collapse?" The World Economy, Volume 27, Number 5, May, pp. 679-697.

Hanke, S. & Schuler, K. (1999) "A Dollarization Blueprint for Argentina" CATO Institute, White Paper, February.

Hanke, S. & Schuler, K. (2002) "What went wrong in Argentina?" Central Banking Journal, Volume XII, Number 3, February.

Hausmann, R. & Velasco, A. (2002) "Hard Money's Soft Underbelly: Understanding the Argentine Crisis" Brookings Institution, Brookings Trade Forum.

Hornbeck, J. F. (2004) "Argentina's Sovereign Debt Restructuring" Congressional Research Service, CRS Report for Congress.

International Monetary Fund (2003) "Lessons from the Crisis in Argentina" Policy Development and Review Department.

International Monetary Fund (2004) "The IMF and Argentina, 1991 – 2001" Independent Evaluation Office, Evaluation Report.

Lachman, D. (2010) "Why Greece will have to leave the eurozone" The Financial Times, January 11.

Mulrairie, M. (2005) "An Analysis of the 2002 Argentine Currency Crisis" University of Toronto, Mimeo.

Mussa, M. (2002) "Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy" Institute for International Economics, Washington, Policy Analyses in International Economics, No 67.

Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2008) "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises" NBER, Working Paper No. 13882, March.

Spiller, P. & Tommasi, M. (2003) "The Institutional Foundations of Public Policy: A Transactions Approach with Application to Argentina" Journal of Law, Economics and Organization, Vol. 19, Issue 2, October.

Stiglitz, J. (2002) "Argentina, Shortchanged - Why the Nation That Followed the Rules Fell to Pieces" The Washington Post, Sunday, May 12.

Sturzenegger, F. (2002) "Default Episodes in the 90s: Factbook and Preliminary Lessons" Business School, Universidad Torcuato Di Tella.

Perry, G. & Servin, L. (2002) "The Anatomy of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What We Can Learn From It" World Bank, May.

Weisbrot, M. & Baker, D. (2002) "What Happened to Argentina?" Center for Economic and Policy Research, Washington D.C., January 31.

Williamson J. (2002) "What Washington Means by Policy Reform" Peterson Institute for International Economics, November.

## ΠΡΟΣΦΑΤΑ ΤΕΥΧΗ του ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ &amp; ΑΓΟΡΕΣ

Τόμος(Τεύχος)	Ημερομηνία	Συγγραφείς-Τίτλοι Άρθρων
V(2)	Απρίλιος 2010	Τ. Αναστασάτος: : Οι επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα από την υπαγωγή της Ελλάδας στο μηχανισμό στήριξης ΕΕ/ΔΝΤ
V(1)	Φεβρουάριος 2010	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Τ. Αναστασάτος: Η Δυναμική του Ελληνικού Δημόσιου Χρέους και Γιατί η Χρεοκοπία Δεν Αποτελεί Επιλογή
IV(8)	Νοέμβριος 2009	Τ. Αναστασάτος: Προς Ένα Νέο Ελληνικό Αναπτυξιακό Πρότυπο: Επενδύσεις και Εξωστρέφεια
IV(7)	Σεπτέμβριος 2009	Κ. Βορλόου: Η Απαισιόδοξη των Ελληνικών Νοικοκυριών
IV(6)	Ιούλιος 2009	Γ. Χαρδούβελης, Π. Μονοκρούσος: Είναι Διατηρήσιμο το Συναλλαγματικό Καθεστώς στη Βουλγαρία; (αγγλική έκδοση)
IV(5)	Μάιος 2009	Γ. Γκιώνης: Η Χρηματοοικονομική Κρίση και η Νέα Ευρώπη
IV(4)	Απρίλιος 2009	Β. Αρακελιάν: Η Διεύρυνση του Περιθωρίου Απόδοσης του 10ετούς Ελληνικού Κυβερνητικού Ομολόγου εν μέσω της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης
IV(3)	Μάρτιος 2009	Π. Μονοκρούσος: Πρόσφατες Εξελίξεις και Προοπτικές στις Αγορές Κυβερνητικών Ομολόγων
IV(2)	Ιανουάριος 2009	Κ.Ε. Βορλόου & Σ. Κανελλοπούλου: Οικονομικές Κρίσεις και Τουριστική Κίνηση στην Ελλάδα
IV(1)	Νοέμβριος 2008	Τ. Αναστασάτος: Η Ελληνική Νομισματική Πολιτική και τα Διδάγματα για τις Χώρες της Νέας Ευρώπης
III(10)	Οκτώβριος 2008	Κ.Ε. Βορλόου: Η τιμή του πετρελαίου και η σχέση με το ευρώ.
III(9)	Σεπτέμβριος 2008	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης, Ο. Κοσμά: Βρίσκεται η Ευρώπη στα πρόθυρα μιας ύφεσης;
V(1)	Φεβρουάριος 2010	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Τ. Αναστασάτος: Η Δυναμική του Ελληνικού Δημόσιου Χρέους και Γιατί η Χρεοκοπία Δεν Αποτελεί Επιλογή

