

Ιωάννης Α. Μουρμούρας

Η Διπλή Κρίση Δημόσιου Χρέους-Τραπεζών

Τόμος Α΄

Ιωάννης Α. Μουρμούρας

Η Διπλή Κρίση Δημόσιου Χρέους-Τραπεζών Τόμος Α΄

- Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ
- ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΙΑ ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΛΥΣΗ

Δοκίμια για την ανασυγκρότηση
και την εμβάθυνση της ευρωζώνης

ΔΕΥΤΕΡΗ ΈΚΔΟΣΗ

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2015
ΑΘΗΝΑ

ΤΙΤΛΟΣ: Η Διπλή Κρίση Δημόσιου Χρέους-Τραπεζών - Τόμος Α΄

ΥΠΟΤΙΤΛΟΣ: Δοκίμια για την ανασυγκρότηση και την εμβάθυνση της
ευρωζώνης

ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ: Ιωάννης Α. Μουρμούρας

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: Ανδρέας Γερμανός

ΕΤΟΣ ΠΡΩΤΗΣ ΕΚΔΟΣΗΣ: 2013 (εξαντλήθηκε)

ΕΤΟΣ ΔΕΥΤΕΡΗΣ ΕΚΔΟΣΗΣ: 2015

ISBN: 978-960-93-5161-4

© Copyright Ιωάννης Α. Μουρμούρας

ΠΑΡΑΓΩΓΗ:



Εκδόσεις Γερμανός

Στεφ. Τάττη 6

54622, Θεσσαλονίκη

T: 2310-221169 - F: 2310-220597

E: info@germanos-publications.gr

S: www.germanos-publications.gr

Απαγορεύεται η αναδημοσίευση ή αναπαραγωγή του παρόντος έργου στο σύνολό του ή τμημάτων του με οποιονδήποτε τρόπο, καθώς και η μετάφραση ή διασκευή του ή εκμετάλλευσή του με οποιονδήποτε τρόπο αναπαραγωγής έργου λόγου ή τέχνης, σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2121/1993 και της Διεθνούς Σύμβασης Βέρνης-Παρισιού, που κυρώθηκε με το Ν. 100/1975. Επίσης απαγορεύεται η αναπαραγωγή της στοιχειοθεσίας, σελιδοποίησης, εξωφύλλου και γενικότερα της όλης αισθητικής εμφάνισης του βιβλίου, με φωτοτυπίες, ηλεκτρονικές ή οποιεσδήποτε άλλες μεθόδους, σύμφωνα με το άρθρο 51 του Ν. 2121/1993.

Στον Θόδωρο Κ. Βάρδα

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ	13
SUMMARY IN ENGLISH	21
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	
ΜΕΡΟΣ Ι	
1. Τα δεδομένα της διπλής κρίσης	25
2. Τα διδάγματα από τη διπλή κρίση	34
3. Η ελληνική δημοσιονομική κρίση	38
4. Η ελληνική τραπεζική κρίση	45
ΜΕΡΟΣ ΙΙ	
Περίληψη κεφαλαίων	53

ΠΡΩΤΗ ΕΝΟΤΗΤΑ

Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Η κρίση δημόσιου χρέους

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Οι ιδιαιτερότητες της ελληνικής κρίσης	69
<i>ΗΜΕΡΗΣΙΑ 9/1/2010</i>	

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Δίδυμα ελλείμματα, αξιοπιστία και διαφορές αποδόσεων	73
<i>FORUM 2/2010</i>	

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Πέντε παρατηρήσεις για τα ελληνικά ομόλογα77

Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ 17/1/2010

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

The price of austerity for indebted Greece83

FINANCIAL TIMES 17/1/2012

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Towards a wider concept of conditionality for the europeriphery87

WALL STREET JOURNAL 7/3/2012

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Μια ανάλυση βιωσιμότητας του ελληνικού δημόσιου χρέους91

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: Ένα σύντομο χρονικό του ελληνικού DSA

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Ένα σχόλιο για τους δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές107

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: Τι πρέπει να γνωρίζουμε

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

Η ανατομία της βαθιάς ύφεσης117

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

Από τη βαθιά ύφεση στην ανάκαμψη123

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: Οι επιπτώσεις στη δυναμική του χρέους

Η τραπεζική κρίση

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10

Η θητεία του κ. Τρισέ (Α΄ & Β΄ Μέρος)145

Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ 16/10/2011 και 18/10/2011

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11

Η πιστωτική ασφυξία και το 'μαρσάρισμα του γκαζιού'155

ΕΛΕΥΘΕΡΟΤΥΠΙΑ 24/10/2010

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: Η θέσπιση πιστωτικών στόχων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12

Γιατί το Grexit είναι μια κακή ιδέα για όλους 161

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13

Η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών 165

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: Η εμπειρία άλλων χωρών-μελών της ΟΝΕ

(Ιρλανδία, Πορτογαλία, Ισπανία, Κύπρος)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14

Μια μόνο *bad bank* στην Ελλάδα; 179

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 15

Αναμορφώνοντας τις ευρωπαϊκές τράπεζες 183

ΔΕΥΤΕΡΗ ΕΝΟΤΗΤΑ

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΙΑ ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΛΥΣΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 16

Ο ρόλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στην κρίση δανεισμού 189

Ομιλία στο Ίδρυμα της Βουλής των Ελλήνων 02/2011

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 17

Οι μαϊάνδροι του Μόνιμου Μηχανισμού Διάσωσης 193

ΤΟ ΒΗΜΑ 6/11/2010 και ΗΜΕΡΗΣΙΑ 26/3/2011

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 18

Η παγίδα χρέους στην ευρωπεριφέρεια και το επενδυτικό

ευρωμόλογο 197

ΤΟ ΒΗΜΑ 31/12/2010

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 19

Το Σύμφωνο για το Ευρώ 199

ΦΙΛΕΛΕΥΘΕΡΗ ΕΜΦΑΣΗ 03/2011

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 20	
Ευρωπαϊκή αλληλεγγύη, νέμεσις και εθνική ευθύνη	203
<i>Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ</i> 4/7/2011	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 21	
Το μέλλον της ζώνης του ευρώ	207
<i>Ομιλία στην ΕΠΕΕΣ</i> 01/2012	
<i>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: Η Έκθεση Rompuy και ο Οδικός Χάρτης Barroso</i>	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 22	
Η κρίση χρέους στην ΟΝΕ και η λύση του ευρωμολόγου	223
<i>Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ</i> 15/08/2011	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 23	
Προς ένα Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο	227
<i>Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ</i> 18/09/2011	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 24	
Για μια βιώσιμη δημοσιονομική ένωση στην Ευρώπη	231
<i>ΤΟ ΒΗΜΑ</i> 11/12/2011	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 25	
Προς μια τραπεζική ένωση στην ευρωζώνη	235
<i>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: Οι πρώτες αποφάσεις</i>	

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Πριν από δέκα έτη, σε μια περίοδο σχετικής οικονομικής ευφορίας λόγω των χαμηλών επιτοκίων που επέφερε η εισαγωγή του ευρώ, στην ακροτελευταία παράγραφο του προλόγου του βιβλίου μου με τίτλο *Νέες Προκλήσεις της Οικονομικής Πολιτικής στην Εποχή του Ευρώ* (2003) προειδοποιούσα για τα εξής (σελ.14): «Τα χρόνια που έρχονται θα είναι ακόμη πιο ανταγωνιστικά για όλους μας. Στην καταιγίδα που έρχεται, αυτό που πρέπει να κάνουμε είναι να φτιάξουμε κιβωτό». Δυστυχώς, οι δυσμενείς εξελίξεις που ακολούθησαν (η χώρα έφθασε ένα βήμα πριν από μια άτακτη χρεοκοπία) απέδειξε με το χειρότερο τρόπο ότι την προηγούμενη δεκαετία όχι μόνο δεν φτιάξαμε κιβωτό για να διασώσουμε την οικονομία μας, αλλά με τις πράξεις και τις παραλείψεις μας οδηγηθήκαμε στο «σημείο μηδέν» και τελικά τεθήκαμε υπό διεθνή οικονομικό έλεγχο και υπό το Πρόγραμμα Προσαρμογής το Μάιο του 2010. Στόχος του παρόντος βιβλίου δεν είναι να διερευνήσουμε το πώς φτάσαμε στη δανειακή σύμβαση – μια τέτοιου είδους αξιολόγηση αναστέλλεται για αργότερα λόγω της σοβαρότητας της τρέχουσας κατάστασης. Τα κίνητρά μας εδώ είναι περισσότερο δημιουργικά προς την κατεύθυνση αναζήτησης προτάσεων αντιμετώπισης της βαθιάς οικονομικής κρίσης. Στη μεγάλη αυτή περιπέτεια που βιώνει η χώρα μας εδώ και τέσσερα χρόνια, ο παρών τόμος αποτελεί τη συμβολή του Καθηγητή (ειδικού στο αντικείμενο αυτό, ο οποίος βρέθηκε, μάλιστα, σε θέσεις αιχμής του δημόσιου βίου) στη συλλογική προσπάθεια για έξοδο από την κρίση με το ελάχιστο οικονομικό και κοινωνικό κόστος, *μέσα στην ευρωζώνη*. Με αυτό τον τρόπο απαντάται και το ερώτημα ενός φοιτητή μου στο πανεπιστημιακό αμφιθέατρο: «και εσείς, κ. Καθηγητά, τι κάνατε για την αντιμετώπιση της κρίσης;».

Ο παρών τόμος περιλαμβάνει ένα εισαγωγικό κεφάλαιο και εικοσιπέντε κεφάλαια (άρθρα και ομιλίες), τα περισσότερα από τα οποία έχουν δημοσιευθεί τα τελευταία τρία χρόνια σε έγκυρα ελληνικά και διεθνή οικο-

νομικά έντυπα, όπως οι εφημερίδες *Financial Times*, *Wall Street Journal*, *Ημερησία*, *Καθημερινή*, *Βήμα*, *Ελευθεροτυπία*, *Φιλελεύθερη Έμφαση*. Θα ήθελα να ευχαριστήσω τους διευθυντές των εντύπων αυτών για τη δυνατότητα που μου έδωσαν να τα δημοσιεύσω εγκαίρως. Τα υπόλοιπα κεφάλαια είναι είτε κείμενα δημόσιων διαλέξεων και συνεντεύξεων, είτε αδημοσίευτα κείμενα που είχαν παραμείνει στο συρτάρι του γραφείου μου για κάποιο διάστημα. Τα κείμενα αυτά (μαζί με τα επτά παραρτήματα του βιβλίου) πραγματεύονται τη διπλή και αμφίδρομη κρίση δημόσιου χρέους- τραπεζών στην ευρωπεριφέρεια (με έμφαση στην περίπτωση της Ελλάδος) και φιλοδοξούν να καλύψουν ένα μεγάλο κενό στην ελληνική (και όχι μόνο) οικονομική βιβλιογραφία. Πρόκειται για κείμενα οικονομικής πολιτικής με καινοτόμες προτάσεις γύρω από το βασανιστικό και αγωνιώδες ερώτημα «*πώς και πότε θα βγούμε από την οικονομική κρίση;*» και απευθύνονται τόσο στους ειδικούς όσο και στο ευρύτερο κοινό που ενδιαφέρεται για το οικονομικό μέλλον του τόπου.

Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη του ΔΝΤ, τα τελευταία σαράντα χρόνια 205 χώρες έχουν βιώσει συνθήκες συναλλαγματικής κατάρρευσης, 124 χώρες έχουν βιώσει κατάρρευση του τραπεζικού τους συστήματος, 63 έχουν βιώσει κρίση δημόσιου χρέους, 26 έχουν βιώσει διπλή τραπεζική-συναλλαγματική κατάρρευση και 8 χώρες γενική κατάρρευση. Έτσι, η πρόσφατη κρίση στην ευρωζώνη ανέδειξε περίτρανα (για μία ακόμη φορά) τον καταστροφικό φαύλο κύκλο μεταξύ τραπεζών και κρατών, με την ιδιαιτερότητα στην προκείμενη περίπτωση ότι αφορά κράτη-μέλη μιας νομισματικής ένωσης, ενισχύοντας έτσι το επιστημονικό ενδιαφέρον για τη μελέτη τόσο των αιτιών όσο και των συνεπειών αυτής της διπλής κρίσης (π.χ. ακόμη και σήμερα δεν έχει γίνει επαρκώς αντιληπτό ότι σε μια νομισματική ένωση, όπως η ευρωζώνη, τα χρέη ενός κράτους-μέλους σε ευρώ ισοδυναμούν σε μεγάλο βαθμό με εξωτερικό χρέος εκφρασμένο σε οιονεί ξένο νόμισμα, με αποτέλεσμα η κρίση δημόσιου χρέους μιας χώρας να είναι κρίση φερεγγυότητας και όχι απλά κρίση ρευστότητας ή ακόμη ότι δεν έχει αναδειχθεί επαρκώς στη σχετική βιβλιογραφία ο σημαντικός ρόλος που διαδραματίζει η βαθιά ύφεση στην πιο πάνω ανάδραση μεταξύ κρατών-τραπεζών). Η ρήξη του φαύλου κύκλου μεταξύ δημοσιονομικής και τραπεζικής κρίσης, αλλά και ο τερματισμός της επίμονης ύφεσης είναι τα βασικά συστατικά κάθε αξιόπιστης λύσης εξόδου από τη βαθιά κρίση που βιώνουμε σήμερα στην ευρωπεριφέρεια.

Πολλοί υποστηρίζουν ότι η σύγχρονη μακροοικονομική θεωρία και πολιτική (με τις δύο κυρίαρχες προσεγγίσεις της, τη νεοκλασική και τη νεο-κεϋνσιανή) δεν μπόρεσε να προσφέρει πειστικές λύσεις για μια έξοδο από την πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση που ξεκίνησε το 2007. Το ίδιο ισχυρίζονται και για τη μεταγενέστερη κρίση στην ευρωπεριφέρεια. Είναι αλήθεια ότι η σύγχρονη μακροοικονομική, παρά την τεχνογνωσία και τα προηγμένα αναλυτικά εργαλεία που διαθέτει, είχε ελάχιστη επιρροή στην πρακτική πλευρά της οικονομικής πολιτικής τις τελευταίες δυο-τρεις δεκαετίες. Τα υποδείγματα που στηρίζονται σε βασικές έννοιες της Οικονομικής Επιστήμης, όπως η *ρικαρδιανή ισοδυναμία*, οι *ορθολογικές προσδοκίες*, οι *κανόνες*, η *αξιοπιστία*, η *απορρύθμιση*, η *απομόχλευση*, κ.λπ. μαζί με την πρόσφατη ερευνητική τάση για *έμφαση στο μακροχρόνιο ορίζοντα*, μπροστά στα τεράστια προβλήματα (μαζική ανεργία, κατάρρευση κλάδων της οικονομίας, παρατεταμένη ύφεση, κ.λπ.) που δημιούργησε η οικονομική κρίση στην ευρωπεριφέρεια, λειτούργησαν μάλλον ως ένα περιοριστικό πλαίσιο, το οποίο εμπόδιζε την εξεύρεση λύσεων πέρα από αυτές που προβλέπονταν στο οικονομικό εγχειρίδιο (*outside the box*).

Σήμερα όμως, γίνεται ευρέως αντιληπτό ότι σε μια οικονομία που διέρχεται μια βαθιά και παρατεταμένη ύφεση και υπό συνθήκες πιστωτικής ασφυξίας, η *έμφαση στο βραχυχρόνιο ορίζοντα* λαμβάνει ιδιαίτερη σημασία, δεδομένου ότι η κατακόρυφη πτώση της ζήτησης διατάραξε το μηχανισμό ανταλλαγής, «εκφυλίζοντας» την καμπύλη συνολικής ζήτησης του προϊόντος σε ένα μοναδικό σημείο. Αποτέλεσμα αυτού, ανάμεσα σε άλλα, είναι και η κατακόρυφη πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, κάτι που επηρεάζει δραματικά τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων, τραπεζών, κ.λπ. Οι τρέχουσες έκτακτες συνθήκες υπαγορεύουν έκτακτα μέτρα άμεσης ενίσχυσης της ζήτησης. Στην Ελλάδα, η πιο πάνω συζήτηση έχει διεξαχθεί τα τελευταία χρόνια, εύλογα, σε όρους του Προγράμματος Προσαρμογής. Με ιδιαίτερη χαρά διαπιστώνουμε σήμερα ότι αυξάνονται οι *μετά Χριστόν προφήτες*, δηλαδή οι συνάδελφοι οικονομολόγοι, που μετά από τρία χρόνια έχουν προσχωρήσει λίγο ή πολύ στις απόψεις και ιδέες των αναδημοσιευμένων δοκιμίων στον παρόντα τόμο.

Η προστιθέμενη αξία του βιβλίου αυτού έγκειται:

(α) Στο ότι έγκαιρα, από τα μέσα ακόμη του 2010, τα αναδημοσιευμένα εδώ άρθρα έχουν εξετάσει και αναλύσει τους βασικούς πυλώνες του Προγράμματος Προσαρμογής, όπως την αναπτυξιακή λιτότητα και το ζήτη-

μα με τις τιμές των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών, τον εμπροσθοβαρή χαρακτήρα της προσαρμογής, τους στόχους και τα μέσα της μείωσης του ελλείμματος, αλλά και τη βασική έννοια της αιρεσιμότητας (*conditionality*). Με δύο λόγια, διερευνώνται τα όρια της δημοσιονομικής λιτότητας σε μια υπερχρεωμένη χώρα που είναι μέλος μιας νομισματικής ένωσης.

(β) Στην ανάδειξη του ρόλου της οικονομικής ύφεσης (που διανύει η ελληνική οικονομία επί έξι συναπτά έτη και οδήγησε σε απώλεια του ΑΕΠ κατά 25%, τη χειρότερη επίδοση στη μεταπολεμική ιστορία της ελληνικής οικονομίας) στη διπλή και αλληλένδετη κρίση χρέους-τραπεζών. Υποστηρίζεται ότι η ύφεση στην Ελλάδα έχει πλέον λάβει χαρακτηριστικά *υστέρησης* (*hysteresis*), δηλαδή μιας ύφεσης επίμονης και μακράς διάρκειας. Οι αρχικές, μη μόνιμες (δηλαδή κυκλικού χαρακτήρα) επιπτώσεις της ύφεσης έχουν μετατραπεί σε μόνιμα προβλήματα διαρθρωτικού χαρακτήρα (απαξίωση υλικού κεφαλαίου λόγω αποβιομηχάνισης, απομείωση του ανθρώπινου κεφαλαίου λόγω υποβάθμισης των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού που βρίσκεται σε μακροχρόνια ανεργία και της μετανάστευσης επιστημόνων στο εξωτερικό) οδηγώντας τη χώρα σε μια γενικευμένη αποεπένδυση. Η παρατεταμένη δημοσιονομική λιτότητα μαζί με την αποεπένδυση λειτουργούν ως συγκοινωνούντα δοχεία και οδηγούν σε επίμονη ύφεση μακράς διάρκειας. Με άλλα λόγια, η ύφεση όχι μόνο διευρύνει (εξ ορισμού) το παραγωγικό κενό, αλλά δεδομένων των επιπτώσεων της υστέρησης στις δεξιότητες και στο σχηματισμό καθαρού πάγιου κεφαλαίου, έχει ως επιπρόσθετη συνέπεια τη μείωση του μελλοντικού ρυθμού μεγέθυνσης και ευημερίας της χώρας. Επιπλέον, διερευνώνται διεξοδικά οι επιπτώσεις της βαθιάς ύφεσης στην ελληνική δημοσιονομική και τραπεζική κρίση.

(γ) Στις προτάσεις αναπτυξιακής μορφής με στόχο βελτιωμένα αποτελέσματα (και) σε όρους δημοσιονομικής προσαρμογής. Έτσι, λαμβάνοντας υπόψη τη χρονική καθυστέρηση με την οποία εκδηλώνονται τα αποτελέσματα των μεταρρυθμίσεων, καθώς επίσης και τη σημαντική διάκριση μεταξύ ανάκαμψης και ανάπτυξης, προτείνονται βραχυπρόθεσμα δημοσιονομικά εργαλεία ενίσχυσης της συνολικής ζήτησης, τα οποία θα πρέπει να εφαρμοσθούν *ταυτόχρονα και μέσα στο πλαίσιο και τους περιορισμούς του Μνημονίου* συμβάλλοντας έτσι στη δημιουργία ενός *γενικευμένου επενδυτικού σοκ*, στην αναστροφή της καθοδικής πορείας της οικονομίας και στην ανάκαμψη, στη σταθεροποίηση των προσδοκιών και την επιστροφή στον ενάρετο κύκλο της διατηρήσιμης ανάπτυξης και στην κατά το δυνατόν άμεση απο-

κατάσταση της βιωσιμότητας του χρέους. Αυτό θα επιτρέψει την επιστροφή μας στις διεθνείς αγορές σχετικά συντομότερα και με λογικά επιτόκια δανεισμού, που είναι και το μεγάλο ζητούμενο. Γίνονται επίσης καινοτόμες προτάσεις για τη βελτίωση του Προγράμματος (κανείς, ούτε οι δανειστές μας, δεν ισχυρίζεται ότι το Μνημόνιο είναι οι *πλάκες του Μωυσή*), οι οποίες έχουν τύχει ευρείας αποδοχής σε διεθνή οικονομικά έντυπα, όπως, μεταξύ άλλων, η πρόταση στη *Wall Street Journal* (Μάρτιος 2012, αναδημοσιεύεται εδώ ως Κεφάλαιο 5) για την υιοθέτηση μιας διευρυμένης έννοιας του *conditionality* με αναπτυξιακή διάσταση σε Προγράμματα Προσαρμογής στην ευρωζώνη (και αλλού) ή ακόμη η πρόταση στην εφημερίδα *Financial Times* (Ιανουάριος 2012, αναδημοσιεύεται εδώ ως Κεφάλαιο 4) για την κατάργηση του κυκλικού ελλείμματος ως στόχου της δημοσιονομικής προσαρμογής (δηλαδή να διατηρηθεί ως στόχος μόνο το διαρθρωτικό έλλειμμα αντί του συνολικού, κάτι που ενώ εφαρμόζεται από 1.1.2013 για την πλειονότητα των κρατών-μελών της ευρωζώνης, ανεξήγητα δεν ισχύει για τις χώρες που υπάγονται σε Προγράμματα Προσαρμογής).

(δ) Στον ισχυρισμό ότι η κρίση στην ευρωζώνη δεν αφορά μόνο μεμονωμένες χώρες της ευρωπεριφέρειας, αλλά έχει ευρύτερη ευρωπαϊκή διάσταση, καθώς αφορά και τις χώρες του πυρήνα (λόγω μεταδοτικότητας της κρίσης και όχι μόνο). Σε αυτή τη βάση, προτείνονται συγκεκριμένες παρεμβάσεις σε θεσμικό επίπεδο για μια οριστική και μόνιμη έξοδο από την κρίση (όπως π.χ. η έκδοση ευρωομολόγου με κλιμακωτό επιτόκιο, η μετεξέλιξη του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM) σε ένα γνήσιο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο (ENT), με δυνατότητα πρόσβασης στην ΕΚΤ για δανεισμό, π.χ. για την άμεση ανακεφαλαιοποίηση των ευρωπαϊκών τραπεζών, η δημιουργία μιας δημοσιονομικής ένωσης που θα μπορεί να αντιμετωπίζει τις ασύμμετρες οικονομικές διαταραχές μέσω μεταβιβαστικών πληρωμών από τον πλεονασματικό Βορρά στον ελλειμματικό Νότο, καθώς επίσης η δημιουργία μιας τραπεζικής ένωσης που θα εγγυάται τις καταθέσεις των Ευρωπαίων πολιτών και θα επιλύει τα προβλήματα των πιστωτικών ιδρυμάτων των κρατών-μελών σε ευρωπαϊκό επίπεδο, κ.λπ.).

Τα τέσσερα τελευταία χρόνια, με την Ελλάδα σε περιδίνηση αλλά και στο επίκεντρο του παγκόσμιου ενδιαφέροντος, η θέση μου ως Οικονομικού Συμβούλου του πρώην Αρχηγού της Αξιωματικής Αντιπολίτευσης και νυν Πρωθυπουργού της χώρας, καθώς επίσης και ως Υφυπουργού Οικονομικών την περίοδο Νοεμβρίου 2011-Μαΐου 2012, ήταν ιδιαίτερα προνομιακή γιατί

μπόρεσα έτσι να συνδυάσω τη θεωρία με την πράξη, συχνά σε «αχαρτογράφητα ύδατα» σε μια από τις δυσκολότερες περιόδους της πατρίδας μας, ιστορικής θα τολμούσα να τη χαρακτηρίσω. Η συμμετοχή μου στις συναντήσεις και διαβουλεύσεις με τους επικεφαλής της ΕΚΤ, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του Eurogroup, του ΔΝΤ, αλλά και των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων στο πλαίσιο Συνόδων Κορυφής ή διμερών επαφών, μου έδωσε τη δυνατότητα να αποκτήσω ίδια γνώση των μαιάνδρων του ευρωπαϊκού γίγνεσθαι, αλλά και ίδια εμπειρία της διαμόρφωσης ρεαλιστικών προτάσεων πολιτικής για έξοδο από την κρίση. Για τους παραπάνω λόγους, θα ήθελα και δημοσίως να ευχαριστήσω θερμά τον Αντώνη Σαμαρά για τις ευκαιρίες που μου προσέφερε και την πολύτιμη εμπειρία που απέκτησα. Προς αποφυγήν, ωστόσο, οποιασδήποτε παρεξήγησης και παρερμηνειών, θα ήθελα να τονιστεί ότι οι θέσεις, οι απόψεις και οι ιδέες που παρουσιάζονται στον παρόντα τόμο είναι αυστηρά προσωπικές, δεσμεύονται από και εκφράζουν αποκλειστικά και μόνο την επιστημονική μου συνείδηση.

Οι συνέπειες της αναβολής των μεγάλων αποφάσεων από τους Ευρωπαίους εταίρους μας μπορεί να είναι από σοβαρές μέχρι και καταστροφικές. Η ταυτόχρονη δημοσιονομική λιτότητα και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις δεν μπορούν να επιτύχουν την έξοδο από τη διπλή κρίση χρέους-τραπεζών, επειδή από μόνες τους δεν προσφέρουν μια ολοκληρωμένη και βιώσιμη λύση. Η καθυστέρηση και η ατολμία στη λήψη των πιο πάνω θεσμικών μέτρων για την επαναχάραξη της πορείας της ευρωζώνης προς την οικονομική ολοκλήρωση και εμβάθυνση, εκτρέφουν εθνικιστικές πρακτικές και αντι-ευρωπαϊκές κορώνες και υπονομεύουν το συλλογικό ευρωπαϊκό όραμα. Η δέσμευση του Προέδρου της ΕΚΤ, κ. Μάριο Ντράγκι, να κάνει ό,τι χρειαστεί για να σώσει το κοινό νόμισμα, εξασφάλισε για τα κράτη-μέλη μια περίοδο νηνεμίας, ώστε να μπορέσουν να λάβουν σε ευρωπαϊκό επίπεδο τα αναγκαία μέτρα και πρωτοβουλίες για μια συνολική αντιμετώπιση της κρίσης. Αδιαμφισβήτητα, όσο νωρίτερα συμφωνηθεί και υλοποιηθεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο μια συνολική λύση για τα προβλήματα της ευρωζώνης τόσο γρηγορότερα θα επακολουθήσει ο απεγκλωβισμός της από το φαύλο κύκλο αβεβαιότητας-λιτότητας-ύφεσης. Αυτό υπαγορεύει τόσο η ευρωπαϊκή αλληλεγγύη όσο και η οικονομική λογική. Ο εφησυχασμός και η οποιαδήποτε επιδίωξη για αναβολή (π.χ. για λόγους πολιτικής σκοπιμότητας) της προώθησης ενός συνολικού πλαισίου ανασυγκρότησης της ευρωζώνης εγκυμονεί, ανά πάσα στιγμή, τον κίνδυνο αναζωπύρωσης της κρίσης. Σε

ένα τέτοιο ενδεχόμενο, κανείς πλέον δεν θα μπορεί να εγγυηθεί την επιβίωση της ευρωζώνης, τουλάχιστον όπως την έχουμε γνωρίσει. Εν κατακλείδι, επιβάλλονται θεσμικές παρεμβάσεις σε υπερεθνικό επίπεδο σήμερα, για να αποφύγουμε τα χειρότερα αύριο. Η πρόσφατη περιπέτεια της Κύπρου, με την πρωτοφανή για τη ζώνη του ευρώ επιβολή περιορισμών (!) στην ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων, κατέδειξε ότι το δόγμα «το ευρώ είναι αμετάκλητο» έχει κλονιστεί. Το διακύβευμα δεν είναι μόνο η διάσωση της χώρας, αλλά και η επιβίωση της ίδιας της ευρωζώνης. Στην ευρωζώνη, δεν έχουμε πλέον την πολυτέλεια του χρόνου. Γιατί όπως με οξυδέρκεια μας υπενθυμίζει και ο ποιητής: *«περισσότερο και από το παρελθόν, το μέλλον είναι που δεσμεύει»*.

Αθήνα, Ιούλιος 2013

SUMMARY IN ENGLISH

The present volume consists of an introductory chapter and twenty-five essays (articles and speeches), for the most part published over the last three years in authoritative Greek and international newspapers, such as the *Financial Times*, *The Wall Street Journal*, *Imerisia*, *Kathimerini*, *To Vima*, etc. – the editors of which I would like to thank for the timely publication. The remaining chapters of the volume are either public lectures and interviews or unpublished manuscripts that remained in my drawer for quite some time. These essays (along with the book's seven appendices) deal with the negative feedback loop between sovereigns and banks in the europeriphery (with an emphasis on the Greek case) and aims to fill a significant gap in the Greek (and foreign) economic literature. They are essays of applied economic policy with innovative proposals around the agonizing question "how and when will we get out of the economic crisis?" addressed to both specialists and the general public interested in the country's economic future.

Over the last forty years (according to a recent study by the IMF), 205 countries have experienced currency collapse, 124 countries have experienced banking collapse, 63 have experienced public debt crisis, 26 have experienced double banking–currency collapse and 8 countries total collapse. The recent crisis in the eurozone highlighted (once again) the negative feedback loop between banks and sovereigns, this time affecting the Member States of a monetary union, thus increasing academic interest in studying the causes and consequences of this double crisis (even today it is not sufficiently recognised that in a monetary union like the eurozone one Member State's debt in euros is to a large extent equivalent to external debt denominated in quasi foreign currency and hence a debt crisis in one country is not a liquidity crisis but rather a solvency crisis; also the relevant literature does not adequately stress the important role that a deep

recession plays in the interaction between sovereigns and banks). Breaking the vicious circle between fiscal and banking crises and putting an end to a persistent recession are the main components of any reliable solution towards a way out of the deep crisis currently facing the europaeriphery.

The value added of this book has four aspects:

- (a) The articles reprinted here present an examination and analysis since mid-2010 of the key pillars of the Adjustment Programme, such as expansionary austerity, the values of fiscal multipliers, the frontloaded nature of the adjustment, the targets and instruments to reduce the budget deficit and this very basic concept of *conditionality*. In other words, they reflect a look into the limits of fiscal austerity in an indebted Member State of a monetary union.
- (b) An emphasis is placed on the role of recession (lasting for six consecutive years in Greece, resulting in a 25% loss in GDP, which is the worst economic performance in the post-war period) in the negative feedback loop between sovereigns and banks. It is argued that the recession in Greece now has the characteristics of *hysteresis*, namely a persistent and long-lasting recession. The initial, non-permanent (cyclical) effects of the recession have shifted into permanent, structural problems (lack of capital due to deindustrialisation, depreciation of human capital due to both the skills deterioration of the long-term unemployed and the brain drain) leading the country to a generalised disinvestment situation. Prolonged fiscal austerity and disinvestment are communicating vessels that lead to a severe recession in terms of both duration and intensity. In other words, the recession not only widens (by definition) the output gap but also, due to the impact of *hysteresis* on the skills and the net fixed capital formation, also results in slower growth rates and reduced prosperity for the country in future. Particularly with regard to Greece, a thorough study into the fallout of the recession on the Greek fiscal and banking crisis is presented.
- (c) Growth proposals are put forward aiming at improved results in terms of fiscal consolidation. Taking into account the lag between reforms and their impact, but also the significant distinction between recovery and growth, short-term fiscal instruments to boost aggregate demand

are recommended, which should be implemented *at the same time and within the framework and the limitations of the MoU* thus resulting in a *generalised investment shock*, stopping the free-fall of the economy and leading to economic recovery, stabilising expectations and restoring a virtuous circle of sustainable development. This would allow us to bring forward the restoration of public debt sustainability, return to the international markets relatively sooner and borrow at reasonable rates, which is ultimately the objective. The book contains innovative proposals on the Programme's improvement, which have had a positive impact in international financial newspapers, such as the proposal in the *Wall Street Journal* (March 2012, reprinted here as Chapter 5) for the adoption of a wider concept of *conditionality* encompassing a growth dimension in Adjustment Programmes in the eurozone (and elsewhere) or the proposal in the *Financial Times* (January 2012, reprinted here as Chapter 4) for excluding the cyclical deficit from fiscal adjustment targets (i.e. that the target should be the structural deficit, a rule that applies to the majority of eurozone countries since 1.1.2013, but somehow not on countries that are subject to economic adjustment programmes).

- (d)** The argument is that the eurozone crisis does not concern only individual countries of the europaeriphery, but it has a wider European dimension since it also concerns countries of the euro area core (due to the risk of contagion). As a result, specific initiatives at institutional level aiming at a permanent exit from the crisis are being recommended (i.e. the issuance of Eurobonds with scaled-up interest rates, upgrading the ESM to a real European Monetary Fund with accessibility to the ECB for borrowing to be used for directly recapitalising European banks, setting up a fiscal union able to deal with asymmetric shocks through transfer payments from the countries of the North with economies in a fiscal surplus to the countries of the South featuring deficits, as well as the establishment of a banking union which would guarantee the deposits of European citizens and cure the problems facing credit institutions of the Member States at European level, etc.).

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μέρος Ι

1. Τα δεδομένα της διπλής κρίσης

Το χρονικό της διπλής κρίσης

Η κρίση χρέους στην ευρωζώνη ξεκίνησε με την κρίση δανεισμού στην Ελλάδα στα τέλη του 2009. Αν και στην αρχή το ελληνικό πρόβλημα ήταν πρόβλημα χρηματοδότησης ενός μεγαλύτερου πρωτογενούς ελλείμματος (liquidity shortage) σύντομα εξελίχθηκε (με τις στατιστικές αλχημείες και ατυχείς δηλώσεις των τότε κυβερνήσεων) σε πρόβλημα αξιοπιστίας και σε κρίση φερεγγυότητας (solvency) και το οποίο οδήγησε στον αποκλεισμό της χώρας από τις διεθνείς αγορές, την προσφυγή στη χρηματοδοτική στήριξη από τους Ευρωπαίους εταίρους και το ΔΝΤ και στην υπογραφή του Μνημονίου στις 2 Μαΐου 2010. Μάλιστα, λόγω της συστημικής φύσης του προβλήματος (οι αγορές των ομολόγων λειτουργούν ως συγκοινωνούντα δοχεία δεδομένου ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες διακρατούν μεγάλη ποσότητα ομολόγων στα χαρτοφυλάκιά τους) η κρίση χρέους στην Ελλάδα γρήγορα έλαβε χαρακτηριστικά αυτοεκπληρούμενης προφητείας για το σύνολο της ευρωπεριφέρειας (δραματική άνοδο των spreads έναντι του γερμανικού bund). Η συνεχιζόμενη κρίση χρέους στην Ελλάδα δημιούργησε και την τραπεζική κρίση του 2012 λόγω συμμετοχής των ελληνικών τραπεζών στην αναδιάρθρωση του χρέους (γνωστό ως Private Sector Involvement - PSI). Οι δύο αυτές κρίσεις έχουν χαρακτηριστικά αλληλεξάρτησης και μαζί με τη βαθιά και παρατεταμένη ύφεση δημιουργούν ένα πρωτοφανές σκηνικό με πολλαπλούς κινδύνους και μεγάλη αβεβαιότητα σε οικονομικό και κοινωνικό επίπεδο.

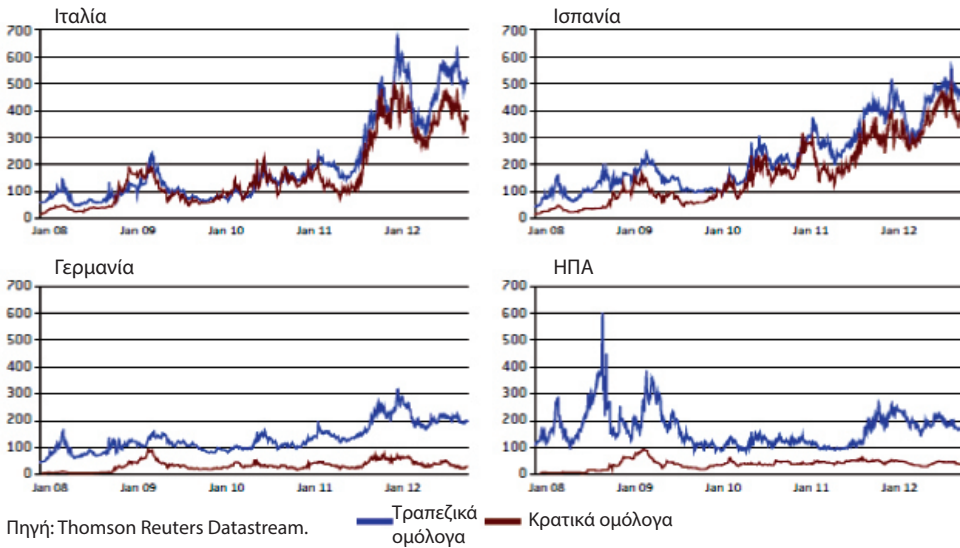
Τα πρώτα δείγματα της τραπεζικής κρίσης στην Ευρώπη ήρθαν πολύ νωρίτερα όταν στις 9/8/2007 η BNP Paribas ανακοίνωσε ότι κλείνει δύο επενδυτικά funds λόγω της έκθεσης που είχαν σε τιτλοποιημένα δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης (subprime). Λίγες εβδομάδες αργότερα, η αναταραχή μεταφέρθηκε στη Μεγάλη Βρετανία όπου η κατάρρευση της τράπεζας Northern Rock δημιούργησε τον πρώτο τραπεζικό πανικό (bank run) ύστερα από δεκαετίες, αναγκάζοντας τη βρετανική κυβέρνηση να προβεί στη διάσωσή της. Ακολούθησε στις ΗΠΑ η διάσωση της επενδυτικής τράπεζας Bear Stearns το Μάρτιο του 2008, η κατάρρευση της Lehman Brothers (15/9/2008), το πρόγραμμα ανάληψης των προβληματικών χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού (Troubled Assets Relief Program – TARP) από το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ που εστίαζε στη διάσωση των τραπεζών, η έναρξη της ποσοτικής χαλάρωσης που οδήγησε στα επόμενα δύο χρόνια σε αύξηση της ρευστότητας της οικονομίας κατά το αστρονομικό ποσό των 2,3 τρισ. δολαρίων ΗΠΑ. Η πρώτη διάσωση χώρας-μέλους της ευρωζώνης λόγω τραπεζικής κρίσης πραγματοποιήθηκε στην περίπτωση της Ιρλανδίας στις 28/11/2010 όταν το Δουβλίνο ζήτησε χρηματοδοτική στήριξη από την ΕΕ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) για τη διάσωση των εγχώριων τραπεζών της.

Το Μάιο του 2011, η Πορτογαλία γίνεται το τρίτο κράτος-μέλος της ευρωζώνης που αναγκάστηκε να υπογράψει Μνημόνιο και να λάβει δανειακή βοήθεια λόγω του απαγορευτικού κόστους του δημόσιου δανεισμού της από τις διεθνείς αγορές. Εν τω μεταξύ ο Πρόεδρος της ΕΚΤ, κ. Ζαν-Κλοντ Τρισέ, ξεκίνησε τις παρεμβάσεις της ΕΚΤ στη δευτερογενή αγορά ομολόγων για τον περιορισμό των spreads των χωρών της ευρωπεριφέρειας μέσα από το πρόγραμμα Securities Markets Programme (SMP), ενώ ο διάδοχός του, κ. Μάριο Ντράγκι, ανακοίνωσε στις αρχές της θητείας του το Δεκέμβριο του 2011 τριετείς πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (LTRO), τη χορήγηση δηλαδή στις τράπεζες όσης ρευστότητας αυτές επιθυμούν υπό μορφή τριετών δανείων. Ακολούθησαν δύο ακόμη ενέσεις ρευστότητας, οι οποίες όπως και η πρώτη διοχετεύθηκαν σε ορισμένο βαθμό προς τοποθετήσεις στη δευτερογενή αγορά ομολόγων, συγκρατώντας έτσι τα spreads. Το Μάρτιο του 2012 στην Ελλάδα, η μεγαλύτερη αναδιάρθρωση χρέους στην παγκόσμια οικονομική ιστορία με την εθελοντική συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα προκάλεσε τεράστιες ζημιές για τις ελληνικές τράπεζες, καθιστώντας την ανακεφαλαιοποίησή τους αναγκαία. Το «κούρεμα» των ελληνι-

κών ομολόγων συνοδεύθηκε από ένα νέο πρόγραμμα δανειακής σύμβασης και την υπογραφή του δεύτερου Μνημονίου από τη μεταβατική κυβέρνηση Παπαδήμου. Ακολούθησαν διπλές εκλογές το Μάιο και τον Ιούνιο και ο σχηματισμός της τρικομματικής κυβέρνησης συνασπισμού με Πρωθυπουργό τον Αντώνη Σαμαρά. Τον ίδιο μήνα (Ιούνιος 2012), η Ισπανία ακολούθησε την Πορτογαλία και προσέφυγε στην Τρόικα,¹ ενώ επικρατούσε εκ νέου αβεβαιότητα γύρω από τις προοπτικές επίλυσης της διπλής κρίσης στην ευρωζώνη, δεδομένου ότι το κόστος δανεισμού της Ισπανίας αλλά και της Ιταλίας εκτοξεύθηκε στα ύψη (έτσι το ακρωνύμιο PIGS με το οποίο έγιναν γνωστές οι χώρες της ευρωπεριφέρειας μετατράπηκε σε GIPSI!). Οι αγορές ηρέμησαν με τη δήλωση του κ. Μάριο Ντράγκι ότι θα κάνει ο,τιδήποτε χρειαστεί προκειμένου να προστατεύσει το ευρώ και την υιοθέτηση του προγράμματος Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών (Outright Monetary Transactions - OMT) για απεριόριστες παρεμβάσεις στη δευτερογενή αγορά βραχυπρόθεσμου χρέους. Τέλος, στη Σύνοδο Κορυφής του Ιουνίου 2012 υποβλήθηκε η πρόταση και οι αποφάσεις οριστικοποιήθηκαν στις Συνόδους του Οκτωβρίου και Νοεμβρίου 2012 για τη δημιουργία του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού που αποτελεί το πρώτο αποφασιστικό βήμα προς μια τραπεζική ένωση στην ΕΕ, με τελικό στόχο να σπάσει ο αρνητικός φαύλος κύκλος μεταξύ τραπεζών και κρατών.

Η αρνητική αλληλεπίδραση μεταξύ τραπεζών και κρατών αντανakλάται στην υψηλή συσχέτιση μεταξύ των περιθωρίων των συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικής αθέτησης (Credit Default Swaps - CDS) επί κρατικών ομολόγων και επί τραπεζικών ομολόγων. Το Διάγραμμα 1 απεικονίζει τη συσχέτιση των αποδόσεων των ασφαλιστρων κινδύνου πενταετούς διάρκειας για τις τράπεζες και τα κράτη.

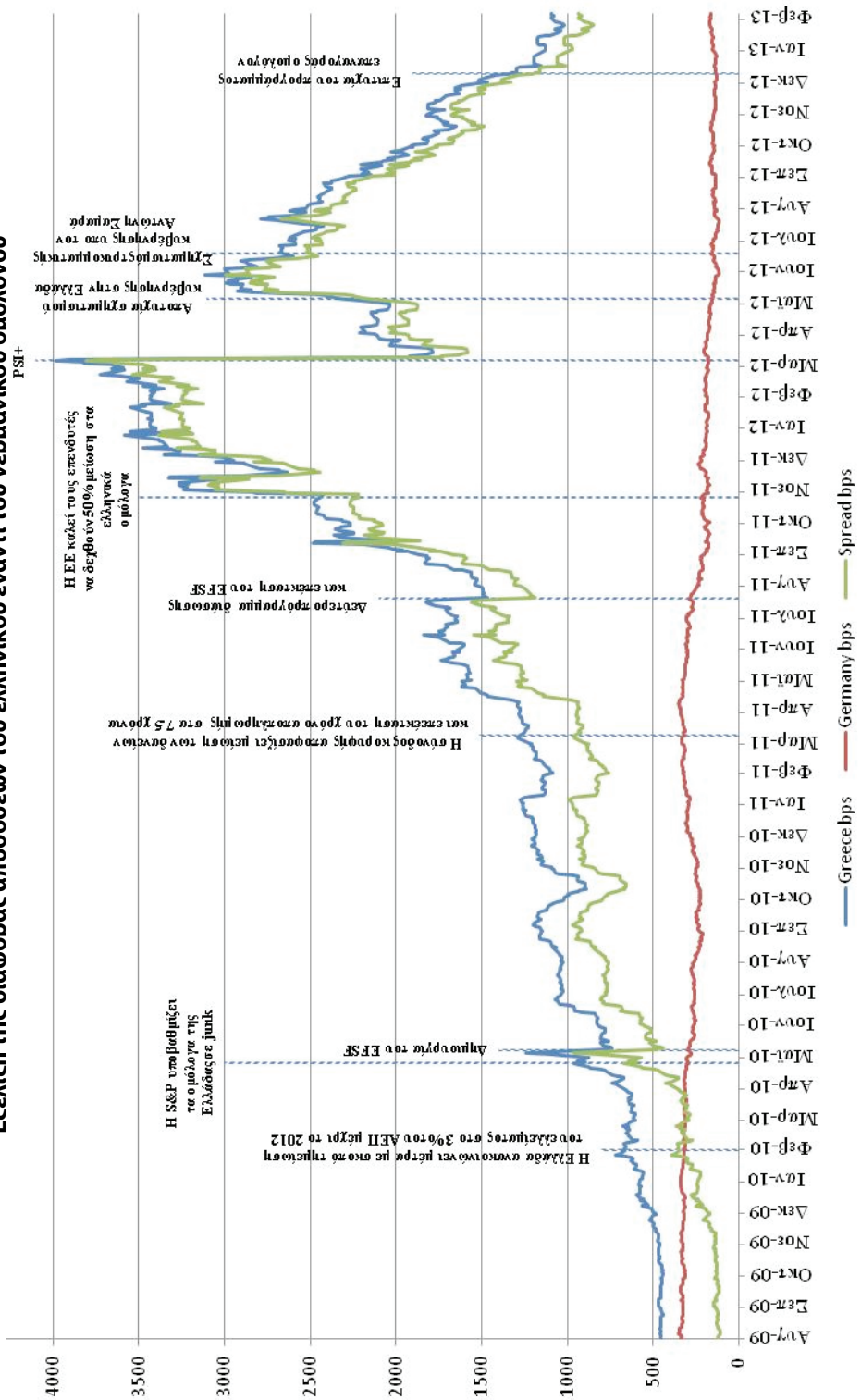
¹ Το συνολικό άθροισμα της χρηματοδότησης στο πλαίσιο των πακέτων στήριξης για τις τέσσερις χώρες της ευρωπεριφέρειας που υπάγονται σε Προγράμματα Προσαρμογής υπερβαίνει το μισό τρισ. ευρώ. Πιο συγκεκριμένα, τα πακέτα διάσωσης για την Ελλάδα ανέρχονται στο συνολικό ποσό των 240 δισ. ευρώ (ποσό που αντιστοιχεί στο 120% του ΑΕΠ ή σε 22.000 ευρώ κατά κεφαλήν), της Ισπανίας 100 δισ. ευρώ (10% του ΑΕΠ ή 2.200 ευρώ κατά κεφαλήν), της Ιρλανδίας 85 δισ. ευρώ (ή 40% του ΑΕΠ ή 15.000 ευρώ κατά κεφαλήν) και τέλος της Πορτογαλίας 78 δισ. ευρώ (ή 45% του ΑΕΠ ή 7.400 ευρώ κατά κεφαλήν).

Διάγραμμα 1**Αποδόσεις ασφαλιστρών κινδύνου τραπεζικών και κρατικών ομολόγων πενταετούς διάρκειας**

Όσο καλύτερη είναι η δημοσιονομική κατάσταση μιας χώρας ή όσο μικρότερο είναι το δημοσιονομικό κόστος που συνεπάγεται η εξυγίανση ενός προβληματικού τραπεζικού τομέα, τόσο ασθενέστερη εμφανίζεται να είναι η παραπάνω συσχέτιση. Ας σημειωθεί ότι μια τέτοια αμφίδρομη κρίση οδηγεί σε κατακερματισμό του ενοποιημένου χρηματοπιστωτικού τομέα και δημιουργεί διαφορετικές συνθήκες δανεισμού για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά στα κράτη-μέλη της ευρωζώνης, οι οποίες διαμορφώνονται σε επίπεδα έως και 50% υψηλότερα για τις χώρες της ευρωπεριφέρειας. Στο Διάγραμμα 2 απεικονίζεται η πορεία εξέλιξης των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων σε σύγκριση με τις αποδόσεις των αντίστοιχων γερμανικών ομολόγων, με αναφορά στις σημαντικότερες ημερομηνίες-σταθμούς των τελευταίων πέντε ετών.

Διάγραμμα 2

Εξέλιξη της διαφοράς αποδόσεων του ελληνικού έναντι του γερμανικού ομολόγου



Από τα κράτη-μέλη στις τράπεζες

Περιοριζόμαστε στις εξής παρατηρήσεις:

- Η μη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών μιας χώρας θέτει σε κίνδυνο την ευρωστία του τραπεζικού της συστήματος. Οι τράπεζες βρίσκονται εκτεθειμένες στον πιστωτικό κίνδυνο ενός κράτους δεδομένου ότι διακρατούν στο χαρτοφυλάκιό τους κρατικά ομόλογα ως ενέχυρο για το δανεισμό τους από τη διατραπεζική αγορά, καθώς και από τις κεντρικές τράπεζες σε ειδικές περιπτώσεις. Συγκεκριμένα, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, στην Ευρώπη τα χαρτοφυλάκια των τραπεζών αποτελούνται σε μεγάλο βαθμό από κρατικά ομόλογα (βλέπε Πίνακα 1).

Πίνακας 1

Έκθεση των ευρωπαϊκών τραπεζών σε κρατικά ομόλογα (%)

Χώρα	Έκθεση ευρωπαϊκών τραπεζών ως ποσοστό του σταθμισμένου ενεργητικού	Έκθεση ευρωπαϊκών τραπεζών ως ποσοστό του δείκτη των κύριων βασικών ιδίων κεφαλαίων
Αυστρία	21,6	262,9
Βέλγιο	42,6	374,7
Γερμανία	41,5	444,1
Ισπανία	17,7	240,4
Γαλλία	21,6	256,1
Ελλάδα	26,1	254,6
Ιρλανδία	8,5	136,9
Ιταλία	19,8	268,0
Ολλανδία	22,8	214,8
Πορτογαλία	13,1	183,0
Σλοβενία	15,5	271,4

Πηγή: EBA, Άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, Ιούλιος 2011.