Τα παραπάνω άρθρα και περισσότερες εκδόσεις είναι διαθέσιμες ηλεκτρονικά δωρεάν, από την ιστοσελίδα της Eurobank EFG:

<http://www.eurobank.gr/research>

Κυκλοφορούν επίσης:

1. Γκίκας Χαρδούβελης, «Πηγές Ανάπτυξης: Μπορεί η Ελλάδα να Ακολουθήσει το Παράδειγμα της Ιρλανδίας;» (ISBN: 9608386381, Ιανουάριος 2006, Εκδόσεις Κέρκυρα), με τα πρακτικά και τις μελέτες του ομώνυμου συνεδρίου της Eurobank EFG (4/10/2005).
2. Νικόλαος Καραμούζης & Γκίκας Χαρδούβελης, «Αγορά κατοικίας: τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες» (ISBN: 9789604451661, 2007, Εκδόσεις Σάκκουλα).

## Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές

ISSN: 1790-6881

Eurobank EFG, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων  
Ερευνητική Ομάδα:Συντάκτης: Γκίκας Χαρδούβελης,  
Chief Economist & Director of ResearchΔημήτρης Μαλλιαρόπουλος: Research Advisor  
Τάσος Αναστασάτος: Senior Economist  
Ιωάννης Γκιώνης: Research Economist  
Στέλλα Κανελλοπούλου: Research Economist  
Θεόδωρος Σταματίου : Research EconomistΘεοδόσης Σαμπανιώτης: Senior Economic Analyst  
Όλγα Κοσμά: Economic Analyst  
Μαρία Πρανδέκα: Economic Analyst  
Βασίλης Ζάρκος: Junior Economic Analyst  
Θεόδωρος Ράπανος: Junior Economic AnalystEurobank EFG, Σουρή 5 & Αμαλίας 20, Μποδοσάκειο, 10557 Αθήνα, τηλ. (210) 333.7365, Φαξ: (210) 333.7687,  
web: <http://www.eurobank.gr/research>, Email επικοινωνίας: [Research@eurobank.gr](mailto:Research@eurobank.gr)

## Ρήτρα μη ευθύνης (disclaimer):

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κ.λπ. εκφράζουν αποκλειστικά τις απόψεις του συντάκτη τους. Ανυπόγραφα σημειώματα θεωρούνται της συντάξεως. Άρθρα, μελέτες, σχόλια κ.λπ., που υπογράφονται από μέλη της συντακτικής επιτροπής, εκφράζουν τις προσωπικές απόψεις του γράφοντα. Απαγορεύεται χωρίς προηγούμενη άδεια η ολική ή μερική αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή ή αναμετάδοση αυτής της έκδοσης σε οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοαντιγραφικό, ηχογραφικό ή άλλο.