- Οι επιχειρήσεις στην ευρωζώνη εξαρτώνται από τις τραπεζικές χορηγήσεις σε αντιδιαστολή προς τις επιχειρήσεις των ΗΠΑ, οι οποίες βασίζονται περισσότερο στη χρηματοδότηση από τις αγορές κεφαλαίου.

- Πριν από το PSI και την επαναγορά χρέους, τα ελληνικά ομόλογα που διακρατούσαν οι εγχώριες τράπεζες αντιστοιχούσαν στο 25% του ΑΕΠ. Οι ισπανικές τράπεζες διακρατούν κρατικά ομόλογα κοντά στο 20% του ΑΕΠ, ενώ οι πορτογαλικές και οι γαλλικές κοντά στο 10% αντίστοιχα. Επιπλέον, και ίσως πιο σημαντικό για τη μεταδοτικότητα της κρίσης, οι τράπεζες της ευρωζώνης διακρατούν σημαντικό όγκο κρατικών ομολόγων άλλων κρατών-μελών, έτσι ώστε η συνολική τους έκθεση σε ομόλογα οιονεί προβληματικών χωρών να είναι ακόμα μεγαλύτερη.

- Σε περίπτωση κατάρρευσης τράπεζας στην ευρωζώνη λόγω χρεοκοπίας μιας χώρας, απαιτείται η διάθεση σημαντικών δημόσιων πόρων για τη διάσωση της τράπεζας αυτής, δεδομένου ότι η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM) παραμένει ακόμα στα χαρτιά (αυτή είναι η περίπτωση της Ελλάδος το 2012).

- Αξίζει να υπογραμμιστεί ότι μέσω των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (LTRO), ο κ. M. Draghi ενίσχυσε τη σχέση και την αλληλεξάρτηση μεταξύ κρατών και τραπεζών με τον εξής έμμεσο τρόπο: τα τριετή δάνεια της ΕΚΤ προς τις εμπορικές τράπεζες προορίζονταν για την ενίσχυση της ρευστότητάς τους, όμως οι τράπεζες, σε μια προσπάθεια εξεύρεσης ενεχύρων (collateral) για πρόσθετο φθηνό δανεισμό από την ΕΚΤ, συνέχιζαν να αγοράζουν δημόσιο χρέος κυρίως από τη δευτερογενή αγορά. Ως εκ τούτου, τα όποια οφέλη από το πρόγραμμα SMP (δηλαδή η μεταφορά κρατικών ομολόγων από το χαρτοφυλάκιο των τραπεζών στην ΕΚΤ) αντιστράφηκαν μέσω των πράξεων LTRO (υπολογίζεται ότι η ΕΚΤ διακρατεί σήμερα μέσω του SMP κρατικά ομόλογα των κρατών-μελών της ευρωζώνης αξίας 200 δισ. ευρώ). Με άλλα λόγια, παρόλο που οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης υιοθετήθηκαν με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών, παράπλευρη συνέπεια της χρήσης των πράξεων αυτών ήταν να ενισχυθεί ο δεσμός μεταξύ των κρατών και των τραπεζών, δεδομένου ότι σήμερα οι ευρωπαϊκές τράπεζες διακρατούν ακόμη περισσότερα κρατικά ομόλογα. Υπό αυτή την έννοια, το LTRO της ΕΚΤ δεν διαφέρει και πολύ από το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed), δηλαδή την απευθείας αγορά εκ μέρους της κεντρικής τράπεζας κρατικού χρέους από την πρωτογενή και δευτερογενή αγορά.

Από τις τράπεζες στα κράτη-μέλη

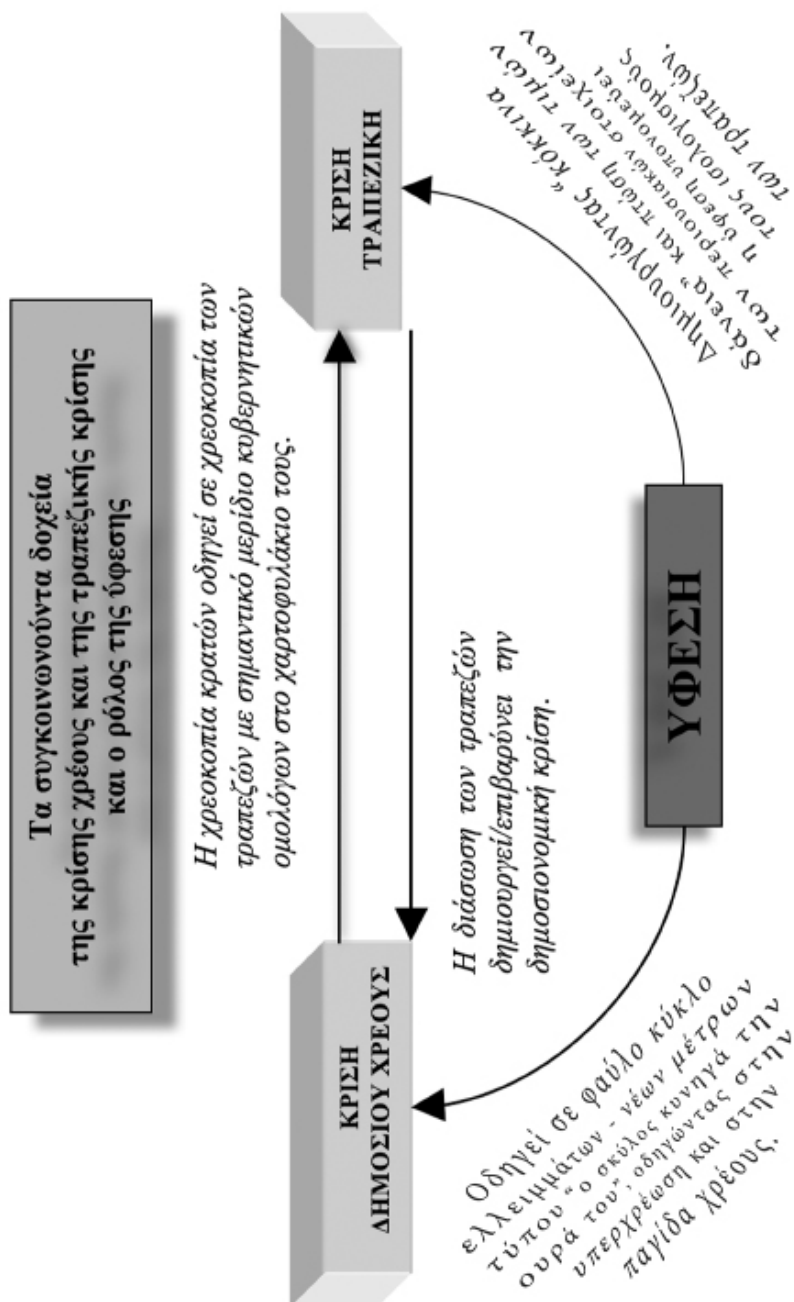
Τρεις είναι οι δίαυλοι μέσω των οποίων η αποσταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος συνεπάγεται υψηλό δημοσιονομικό κόστος. Πρώτον, χορηγούνται κρατικά κεφάλαια για την άμεση ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Δεύτερον, η πτώση της οικονομικής δραστηριότητας ως συνέπεια τραπεζικής κρίσης μειώνει αισθητά τα φορολογικά έσοδα. Τρίτον, η μείωση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων προκαλεί αλυσιδωτές αρνητικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία. Όσον αφορά τη χρήση δημόσιων πόρων για τη σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος, η κρατική στήριξη λαμβάνει τη μορφή άμεσης ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών (όπως έγινε σε 10 χώρες-μέλη της ευρωζώνης), παροχής κρατικών εγγυήσεων (σε 12 χώρες-μέλη), παροχής δανείων, εξαγοράς στοιχείων του παθητικού των τραπεζών ή/και άμεση κρατικοποίηση.

Σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις του ΔΝΤ (2011), οι κρατικές ενισχύσεις προς τις τράπεζες έφθασαν το 14% του ΑΕΠ για την Ολλανδία και τη Γερμανία, το 40% για την Ιρλανδία, ενώ πλησιάζουν το 25% στην Ελλάδα μετά το πακέτο των 50 δισ. ευρώ. Σε όλες αυτές τις περιπτώσεις, η κρατική βοήθεια επιβαρύνει το δημόσιο χρέος, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ όπου υπάρχουν μηχανισμοί για τον επιμερισμό του κόστους διάσωσης μιας τράπεζας και στους ιδιώτες επενδυτές. Παρά τις διασυννοητικές δραστηριότητες, το κοινό νόμισμα και τον ίδιο δανειστή έσχατης ανάγκης, οι ευρωπαϊκές τράπεζες διασώζονται σε εθνικό επίπεδο (European in life, national in death), καθώς η εποπτεία τους παραμένει εθνική αρμοδιότητα. Ως εκ τούτου, το κόστος διάσωσης των τραπεζών είναι απαγορευτικό και υπονομεύει τη φερεγγυότητα του δημόσιου χρέους στις χώρες-μέλη της ευρωζώνης.

Τα συγκοινωνούντα δοχεία κρατών και τραπεζών απεικονίζονται στο Διάγραμμα 3, που παρουσιάζει το διπλό και αμφίδρομο ρόλο της ύφεσης.

Όσον αφορά τη δημοσιονομική κρίση, η βαθιά και παρατεταμένη ύφεση δημιουργεί ένα φαύλο κύκλο ελλειμμάτων-νέων μέτρων λιτότητας, οδηγώντας στην υπερχρέωση και στην παγίδα χρέους. Αναφορικά με την τραπεζική κρίση, η ύφεση συμβάλλει δραματικά στην αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και στην πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων υπονομεύοντας τα οικονομικά αποτελέσματα των τραπεζών (η σχέση είναι αμφίδρομη, καθώς ο αδύναμος τραπεζικός τομέας επιδεινώνει την ύφεση περιορίζοντας τη ρευστότητα προς την πραγματική οικονομία).

Διάγραμμα 3



2. Τα διδάγματα από τη διπλή κρίση

Πέντε είναι τα κύρια διδάγματα από τη συνεχιζόμενη και αλληλένδετη κρίση χρέους-τραπεζών στην ευρωζώνη.

Πλαίσιο 1

ΔΙΔΑΓΜΑ 1

• Την περασμένη δεκαετία, τόσο οι Ευρωπαίοι αξιωματούχοι όσο και οι αγορές διατηρούσαν εσφαλμένα μια αίσθηση ασφαλείας, καθώς απέτυχαν να αναγνωρίσουν πως με την εισαγωγή του ευρώ και την εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου μεταξύ των χωρών-μελών, ο συστημικός κίνδυνος που προκύπτει από τα χρονίζοντα διαρθρωτικά προβλήματα ενσωματώνεται πλέον ως πιστωτικός κίνδυνος στο κόστος δανεισμού ενός κράτους.

• Ως εκ τούτου, τα χρέη σε ευρώ ενός κράτους ισοδυναμούν σε μεγάλο βαθμό με εξωτερικό χρέος εκφρασμένο σε οιονεί ξένο νόμισμα και η κρίση δημόσιου χρέους είναι κρίση φερεγγυότητας και όχι απλά κρίση ρευστότητας.

ΔΙΔΑΓΜΑ 2

• Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση στην αρχή και μετέπειτα η κρίση δημόσιου χρέους στην ευρωζώνη ανέδειξαν τον καταστροφικό γόρδιο δεσμό μεταξύ των τραπεζών και των κρατών, ενώ παράλληλα αναδείχθηκε και ο σημαντικός ρόλος, στην πιο πάνω αμφίδρομη κρίση, μιας βαθιάς ύφεσης με χαρακτηριστικά υστέρησης (*hysteresis*), δηλ. μιας παρατεταμένης και επίμονης ύφεσης.

• Η ρήξη του φαύλου κύκλου αρνητικών αλληλεπιδράσεων μεταξύ δημοσιονομικής και τραπεζικής κρίσης, αλλά και ο τερματισμός μιας βαθιάς και επίμονης ύφεσης είναι απαραίτητα συστατικά κάθε στρατηγικής λύσης εξόδου από την κρίση που βιώνουμε.

ΔΙΔΑΓΜΑ 3

• Οι μηχανισμοί για να αποτραπεί η μετάδοση της κρίσης είναι το μεγάλο ζητούμενο σήμερα στην ευρωζώνη. Η έξοδος μιας χώρας από το ευρώ θα ήταν καταστροφικό σενάριο για το σύνολο της Ευρωπαϊκής Ένωσης όχι μόνο επειδή οι κερδοσκόποι θα αρχίσουν να προεξοφλούν ποια θα είναι η επόμενη χώρα που θα ακολουθήσει, αλλά και γιατί θα ήταν πολύ δύσκολο να συγκρατηθεί ο πανικός από μια μεγάλη φυγή καταθέσεων από την περιφέρεια προς τα κράτη του πυρήνα της ευρωζώνης.

• Το κόστος διάσωσης ενός κράτους-μέλους είναι πολύ μικρότερο από το κόστος εξόδου του από την ευρωζώνη και τελικά ισούται με το κόστος διάσωσης του ίδιου του ευρώ, κάτι που υπαγορεύει μια μορφή αμοιβαιοποίησης αυτού του κόστους.

ΔΙΔΑΓΜΑ 4

• Υπάρχουν όρια στο τι μπορεί να επιτευχθεί μέσω των πολιτικών της λιτότητας και της εσωτερικής υποτίμησης σε υπερχρεωμένες χώρες-μέλη μιας νομισματικής ένωσης.

• Οι χώρες της ευρωπεριφέρειας βρίσκονται σήμερα εγκλωβισμένες σε μια ιδιότυπη, διπλή και αλληλεξαρτώμενη παγίδα, την παγίδα χρέους-ύφεσης.

ΔΙΔΑΓΜΑ 5

• Η διπλή κρίση στην ευρωζώνη δεν είναι μόνο πρόβλημα μεμονωμένων κρατών-μελών, αλλά είναι και ευρωπαϊκό πρόβλημα και ως τέτοιο υπαγορεύει, για μόνιμα αποτελέσματα, μια συνολική ευρωπαϊκή λύση που θα περιλαμβάνει την έκδοση κοινού ευρωμολόγου, τη δημιουργία τραπεζικής ένωσης, κ.λπ.

• Δεν υπάρχει χρόνος για χάσιμο. Το δόγμα ότι το «ευρώ είναι αμετάκλητο» έχει κλονιστεί. Η κρισιμότητα των περιστάσεων επιβάλλει, χωρίς καθυστερήσεις, θεσμικές παρεμβάσεις σε υπερεθνικό επίπεδο για ουσιαστική εμφάνιση της ευρωζώνης.

Δίδαγμα 1

Από την εισαγωγή του ευρώ και έπειτα, τόσο οι Ευρωπαίοι αξιωματούχοι όσο και οι αγορές διατηρούσαν μια εσφαλμένη αίσθηση ασφάλειας, καθώς απέτυχαν να αναγνωρίσουν πως με την εξαφάνιση του συναλλαγματικού κινδύνου ο συστημικός κίνδυνος που προκαλούν τα χρονίζοντα δι-αρθρωτικά προβλήματα ενσωματώνεται πλέον ως πιστωτικός κίνδυνος στο κόστος δανεισμού ενός κράτους. Λόγω της συμμετοχής τους στην ΟΝΕ τα κράτη-μέλη έχουν απολέσει τη δυνατότητα να εκτυπώνουν χρήμα σε εθνικό επίπεδο, με αποτέλεσμα τα χρέη σε ευρώ ενός κράτους να ισοδυναμούν σε μεγάλο βαθμό με εξωτερικό χρέος εκφρασμένο σε οιονεί ξένο νόμισμα. Με άλλα λόγια, οι αγορές επικεντρώνονται στο δημοσιονομικό έλλειμμα και στο δημόσιο χρέος για να αξιολογήσουν τον πιστωτικό κίνδυνο, επιβάλλοντας έτσι την αύξηση του κόστους δανεισμού μιας χώρας, ενώ συχνά ακολουθεί και η υποβάθμιση της πιστοληπτικής της ικανότητας. Οι λόγοι για μια πιθανή υποτίμηση νομισμάτων που ίσχυαν την περίοδο πριν από την ΟΝΕ αποτελούν σήμερα τους λόγους για μια πιθανή περικοπή της αξίας των ομολόγων (δηλαδή «κούρεμα»), ενώ οι κερδοσκοπικές επιθέσεις στα αδύναμα νομίσματα της περιφέρειας πριν από την εισαγωγή του κοινού νομίσματος αποτελούν σήμερα κερδοσκοπικές επιθέσεις στην αγορά ομολόγων της ευρωπεριφέρειας, αναδεικνύοντας έτσι ότι η κρίση δημόσιου χρέους είναι κρίση φερεγγυότητας και όχι απλά μια κρίση ρευστότητας. Σε κάθε περίπτωση, οι αγορές άρχισαν να προεξοφλούν την αδυναμία των κρατών να αναπτυχθούν με υψηλούς ρυθμούς ώστε να είναι σε θέση να εξυπηρετήσουν στο ακέραιο τα χρέη τους. Η πιθανότητα αναδιάρθρωσης κρατικού χρέους εκτόξευσε τις αποδόσεις των ομολόγων, αποσταθεροποιώντας την ευρωπαϊκή αγορά κρατικών ομολόγων.

Δίδαγμα 2

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και στη συνέχεια η κρίση δημόσιου χρέους στην ευρωζώνη ανέδειξαν τον καταστροφικό φαύλο κύκλο μεταξύ των τραπεζών και των κρατών, μέσω του οποίου η αδυναμία του ενός υπονομεύει τη φερεγγυότητα του άλλου. Ελλείπει θεσμοθετημένων μηχανισμών αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους και συντεταγμένης εξυγίανσης τραπεζών σε ευρωπαϊκό επίπεδο, τα κράτη πλήρωσαν με εθνικούς πόρους το υψηλό και δυσβάσταχτο κόστος της εξυγίανσης των προβληματικών τους τραπεζών, με

ολέθριες συνέπειες για τη δημοσιονομική τους κατάσταση. Ο δημοσιονομικός αυτός εκτροχιασμός οφείλεται στο γεγονός ότι οι τράπεζες, έχοντας εκτεταμένη διασυννοριακή δράση, διατηρούν περιουσιακά στοιχεία υπερτριπλάσια του ΑΕΠ της χώρας τους. Συνεπώς, τα κρατικά χρήματα που δαπανώνται για τη στήριξη ή και διάσωση του τραπεζικού τομέα υπονομεύουν τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Αντιστρόφως, πολλές φορές οι τράπεζες χρεώνονται τις δημοσιονομικές αστοχίες των κρατών τους, καθώς η μείωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης των κρατικών ομολόγων αυξάνει το κόστος δανεισμού τους (και μπορεί να επιφέρει μέχρι και τον αποκλεισμό τους από τη διατραπεζική αγορά), επιδεινώνοντας την κεφαλαιακή τους θέση.

Μέσα από την αμφίδρομη κρίση τραπεζών-κρατών αναδεικνύεται ο σημαντικός ρόλος μιας βαθιάς ύφεσης με χαρακτηριστικά υστέρησης (hysteresis), δηλ. μιας παρατεταμένης και επίμονης ύφεσης. Η ύφεση, αν και δεν είναι ο βασικός συνδετικός κρίκος των δύο αυτών συγκοινωνούντων δοχείων, επιδεινώνει την αλληλεξάρτηση και ανάδραση μεταξύ κρατών και τραπεζών. Αφενός, η ύφεση υπονομεύει την αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής προσαρμογής (π.χ. αύξηση του κυκλικού ελλείμματος), αφετέρου (μέσω της αύξησης των επισφαλειών και της πτώσης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων) υπονομεύει τους ισολογισμούς των τραπεζών.

Η ρήξη λοιπόν του γόρδιου δεσμού μεταξύ δημοσιονομικής και τραπεζικής κρίσης, αλλά και ο τερματισμός της επίμονης ύφεσης είναι απαραίτητα συστατικά για μια στρατηγική μόνιμης εξόδου από την κρίση που βιώνουμε.

Δίδαγμα 3

Η διπλή κρίση χρέους-τραπεζών δεν αφορά τα οικονομικά μεγέθη μόνο μιας χώρας-μέλους, αλλά παρουσιάζει διασυννοριακά, συστημικά χαρακτηριστικά. Οι μηχανισμοί αποτροπής της μεταδοτικότητας της κρίσης είναι το μεγάλο ζητούμενο σήμερα στην ευρωζώνη. Το ντόμινο θα μπορούσε να ξεκινήσει από την αγορά ομολόγων, από την κατάρρευση μιας συστημικής τράπεζας σε ένα κράτος-μέλος ή ακόμη και από τη φυγή καταθέσεων (bank run) σε μια μικρή χώρα-μέλος. Στην ευρωζώνη, πέραν των πακέτων διάσωσης, έχουν ληφθεί σημαντικές υπερεθνικές πρωτοβουλίες για να περιοριστούν οι πιθανότητες μετάδοσης της κρίσης (SMP, LTRO, OMT, EFSF/ESM, κ.λπ.). Έτσι, υποστηρίζεται ότι το κόστος εξόδου μιας χώρας από την ΟΝΕ έχει περιοριστεί σημαντικά, σε βαθμό που να παρουσιάζεται η 'διευκόλυνση' εξόδου π.χ. της Ελλάδος (Grexit) ως μια πιθανή λύση για την κρίση

στην ευρωζώνη. Κάτι τέτοιο θα ήταν καταστροφικό για το σύνολο της Ένωσης όχι μόνο επειδή οι κερδοσκόποι θα αρχίσουν να προεξοφλούν ποια θα είναι η επόμενη χώρα που θα ακολουθήσει, αλλά και γιατί θα ήταν δύσκολο να συγκρατηθεί ο πανικός που θα προκύψει από σημαντικές κεφαλαιακές ροές από την περιφέρεια προς τον πυρήνα και θα επηρεάσει σε τέτοιο βαθμό τις περισσότερες τράπεζες της ευρωπεριφέρειας, ώστε να απειλήσει τη σταθερότητα του συνολικού ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος (ήδη η επικρατούσα αβεβαιότητα έχει οδηγήσει σε σημαντική εκροή καταθέσεων από τις χώρες της ευρωπεριφέρειας). Με άλλα λόγια, το κόστος διάσωσης ενός κράτους-μέλους είναι πολύ μικρότερο από το κόστος εξόδου του από την ευρωζώνη και τελικά είναι το κόστος διάσωσης του ίδιου του ευρώ, κάτι που υπαγορεύει και μια μορφή αμοιβαιοποίησης αυτού του κόστους.

Δίδαγμα 4

Η εμπειρία των τελευταίων τριών ετών από τα προγράμματα προσαρμογής στην ευρωπεριφέρεια και ειδικότερα στην Ελλάδα έδειξε ότι υπάρχουν όρια στην αποτελεσματικότητα των πολιτικών της λιτότητας και της εσωτερικής υποτίμησης σε υπερχρεωμένες χώρες-μέλη μιας νομισματικής ένωσης. Η υπερβολική λιτότητα, με την επιδείνωση της ύφεσης που προκαλείται από τη δραστική μείωση της ενεργούς ζήτησης και την εξουδετέρωση της λειτουργίας των αυτόματων σταθεροποιητών, σε συνδυασμό με την (ανομολόγητη) αλήθεια ότι τα αναπτυξιακά οφέλη από την εφαρμογή των διαρθρωτικών αλλαγών και μεταρρυθμίσεων καθυστερούν (χρειάζονται 3-5 χρόνια για να υπάρξουν απτά αποτελέσματα), έχουν δημιουργήσει έναν ανατροφοδοτούμενο φαύλο κύκλο αρνητικών προσδοκιών – ύφεσης – νέων μέτρων λιτότητας. Οι χώρες της ευρωπεριφέρειας βρίσκονται εγκλωβισμένες σε μια ιδιότυπη, διπλή και αλληλεξαρτώμενη παγίδα, την *παγίδα χρέους-ύφεσης* ως αποτέλεσμα της προσπάθειας για τη μείωση των δημοσιονομικών τους ελλειμμάτων με μονόπλευρα προγράμματα λιτότητας που αγνοούν την αναπτυξιακή διάσταση. Καθώς παρατείνεται η συρρίκνωση της οικονομίας (παγίδα ύφεσης) και υποχωρούν οι τιμές, το ονομαστικό ΑΕΠ μειώνεται επίσης, δυσχεραίνοντας την εξυπηρέτηση του χρέους με τελικό αποτέλεσμα την αύξηση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, την υπερχρέωση και την καθήλωση των *spreads* σε απαγορευτικά επίπεδα (δηλ. τον εγκλωβισμό στην παγίδα χρέους).

Δίδαγμα 5

Οι εμπνευστές του φιλόδοξου σχεδίου ενός κοινού νομίσματος στην Ευρώπη αγνόησαν τις προειδοποιήσεις ότι η ΟΝΕ στην Ευρώπη δεν αποτελεί μια άριστη νομισματική περιοχή και δεν διαθέτει τους κατάλληλους θεσμούς που θα την καθιστούν λειτουργική και βιώσιμη. Τελικά, όπως ανέδειξε η διπλή κρίση, το πρόβλημα με την ευρωζώνη δεν είναι πρόβλημα μεμονωμένων κρατών ούτε αποκλειστικά πρόβλημα δημοσιονομικής προσαρμογής και ανταγωνιστικότητας. Είναι και ζήτημα θεσμικών κενών και ελλειμμάτων του ίδιου του ευρωπαϊκού εγχειρήματος. Με άλλα λόγια, είναι ευρωπαϊκό το πρόβλημα και ως τέτοιο υπαγορεύει μια συνολική ευρωπαϊκή λύση για μόνιμα αποτελέσματα. Η αυστηρή επιτήρηση των δημόσιων οικονομικών και η έγκαιρη προειδοποίηση αδυνατούν να άρουν τις ατέλειες, εγγεγραμμένες στο θεσμικό σχεδιασμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η διστακτικότητα και η ατολμία στη λήψη των πολιτικών αποφάσεων (π.χ. έκδοση κοινού ευρωομολόγου, ευρωπαϊκή εγγύηση των τραπεζικών καταθέσεων) που θα οδηγήσουν την Ευρωπαϊκή Ένωση προς τα εμπρός, προς τη δημοσιονομική και τραπεζική ένωση και την πολιτική της ολοκλήρωση (θα δώσουν μόνιμες λύσεις και θα δείξουν την οριστική διέξοδο στις αδύναμες χώρες του Νότου) επιδεινώνουν την κρίση, υπονομεύουν το συλλογικό ευρωπαϊκό όραμα και εκτρέφουν εθνικιστικές πολιτικές. Μέχρι χθες, η ταχύτητα των αλλαγών στην Ευρώπη ήταν συνάρτηση του εκλογικού κύκλου στα μεγάλα κράτη-μέλη. Σήμερα, εδώ που φτάσαμε, δεν υπάρχει χρόνος για χάσιμο. Η κρισιμότητα των περιστάσεων επιβάλλει την άμεση, χωρίς καθυστερήσεις, και ουσιαστική εμβάθυνση της ευρωζώνης. Αυτό επιτάσσει τόσο η ευρωπαϊκή αλληλεγγύη όσο και η οικονομική λογική.

3. Η ελληνική δημοσιονομική κρίση

Από το Μάιο του 2010 και την υπογραφή του πρώτου Μνημονίου η ελληνική οικονομία ξεκίνησε μια μεγάλη προσπάθεια εξυγίανσης των δημοσιονομικών της και εφαρμογής διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Η δημοσιονομική προσαρμογή που επιτεύχθηκε τα τελευταία τρία χρόνια είναι αξιοσημείωτη. Το πιο έντονο χαρακτηριστικό όμως αυτής της προσπάθειας είναι η σημαντική και συνεχής μείωση του ΑΕΠ, η οποία έχει αλυσιδωτές αρνητικές επιδράσεις σε βασικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας όπως η ανεργία, το χρέος, η ρευστότητα και οι επενδύσεις.

Η βαθιά ύφεση

Έπειτα από μια δεκαετία σημαντικής οικονομικής ανάπτυξης, το 2009 οι ρυθμοί αντιστράφηκαν βίαια και η ελληνική οικονομία ξεκίνησε την καθοδική της πορεία. Έτσι τον πρώτο χρόνο εφαρμογής του Μνημονίου η ύφεση έφτασε το -4,9% και ένα χρόνο μετά, το 2011, ανήλθε στο -7,1%. Ακολούθησε το δεύτερο Μνημόνιο το 2012 το οποίο εκτιμούσε την ύφεση στο -6,5%, ενώ η επίσημη πρόβλεψη για το 2013 είναι -4,4%. Σωρευτικά, η μείωση του εγχώριου προϊόντος κατά την περίοδο 2009-2013 θα ξεπεράσει τις 25 εκατοστιαίες μονάδες, ξεπερνώντας κάθε ευρωπαϊκό προηγούμενο. Θεωρείται επίσης, η μεγαλύτερη ύφεση για τη χώρα μεταπολεμικά. Αναφορικά με τις συνιστώσες του ΑΕΠ, η ιδιωτική κατανάλωση περιορίστηκε κατά 21,6 εκατοστιαίες μονάδες σωρευτικά την περίοδο 2010-2012, η δημόσια κατανάλωση συρρικνώθηκε κατά 20,1% την ίδια περίοδο, ενώ η μεγαλύτερη υποχώρηση σημειώθηκε στις ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου (ήδη από το 2008 μεταβαλόταν με αρνητικό αριθμό) κατά 39% για την περίοδο 2010-2012. Λαμβάνοντας υπόψη και τις αποσβέσεις πάγιου κεφαλαίου, οι οποίες σημείωσαν αύξηση την τελευταία τριετία, ο καθαρός σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου καταλήγει να είναι αρνητικός από το 2011 και έπειτα. Αποτέλεσμα αυτού είναι ότι η ύφεση στην Ελλάδα έχει πλέον λάβει χαρακτηριστικά *υστέρησης*, δηλ. το επίπεδο της ύφεσης σήμερα επηρεάζει αρνητικά και μόνιμα το μελλοντικό προϊόν.

Η εκτόξευση της ανεργίας

Η συρρίκνωση της εγχώριας οικονομίας οδήγησε στην κατακόρυφη αύξηση της ανεργίας κατά 15 εκατοστιαίες μονάδες την περίοδο 2009-2012. Πριν ακόμη υπογραφεί το πρώτο Μνημόνιο, η Ελλάδα αντιμετώπιζε πρόβλημα υψηλής ανεργίας (9,5% το 2009), όμως τα μέτρα δημοσιονομικής λιτότητας τη διπλασίασαν το 2011 (στο 17,7%) και το 2012 το ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα διαμορφώθηκε στο υψηλότερο επίπεδο ολόκληρης της Ευρωπαϊκής Ένωσης (23,6%), αυξήθηκε σε ακόμη υψηλότερα ποσοστά το 2013. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος, η άνοδος της ανεργίας υπήρξε εντονότερη από ό,τι θα αναμενόταν με βάση τη συσχέτιση μεταξύ ανεργίας και οικονομικής ανάπτυξης πριν από το 2008. Αιτίες για την εξέλιξη αυτή αποτελούν η αύξηση του εργατικού δυναμικού (είσοδος στην αγορά εργασίας ατόμων χωρίς προηγούμενη εργασιακή εμπειρία και κατάρτιση

Πίνακας 2
Το ελληνικό Μνημόνιο με μια ματιά

	Δημοσιονομικά Μέτρα (ως % του ΑΕΠ)			Επιπτώσεις (ως % του ΑΕΠ)							
	Μέτρα αύξησης εσόδων	Μέτρα περικοπής δαπανών	Σύνολο	Δημοσι- ονομικό έλλειμμα	Πρωτο- γενές απο- τέλεσμα	Δημόσιο χρέος	Ρυθμός ανάπτυξης	Ανεργία*	Μοναδιαίο κόστος εργασίας**	ΔΤΚ**	Ισοζύγιο τρεχουσών συν/γών
2009	-	-	-	-15,6	-10,5	129,7	-3,1	9,5	3,8	1,2	-11,2
2010	3,6	3,3	6,9	-10,7	-4,9	148,3	-4,9	12,6	-1,3	4,7	-10,1
2011	3,3	2,9	6,3	-9,4	-2,3	170,6	-7,1	17,7	-2,9	3,1	-9,9
2012 ^a	2,8	3,3	6,1	-6,6	-1,2	160,1	-6,5	23,6	-8,2	1,2	-2,9
2013 ^b	1,0	4,2	5,2	-4,3	0,3	173,7	-4,5	24,4	-3,5	-0,7	-1,9
2014 ^b	1,0	1,2	2,2	-2,8	2,4	173,5	0,2	22,2	0,0	-0,3	-1,6
Συνολική μεταβολή	11,7	15,0	26,7	12,8 (↓)	12,0 (↓)	43,8 (↑)	26,0 (↓)	14,9 (↑)	15,5 (↓)	N/A	11,0 (↓)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ, AMECO, Eurostat.

Σημείωση: Στον Πίνακα αναφέρεται η καθαρή επίδραση των μέτρων (net impact of measures). Υπάρχει απόκλιση 20%-25% από την ακαθάριστη επίδραση (gross impact of measures), π.χ. το 2010 η αξία των μέτρων αντιστοιχούσε στο 8,5% του ΑΕΠ. Για τα έτη 2015-2016 θα απαιτηθούν μέτρα που αναλογούν σε 1% και 1,4% του ΑΕΠ αντίστοιχα, τα οποία θα εξειδικευθούν προσεχώς.

a: εκτιμήσεις, b: προβλέψεις

* ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού

** Εναρμονισμένος, έτος βάσης 2005, ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές

για βιοποριστικούς λόγους) ταυτόχρονα με την απώλεια θέσεων εργασίας (το μέγεθος των επιχειρήσεων που έκλεισαν την τελευταία τριετία ξεπερνά τις 100.000 και αναμένεται να αυξηθεί κατά τη διάρκεια του 2013, εφόσον η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας θα συνεχιστεί και την επόμενη χρονιά), τον περιορισμό της δημιουργίας νέων θέσεων εργασίας εξαιτίας της ύφεσης, τη συρρίκνωση του δημόσιου τομέα. Συνέπεια της συνεχούς συρρίκνωσης των θέσεων εργασίας είναι η αύξηση του ποσοστού των μακροχρόνια ανέργων (άτομα που αναζητούν εργασία για περισσότερο από 12 μήνες), το οποίο αναλογεί στο ήμισυ του συνόλου των ανέργων, και αποτελεί το υψηλότερο επίπεδο μακροχρόνια ανεργίας στην ευρωζώνη. Επίσης, τα ποσοστά ανεργίας των γυναικών (30,4%, Οκτώβριος 2012) και των νέων κάτω των 25 ετών (56,6%, Οκτώβριος 2012) δίνουν στην Ελλάδα τα θλιβερά πρωτεία μεταξύ των κρατών-μελών στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Η δημοσιονομική προσαρμογή

Καθοριστικός παράγοντας της επιδείνωσης της πραγματικής οικονομίας είναι η υπερβολική δημοσιονομική προσαρμογή που αναγκάστηκε η Ελλάδα να εφαρμόσει όταν προσέφυγε στο Μηχανισμό Στήριξης. Το 2010, τα μέτρα που ελήφθησαν έφθασαν σε 15,5 δισ. ευρώ (ή 7% του ΑΕΠ). Το 2011 η προσαρμογή συνεχίστηκε με αμείωτη ένταση, καθώς η οικονομική θέση της χώρας επιβαρύνθηκε και από τη μη επίτευξη των στόχων της προσαρμογής του προηγούμενου έτους. Το 2012, το πρόγραμμα αναθεωρήθηκε και με την υπογραφή του δεύτερου Μνημονίου η ελληνική οικονομία υποβλήθηκε σε δεύτερο κύκλο δημοσιονομικής λιτότητας (αξίας 28 δισ. ευρώ για την περίοδο 2012-2015), ο οποίος έχει έντονο εμπροσθοβαρή χαρακτήρα με έμφαση πλέον στις περικοπές δαπανών. Ο συνδυασμός των μέτρων αύξησης εσόδων και περικοπής δαπανών είναι καθοριστικής σημασίας στην επίτευξη των στόχων καθώς και στις επιπτώσεις στην οικονομία. Είναι αλήθεια πως κατά τα πρώτα χρόνια του Μνημονίου, η προσαρμογή βασιζόταν συγκριτικά περισσότερο σε μέτρα αύξησης εσόδων (52% του συνόλου για τα έτη 2010-2011), το 2012 ο συνδυασμός αντιστράφηκε με τα μέτρα περικοπής δαπανών να είναι οριακά περισσότερα ως ποσοστό του ΑΕΠ, ενώ για το 2013 προβλέπονται δημοσιονομικά μέτρα αξίας 11 δισ. ευρώ, τα οποία αφορούν ως επί το πλείστον (80%) μέτρα περικοπής δαπανών και αντιστοιχούν σε 4,2% του ΑΕΠ. Η τριετής (2010-2012) αυτή προσπάθεια εξυγίανσης των δημόσι-

ων οικονομικών της χώρας ανέρχεται σωρευτικά στο εντυπωσιακό ποσοστό του 19,4% επί του ΑΕΠ, το οποίο έως το τέλος του 2014 θα προσεγγίσει το 27% του ΑΕΠ. Σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη, η Ελλάδα καταλαμβάνει την πρώτη θέση τόσο από πλευράς προσπάθειας (δημοσιονομικά μέτρα) όσο και από πλευράς αποτελέσματος (δημοσιονομικό έλλειμμα) ανάμεσα στις ευρωπαϊκές χώρες που αντιμετωπίζουν παρόμοια προβλήματα.²

Η μείωση του ελλείμματος

Αναμφισβήτητα, η πρόοδος που σημειώθηκε τα τελευταία τρία χρόνια στο έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης μπορεί να θεωρηθεί εξαιρετική για τα ιστορικά δεδομένα. Το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώθηκε κατά 9 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, από 15,6% το 2009 στο 6,6% το 2012, και η εκτίμηση για το 2013 είναι ότι θα φθάσει στο 4,3% του ΑΕΠ. Ακόμη πιο σημαντική είναι η μείωση του πρωτογενούς δημοσιονομικού ελλείμματος, το οποίο περιορίστηκε κατά 9,3 εκατοστιαίες μονάδες (από 10,5% το 2009 στο 1,2% το 2012) με προοπτική να μηδενιστεί το 2013. Εάν λάβουμε υπόψη ότι η δημοσιονομική προσαρμογή πραγματοποιείται κατά τη διάρκεια μιας βαθιάς οικονομικής ύφεσης, αυτό συνεπάγεται ότι η πρόοδος του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς ελλείμματος (cyclically adjusted primary deficit) είναι σαφώς καλύτερη. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η συνολική μείωση του κυκλικά προσαρμοσμένου πρωτογενούς ελλείμματος θα ξεπεράσει τις 15 εκατοστιαίες μονάδες του δυνητικού ΑΕΠ την περίοδο 2010-2012, εμφανίζοντας πρωτογενές διαρθρωτικό πλεόνασμα ύψους 4,9% του δυνητικού ΑΕΠ στο τέλος του 2012 (σύμφωνα με εκτιμήσεις του συγγραφέα).

Το δημόσιο χρέος

Η εξέλιξη του δημόσιου χρέους αυτά τα χρόνια ήταν απογοητευτική. Το 2010 διαμορφώθηκε στο 148,3% του ΑΕΠ, ενώ μετά από δύο χρόνια λιτότητας, το 2011, αυξήθηκε κατακόρυφα στο 170,1% του ΑΕΠ και παρόλο που ακολούθησαν δύο αναδιαρθρώσεις (το PSI και η επαναγορά ομολόγων, όπως αναλύονται παρακάτω) η εκτίμηση για το 2013 είναι ότι θα διαμορφωθεί στο 173,7%. Το μέγεθος του χρέους (βασικός λόγος που μας οδήγησε

² Weymes, L. (2012), "Fiscal Consolidation – Does it deliver?", Central Bank of Ireland, *Economic Letters Series*, No. 7, σελ 5.

στο Μηχανισμό Στήριξης), παρά τη δημοσιονομική προσπάθεια εξακολουθεί να αυξάνεται λόγω των πρωτογενών ελλειμμάτων, του κόστους δανεισμού, αλλά κυρίως λόγω της βαθιάς και παρατεταμένης ύφεσης: ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ έχει χειροτερεύσει λόγω της σημαντικής μείωσης του ΑΕΠ (*snowball effect*). Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος, εάν το ονομαστικό ΑΕΠ είχε παραμείνει στα επίπεδα του 2008, ο εκτιμώμενος λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ για το 2012 θα ήταν χαμηλότερος κατά περίπου 30 εκατοστιαίες μονάδες.

Εσωτερική υποτίμηση

Πέραν της δημοσιονομικής προσαρμογής, βασικός πυλώνας του προγράμματος είναι και η πολιτική εσωτερικής υποτίμησης μέσω των μειώσεων των μισθών. Η εφαρμογή σημαντικών μισθολογικών μεταρρυθμίσεων οδήγησε σε μείωση του μέσου ονομαστικού μισθού κατά 13% το 2012 και 9,5% κατά την περίοδο 2010-2011. Η συρρίκνωση των μισθών μεταφράστηκε σε ουσιαστική μείωση του μοναδιαίου κόστους εργασίας (ΜΚΕ), η οποία θα ξεπεράσει τις 12 εκατοστιαίες μονάδες το 2012-2013, ύστερα από μείωση κατά 4% περίπου το 2010-2011.³ Συνολικά, την τριετία 2010-2012, θα έχει ανακτηθεί το 70% της απώλειας της ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος έναντι των 27 εμπορικών της εταίρων στην ΕΕ, ενώ το 2013 εκτιμάται ότι θα έχει ανακτηθεί το 100% της απώλειας της περιόδου 2001-2009 (όπως αποτυπώνεται στο δείκτη της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος). Παρ' όλα αυτά, καθώς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος αντιπροσωπεύει μια άμεση σχέση μεταξύ του μισθολογικού κόστους εργασίας και της παραγωγικότητας, η μεταβολή του επηρεάζεται και από την εξέλιξη της παραγωγικότητας την τελευταία τριετία. Είναι γεγονός ότι η παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας έχει μειωθεί σταδιακά από το 2009 και έπειτα, ωθώντας το μοναδιαίο κόστος εργασίας προς τα πάνω. Ως εκ τούτου, η μείωση των μισθών της τελευταίας τριετίας ήταν τόσο μεγάλη, ώστε να εξουδετερώσει τη μείωση της παραγωγικότητας και να οδηγήσει σε συνολική μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

³ Η προσαρμογή αυτή υπερβαίνει το στόχο του δεύτερου Μνημονίου για διόρθωση του μοναδιαίου κόστους εργασίας κατά 15%.

Οι τιμές

Παρά τη μεγάλη και σημαντική υποχώρηση του εγχώριου προϊόντος και της σημαντικής μείωσης των μισθών, ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) παρουσιάζει δυσανάλογη πορεία: έτσι ενώ αυξήθηκε τα πρώτα χρόνια του Μνημονίου λόγω των αυξήσεων στους έμμεσους φόρους, του υψηλού ενεργειακού κόστους και του εισαγόμενου πληθωρισμού, εμφανίζονται σημάδια ακαμψίας των τιμών προς τα κάτω, ως αποτέλεσμα της ολιγοπωλιακής διάρθρωσης της αγοράς αγαθών και υπηρεσιών στην Ελλάδα. Το 2010 ο πληθωρισμός έφθασε το 4,7%, κυρίως λόγω των μεγάλων αυξήσεων της έμμεσης φορολογίας, υποχώρησε στο 3,1% το 2011 και η εκτίμηση για το 2012 είναι ότι θα φθάσει το 1,2% και για πρώτη φορά ο μέσος πληθωρισμός της Ελλάδος θα είναι χαμηλότερος από το μέσο πληθωρισμό της ευρωζώνης (1,2% έναντι 2,4%-2,6%). Η πρόβλεψη για το 2013 είναι ότι ο πληθωρισμός θα υποχωρήσει σε αρνητικά επίπεδα (-0,7%), καθώς η διαδικασία του αποπληθωρισμού έχει αποκτήσει δυναμική τα τελευταία τρίμηνα, με την επιτάχυνση της μείωσης των μισθών (όπως αποτυπώνεται στη μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος), την παρατεταμένη υποχώρηση της καταναλωτικής ζήτησης και τα οριακά αποτελέσματα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, τα οποία είναι εμφανή τα τελευταία δύο τρίμηνα στο μειωμένο εγχώριο κόστος (μεταξύ άλλων, το κόστος μεταφοράς, αποθήκευσης και το κόστος νομικών και λογιστικών υπηρεσιών).

Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών

Στον εξωτερικό τομέα, ραγδαία είναι η βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Πράγματι, το ισοζύγιο έχει βελτιωθεί κατά οκτώ εκατοστιαίες μονάδες την τελευταία τριετία (από -11,2% του ΑΕΠ το 2009 στο -2,9% το 2012), με στόχο να φθάσει τις δέκα εκατοστιαίες μονάδες μέχρι το 2014. Η σημαντικότερη συνιστώσα είναι οι καθαρές εξαγωγές, οι οποίες έχουν σημειώσει σταδιακή αύξηση τα τελευταία χρόνια (βελτίωση κατά 60%), συμβάλλοντας αρκετά στη συγκράτηση της ελεύθερης πτώσης όπου βρίσκεται η οικονομία. Στην πραγματικότητα, όμως, το μεγαλύτερο μέρος της βελτίωσης προήλθε από την πολύ μεγάλη μείωση των εισαγωγών αγαθών και κεφαλαιουχικού εξοπλισμού τα τελευταία τρία χρόνια (-22%) εξαιτίας της πτώσης της εγχώριας κατανάλωσης, καθώς και των επενδύσεων.

Επίσης, η αύξηση των εξαγωγών, παρόλο που ήταν οριακή μέχρι το 2011, έχει καταγράψει θεαματική αύξηση το τελευταίο εξάμηνο του 2012, η οποία ενδέχεται να ενισχυθεί περισσότερο τα επόμενα τρίμηνα. Είναι αλήθεια όμως ότι η συνολική βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών την περίοδο 2009-2012 είναι συγκριτικά μικρότερη από την υποχώρηση της εγχώριας ζήτησης και του προϊόντος την ίδια περίοδο. Τέλος, το ισοζύγιο επωφελήθηκε αρκετά και από τις παρεμβάσεις για τη βιωσιμότητα του χρέους (PSI και επαναγορά ομολόγων, οι οποίες αναλύονται αμέσως παρακάτω). Συγκεκριμένα, το 2012 η συμβολή του PSI στη βελτίωση του ισοζυγίου υπολογίζεται στο 1,5% του ΑΕΠ, ενώ για το 2013 η συμβολή της επαναγοράς ομολόγων υπολογίζεται στο 2% του ΑΕΠ.

Η βιωσιμότητα του χρέους

Παρά την όλη δημοσιονομική προσπάθεια, η βιωσιμότητα του χρέους παραμένει αχίλλειος πτέρνα του προγράμματος προσαρμογής. Η εξέλιξη του ελληνικού χρέους έχει απασχολήσει αρκετά τους Ευρωπαίους εταίρους και το ΔΝΤ, δεδομένου ότι όπως προαναφέρθηκε η ύφεση υπονομεύει την εξέλιξη του. Μέχρι σήμερα, έχουν καταγραφεί δύο δραστικές παρεμβάσεις έτσι ώστε το ελληνικό χρέος να καταστεί βιώσιμο. Η πρώτη, που αποφασίστηκε το 2011, αλλά εφαρμόστηκε το Μάρτιο του 2012, προέβλεπε την εθελοντική ανταλλαγή ελληνικών ομολόγων που διακρατούνταν από ιδιώτες (Private Sector Involvement) και είχε καθαρό όφελος τη μείωση του χρέους κατά 40 δισ. ευρώ περίπου. Η δεύτερη παρέμβαση αποφασίστηκε το Νοέμβριο του 2012 και προέβλεπε, μεταξύ άλλων, τη διαδικασία επαναγοράς ελληνικών ομολόγων, τις μειώσεις των επιτοκίων, καθώς και την επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής των διμερών δανείων και των δανείων του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), την αναβολή πληρωμής τόκων, με καθαρό όφελος τη μείωση του χρέους κατά 20 δισ. ευρώ περίπου, διαμορφώνοντας το λόγο του χρέους προς το ΑΕΠ στο 124% μέχρι το 2020.

4. Η ελληνική τραπεζική κρίση

Η δημοσιονομική κρίση και η αναδιάρθρωση του χρέους μέσω του PSI οδήγησαν τον τραπεζικό τομέα σε κρίση, η οποία επιδεινώθηκε με τη βαθιά ύφεση της ελληνικής οικονομίας. Συνέπεια ήταν η αρνητική καθαρή θέση, η έλλειψη χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας και η πιστωτική ασφυξία. Αναλυτικότερα:

Αρνητική καθαρή θέση λόγω PSI

Η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI) είχε σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στον τραπεζικό τομέα, καθώς οι ελληνικές τράπεζες διακρατούσαν στα χαρτοφυλάκια τους ένα μεγάλο μέρος των κρατικών ομολόγων. Συγκεκριμένα, οι συνολικές ακαθάριστες ζημιές για τις ελληνικές τράπεζες λόγω PSI ανέρχονται σε 37,7 δισ. ευρώ (βλ. Πίνακα 3). Επίσης, η βαθιά και παρατεταμένη ύφεση, στην οποία βρίσκεται η ελληνική οικονομία εδώ και πέντε συναπτά έτη έχει οδηγήσει σε μια κατκόρυφη αύξηση των επισφαλών δανείων (Non-Performing Loans - NPLs), καθώς και σε σημαντική μείωση των καταθέσεων. Πιο συγκεκριμένα, το επίπεδο των επισφαλών δανείων (συμπεριλαμβανομένων και των δανείων που έχουν υποστεί αναδιάρθρωση) μέχρι και το 2012 άγγιξε το 29% των συνολικών δανείων ολόκληρου του ελληνικού τραπεζικού συστήματος σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις. Για την περίοδο 2011-2014 η αξία των αναμενόμενων ακαθάριστων ζημιών (λόγω των επισφαλών δανείων) υπολογίζεται σε 46,8 δισ. ευρώ σύμφωνα με πρόσφατες εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, οι ελληνικές τράπεζες κατέγραψαν συνολικές ζημιές 84,5 δισ. ευρώ με αποτέλεσμα την επιδείνωση των ισολογισμών τους και την αναγκαστική παρέμβαση του κράτους για τη διάσωσή τους. Η κάλυψη της απαιτούμενης ανακεφαλαιοποίησης και του κόστους αναδιάρθρωσης του ελληνικού τραπεζικού τομέα την περίοδο 2012-2014 ανέρχεται στα 50 δισ. ευρώ. Οι απαιτούμενες κεφαλαιακές ανάγκες για το σύνολο των τραπεζών σύμφωνα με την έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος ανέρχονται σε 40,5 δισ. ευρώ (βλ. Πίνακα 3).

Εκροή καταθέσεων - πιστωτική ασφυξία

Σε σύγκριση με το Σεπτέμβριο του 2009, όταν ξεκίνησε η ανάλυση της διαφοράς των αποδόσεων μεταξύ ελληνικών και γερμανικών ομολόγων, οι καταθέσεις των εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών υποχώρησαν κατά 35% (Σεπτέμβριος 2012). Το διάστημα Ιανουαρίου 2012-Σεπτεμβρίου 2012 οι καταθέσεις μειώθηκαν κατά 11%, χωρίς όμως να προβάλλουν σταθερό ρυθμό μείωσης. Μάλιστα, το διάστημα Μαΐου-Ιουλίου παρατηρήθηκαν οι μεγαλύτερες διακυμάνσεις. Πιο συγκεκριμένα, το Μάιο και τον Ιούνιο, τους μήνες που πραγματοποιήθηκαν δύο εκλογικές αναμετρήσεις, σημειώθηκαν εκροές καταθέσεων 8,5 δισ. ευρώ και 6,8 δισ. ευρώ αντίστοιχα, ενώ τον Ιού-

Πίνακας 3
Οι κεφαλαιακές ανάγκες των ελληνικών τραπεζών

Τράπεζες	Συνολικές ακαθάριστες ζημιές λόγω PSI (Δεκ. 2011)*	Ακαθάριστες αναμενόμενες ζημιές πιστωτι- κού κινδύνου	Συνολικές ζημιές	Κεφαλαιακές ανάγκες**
Εθνική	-11.735	-8.366	-20.101	9.756
Eurobank	-5.781	-8.226	-14.007	5.839
Alpha	-4.786	-8.493	-13.279	4.571
Πειραιώς	-5.911	-6.281	-12.192	7.335
Εμπορική	-590	-6.351	-6.941	2.475
Αγροτική	-4.329	-3.383	-7.712	4.920
Ταχ. Ταμιευτήριο	-3.444	-1.482	-4.926	3.737
Millenium	-137	-638	-775	399
Γενική	-292	-1.552	-1.844	281
Αττικής	-142	-714	-856	396
Probank	-295	-462	-757	282
Νέα Proton	-216	-482	-698	305
FBB	-49	-285	-334	168
Πανελλήνια	-26	-118	-144	78
Υποσύνολο «συστη- μικών τραπεζών» ⁴	-28.214	-31.367	-59.581	27.501
Σύνολο	-37.733	-46.834	-84.567	40.542

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (εκατ. ευρώ, εκτιμήσεις Μαΐου 2012).

* Τον Ιούνιο του 2011 ανακοινώθηκε το PSI (μέση περικοπή αξίας 21% σε όρους παρούσας αξίας), το οποίο όμως δεν ολοκληρώθηκε και ακολούθησε το PSI+, το οποίο ανακοινώθηκε στις 26/10/2011 προβλέποντας περικοπή κατά 53,5% στην ονομαστική αξία των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου. Οι ελληνικές τράπεζες αντάλλαξαν ελληνικά ομόλογα (GGBs) συνολικής ονομαστικής αξίας 48,6 δισ. ευρώ. Σε όρους καθαρής παρούσας αξίας (NPV), οι ζημιές των τραπεζών εκτιμήθηκαν κατά μέσο όρο στο 78% της ονομαστικής αξίας των παλαιών ελληνικών ομολόγων. Οι ζημιές αυτές ανήλθαν σε 37,7 δισ. ευρώ, εκ των οποίων τα 5,8 δισ. ευρώ είχαν καταγραφεί στο παθητικό των τραπεζών ήδη από τον Ιούνιο.

** Συντηρητική εκτίμηση των κεφαλαιακών αναγκών όλων των ελληνικών τραπεζών, ώστε να τηρούνται τα ελάχιστα απαιτούμενα επίπεδα Κύριων Βασικών Ίδιων Κεφαλαίων κατά την περίοδο 2012-2014.

λιο καταγράφηκε σημαντική εισροή 3,3 δισ. ευρώ. Το γεγονός αυτό αντανακλά τη σχεδόν απόλυτη συσχέτιση των εκροών κεφαλαίων με το κλίμα αβεβαιότητας που επικρατεί στην εγχώρια οικονομία. Το Μάιο και τον Ιούνιο, λόγω της εκτεταμένης πολιτικής αναταραχής και της συνακόλουθης έξαρσης της αβεβαιότητας, οι καταθέσεις μειώθηκαν σημαντικά, ενώ τον Ιούλιο, ένα μήνα μετά την ορκωμοσία της νέας κυβέρνησης, καταγράφηκε η μεγαλύτερη μηνιαία εισροή καταθέσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα το 2012. Η εξέλιξη μέχρι το τέλος του έτους ήταν θετική, καθώς σημειώθηκε εισροή κεφαλαίων 10 δισ. ευρώ.

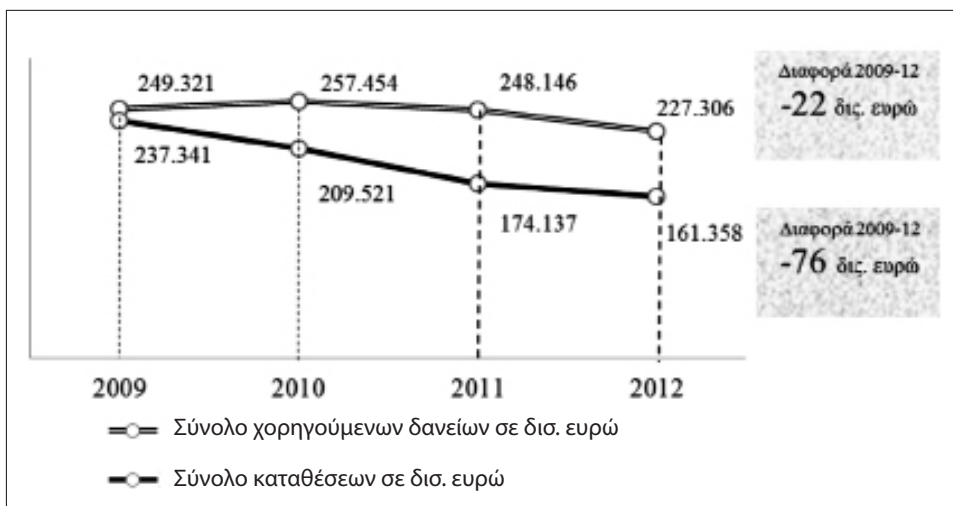
Η σημαντική μείωση των καταθέσεων, καθώς σε λιγότερο από τρία χρόνια διέρρευσε το 1/3 και πλέον της καταθετικής βάσης, αναπόφευκτα επηρέασε τη χορήγηση δανείων την περίοδο αυτή. Ειδικότερα, ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης ήταν αρνητικός το 2011 (-3,6%) και ήταν ακόμη χειρότερος το 2012 (-8,4%). Σημειωτέον ότι τα δάνεια των επιχειρήσεων τα τελευταία χρόνια αφορούν πρωτίστως αναδιαρθρώσεις υφιστάμενων δανείων.

Αποκλεισμός από τις διεθνείς αγορές

Η συνδυαστική επίδραση της αδυναμίας πρόσβασης στις διεθνείς

Διάγραμμα 4

Εξέλιξη καταθέσεων και χορηγούμενων δανείων



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

αγορές και της εκροής καταθέσεων, η επιδείνωση της ποιότητας των δανειακών χαρτοφυλακίων, καθώς και η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους (PSI) επηρέασαν καθοριστικά τον τραπεζικό τομέα. Οι παράγοντες αυτοί άσκησαν ισχυρές πιέσεις στη ρευστότητα και την κεφαλαιακή βάση των ελληνικών τραπεζών, απειλώντας τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος και την ευρωστία αρκετών τραπεζών. Σε αυτό το πλαίσιο οι ελληνικές τράπεζες προσέφυγαν, μεταξύ άλλων, στο μηχανισμό έκτακτης χρηματοδότησης (Emergency Liquidity Assistance-ELA) που παρείχε η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ) για την κάλυψη βραχυπρόθεσμων αναγκών ρευστότητας (βλ. Πίνακα 4). Το κόστος όμως αυτής της χρηματοδότησης ήταν αρκετά υψηλό, καθώς η ΤτΕ χρέωνε περιθώριο 200 μ.β. στο υφιστάμενο επιτόκιο. Ο μηχανισμός ELA παρέχει χρηματοδότηση με επιτόκιο 3% τη στιγμή που το επιτόκιο της κύριας αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ είναι στο 0,75%, δημιουργώντας επιπλέον κόστος δανεισμού για τις ελληνικές τράπεζες ύψους 1,3 δισ. ευρώ μόνο για το 2012.

Με τη δόση μαμούθ των 52,5 δισ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2012 και τη βελτίωση του κλίματος εμπιστοσύνης, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) ξεκίνησε σταδιακά να δέχεται τους τίτλους που διαθέτουν οι ελληνικές τράπεζες ως ενέχυρο (collateral). Αυτό προμηνύει την αποκατάσταση της χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ και τη σταδιακή απεξάρτηση τους από το μηχανισμό έκτακτης χρηματοδότησης (ELA). Φυσική εξέλιξη θα είναι η μείωση του κόστους δανεισμού, η οποία αργά ή γρήγορα θα διοχετευθεί και στην ελληνική οικονομία.

Το πακέτο των 50 δισ. ευρώ

Ως γνωστόν, το πακέτο των 50 δισ. ευρώ για την αναδιάρθρωση του τραπεζικού συστήματος προορίζεται, κατά το μεγαλύτερο μέρος του, για την κεφαλαιακή ενίσχυση των συστημικών τραπεζών, ενώ κεφάλαια ύψους περίπου 13 δισ. ευρώ δόθηκαν στις μη συστημικές τράπεζες με σκοπό την αναδιάρθρωσή τους μέσω: α) του διαχωρισμού προβληματικών περιουσιακών στοιχείων και τη σύσταση «κακών» τραπεζών (bad banks), β) της πώλησης δραστηριοτήτων τους, και γ) της δημιουργίας μεταβατικών πιστωτικών ιδρυμάτων (bridge banks). Η ανακεφαλαιοποίηση των τεσσάρων συστημικών τραπεζών θα γίνει με κεφάλαια από το ΤΧΣ, την έκδοση υπό αίρεση μετατρέψιμων χρηματοδοτικών μέσων και την ολοκλήρωση αυξή-

Πίνακας 4
Χρηματοδότηση ελληνικών τραπεζών από το Ευρωσύστημα

(σε δισ. ευρώ)

	Μέσω ΕΛΑ	Μέσω ΕΚΤ	ΣΥΝΟΛΟ
Σεπτέμβριος 2011	26,50	77,7	104,2
Οκτώβριος 2011	36,25	74,3	110,55
Νοέμβριος 2011	42,85	73,4	116,25
Δεκέμβριος 2011	38,03	76,16	114,19
Ιανουάριος 2012	54,04	73,3	127,34
Φεβρουάριος 2012	107,3	49,8	157,1
Μάρτιος 2012	46,39	78,88	125,27
Απρίλιος 2012	59,23	62,02	121,25
Μάιος 2012	124,00	3,4	127,4
Ιούνιος 2012	61,94	73,66	135,6
Ιούλιος 2012	106,31	23,99	130,3
Αύγουστος 2012	100,83	30,86	131,69
Σεπτέμβριος 2012	100,64	30,2	130,84
Οκτώβριος 2012	122,79	6,52	129,31
Νοέμβριος 2012	123,3	5,61	128,91

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

σεων μετοχικού κεφαλαίου. Ενώ το 2008 λειτουργούσαν 17 τράπεζες, μέσα σε διάστημα λίγων μηνών στο πλαίσιο της αναδιάταξης του τραπεζικού συστήματος (συγχωνεύσεις και εξυγιάνσεις τραπεζών), θα έχουν συγκροτηθεί τρεις-τέσσερις μεγάλοι τραπεζικοί όμιλοι και θα μείνουν ελάχιστες μη συστημικές τράπεζες.

Τέλος, η υιοθέτηση του μοντέλου πολλαπλών «κακών» τραπεζών από την Ελλάδα έρχεται σε αντιδιαστολή με την πρόσφατη εμπειρία άλλων χωρών της ευρωπεριφέρειας με παρόμοια προβλήματα όπως η Ιρλανδία και η Ισπανία, οι οποίες προχώρησαν στη σύσταση μίας μόνο κρατικής «κακής» τράπεζας (NAMA στην Ιρλανδία και SAREB στην Ισπανία), με σκοπό τη συγκέντρωση των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών και

την κεντρική και αποτελεσματικότερη διαχείριση τους και απώτερο στόχευση τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων τους και την ελαχιστοποίηση του κόστους για τους φορολογούμενους, καθώς επίσης και τη μικρότερη επιβάρυνση του δημόσιου χρέους.

Μέρος II

Περίληψη κεφαλαίων

Η Πρώτη Ενότητα (15 Κεφάλαια) διερευνά τον τρόπο με τον οποίο η κρίση δημόσιου χρέους στην Ελλάδα μετεξελίχθηκε σε τραπεζική κρίση, καθώς και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αυτής της μετεξέλιξης. Επιπλέον αναδεικνύει την αχίλλειο πτέρνα του Προγράμματος Προσαρμογής, τη βαθιά ύφεση, ενώ προτείνει τρόπους βελτίωσης του Προγράμματος. Έτσι, το 1^ο Κεφάλαιο με τίτλο **‘Οι ιδιαιτερότητες της ελληνικής κρίσης’** (Ημερησία, Ιανουάριος 2010) περιγράφει το πρόβλημα της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης. Λόγω της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007 και της συνακόλουθης πιστωτικής ασφυξίας, όλες οι οικονομίες της ευρωζώνης περιήλθαν σε τροχιά ύφεσης. Ωστόσο, η περίπτωση της Ελλάδος διαφέρει από τις υπόλοιπες, δεδομένου ότι η διάρκεια και η έκταση της ελληνικής ύφεσης καθορίζεται από δύο βασικούς παράγοντες: πρώτον, το μέγεθος του άμεσου αντίκτυπου που έχει η παγκόσμια ύφεση στην εγχώρια οικονομία και δεύτερον, την ικανότητα της εγχώριας οικονομίας να απορροφήσει τον αντίκτυπο αυτό. Αναφορικά με το άμεσο πλήγμα που δέχθηκε η Ελλάδα, βρέθηκε σε σχετικά ευνοϊκότερη θέση σε σύγκριση με άλλες χώρες της ευρωζώνης, καθώς οι ελληνικές τράπεζες δεν ήταν ιδιαίτερα εκτεθειμένες σε τοξικά πιστωτικά προϊόντα, ο ιδιωτικός δανεισμός ήταν χαμηλότερος από το μέσο όρο της ευρωζώνης και η εξωστρέφεια της οικονομίας σχετικά μικρή. Έτσι, η ύφεση ξεκίνησε στην Ελλάδα με κάποια χρονική υστέρηση. Όσον αφορά το δεύτερο παράγοντα, η απορρόφηση του πλήγματος αυτού ήταν προβληματική εξαιτίας της χαμηλής παραγωγικότητας της ελληνικής οικονομίας, των στρεβλώσεων της αγοράς, του υπερβολικού δημοσιονομικού ελλείμματος και χρέους και της έλλειψης μιας αποτελεσματικής οικονομικής πολιτικής. Ως εκ τούτου, η ύφεση στην Ελλάδα προβλέπεται να είναι μεγαλύτερης διάρκειας και έντασης. Η ύφεση και ο εκτενής δημοσιονομικός εκτροχιασμός

- αποτέλεσμα των μεγάλων ελλειμμάτων, της αλόγιστης κρατικής σπατάλης και της διαβρωτικής διαφθοράς σε ένα ευρύ φάσμα της οικονομικής και κοινωνικής ζωής της χώρας, καθώς και της εκτεταμένης φοροδιαφυγής και εισφοροδιαφυγής - λειτουργούν ως συγκοινωνούντα δοχεία διότι η επιδείνωση της ύφεσης πλήττει τα δημόσια έσοδα και αυξάνει το έλλειμμα, ενώ από την άλλη η άνοδος της διαφοράς απόδοσης των κρατικών ομολόγων έναντι του αντίστοιχου γερμανικού (spread) και η περιορισμένη ρευστότητα από την ΕΚΤ οδηγεί σε πιστωτική ασφυξία και συνεπώς σε μεγαλύτερη ύφεση στην οικονομία.

Στο 2^ο Κεφάλαιο με τίτλο **‘Τα δίδυμα ελλείμματα, η αξιοπιστία και τα spreads’** (Forum, Φεβρουάριος 2010) αναγνωρίζεται πως η ελληνική οικονομία διέρχεται ίσως τη δυσκολότερη φάση των τελευταίων 50 ετών, καθώς βρίσκεται αντιμέτωπη με διψήφια ποσοστά στο δημοσιονομικό έλλειμμα και στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (τα «δίδυμα ελλείμματα»), με υψηλό δημόσιο χρέος, με διαρθρωτικό έλλειμμα ανταγωνιστικότητας και με αυξανόμενα ποσοστά ανεργίας. Το έλλειμμα αξιοπιστίας της ελληνικής οικονομικής πολιτικής έρχεται να επιτείνει το πρόβλημα της δημοσιονομικής αστοχίας, δεδομένου ότι οι συνεχείς αναθεωρήσεις των εθνικολογιστικών στοιχείων λόγω της «δημιουργικής λογιστικής» του παρελθόντος, η αδράνεια και η ατολμία στη λήψη και προώθηση των αναγκαίων δραστικών διαρθρωτικών μέτρων διόγκωσαν την αναξιπιστία του πολιτικού προσώπου της χώρας στέλνοντας το λάθος μήνυμα στις διεθνείς αγορές. Οι αγορές προεξόφλησαν την αύξηση του ελληνικού πληθωρισμού σε σχέση με το μέσο όρο της ΟΝΕ και την επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας που με τη σειρά τους οδήγησαν στην πτώση των τιμών των ελληνικών ομολόγων.

Το 3^ο Κεφάλαιο με τίτλο **‘Πέντε παρατηρήσεις για τα ελληνικά ομόλογα’** (Καθημερινή, Ιανουάριος 2010) ιχνηλατεί τους λόγους για τους οποίους οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων αυξάνονταν συνεχώς, τις συνέπειες του αυξημένου κόστους δανεισμού στην ελληνική οικονομία και τις πιθανές λύσεις για την επαναφορά αυτών σε λογικά επίπεδα. Η τρέχουσα κρίση δανεισμού στην Ευρώπη ανέδειξε τις εγγενείς αδυναμίες της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ), καθώς και τις δομικές ανεπάρκειες των οικονομιών των κρατών-μελών της. Έτσι, αγνοήθηκε από όλους (αγορές, κυβερνήσεις, αξιωματούχους) ότι η αντικατάσταση των εθνικών νομισμάτων των κρατών-μελών από το ευρώ δεν δύναται να

λείπει το συστημικό κίνδυνο που προκαλούν τα χρονίζοντα διαρθρωτικά προβλήματα μιας οικονομίας. Η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος από τα κράτη-μέλη, αφαίρεσε μεν τον όποιο συναλλαγματικό κίνδυνο μιας *de facto* υποτίμησης του εθνικού νομίσματος για τη διόρθωση των ισοτιμιών, αλλά ο κίνδυνος αντανakλάται πλέον στο δημοσιονομικό έλλειμμα και στο κυβερνητικό χρέος και ενσωματώνεται στην απόδοση των κρατικών ομολόγων (*credit risk*). Με άλλα λόγια, ο κίνδυνος υποτίμησης του νομίσματος του παρελθόντος μετετράπη σε κίνδυνο υποτίμησης των κυβερνητικών ομολόγων. Αναλύονται οι βασικοί παράγοντες που οδήγησαν στην άνοδο της διαφοράς απόδοσης (*spread*) του ελληνικού ομολόγου έναντι του αντίστοιχου γερμανικού, μέσα στο αναλυτικό πλαίσιο της δημοσιονομικής θεωρίας του γενικού επιπέδου τιμών, το πιο σύγχρονο δηλαδή πλαίσιο στη θεωρία της οικονομικής πολιτικής σήμερα.

Στο 4^ο Κεφάλαιο με τίτλο **‘The price of austerity for indebted Greece’** (*Financial Times*, Ιανουάριος 2012) τονίζεται η αδυναμία των μονομερών προγραμμάτων λιτότητας σε επίπεδο ευρωπαϊκής περιφέρειας και αναπτύσσονται προτάσεις για τον καλύτερο σχεδιασμό τους. Η αδυναμία αυτή δεν οφείλεται αποκλειστικά στις αστοχίες και τις παραλείψεις κατά την εφαρμογή τους, αλλά κυρίως στον εσφαλμένο σχεδιασμό τους. Συγκεκριμένα, τα προγράμματα προσαρμογής τύπου Μνημονίου επιβάλλουν μια μονομερή πολιτική λιτότητας η οποία σε ένα υφεσιακό περιβάλλον επιφέρει περαιτέρω συρρίκνωση της οικονομίας, μείωση των τιμών (εσωτερική υποτίμηση) με αποτέλεσμα τη (δυσανάλογη) πτώση του ονομαστικού ΑΕΠ που οδηγεί σε αύξηση του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ, ενώ η εξυπηρέτησή του γίνεται ακόμη πιο δύσκολη. Υποστηρίζεται ότι κάθε προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής μιας χώρας-μέλους νομισματικής ένωσης που χαρακτηρίζεται από υψηλό επίπεδο δημόσιου χρέους θα πρέπει να πραγματοποιείται στη βάση του διαρθρωτικού και όχι του συνολικού δημοσιονομικού ελλείμματός της. Με άλλα λόγια, εντοπίζεται ένα τεχνικό λάθος στο σχεδιασμό των προγραμμάτων προσαρμογής υπό τη μορφή Μνημονίου, που είναι η μη διάκριση μεταξύ του κυκλικού και του διαρθρωτικού ελλείμματος. Αυτό το τεχνικό λάθος έχει ως αποτέλεσμα οι πολιτικές που εφαρμόζονται να στοχεύουν στη μείωση του συνολικού δημοσιονομικού ελλείμματος αντί του διαρθρωτικού. Συνοψίζοντας τα παραπάνω, το κυκλικό έλλειμμα δεν πρέπει να είναι μεταβλητή-στόχος για τη δημοσιονομική προσαρμογή, δεδομένου ότι η λήψη μέτρων λιτότητας με μόνιμο χαρακτήρα προκειμέ-

νου να μειωθεί το κυκλικό έλλειμμα θα έχει ως μοναδικό αποτέλεσμα την εμβάθυνση της ύφεσης. Το διαρθρωτικό έλλειμμα θα πρέπει να είναι η μεταβλητή-στόχος, ενώ το κυκλικό θα αυτοδιορθωθεί μέσω των αυτόματων δημοσιονομικών σταθεροποιητών της οικονομίας, υπό την προϋπόθεση ότι η δημοσιονομική προσαρμογή θα συνοδεύεται από μέτρα ενίσχυσης της οικονομίας (π.χ. εμπροσθοβαρείς πληρωμές από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της ΕΕ, αυτοχρηματοδότηση των συμβάσεων παραχώρησης, συμπράξεις μεταξύ του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ), κ.λπ.).

Στο 5^ο Κεφάλαιο με τίτλο **‘Towards a wider concept of conditionality for the europeriphery’** (*The Wall Street Journal*, Μάρτιος 2012) αναπτύσσεται το επιχείρημα ότι η δημοσιονομική προσαρμογή δεν θα πρέπει να αντιμετωπίζεται ως προϋπόθεση για τη λήψη αναπτυξιακών δράσεων. Αντιθέτως, μια δημοσιονομική προσαρμογή θα πρέπει οπωσδήποτε να συνοδεύεται από σαφείς αναπτυξιακές δράσεις, ιδιαίτερα όταν μια οικονομία βρίσκεται ήδη σε ύφεση. Τα προγράμματα προσαρμογής στις χώρες της ευρωπεριφέρειας έχουν φέρει τις χώρες σε τέλμα. Χαρακτηριστικά, ενώ η κυβέρνηση της Πορτογαλίας λάμβανε συνεχώς μέτρα λιτότητας, τελικά στηρίχθηκε σε εφάπαξ μέτρα για την επίτευξη του δημοσιονομικού στόχου του 2011, ενώ η οικονομία αναμένεται να συρρικνωθεί περισσότερο από 3% το 2012. Ομοίως, στην Ισπανία το δημοσιονομικό έλλειμμα θα υπερβεί κατά 2% το στόχο για το 2011, ενώ η οικονομία θα συνεχίσει να συρρικνώνεται κατά περίπου 1,7% το 2012.

Η ελληνική πραγματικότητα είναι δυσμενέστερη, δεδομένου ότι η μείωση του ΑΕΠ έφτασε κοντά στο 7% το 2011, υποδηλώνοντας ύφεση για τέταρτο συναπτό έτος. Η σωρευτική πτώση του ΑΕΠ από το 2008 αγγίζει το 15%, ενώ το δημοσιονομικό έλλειμμα έχει κολλήσει σε ένα επίπεδο κοντά στο 10% του ΑΕΠ. Τα τελευταία δύο έτη, ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 40% ξεπερνώντας το 160% το 2011, ενώ η συνεχής επιδείνωση της μεσοπρόθεσμης δυναμικής του δημόσιου χρέους κατέστησε σχεδόν αναπόφευκτη την ομαλή αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους (εθελοντικό πρόγραμμα PSI).

Αυτό δε σημαίνει ότι η δημοσιονομική εξυγίανση δεν είναι απαραίτητη ή ότι δεν υπήρξαν προβλήματα στην εφαρμογή των Προγραμμάτων δημοσιονομικής προσαρμογής. Το επιχείρημά μου εδώ αφορά το πώς έχει επιχειρηθεί αυτή η προσαρμογή. Ειδικότερα, τα προγράμματα διάσωσης που εφαρμόζονται στις χώρες της ευρωπεριφέρειας βασίζονται στην έννοια της

αιρεσιμότητας όπως αυτή εφαρμόζεται σε προγράμματα του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (IMF-type conditionality), όπου η καταβολή των δόσεων ενός δανείου διάσωσης βασίζεται σε τριμηνιαία αναθεώρηση των επιδόσεων ως προς τα δημοσιονομικά μεγέθη της οικονομίας (fiscal conditionality) και των επιδόσεων ως προς τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις (structural conditionality). Όταν διαπιστώνονται αποκλίσεις από τους στόχους (π.χ. λόγω της ύφεσης που προκαλούν τα μέτρα λιτότητας), τότε υπάρχει απαίτηση για ακόμη περισσότερα μέτρα λιτότητας υπό την απειλή της άμεσης χρεοκοπίας της χώρας που υπάγεται στο πρόγραμμα. Προτάσσω ότι θα πρέπει να υιοθετηθεί μια ευρύτερη έννοια της αιρεσιμότητας, η οποία πέρα από τη δημοσιονομική εξυγίανση θα πρέπει να περιλαμβάνει και αναπτυξιακές δράσεις (investment conditionality). Τα προγράμματα προσαρμογής που εφαρμόζονται σήμερα βασίζονται στην ιδέα ότι πρέπει να προηγηθεί η δημοσιονομική εξυγίανση και να ακολουθούν στη συνέχεια οι αναπτυξιακές δράσεις. Όμως, η πολιτική αυτή είναι εσφαλμένη, δεδομένου ότι η δημοσιονομική εξυγίανση και η ανάπτυξη πρέπει να σχεδιάζονται και να εφαρμόζονται ταυτόχρονα και όχι με τρόπο τμηματικό. Δεν είναι απαραίτητο να απαιτείται μεγάλη κρατική χρηματοδότηση για την υλοποίηση αναπτυξιακών δράσεων, καθώς υπάρχουν δράσεις με χαμηλό δημοσιονομικό κόστος. Σε αυτές περιλαμβάνονται νέα χρηματοδοτικά εργαλεία, όπως το επενδυτικό ομόλογο (κατά το πρότυπο της πρότασης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής), οι συμπράξεις μεταξύ ιδιωτικού και δημόσιου τομέα (όπως παρουσιάζονται στην Έκθεση Monti), αυτοχρηματοδοτούμενα έργα παραχώρησης, κ.λπ. Τα προγράμματα προσαρμογής θα πρέπει να περιλαμβάνουν συγκεκριμένους στόχους για τις αναπτυξιακές δράσεις που θα λαμβάνουν υπόψη τις διαρθρωτικές αδυναμίες της χώρας, διαμορφώνοντας έτσι μια ευρύτερη έννοια της αιρεσιμότητας (conditionality). Σήμερα απαιτείται ένα νέο μείγμα πολιτικής για προγράμματα προσαρμογής στις χώρες της ευρωπαϊκής περιφέρειας, όπου η δημοσιονομική εξυγίανση, βασισμένη στη στόχευση του διαρθρωτικού ελλείμματος, θα εφαρμόζεται ταυτόχρονα με την υιοθέτηση αναπτυξιακών δράσεων, στο πλαίσιο αυτής της ευρύτερης έννοιας της αιρεσιμότητας. Με άλλα λόγια, τα προγράμματα προσαρμογής δεν πρέπει να επικεντρώνονται αποκλειστικά στη δημοσιονομική εξυγίανση, αλλά θα πρέπει να δίνουν ανάλογη έμφαση και στην ανάπτυξη, δεδομένου ότι και τα δύο στοιχεία αποτελούν αναπόσπαστο μέρος της λύσης στο πρόβλημα της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους μιας χώρας. Όπως είχε πει ο Αριστοτέλης, “το όλον είναι

μεγαλύτερο από το άθροισμα των μερών του.”

Στο 6^ο Κεφάλαιο με τίτλο **‘Μια ανάλυση βιωσιμότητας του ελληνικού χρέους’** (αδημοσίευτο κείμενο) παρουσιάζεται, για πρώτη φορά στα τρία χρόνια διάρκειας του Μνημονίου, η ελληνική εκδοχή στο πρόβλημα της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, όπως αυτή διαμορφώθηκε μετά το PSI. Εξετάζονται εναλλακτικά σενάρια που λαμβάνουν υπόψη τις τρέχουσες μακροοικονομικές εξελίξεις, αλλά και πολιτικές εφάπαξ απομείωσης του χρέους με τελικό στόχο την επαναφορά του σε βιώσιμη τροχιά μέχρι το 2020.

Το 7^ο Κεφάλαιο με τίτλο **‘Ένα σχόλιο για τους δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές’** (αδημοσίευτο κείμενο) παρουσιάζει μια ανάλυση για το μέγεθος των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών και κατ’ επέκταση τις επιπτώσεις της λιτότητας στη μεταβολή του προϊόντος μιας χώρας. Η τιμή των πολλαπλασιαστών αυξήθηκε τα τελευταία τρία χρόνια, γεγονός που οφείλεται στο νέο μακροοικονομικό περιβάλλον, το οποίο χαρακτηρίζεται από περιοριστική νομισματική πολιτική, μειωμένη ρευστότητα, ταυτόχρονη συσταλτική δημοσιονομική πολιτική σε πολλές χώρες, καθώς και υπερχρέωση του Δημοσίου. Εξετάζονται οι συνέπειες για το ελληνικό πρόγραμμα προσαρμογής που συνεπάγονται οι πιο πάνω αποκλίσεις των τιμών των πολλαπλασιαστών.

Στο Κεφάλαιο 8 με τίτλο **‘Η ανατομία της βαθιάς ύφεσης’** (αδημοσίευτο κείμενο) υπογραμμίζεται ότι οι αρχικές (μη μόνιμου, δηλ. κυκλικού χαρακτήρα) επιπτώσεις της ύφεσης, έχουν μετατραπεί σε μόνιμα προβλήματα διαρθρωτικού χαρακτήρα (απαξίωση φυσικού κεφαλαίου λόγω αποβιομехάνισης, απομείωση του ανθρώπινου κεφαλαίου λόγω υποβάθμισης των δεξιοτήτων των μακροχρόνια ανέργων και φυγή επιστημόνων στο εξωτερικό), οδηγώντας τη χώρα σε αποεπένδυση. Η παρατεταμένη δημοσιονομική λιτότητα μαζί με την αποεπένδυση οδήγησε σε μακρά ύφεση (πρωτοφανούς για τα ευρωπαϊκά δεδομένα διάρκειας για έξι συναπτά έτη) με έντονα χαρακτηριστικά υστέρησης, δηλαδή επίμονης ύφεσης.

Στο Κεφάλαιο 9 με τίτλο **‘Από τη βαθιά ύφεση στην ανάκαμψη’** (αδημοσίευτο κείμενο) απαντούμε στο θεμελιώδες ερώτημα για τον τρόπο με τον οποίο θα επιτευχθεί η επανεκκίνηση της οικονομίας μας. Αναλύεται επισταμένως η διάκριση μεταξύ ανάκαμψης και ανάπτυξης. Οι έκτακτες συνθήκες που βιώνουμε σήμερα υπαγορεύουν επιτακτικά την ανάγκη για

έκτακτα μέτρα άμεσης απόδοσης, δηλαδή δράσεις που θα δημιουργήσουν άμεσα εισοδήματα και θέσεις απασχόλησης. Οι δράσεις αυτές μπορούν να ιεραρχηθούν σε δυο κατηγορίες. Σε *άμεσες* δράσεις που δύνανται να ενισχύσουν τη αθροιστική ζήτηση άμεσα και με ορίζοντα υλοποίησης τριμήνου και σε *βραχυχρόνιες* δράσεις, με άμεσα αποτελέσματα και με ορίζοντα υλοποίησης εξαμήνου.

Στο δεύτερο μέρος της Πρώτης Ενότητας και πιο συγκεκριμένα στο 10^ο Κεφάλαιο με τίτλο **‘Η θητεία του κ. Τρισέ’ (Α’ & Β’ Μέρος)** (Καθημερινή, Οκτώβριος 2011) αξιολογείται η πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας υπό την προεδρία του κ. Ζαν-Κλοντ Τρισέ. Η επιλογή του κ. Τρισέ στο τιμόνι της ΕΚΤ το 2003 θεωρήθηκε ως ασφαλής επιλογή για την επίτευξη του στόχου της νομισματικής σταθερότητας της ευρωζώνης. Η σταθερότητα του πληθωρισμού επιτεύχθηκε με όλα τα διαθέσιμα εργαλεία της νομισματικής πολιτικής, κυρίως όμως μέσω του βασικού της επιτοκίου, το οποίο διατηρήθηκε συχνά σε επίπεδα υψηλότερα από τα αντίστοιχα της Fed προκαλώντας πολλές φορές έντονες αντιδράσεις. Την περίοδο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης 2007-2009 η ΕΚΤ προχώρησε στη λήψη έκτακτων μέτρων ενίσχυσης της ρευστότητας προκειμένου να θωρακίσει τη σταθερότητα του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ανάλογα μέτρα υιοθετήθηκαν και για τη χρηματοδότηση των αναγκών ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών όπως για παράδειγμα η απόφαση να μην εφαρμόζεται το ελάχιστο όριο πιστοληπτικής διαβάθμισης που καθορίζει το ευρωσύστημα στα εμπορεύσιμα χρεόγραφα που εκδίδει η ελληνική κυβέρνηση. Άλλες σημαντικές αποφάσεις της ΕΚΤ στο πεδίο (έκτακτης) ενίσχυσης της ρευστότητας μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών είναι η ενεργοποίηση του Έκτακτου Μηχανισμού για την παροχή ρευστότητας (ELA), του προγράμματος για τη μεταφορά αποδόσεων από τη διακράτηση ελληνικών ομολόγων στα χαρτοφυλάκια των κεντρικών τραπεζών της ευρωζώνης (ANFA), κ.λπ. Ειδικά, το πρόγραμμα Securities Markets Programme (SMP) για παρεμβάσεις της ΕΚΤ στη δευτερογενή αγορά δέχθηκε σφοδρή κριτική, διότι θεωρήθηκε ως ένα είδος (συγκαλυμμένης) ποσοτικής χαλάρωσης που ισοδυναμεί με οιονεί νομισματική χρηματοδότηση των ελλειμμάτων και του χρέους και συνεπώς υπονομεύει την οικονομική ανεξαρτησία της ΕΚΤ. Ωστόσο, το πρωτόγνωρο του προβλήματος (δηλ. μια κρίση χρέους σε μια νομισματική ένωση) όσο και το ελλιπές θεσμικό πλαίσιο αντιμετώπισης του δικαιολογούν τη λήψη έκτακτων μέτρων διότι το διακύβευμα είναι

το ίδιο το μέλλον του ευρώ. Οι ξεκάθαρες και συχνά καινοτόμες απόψεις του Προέδρου της ΕΚΤ, κ. Τρισέ, σε μια σειρά επίκαιρων ζητημάτων για την αντιμετώπιση της κρίσης και το μέλλον της ευρωζώνης, μεταξύ άλλων, την οικονομική διακυβέρνηση, το Σύμφωνο για το Ευρώ, τη δηλωμένη αντίθεσή του στη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα σε μελλοντικές διασώσεις, το συστημικό χαρακτήρα της κρίσης χρέους, τη θέση του για την ποσοτική και ποιοτική αναβάθμιση του EFSF, τη (σιωπηρή) αποδοχή του ευρωομολόγου, τη δημοσιονομική ενοποίηση, τον ανέδειξε ως τον πρώτο αξιωματούχο στην ευρωζώνη που αντιλήφθηκε τη δυναμική της μεταδοτικότητας της κρίσης, δηλ. τον κίνδυνο μετάδοσης του ιού του χρέους από τη μία χώρα της ευρωπεριφέρειας στις υπόλοιπες και από εκεί στον πυρήνα της ευρωζώνης και ότι εν τέλει το διακύβευμα δεν είναι μόνο η χρεοκοπία της Ελλάδος, αλλά το μέλλον του ίδιου του ευρώ.

Στο 11^ο Κεφάλαιο με τίτλο **‘Η πιστωτική ασφυξία και το μαρσάρισμα του γκαζιού’** (Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, Οκτώβριος 2010) επισημαίνεται ο κίνδυνος της απουσίας ρευστότητας από την πραγματική οικονομία. Το Σεπτέμβριο του 2010 η κυβέρνηση ανακοίνωσε το Σύμφωνο Ρευστότητας για την αντιμετώπιση του μείζονος προβλήματος της πιστωτικής ασφυξίας των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών λόγω της κατακόρυφης πτώσης της πιστωτικής επέκτασης στην αγορά. Το Σύμφωνο παρέχει εγγυήσεις για εκδόσεις ομολόγων ύψους 25 δισ. ευρώ στη διάθεση των εγχώριων τραπεζών, ενώ προβλέπεται ρήτρα ρευστότητας ύψους 30%, δηλ. περίπου 7 δισ. ευρώ θα πρέπει να διοχετευθούν για την ενίσχυση της ρευστότητας στην αγορά. Η ανεπάρκεια του Συμφώνου οφείλεται στο γεγονός ότι υπό τις παρούσες συνθήκες στην τραπεζική αγορά δεν υπάρχει ένα πλαίσιο παροχής κινήτρων (incentive structure) προς τις τράπεζες προκειμένου να προβούν τελικά στη χορήγηση δανείων. Επιπλέον, ελλοχεύει ο κίνδυνος τα 25 δισ. ευρώ των εγγυήσεων να εγκλωβιστούν μέσα στο τραπεζικό σύστημα ή και να μη χρησιμοποιηθούν καθόλου δεδομένης της εφαρμογής του νέου πλαισίου κανόνων της Βασιλείας III για ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας, αλλά και δεδομένων των αυξημένων επισφαλειών και της αναχρηματοδότησης των παλαιών δανείων των τραπεζών. Το Σύμφωνο αγνοεί επίσης ότι η ενίσχυση της ρευστότητας δεν επαρκεί για την αντιμετώπιση της κρίσης εφόσον το τελικό ζητούμενο είναι η επανεκκίνηση της πραγματικής οικονομίας.

Στο 12^ο Κεφάλαιο με τίτλο **‘Γιατί το Grexit είναι μια κακή ιδέα για όλους’** (αδημοσίευτο κείμενο), αποδομείται η επιχειρηματολογία υπέρ μιας

εξόδου της Ελλάδος από την ΟΝΕ. Αναλύεται το κόστος μιας τέτοιας υπόθεσης εργασίας τόσο για την Ελλάδα όσο και για το σύνολο της ευρωζώνης και αξιολογείται ως μεγαλύτερο κόστος η φυγή καταθέσεων από την ευρωπεριφέρεια προς τις χώρες του πυρήνα της ΟΝΕ, με τελικό αποτέλεσμα την αποσταθεροποίηση του ίδιου του ευρώ.

Στο 13^ο Κεφάλαιο με τίτλο **‘Η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών’** (αδημοσίευτο κείμενο) εξετάζονται οι τεχνικοί όροι της χρηματοδοτικής ενίσχυσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος στο πλαίσιο του δεύτερου πακέτου στήριξης. Εκτιμάται ότι το μεγάλο στοίχημα (δηλ. η διασφάλιση του ιδιωτικού χαρακτήρα των ελληνικών τραπεζών) θα μπορούσε να κερδηθεί υπό προϋποθέσεις και συνακόλουθα να συμβάλει στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, την επιστροφή των καταθέσεων και την ενίσχυση της ρευστότητας της πραγματικής οικονομίας που είναι και το μεγάλο ζητούμενο.

Στο Κεφάλαιο 14 με τίτλο **‘Μία μόνο bad bank στην Ελλάδα;’** (αδημοσίευτο κείμενο) εξετάζουμε ένα σημαντικό θέμα που αφορά τις μη συστημικές τράπεζες. Ενώ η διεθνής εμπειρία υποδεικνύει ως την πλέον ενδεδειγμένη λύση τη δημιουργία μιας ‘κακής τράπεζας’, στην Ελλάδα αντιθέτως η αναδιάρθρωση των μη συστημικών τραπεζών του εγχώριου τραπεζικού συστήματος έγινε μέσω της σύστασης πλειάδας «κακών» τραπεζών. Η Τράπεζα της Ελλάδος όρισε επτά διαφορετικούς εκκαθαριστές (ένα σε κάθε τράπεζα) για την εκκαθάριση των τραπεζών Proton Bank, T-Bank, ΑΤΕ, Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και των Συνεταιριστικών Τραπεζών Αχαΐας, Λαμίας και Λέσβου-Λήμνου, των οποίων τα προβληματικά στοιχεία αποτιμώνται σε 5,6 δισ. ευρώ. Στο κεφάλαιο αυτό αναλύονται τα επιχειρήματα υπέρ της σύστασης μίας και μόνο «κακής» τράπεζας στην Ελλάδα, όπως η μείωση του διαχειριστικού κόστους των προβληματικών δανείων, οι οικονομίες κλίμακας, καλύτερη εποπτεία και μεγαλύτερη διαφάνεια στις συναλλαγές κ.ά. Το σημαντικότερο όμως είναι ότι με το κατάλληλο νομικό πλαίσιο, η κάλυψη των χρηματοδοτικών κενών των μεταβατικών πιστωτικών ιδρυμάτων μπορεί να μην εγγράφεται στο δημόσιο χρέος της χώρας.

Στο 15^ο Κεφάλαιο με τίτλο **‘Αναμορφώνοντας τις ευρωπαϊκές τράπεζες’** (αδημοσίευτο κείμενο) αναλύονται οι πρόσφατες πρωτοβουλίες για την αλλαγή του κανονιστικού και ρυθμιστικού πλαισίου λειτουργίας των ευρωπαϊκών τραπεζών προς την κατεύθυνση της αυστηρότερης εποπτείας και αποτελεσματικότερης λειτουργίας τους.

Η Δεύτερη Ενότητα (10 κεφάλαια) παρουσιάζει προτάσεις για μια συνολική και μόνιμη ευρωπαϊκή λύση στα προβλήματα της διπλής κρίσης χρέους-τραπεζών στην ευρωζώνη. Συγκεκριμένα, στο 16^ο Κεφάλαιο με τίτλο **‘Ο ρόλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στην κρίση δανεισμού’**, (εισήγηση σε Ημερίδα του Ιδρύματος της Βουλής των Ελλήνων, Φεβρουάριος 2011) υπογραμμίζεται ο σημαντικός ρόλος που έχει επιτελέσει ο θεσμός της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στην ενίσχυση της ρευστότητας της οικονομίας και γενικότερα στην επίλυση του προβλήματος της κρίσης δανεισμού των κρατών της ευρωπεριφέρειας. Η κρίση δανεισμού ή κρίση χρέους του ελληνικού Δημοσίου έχει αρνητικές συνέπειες για το σύνολο της οικονομίας: επιφέρει σημαντικά προβλήματα ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, αλλά και προβλήματα υποχρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας. Στις ανεπτυγμένες χώρες το δημόσιο χρέος είναι ο ακρογωνιαίος λίθος των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Η κρίση δανεισμού του ελληνικού Δημοσίου αφορά και τις ευρωπαϊκές τράπεζες που διακρατούν ελληνικά ομόλογα στα χαρτοφυλάκια τους. Παράλληλα, είναι αυτή η κρίση δανεισμού του Δημοσίου που οδήγησε στον αποκλεισμό των ελληνικών τραπεζών από τη διατραπεζική αγορά δημιουργώντας σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό τομέα, πρόβλημα που επιδεινώθηκε από την εκροή κεφαλαίων προς το εξωτερικό. Η έλλειψη ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα έχει εμφανή αρνητικό αντίκτυπο στη δυνατότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων να χρηματοδοτήσουν επαρκώς την πραγματική οικονομία, που εμφανίζει αρνητικό μέσο ρυθμό πιστωτικής επέκτασης. Παρατηρείται δηλαδή ένα επίμονο και ισχυρό αρνητικό σοκ ρευστότητας που επιδεινώνει την ύφεση, η οποία με τη σειρά της αυξάνει τις επισφάλειες και μειώνει την καταθετική βάση και εν τέλει επηρεάζει τη ρευστότητα. Σε αυτά τα προβλήματα του τραπεζικού συστήματος, η ΕΚΤ και το Ευρωσύστημα ανταποκρίθηκαν με την λήψη έκτακτων μέτρων παροχής ρευστότητας με σημαντικότερο στοιχείο την διεύρυνση των αποδεκτών πιστοληπτικών ορίων αξιολόγησης. Η επιστροφή σε ελάχιστα αποδεκτά όρια πιστοληπτικής αξιολόγησης για την καταλληλότητα ενεχυριασμού ενός χρεογράφου ενδέχεται να επιφέρει δυσκολίες στις νέες εκδόσεις, ανεβάζοντας το επιτόκιο δανεισμού του Δημοσίου. Για το λόγο αυτό θα ήταν εξαιρετικά χρήσιμο να συνεχιστούν για όλο το 2011 τα έκτακτα μέτρα παροχής ρευστότητας από την ΕΚΤ και οποιαδήποτε επιστροφή στο προηγούμενο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής να μετατεθεί για το

2012.

Στο Κεφάλαιο 17 με τίτλο **‘Οι μαϊανδροί του Μόνιμου Μηχανισμού Διάσωσης’** (Το Βήμα, Νοέμβριος 2010 και *Ημερησία*, Μάρτιος 2011) εντοπίζονται οι αδυναμίες του προτεινόμενου Μόνιμου Μηχανισμού Διάσωσης. Υπάρχει γενική συμφωνία επί της αρχής για τη δημιουργία ενός Μόνιμου Μηχανισμού Διάσωσης (ΜΜΔ) στην ευρωζώνη, ως μια αξιόπιστη οριστική λύση σε μελλοντικές κρίσεις δανεισμού και ως μια αναγκαία συνθήκη για τη σταθερότητα του ευρώ. Ωστόσο, εγείρονται ερωτήματα που αφορούν τις παραμέτρους της διάσωσης (bail out) μιας χώρας που κινδυνεύει με κήρυξη στάσης πληρωμών από τον ΜΜΔ όπως είναι το ζήτημα του ηθικού κινδύνου, η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, καθώς και αν ο ΜΜΔ θα διευκολύνει τους αδύναμους κρίκους της ευρωζώνης προς μια ελεγχόμενη χρεοκοπία ή θα την αποτρέψει.

Στο Κεφάλαιο 18 με τίτλο **‘Η παγίδα χρέους στην ευρωπεριφέρεια και το επενδυτικό ευρωομόλογο’** (Το Βήμα, Δεκέμβριος 2010) περιγράφεται το αδιέξοδο της επιχειρούμενης προσπάθειας για μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων με μονόπλευρα προγράμματα λιτότητας που στερούνται κάποιας αναπτυξιακής μέριμνας και οδηγούν τις χώρες σε μια ιδιότυπη παγίδα, την *παγίδα χρέους*. Μια αξιόπιστη λύση στην κρίση χρέους που ταλανίζει την ευρωζώνη είναι η έκδοση κοινού ευρωομολόγου για την αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους. Εναλλακτικά, θετική για την ενίσχυση του ρυθμού ενδογενούς ανάπτυξης της οικονομίας των χωρών μελών της ευρωζώνης, θα ήταν η έκδοση ευρωομολόγων από ιδιωτικές επιχειρήσεις που θα αναλάβουν την κατασκευή μεγάλων έργων (project eurobond) ως μέσο χρηματοδότησης διασυνοριακών έργων υποδομής με άντληση κεφαλαίων από τις διεθνείς αγορές και με την εγγύηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Κάτι τέτοιο θα συνέβαλε δραστικά στην απομείωση του απόλυτου μεγέθους του δημόσιου χρέους μέσω των κεφαλαίων που θα εισπράττονται με τη μέθοδο της προχρηματοδότησης από την παραχώρηση πολυετών προνομιακών εσόδων που συνδέονται με τέτοια μεγάλα έργα.

Το Κεφάλαιο 19 με τίτλο **‘Το Σύμφωνο για το Ευρώ’**, (Φιλελεύθερη Έμφαση, Ιανουάριος 2011) περιγράφει και αξιολογεί τη θέσπιση του «Συμφώνου για το Ευρώ», το οποίο αποτελεί μια ρητή αναγνώριση της ανάγκης συντονισμού των πολιτικών των κρατών-μελών για να επιτευχθεί υψηλότερος βαθμός σύγκλισης μεταξύ τους, με σκοπό την ενίσχυση του οικονομικού πυλώνα της νομισματικής ένωσης στην Ευρώπη. Αξιολογούνται οι τέσσερις βασικοί στόχοι του Συμφώνου: η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας,

η προώθηση της απασχόλησης, η επίτευξη της διατηρησιμότητας των δημόσιων οικονομικών και η ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας μέσω της λήψης μέτρων σε εθνικό επίπεδο που θα εξασφαλίσουν ισόρροπα τη βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη σε ολόκληρη την επικράτεια της Ένωσης.

Στο Κεφάλαιο 20 με τίτλο **‘Ευρωπαϊκή αλληλεγγύη, νέμεσις και εθνική ευθύνη’** (Καθημερινή, Ιούλιος 2011) αναλύεται γιατί σε μια νομισματική ένωση, η οποία βρίσκεται σε δημοσιονομική κρίση (βλ. κρίση χρέους στην ευρωζώνη), η αλληλεγγύη στάση των μεγάλων χωρών προς τους ‘αδύναμους κρίκους’ συνιστά ταυτόχρονα και μια εθνικά υπεύθυνη στάση. Ως γνωστόν, τα μεγάλα κράτη αντέδρασαν στην κρίση χρέους μέσω πακέτων διάσωσης, τα οποία επέβαλλαν αυστηρή λιτότητα και κυρώσεις με στόχο να «τιμωρηθούν» τα δημοσιονομικά ανεύθυνα κράτη. Αναμφίβολα το μεγαλύτερο μερίδιο ευθύνης έχουν τα ίδια τα κράτη-μέλη που αντιμετωπίζουν το πρόβλημα. Δεδομένου όμως ότι η κρίση χρέους έχει λάβει πλέον ευρωπαϊκές διαστάσεις, οι λύσεις για την αντιμετώπιση του προβλήματος θα πρέπει να είναι κατ’εξοχήν ευρωπαϊκές. Το διακύβευμα δεν είναι μόνο η χρεοκοπία της Ελλάδος, αλλά και η σταθερότητα του ίδιου του κοινού νομίσματος. Η πρωτοφανής δημοσιονομική κρίση που πλήττει την ευρωπεριφέρεια σήμερα μπορεί πράγματι να εξελιχθεί σε μοναδική ευκαιρία για την Ευρώπη (βλ. δημοσιονομική ενοποίηση) αρκεί τα μεγάλα κράτη να πάψουν να βλέπουν τη διάσωση των προβληματικών χωρών-μελών ως ένα παίγνιο μηδενικού αθροίσματος. Αυτό υπαγορεύει τόσο η ευρωπαϊκή αλληλεγγύη όσο και η οικονομική λογική.

Στο Κεφάλαιο 21 με τίτλο **‘Το μέλλον της ζώνης του ευρώ’**, (ομιλία στην Ελληνική Πανεπιστημιακή Ένωση Ευρωπαϊκών Σπουδών, Ιανουάριος 2012) παρουσιάζεται μια συνολική επισκόπηση για την εξέλιξη της κρίσης χρέους στην Ελλάδα, καθώς και για το μέλλον της ευρωζώνης. Η δημοσιονομική πειθαρχία, αν και αναγκαία σε μια νομισματική ένωση, δεν αποτελεί ικανή συνθήκη για τη μετεξέλιξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε μια βιώσιμη δημοσιονομική ένωση. Η αποχώρηση ή αποπομπή μιας μικρής χώρας από την ευρωζώνη θα ήταν καταστροφική όχι μόνο για τη χώρα αυτή, αλλά και για το σύνολο της ευρωζώνης προκαλώντας αβεβαιότητα και αστάθεια τόσο στο ευρωπαϊκό όσο και στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τέλος, εντοπίζονται οκτώ δράσεις που μπορούν να επιτύχουν τη δημιουργία μιας βιώσιμης ευρωπαϊκής ΟΝΕ.

Το Κεφάλαιο 22 με τίτλο **‘Η κρίση χρέους στην ΟΝΕ και η λύση**

του ευρωομολόγου' (Καθημερινή, Αύγουστος 2011) εξετάζει το σενάριο μετάδοσης της κρίσης χρέους σε ολόκληρη την ευρωζώνη. Ο παρεμβατικός ρόλος της ΕΚΤ στις δευτερογενείς αγορές ομολόγων όσο και αυτός του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), ακόμη και με ενίσχυση των κεφαλαίων του, θα παράγουν, στην καλύτερη περίπτωση, μόνο προσωρινά αποτελέσματα, καθιστώντας το ευρωομολόγο τη μόνιμη και βιώσιμη λύση στην κρίση χρέους. Η έκδοση κοινού ευρωομολόγου θα αυξήσει τα επίπεδα ρευστότητας και βάθους στην αγορά των ευρωομολόγων, θα μειώσει το κόστος δανεισμού για τους αδύναμους κρίκους του ευρώ και θα εξασφαλίσει την ομαλή επιστροφή στις αγορές των χωρών που αποκλείστηκαν από αυτές και κυρίως θα λειτουργήσει αποτρεπτικά στη μετάδοση της κρίσης στα υπόλοιπα μέρη της νομισματικής ένωσης. Ο αντίλογος υπογραμμίζει την αύξηση του κόστους δανεισμού για τα κράτη μέλη με υγιή δημοσιονομικά, την παραβίαση της ρήτρας της μη διάσωσης, καθώς και το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Ωστόσο, το μειωμένο ασφάλιστρο ρευστότητας λόγω του μεγαλύτερου βάθους της αγοράς θα μειώσει το κόστος δανεισμού για το σύνολο των κρατών-μελών, ενώ η δημοσιονομική πειθαρχία εντός του πλαισίου της νέας οικονομικής διακυβέρνησης που θα διασφαλίζεται μέσα από το 'φρένο χρέους' θα μετριάξει τον κίνδυνο του ηθικού κινδύνου. Επιπλέον η έκδοση ευρωομολόγου με κλιμακωτό επιτόκιο θα βοηθήσει στην αντιμετώπιση του προβλήματος του ηθικού κινδύνου. Υποστηρίζεται ότι η έκδοση του κοινού ευρωομολόγου είναι πλέον θέμα χρόνου και θα επιβληθεί από την αδήριτη οικονομική αναγκαιότητα για την επιβίωση της ευρωζώνης.

Στο Κεφάλαιο 23 με τίτλο **‘Προς ένα Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο’** (Καθημερινή, Σεπτέμβριος 2011) υποστηρίζεται ότι ο διευρυμένος ρόλος του προσωρινού Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας σύμφωνα με τις αποφάσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της 21ης Ιουλίου και η αντικατάστασή του στα μέσα του 2013 από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) προεξοφλεί ουσιαστικά τη δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου (ENT). Οι δύο βασικές προϋποθέσεις που θα πρέπει να πληρούνται για τη δημιουργία του είναι: (α) η αύξηση κεφαλαίων και το ύστατο καταφύγιο δανεισμού, (β) ένας αξιόπιστος και αποτελεσματικός μηχανισμός ελεγχόμενης αναδιάρθρωσης χρέους. Λόγω της χαμηλής κεφαλαιακής του επάρκειας και του μηχανισμού εξαίρεσης από τη συμμετοχή στη χρηματοδότησή του όσων χωρών προσφεύγουν σε αυτόν

– με συνέπεια την οικονομική επιβάρυνση των χωρών του πυρήνα της ευρωζώνης και το ενδεχόμενο πιστοληπτικής τους υποβάθμισης – τίθεται το ερώτημα ποιο θα πρέπει να είναι το ύστατο καταφύγιο δανεισμού στην αγορά κρατικών ομολόγων. Το ύστατο καταφύγιο δανεισμού θα είναι το ENT, το οποίο έχοντας νομική μορφή τράπεζας του Λουξεμβούργου θα μπορεί να προσφύγει για έκτακτο δανεισμό στην ΕΚΤ, η οποία λόγω του θεσμικού της ρόλου ως κεντρικής τράπεζας είναι και το ύστατο καταφύγιο δανεισμού για όλες τις τράπεζες. Η θέσπιση ενός αξιόπιστου μηχανισμού ελεγχόμενης αναδιάρθρωσης χρέους στο πλαίσιο του ENT θα δίνει τη δυνατότητα σε κάθε χώρα-μέλος να καταστήσει βιώσιμο το δημόσιο χρέος της μέσω ελεγχόμενης αναδιάρθρωσης με την ανταλλαγή ομολόγων τύπου «Brady», να παραμείνει στο ενιαίο νόμισμα και να μπορέσει να επιστρέψει στις διεθνείς αγορές για δανεισμό.

Στο Κεφάλαιο 24 με τίτλο **‘Για μια βιώσιμη δημοσιονομική ένωση στην Ευρώπη’** (Το Βήμα, Δεκέμβριος 2011) εξηγείται γιατί η δημοσιονομική πειθαρχία σε μια νομισματική ένωση αποτελεί αναγκαία, αλλά όχι ικανή, συνθήκη για τη μετεξέλιξή της σε μια βιώσιμη δημοσιονομική ένωση. Για να καταστεί βιώσιμη δημοσιονομικά η Ένωση είναι απαραίτητη η θεσμική της θωράκιση μέσω ενός Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου (ENT), της έκδοσης ενός κοινού ευρωομολόγου, της θέσπισης της διαδικασίας της υπερβολικής μακροοικονομικής ανισορροπίας, της φορολογικής εναρμόνισης, αλλά και της λειτουργίας ενός μηχανισμού μεταβιβαστικών πληρωμών. Σε ένα υφεσιακό περιβάλλον με υψηλά ελλείμματα και χρέη, η επιλογή μιας αυστηρότερης δημοσιονομικής πειθαρχίας για ολόκληρη την ευρωζώνη εγκυμονεί τον κίνδυνο δημιουργίας μιας δημοσιονομικής ένωσης λιτότητας.

Στο Κεφάλαιο 25 με τίτλο **‘Προς μια τραπεζική ένωση στην ευρωζώνη’** (αδημοσίευτο κείμενο) υπογραμμίζεται η αναγκαιότητα σύστασης μιας ευρωπαϊκής τραπεζικής ένωσης, η οποία θα σπάσει τον καταστροφικό φαύλο κύκλο αρνητικών αλληλεπιδράσεων μεταξύ τραπεζών και κρατών. Αναλύονται τα συστατικά στοιχεία για την πλήρη λειτουργία μιας τραπεζικής ένωσης, δηλαδή: α) ένας ενιαίος εποπτικός μηχανισμός β) ένας ενιαίος μηχανισμός εξυγίανσης τραπεζών και γ) ένας ενιαίος μηχανισμός εγγύησης καταθέσεων.

ΠΡΩΤΗ ΕΝΟΤΗΤΑ
Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Η κρίση δημόσιου χρέους

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Οι ιδιαιτερότητες της ελληνικής κρίσης*

Όπως είναι γνωστό, αφετηρία της τρέχουσας παγκόσμιας ύφεσης είναι η χρηματοπιστωτική κρίση που εκδηλώθηκε το 2007. Αν και είναι ακόμη νωρίς για ασφαλείς προβλέψεις, ο πακτωλός των δημοσιονομικών πακέτων σε συνδυασμό με τη συντονισμένη παρέμβαση των κεντρικών τραπεζών φαίνεται να έχουν αποτρέψει τα χειρότερα. Απομένει να δούμε αν η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας θα λάβει το σχήμα ενός (αναιμικού) V ή ενός W. Σε σύγκριση με τις οικονομίες της ευρωζώνης, η Ελλάδα παρουσιάζει δύο ιδιαιτερότητες. Πρώτον, η κρίση έπληξε τον πραγματικό τομέα της ελληνικής οικονομίας με χρονική υστέρηση ενός έτους. Δεύτερον, ενώ οι οικονομίες της ευρωζώνης δείχνουν θετικά σημάδια ανάκαμψης (με μέσο ρυθμό ανάπτυξης 0,7% για το 2010), στην Ελλάδα η κρίση επιτείνεται καθώς η οικονομία σημειώνει αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης για δεύτερη συνεχή χρονιά. Σε κάθε χώρα η διάρκεια και η έκταση της ύφεσης καθορίζονται από δύο παράγοντες. Πρώτον, από το μέγεθος του άμεσου πλήγματος που προκαλεί η διεθνής κρίση στην εγχώρια οικονομία. Αυτό προσδιορίζεται κυρίως από την πλευρά της ζήτησης και εξαρτάται από το βαθμό έκθεσης του εγχώριου τραπεζικού συστήματος σε 'τοξικά' πιστωτικά προϊόντα, το ύψος δανεισμού του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα και το βαθμό εξωστρέφειας της οικονομίας. Δεύτερον, από την ικανότητα της εγχώριας οικονομίας να απορροφήσει το άμεσο πλήγμα. Αυτή προσδιορίζεται κυρίως από την πλευρά της προσφοράς και είναι συνάρτηση του βαθμού ανταγωνιστικότητας προϊόντων και υπηρεσιών, της ευελιξίας της αγοράς εργασίας, αλλά και της αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής στις διεθνείς αγορές. Σε ό,τι αφορά τον πρώτο παράγοντα, η Ελλάδα βρέθηκε σε σχετικά ευνοϊκότερη θέση

* Δημοσιεύθηκε στην εφημερίδα *Ημερησία* στις 9 Ιανουαρίου 2010.

από άλλες χώρες της ευρωζώνης. Οι ελληνικές τράπεζες δεν ήταν ιδιαίτερα εκτεθειμένες σε 'τοξικά' πιστωτικά προϊόντα, ο ιδιωτικός δανεισμός είναι πολύ χαμηλότερος από το μέσο όρο της ευρωζώνης, και η εξωστρέφεια της οικονομίας σχετικά μικρή. Ως εκ τούτου, το άμεσο πλήγμα που δέχθηκε η Ελλάδα από τη διεθνή κρίση ήταν μεν σημαντικό, αλλά συγκριτικά μικρότερο. Όμως πολύ μεγαλύτερο πρόβλημα αποτελεί η απορρόφηση του πλήγματος αυτού. Ο λόγος έγκειται στη χαμηλή παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας, στις στρεβλώσεις των αγορών, στο υπερβολικό δημοσιονομικό έλλειμμα και χρέος, στην έλλειψη αποτελεσματικής οικονομικής πολιτικής, αλλά και στον αποσυντονισμό της κρατικής μηχανής λόγω των διπλών εκλογών μέσα στο 2009 (με δυσμενείς επιπτώσεις στα δημόσια έσοδα, τις κρατικές δαπάνες και την απορροφητικότητα του ΕΣΠΑ).

Αν και το βασικό διαχρονικό πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας είναι το διαρθρωτικό έλλειμμα ανταγωνιστικότητας, όπως αυτό αποτυπώνεται στα επίμονα διψήφια ποσοστά του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, η χώρα μας σήμερα βρίσκεται στη δίνη μιας σοβαρής οικονομικής κρίσης με δύο αλληλένδετες πτυχές. Πρώτον, μια ύφεση με αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης (-1,2% για το 2009). Δεύτερον, μια σοβαρή δημοσιονομική κρίση που απειλεί με κατάρρευση την αγορά κρατικών ομολόγων και αυξάνει σημαντικά το κόστος εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους και του κόστους του χρήματος γενικότερα. Οι εξελίξεις αυτές δημιουργούν οικονομική ανασφάλεια στους Έλληνες πολίτες που, για πρώτη φορά μετά από 15 χρόνια συνεχούς και υψηλής ανάπτυξης, βλέπουν το εισόδημά τους να μειώνεται και την ανεργία να ανεβαίνει σε διψήφια ποσοστά (10,2% για το 2010, σύμφωνα με προβλέψεις του ΟΟΣΑ). Τα δύο προβλήματα του δημοσιονομικού εκτροχιασμού και της ύφεσης λειτουργούν ως συγκοινωνούντα δοχεία. Αφενός, η επιδείνωση της ύφεσης πλήττει τα δημόσια έσοδα και αυξάνει το έλλειμμα, αφετέρου η διεύρυνση των διαφορών αποδόσεων (spread), αλλά και η απότομη διακοπή της ρευστότητας από την ΕΚΤ μπορούν να οδηγήσουν σε μεγαλύτερη πιστωτική ασφυξία και μεγαλύτερη ύφεση στην οικονομία. Η αντιμετώπιση της τρέχουσας οικονομικής κρίσης στη χώρα μας μπορεί να γίνει με ένα μείγμα οικονομικής πολιτικής που θα επιδιώκει δύο συγκεκριμένους στόχους: Πρώτον, μια αυστηρή δημοσιονομική προσαρμογή για να ανακτήσουμε την αξιοπιστία μας στις διεθνείς αγορές – η οποία κερδίζεται δύσκολα, αλλά μπορεί να χαθεί εν μια νυκτί – την αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας το συντομότερο δυνατό και

τη δραστική μείωση των διαφορών αποδόσεων (spread). Δεύτερον, αλλά εξίσου σημαντικό, την επιστροφή της οικονομίας μας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης μέσα από μέτρα ενίσχυσης της ενεργούς ζήτησης που συνεπάγονται ελάχιστο δημοσιονομικό κόστος. Και οι δύο πολιτικές, η συσταλτική δημοσιονομική πολιτική και τα αντισταθμιστικά μέτρα για την ενίσχυση της ζήτησης και την ανάκαμψη της οικονομίας, θα πρέπει να εφαρμοσθούν ταυτόχρονα γιατί μόνο με αυτό τον τρόπο θα μπορέσουμε να βγούμε από το σημερινό οικονομικό και δημοσιονομικό αδιέξοδο.

Σχετικά με τον πρώτο στόχο, ο σημερινός δημοσιονομικός εκτροχιασμός στη χώρα μας και η εκτίναξη των spread είναι το αποτέλεσμα δύο παραγόντων. Πρώτον, των μεγάλων ελλειμμάτων, απότοκο της κρατικής σπατάλης και διαφθοράς και της εκτεταμένης φοροδιαφυγής και εισφοροδιαφυγής, αλλά και της οικονομικής ύφεσης. Δεύτερον, ενός ελλείμματος αξιοπιστίας που αναδείχθηκε με τη δημοσιονομική απογραφή του 2004 και τη δημοσιονομική καταγραφή του 2009. Η στρατηγική αντιμετώπισης της δημοσιονομικής κρίσης πρέπει να λάβει υπόψη και τους δύο αυτούς παράγοντες. Σε ό,τι αφορά το έλλειμμα αξιοπιστίας, χρειάζονται άμεσα ρεαλιστικά μέτρα που θα διαβεβαιώσουν τις αγορές ότι η Ελλάδα είναι σε θέση να αντιμετωπίσει τη δημοσιονομική κρίση με μόνιμο τρόπο. Για να επιτευχθεί αυτό δεν αρκούν δηλώσεις καλών προθέσεων, αλλά ένα ολοκληρωμένο πρόγραμμα σταθεροποίησης, με συγκεκριμένο τριετές χρονοδιάγραμμα, εξειδικευμένα και κοστολογημένα δημοσιονομικά μέτρα και με απώτερο στόχο τη μείωση του ελλείμματος κάτω από 3% στο τέλος του 2012. Η ανεξαρτητοποίηση της ΕΣΥΕ είναι ένα μέτρο προς τη σωστή κατεύθυνση, μιας και μέρος του προβλήματος είναι η αναξιοπιστία των εθνικολογιστικών στοιχείων. Η εξοικονόμηση πόρων από το προαναφερθέν 'μέρισμα αξιοπιστίας' θα είναι βεβαίως πολύ χρήσιμη. Επίσης, όλοι συμφωνούμε ότι απαιτείται πάταξη της φοροδιαφυγής και διεύρυνση της φορολογικής βάσης. Το ερώτημα λοιπόν είναι αν η δημοσιονομική προσαρμογή θα στηριχθεί παράλληλα σε μείωση δαπανών ή αύξηση εσόδων από νέα φορολογικά μέτρα. Και στο ερώτημα αυτό η απάντηση είναι ξεκάθαρη: Η προσαρμογή πρέπει να προέλθει από τη μείωση της κρατικής σπατάλης που βρίσκεται κυρίως στις μη παραγωγικές δαπάνες. Τα περιθώρια προς την κατεύθυνση αυτή είναι πράγματι πολύ μεγάλα. Τυχόν νέα αύξηση των φόρων θα είναι βλαπτική τόσο για τις αναπτυξιακές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας όσο και για την επίτευξη της δημοσιονομικής εξυγίανσης γιατί θα συμβάλει στην επέ-

κταση της φοροδιαφυγής και τη μεγέθυνση των στρεβλώσεων.

Όσον αφορά τη στήριξη της πραγματικής οικονομίας, η χαμηλή ανταγωνιστικότητα των προϊόντων μας – αποτέλεσμα, μεταξύ άλλων, του διαφορικού πληθωρισμού έναντι των χωρών της ευρωζώνης, αλλά και της υπερτιμημένης ισοτιμίας ένταξης στην ΟΝΕ – απαιτεί μεσοπρόθεσμες λύσεις. Για το λόγο αυτό θα πρέπει ίσως να δοθεί προτεραιότητα, για άμεσα και απτά αποτελέσματα, στην ενίσχυση της εγχώριας ζήτησης. Ενδεικτικά αναφέρω: μέτρα στήριξης των κλάδων που αποτελούν παραδοσιακά την ατμομηχανή της ελληνικής οικονομίας, μιας και παράγουν εισόδημα υψηλού πολλαπλασιαστικού αποτελέσματος, όπως π.χ. η οικοδομή. Επίσης, κίνητρα για την αύξηση της χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα προς τον ιδιωτικό τομέα, επιχειρήσεις και νοικοκυριά με στόχο την ενίσχυση της καταναλωτικής και επενδυτικής δαπάνης και τη διασφάλιση της βιωσιμότητας των θέσεων απασχόλησης. Το σχετικά χαμηλό δημοσιονομικό κόστος των παραπάνω μέτρων μπορεί να καλυφθεί από τη μείωση της εθνικής εισφοράς στα συγχρηματοδοτούμενα έργα του ΕΣΠΑ, με μια δέσμευση για εκ νέου αύξησή της με το πέρας της κρίσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Δίδυμα ελλείμματα, αξιοπιστία και διαφορές αποδόσεων*

Η ελληνική οικονομία διέρχεται ίσως τη δυσκολότερη φάση των τελευταίων πενήντα ετών: Διψήφια ποσοστά στο δημοσιονομικό έλλειμμα και στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (δίδυμα ελλείμματα), ανησυχητικά υψηλό δημόσιο χρέος και εξωτερικός δανεισμός, διαρθρωτικό έλλειμμα ανταγωνιστικότητας εν μέσω μιας βαθιάς οικονομικής ύφεσης, εκτίναξη της ανεργίας, απότομη πτώση του βιοτικού επιπέδου, με τη διεθνή αξιοπιστία της χώρας στο ναδίρ και ορατό τον κίνδυνο κήρυξης στάσης πληρωμών.

Ως γνωστόν, η διεθνής κρίση έπληξε την ελληνική οικονομία με χρονική υστέρηση ενός έτους. Ως εκ τούτου, ενώ οι οικονομίες της ευρωζώνης δείχνουν θετικά σημάδια ανάκαμψης (0.7% μέσο όρο ρυθμό ανάπτυξης για το 2010), στην Ελλάδα η κρίση επιτείνεται με αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης για δεύτερη συνεχή χρονιά. Σε κάθε χώρα η διάρκεια και η έκταση της ύφεσης καθορίζονται από δύο παράγοντες. Πρώτον, από το μέγεθος του άμεσου πλήγματος που προκαλεί η διεθνής κρίση στην εγχώρια οικονομία, το οποίο προσδιορίζεται κυρίως από την πλευρά της ζήτησης. Δεύτερον, από την ικανότητα της εγχώριας οικονομίας να απορροφήσει το άμεσο πλήγμα. Αυτή προσδιορίζεται κυρίως από την πλευρά της προσφοράς. Έτσι, το άμεσο πλήγμα που δέχθηκε η Ελλάδα από τη διεθνή κρίση ήταν μεν σημαντικό, αλλά συγκριτικά μικρότερο. Όμως πολύ μεγαλύτερο πρόβλημα αποδεικνύεται η απορρόφηση του πλήγματος αυτού. Η χώρα μας σήμερα βρίσκεται στη δίνη μιας σοβαρής οικονομικής κρίσης με δύο αλληλένδετες πτυχές. Πρώτον, μια ύφεση με αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης (-1,5% για το 2009). Δεύτερον, μια σοβαρή δημοσιονομική κρίση που απειλεί με κατάρρευση την

* Δημοσιεύθηκε στο περιοδικό Forum (Φεβρουάριος 2010).

αγορά κρατικών ομολόγων και αυξάνει σημαντικά το κόστος εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους και του κόστους του χρήματος γενικότερα.

Ο σημερινός δημοσιονομικός εκτροχιασμός στη χώρα μας και η εκτίναξη των διαφορών αποδόσεων (spread) είναι το αποτέλεσμα δύο παραγόντων. Πρώτον, των μεγάλων ελλειμμάτων ως συνέπεια της κρατικής σπατάλης και διαφθοράς και της εκτεταμένης φοροδιαφυγής και εισφοροδιαφυγής, αλλά και της οικονομικής ύφεσης. Δεύτερον, ενός ελλείμματος αξιοπιστίας της ελληνικής οικονομικής πολιτικής. Αυτό το έλλειμμα αξιοπιστίας έχει δύο βασικές πηγές προέλευσης: (α) τις συνεχείς αναθεωρήσεις των εθνικολογιστικών στοιχείων, που γίνονται μάλιστα με δική μας πρωτοβουλία και οι οποίες αποκαλύπτουν την εκτεταμένη «δημιουργική λογιστική» που χρησιμοποιήθηκε στο παρελθόν, (βλ. τις παλινωδίες σχετικά με τον τρόπο καταγραφής των αμυντικών δαπανών στην περιβόητη απογραφή του 2004, αλλά και τον ανορθόδοξο τρόπο καταγραφής των χρεών των νοσοκομείων στην πρόσφατη απογραφή του 2009). Η ανεξαρτητοποίηση της ΕΣΥΕ είναι αναγκαία, αλλά όχι ικανή συνθήκη στην προσπάθεια αποκατάστασης της αξιοπιστίας των δημοσιονομικών μεγεθών. (β) στην αδράνεια και ατολμία στη λήψη δραστικών μέτρων για την απαραίτητη δημοσιονομική προσαρμογή, κάτι που επιτείνει το έλλειμμα αξιοπιστίας και στέλνει το λάθος μήνυμα στις διεθνείς αγορές.

Η απώλεια της διεθνούς μας αξιοπιστίας είναι ο κρίκος που έσπασε και οδήγησε στις κερδοσκοπικές επιθέσεις στην αγορά ελληνικών ομολόγων, στην απότομη αύξηση των διαφορών αποδόσεων (spread) και του κόστους εξωτερικού δανεισμού της χώρας. Η εκτίναξη των spread από τις 110 μ.β. τον περασμένο Οκτώβριο στις 350 μ.β. σήμερα δεν πρέπει να αποδίδεται αποκλειστικά και μόνο στους κερδοσκόπους. Η άνοδος των spread οφείλεται σε μεγάλο βαθμό και στα ίδια τα 'δίδυμα' ελλείμματα. Τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα και η έλλειψη αξιόπιστου σχεδίου εξόδου από την κρίση στέλνουν στις αγορές ένα μήνυμα αναποφασιστικότητας για την πρόωθηση των απαραίτητων διαρθρωτικών αλλαγών και την άρση των στρεβλώσεων της οικονομίας. Ως αποτέλεσμα, οι αγορές προεξοφλούν την αύξηση του ελληνικού σχετικού κόστους παραγωγής που με τη σειρά του θα οδηγήσει σε περαιτέρω αύξηση του ελληνικού πληθωρισμού σε σχέση με το μέσο όρο της ΟΝΕ και στη χειροτέρευση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Οι αυξημένες σχετικές πληθωριστικές προσδοκίες οδηγούν σε πτώση των τιμών των ελληνικών ομολόγων σήμερα. Η επαναφορά

των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων στην αρχική τους ισορροπία, προϋποθέτει ριζικές μεταρρυθμίσεις για την αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας και την ουσιαστική βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας.

Η αντιμετώπιση της διπλής οικονομικής κρίσης σήμερα στη χώρα μας, δημοσιονομικής και οικονομικής, μπορεί να γίνει με ένα μείγμα πολιτικής που θα υπηρετεί δύο συγκεκριμένους στόχους: Πρώτον, μια αυστηρή δημοσιονομική προσαρμογή για να ανακτήσουμε την αξιοπιστία μας στις διεθνείς αγορές, την αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας και τη δραστική μείωση των spreads. Αυτό μπορεί να γίνει με την άμεση αναθεώρηση του Προγράμματος Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΠΣΑ), με στόχο τη βελτίωσή του στα εξής σημεία: α) διόρθωση του (προϋπολογισθέντος για το 2010) πρωτογενούς ελλείμματος σε πρωτογενές πλεόνασμα, με έμφαση στην περικοπή δαπανών, για να στείλουμε στις αγορές ένα ισχυρό μήνυμα αυστηρής δημοσιονομικής προσαρμογής, β) άμεση συγκράτηση της ανοδικής τάσης του δημόσιου χρέους για το 2010 και 2011, με εφάπαξ έσοδα από αποκρατικοποιήσεις κι άλλες πηγές, π.χ. την αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του ελληνικού Δημοσίου, γ) ποσοτικοποίηση και κοστολόγηση των μέτρων προσαρμογής για τα έτη 2011 και 2012, εξασφαλίζοντας την επίτευξη δημοσιονομικής διατηρησιμότητας στο τέλος της τριετίας, δηλ. την οργανική αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, που είναι και το ζητούμενο. Δεύτερον, την επιστροφή της οικονομίας μας σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης μέσω ενίσχυσης της ενεργού ζήτησης με αντισταθμιστικά μέτρα που συνεπάγονται ελάχιστο δημοσιονομικό κόστος. Και οι δύο πολιτικές, η συσταλτική δημοσιονομική πολιτική και τα μέτρα για την ενίσχυση της ζήτησης και την ανάκαμψη της οικονομίας θα πρέπει να εφαρμοσθούν ταυτόχρονα, γιατί μόνο με αυτό τον τρόπο θα μπορέσουμε να βγούμε από το σημερινό οικονομικό και δημοσιονομικό αδιέξοδο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Πέντε παρατηρήσεις για τα ελληνικά ομόλογα*

Οι πρόσφατες υποβαθμίσεις των ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης μας υπενθύμισαν με τον πιο δραματικό τρόπο κάτι που, όπως φαίνεται, είχαμε ξεχάσει στην Ελλάδα: η αντικατάσταση της δραχμής από το ευρώ αποτελεί, σε τελική ανάλυση, μια νομισματική αλλαγή, η οποία εξ ορισμού δεν μπορεί να εξαλείψει το συστημικό κίνδυνο από τα χρονίζοντα διαρθρωτικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας που πρωτίστως αντικατοπτρίζονται στα δίδυμα ελλείμματά της, δηλ. το δημοσιονομικό έλλειμμα και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Με την εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου που συνεπάγεται η υιοθέτηση του ευρώ, ο ως άνω συστημικός κίνδυνος ενσωματώνεται αποκλειστικά στην ονομαστική απόδοση των ομολόγων, δεδομένου ότι η διόρθωση της νομισματικής ισοτιμίας, μέσω μιας *de facto* υποτίμησης, είναι πλέον ανέφικτη. Ως γνωστόν, πριν από την ένταξή μας στην ΟΝΕ, η επιδείνωση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αντιμετωπιζόταν συχνά με μια υποτίμηση της δραχμής. Θυμίζω τις υποτιμήσεις των ετών 1983, 1985 και 1998. Το ευρώ μας προστατεύει από τις υποτιμήσεις του νομίσματος που γνωρίσαμε στο παρελθόν. Όμως, μετά από την ένταξή μας στην ΟΝΕ, οι αγορές επικεντρώνονται τώρα σε κάτι άλλο: στο δημοσιονομικό έλλειμμα και στο κυβερνητικό χρέος και επιβάλλουν την αύξηση του κόστους δανεισμού της χώρας μέσω της αύξησης των διαφορών αποδόσεων μεταξύ των ελληνικών ομολόγων και των αντίστοιχων γερμανικών (*spread*), που συχνά ακολουθεί την υποβάθμιση της πιστοληπτικής της ικανότητας. Με άλλα λόγια, ο 'βραχνάς' της υποτίμησης του νομίσματος του παρελθόντος, έγινε σήμερα ο 'βραχνάς' της υποβάθμισης των κρατικών ομολόγων.

* Δημοσιεύθηκε στην εφημερίδα *Καθημερινή* στις 17 Ιανουαρίου 2010.

Είναι αλήθεια ότι τα πρώτα χρόνια μετά την ένταξη της Ελλάδας στην ευρωζώνη ήταν ιδιαίτερα χαμηλές οι διαφορές των αποδόσεων (spread) των μακροχρόνιων ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου και των αντίστοιχων ομολόγων του γερμανικού Δημοσίου (του γνωστού Bund, που διαχρονικά θεωρείται ως το ομόλογο με το ελάχιστο ή/και μηδενικό ρίσκο στην ευρωζώνη και αξιολογείται σταθερά με την υψηλότερη βαθμολογία, AAA). Συγκριμένα, μεταξύ του 2001-2007 τα spread μεταξύ ελληνικών και γερμανικών ομολόγων ήταν, κατά μέσο όρο, περίπου 30 μονάδες βάσης (μ.β.).

Ωστόσο, αυτή η περίοδος χαρακτηρίζεται από μεγάλη οικονομική μεγέθυνση. Στο διάστημα από το Νοέμβριο 2008 μέχρι τον Απρίλιο 2009 υπήρξαν έντονες μεταβολές στα επίπεδα των spreads μεταξύ 220-300 μ.β. Όμως, αυτή η εκτίναξη των spreads οφείλονταν κυρίως στην πτώση των αποδόσεων των γερμανικών ομολόγων – πτώση η οποία προκλήθηκε λόγω του κλίματος διεθνούς αβεβαιότητας που έστρεψε τους διεθνείς επενδυτές στα ασφαλή γερμανικά ομόλογα, ένα φαινόμενο που έγινε γνωστό ως “flight to safety” – και όχι τόσο στην άνοδο των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων. Στα μέσα του 2009 τα spread διαμορφώθηκαν μεταξύ 110-160 μ.β., ακόμη και όταν ανακοινώθηκε από τη νέα κυβέρνηση τον περασμένο Οκτώβριο η επίσημη εκτίμηση για το δημοσιονομικό έλλειμμα του 2009 στο 12,7% του ΑΕΠ. Κατά τους τρεις τελευταίους μήνες του 2009 υπήρξε μεγάλη και απότομη άνοδος των spread στις 250 μ.β. Αυτή τη φορά η αύξηση των spread οφειλόταν, μεταξύ άλλων, στο γεγονός ότι οι αγορές θεώρησαν ότι η χώρα δεν ανταποκρινόταν στις απαιτήσεις της ΕΕ για υιοθέτηση μέτρων μείωσης του ελλείμματος με μόνιμο χαρακτήρα.

Ένα βασικό ερώτημα σε ό,τι αφορά την πρόσφατη άνοδο του ελληνικού spread είναι κατά πόσο αυτή αποτελεί προσωρινό φαινόμενο απόκλισης από μια ισορροπία χαμηλής τιμής, όπως αυτές που παρατηρούσαμε μέχρι τα μέσα του 2007, ή φαινόμενο δομικού χαρακτήρα, δηλαδή προσαρμογή σε μια νέα ισορροπία υψηλής τιμής, όπως αυτές που παρατηρούμε τις τελευταίες εβδομάδες. Σε περιόδους παγκόσμιας αύξησης της αποστροφής κινδύνου, όπως αυτή που διανύουμε, οι διεθνείς αγορές πράγματι αντιδρούν πιο έντονα από ό,τι συνήθως σε αρνητικές ειδήσεις όπως η πρόσφατη ανακοίνωση δυσμενών δημοσιονομικών στοιχείων και η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδος. Πιθανότατα, λοιπόν, η αύξηση της διαφοράς των αποδόσεων του ελληνικού ομολόγου έναντι του αντίστοιχου γερμανικού να περιλαμβάνει και ένα στοιχείο προσωρινής υπεραντίδρασης λόγω

του δύσπιστου διεθνούς περιβάλλοντος. Εντούτοις, το μέγεθος της αύξησης, αλλά και η διαφοροποίηση του ελληνικού spread σε σχέση με άλλες χώρες, που και αυτές πρόσφατα ανακοίνωσαν δυσμενή δημοσιονομικά στοιχεία, μας υποχρεώνουν να διερευνήσουμε κατά πόσο η αύξηση αυτή είναι κατά κύριο λόγο δομικό φαινόμενο. Ποιό είναι λοιπόν το στοιχείο εκείνο που οι αγορές αποτιμούν ότι επηρεάζει αρνητικά τις τιμές ισορροπίας των ελληνικών ομολόγων; Υπάρχουν τρεις, μη αλληλοαποκλειόμενες, ερμηνείες.

Πρώτον, μια μείωση της δυνατότητας ρευστοποίησης των ελληνικών ομολόγων σε σχέση με τα γερμανικά λόγω της υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδος. Σε αυτή την περίπτωση το αυξημένο spread αντανακλά αμοιβή περιορισμένης ρευστότητας (liquidity risk). Όμως, τα ελληνικά ομόλογα είχαν πάντα χαμηλότερη δυνατότητα ρευστοποίησης από τα γερμανικά, όπως άλλωστε και αυτά των περισσότερων χωρών της ΕΕ. Ως γνωστόν, η ρευστότητα στην αγορά ομολόγων προσδιορίζεται και από το βάθος της αγοράς, τη χρήση επιτοκιακού swap, τη συμμετοχή σε εξειδικευμένες ηλεκτρονικές πλατφόρμες trading, κ.λπ. Αυτή η ερμηνεία, αν και σχετική, παραμένει ανεπαρκής για να δικαιολογήσει από μόνη της τη μεγάλη αύξηση του ελληνικού spread.

Δεύτερον, ένα αυξημένο ασφάλιστρο κινδύνου που αντανακλά τη μεγαλύτερη, κατά την εκτίμηση των διεθνών αγορών, πιθανότητα κήρυξης στάσης πληρωμών και, ως εκ τούτου, έναν αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο (credit risk). Στην πράξη όμως, ένα τέτοιο σενάριο είναι μακρινό με δεδομένη τη συμμετοχή της χώρας στην ΟΝΕ και τις ασφυκτικές πιέσεις που ήδη δέχεται για περιορισμό των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Αναμφίβολα, οι πρόσφατες αντιφατικές δηλώσεις ανώτερων κυβερνητικών στελεχών περί κινδύνου χρεοκοπίας της χώρας δεν βοήθησαν στην κάλυψη του ελλείμματος αξιοπιστίας που αντιμετωπίζει σήμερα η οικονομική πολιτική της χώρας μας έναντι των διεθνών αγορών. Αυτό το έλλειμμα αξιοπιστίας έχει δύο βασικές πηγές προέλευσης: α) ένα χαμηλό σημείο «εκκίνησης» λόγω της δημοσιονομικής απογραφής του 2004 (π.χ. οι παλινωδίες με τον τρόπο καταγραφής των αμυντικών δαπανών), β) το δημοσιονομικό εκτροχιασμό του 2009 (το δημόσιο χρέος γενικής κυβέρνησης ξεπέρασε τα 270 δισ. ευρώ ή 113,5% του ΑΕΠ), αποτέλεσμα της βαθιάς οικονομικής ύφεσης που πλήττει τη χώρα μας, αλλά και του αποσυντονισμού της κρατικής μηχανής λόγω των διπλών εκλογών του 2009 (με δυσμενείς επιπτώσεις για τη συλλογή των δημόσιων εσόδων, εκτίναξη των κρατικών δαπανών και χαμηλή απορροφητικότητα των κονδυλίων του ΕΣΠΑ).

Τρίτον, προσδοκίες για περαιτέρω αύξηση του διαφορικού πληθωρισμού έναντι της ευρωζώνης και άρα επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Με βάση την εξήγηση αυτή, η οποία βρίσκεται έρεισμα στη σύγχρονη δημοσιονομική θεωρία καθορισμού του γενικού επιπέδου τιμών (fiscal theory of general price level), τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα και η έλλειψη αξιόπιστου σχεδίου εξόδου από την κρίση στέλνουν στις αγορές μήνυμα αναποφασιστικότητας όσον αφορά την προώθηση των απαραίτητων διαρθρωτικών αλλαγών και την άρση των στρεβλώσεων της οικονομίας. Ως εκ τούτου, οι αγορές προεξοφλούν την αύξηση του σχετικού κόστους παραγωγής στην Ελλάδα που με τη σειρά του θα οδηγήσει σε περαιτέρω αύξηση του ελληνικού πληθωρισμού σε σχέση με το μέσο όρο της ΟΝΕ. Οι αυξημένες σχετικές πληθωριστικές προσδοκίες οδηγούν σε πτώση των τιμών των ελληνικών ομολόγων σήμερα.

Οι πιο πάνω, δεύτερη και τρίτη ερμηνεία, συνηγορούν στην παραδοχή ότι οι πρόσφατες εξελίξεις στην αγορά ομολόγων είναι ουσιαστικά μια προσαρμογή του ελληνικού spread σε μια νέα ισορροπία υψηλότερης τιμής και συνεπώς η επαναφορά της οικονομίας στην αρχική της ισορροπία προϋποθέτει ριζικές μεταρρυθμίσεις για την αποκατάσταση της δημοσιονομικής ισορροπίας και την ουσιαστική βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας.

Ποιες είναι, όμως, οι συνέπειες για την ελληνική οικονομία από την αύξηση των spread; Άμεση συνέπεια είναι αύξηση του κόστους εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους. Πρόχειροι υπολογισμοί ανεβάζουν το επιπλέον αυτό κόστος σε περίπου 600 εκατομμύρια ευρώ ετησίως. Υπάρχει όμως ακόμη μία, εξίσου σημαντική, αρνητική συνέπεια για την οικονομία όσον αφορά το κόστος του χρήματος γενικότερα. Εξηγώ: η μείωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της χώρας υποβαθμίζει ταυτόχρονα και την πιστοληπτική διαβάθμιση των ελληνικών τραπεζών με άμεσο αντίκτυπο στην άντληση ρευστότητας από τις διεθνείς αγορές, η οποία εφεξής θα γίνεται με ακριβότερους όρους. Παράλληλα, η προεξοφλούμενη άνοδος του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ μέσα στο 2010 θα πιέσει τις τιμές των ομολόγων σταθερού επιτοκίου. Επιπλέον ο σταδιακός περιορισμός του carry trading, δηλ. ο δανεισμός του Δημοσίου μέσω της πώλησης ομολόγων στις εμπορικές τράπεζες και στη συνέχεια η άντληση ρευστότητας εκ μέρους τους από την ΕΚΤ με ενέχυρο τα ομόλογα του Δημοσίου, θα επηρεάσει πτωτικά τη ζήτηση των ΟΕΔ με άμεσο αντίκτυπο στην τιμολόγησή τους. Ο συνδυασμός των παραπάνω

παραγόντων θα έχει ως πιθανό αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους του χρήματος και την παράταση της πιστωτικής ασφυξίας. Τέλος, αξίζει να υπενθυμίσουμε ένα γενικότερο και διαχρονικότερο κόστος του φαύλου κύκλου ελλειμμάτων-δημόσιου χρέους. Ως γνωστόν, τα δημοσιονομικά ελλείμματα μεταφέρουν εισόδημα από το μέλλον στο παρόν. Ταυτόχρονα, το κόστος εξυπηρέτησης του δανεισμού που συνεπάγονται τα ελλείμματα μεταφέρουν φόρους από το παρόν στο μέλλον. Σε κάθε περίπτωση, το βάρος των ελλειμμάτων και του χρέους πέφτει στους ώμους των επόμενων γενεών και αυτό είναι κάτι που υποθηκεύει το μέλλον των παιδιών μας.

Συνεπώς, εύλογα προκύπτει το εξής ερώτημα: τι θα πρέπει να γίνει για να πετύχουμε τη δραστική μείωση των spread και την αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης; Λαμβάνοντας υπόψη ότι τόσο η δυναμική και το επίπεδο του δημόσιου χρέους όσο και οι προοπτικές αποπληρωμής του επηρεάζουν το ύψος των spread, απαιτείται μια δημοσιονομική στρατηγική με τα εξής χαρακτηριστικά. Βραχυπρόθεσμα: α) αλλαγή πλεύσης στον προϋπολογισμό του 2010. Πιο συγκεκριμένα, επιβάλλεται η μετατροπή του (προϋπολογισθέντος) πρωτογενούς ελλείμματος σε πρωτογενές πλεόνασμα για να σταλεί στις αγορές ένα ισχυρό μήνυμα αυστηρής δημοσιονομικής προσαρμογής, β) άμεση συγκράτηση της ανοδικής τάσης του δημόσιου χρέους για το 2010 και 2011 με εφάπαξ έσοδα από αποκρατικοποιήσεις κι άλλες πηγές, π.χ. την αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου. Μεσοπρόθεσμα, απαιτείται ένα αξιόπιστο πρόγραμμα σταθεροποίησης και ανάπτυξης, με την εφαρμογή αντισταθμιστικών μέτρων για την τόνωση της ενεργού ζήτησης, αλλά και παράλληλα ένα αυστηρό χρονοδιάγραμμα με συγκεκριμένα κοστολογημένα δημοσιονομικά μέτρα για τη δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων, τα οποία σε συνδυασμό με την επίτευξη θετικών ρυθμών μεγέθυνσης θα διασφαλίσουν την οργανική αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, που είναι και το ζητούμενο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

The price of austerity for indebted Greece*

The pause in Greece's debt talks has cast fresh doubt both on the wisdom of private sector involvement in rescue loans and on the state of the country's economy. But commentators making dire predictions need to be aware that there are limits to what austerity can achieve, since a severe drop in output cuts government revenues.

It is now clear that the design and implementation of the adjustment programmes in Eurozone periphery states were flawed. Portugal and Spain have undergone severe, but ineffective, austerity policies with both countries missing their 2011 budgetary targets. Their debt dynamics are still deteriorating. Unfortunately, Greece's case is even worse: economists expect its deficit fell by less than one per cent of gross domestic product in 2011 with the economy in free fall for a third consecutive year. They estimate that government debt rose from around 145 per cent of GDP in 2010 to more than 160 per cent by the end of 2011 – making the orderly restructuring of Greek debt that is now under way almost inevitable. Fiscal measures totaling some €20 billion reduced the deficit by less than €4 billion in 2011 – yet Greece's government, due to the conditions imposed on it, has tried to get the deficit back on target by repeatedly taking new austerity measures. New taxes were imposed on existing ones; dozens of tax rate increases ended up raising less revenue. Companies and households are already exhausted. One simply cannot raise a lot more tax from an economy sinking into a deep recession. Too much austerity is self-defeating: it leads to a vicious cycle of deficits and recession is the Greek fiscal tragedy today.

The gross inefficiency of the fiscal policies implemented in the

* Δημοσιεύθηκε στην εφημερίδα *Financial Times* στις 17 Ιανουαρίου 2012.

Eurozone's periphery is alarming. A conundrum arises when a country, trying to reduce its budget deficit through austerity, ends up deeper in recession and more indebted. As the economy contracts and prices fall (in an internal devaluation), nominal GDP drops and thus both the debt burden and the debt-to-GDP ratio simultaneously increase.

The crucial question is how this conundrum can be resolved. Our proposed solution regards the main "target variable" of the austerity programme. Any fiscal consolidation in a highly indebted member country of a monetary union should target not the overall fiscal deficit (which is cyclical), but instead the structural deficit. The failure of austerity programmes in the Eurozone's periphery can be attributed to this significant technical mistake in their design. Taking permanent austerity measures to reduce a cyclical deficit will only deepen and prolong a recession. Empirical evidence suggests that the most efficient way to tackle a structural deficit is to focus primarily on expenditure. That means significant cuts in public expenditure including the closure of outdated, loss-making, public sector entities.

As for the cyclical deficit, it will correct itself through the economy's automatic fiscal stabilisers, provided that measures to enhance growth (still missing from the periphery's adjustment programmes) supplement fiscal consolidation. Such measures should include Europe-wide projects and, at a national level, front-loaded payments from European Union structural funds, self-financing concession contracts (for ports, regional airports, highways etc), public private partnerships, and so on. This policy mix – targeting the structural deficit and taking low-cost measures to boost growth – would stabilise the economy at a new equilibrium. This would allow the private sector to again form positive expectations, resulting in a second round of positive changes in private spending and income.

In summary, the austerity programmes in the eurozone's periphery have been unsuccessful, not only because of problems with their implementation, but also due to their incorrect design.

ΚΑΤΑΛΗΚΤΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ (Μάιος 2013)

Έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον η πρόσφατη μεταστροφή του ΔΝΤ – έστω και στα λόγια μέχρι σήμερα – ως προς το δίλημμα της στόχευσης μεταξύ του ονομαστικού και του διαρθρωτικού ελλείμματος. Η Γενική Διευθύντριά του, Christine Lagarde, σε δηλώσεις της μετά την ετήσια σύνοδο του ΔΝΤ τον Οκτώβριο του 2012 (όπως αυτές αναμεταδόθηκαν από το Bloomberg)

σημείωνε τα εξής: *"we do not think it is sensible to actually stick to nominal targets"* ('and she named Portugal, Spain and Greece', πρόσθεσε το πρακτορείο Bloomberg). Λίγους μήνες αργότερα και για το ίδιο ζήτημα, ο επικεφαλής οικονομολόγος του ΔΝΤ, Καθηγητής στο Massachusetts Institute of Technology, Olivier Blanchard (αναμφίβολα ένας από τους καλύτερους μακροοικονομολόγους σήμερα στον κόσμο, κατά τη γνώμη μου στην πρώτη πεντάδα με τους Barro, Summers και τους νομπελίστες Lucas και Πισσαρίδη) σε συνέντευξή του στις 23/1/2013 σημείωνε τα εξής: *"...this had led us to actually rethink our Programs, and there are a number of examples in which we have come to the conclusion that **fiscal consolidation should be modified in some way**. I'll mention two aspects. The first one is that **we have recommended that countries shift from nominal targets to structural targets**.."* (δική μας η έμφαση). Ωστόσο, ο ίδιος ένα χρόνο νωρίτερα (26/1/2012), σε ανταλλαγή ηλεκτρονικών επιστολών με αφορμή τη δημοσίευση του πιο πάνω άρθρου μου στην εφημερίδα *Financial Times* για τη στόχευση του διαρθρωτικού ελλείμματος, υπερασπιζόμενος τη στόχευση του συνολικού ελλείμματος, έγραφε: *"**Cyclical adjustment is not used** because it does not meet the simplicity, timeliness, and reliability requirements for designing performance criteria, which are needed when monitoring programs"*. Εκτιμούμε ότι είναι πλέον θέμα χρόνου η καθιέρωση του διαρθρωτικού ελλείμματος ως μεταβλητή-στόχο και σε προγράμματα προσαρμογής τύπου ΔΝΤ. Άλλωστε, η εκάστοτε τρόικα στις χώρες που υπάγονται σε προσαρμογή απλά εκτελεί εντολές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Towards a wider concept of conditionality for the europaiphery*

A constant stream of alarming economic news is coming from the adjustment programs in europaiphery countries. For instance, in Portugal the government after taking repeated austerity measures, eventually relied on one-off measures to achieve its 2011 budget target, while the economy is expected to contract by more than 3 per cent in 2012. Similarly, Spain missed its 2011 fiscal deficit target by over 2 percent, while the economy will continue to shrink by an estimated 1.7 percent in 2012. It is common knowledge that policies followed by Madrid were based on the same controversial principles of the bailout programs implemented in Portugal but also in Greece. The Greek case is much worse as the economy contracted by almost 7 percent in 2011, the fourth year of continuous recession with an accumulative GDP drop of 15%, while the fiscal deficit is stuck at a level close to 10 percent of GDP. Furthermore, the debt-to-GDP ratio increased by 40% over the last two years, exceeding 160% in 2011 and this made the orderly restructuring of Greek public debt (voluntary PSI program) almost inevitable.

On the surface, it is puzzling that despite the multi-billion bailout programs, the economic situation in these countries is deteriorating. My view here is that it is because of the incorrect design of these programs recession is prolonged, unemployment is skyrocketing while the fiscal situation is not improving. The truth is that these are one-sided austerity programs which throw economies into deep recessions. Even worse, they are self-defeating as they lead to a shrinkage of the economy which makes

* Δημοσιεύθηκε στην εφημερίδα *Wall Street Journal* στις 7 Μαρτίου 2012.

servicing public debt more difficult and leads to an increase of the debt-to-GDP ratio (due to the denominator effect) and ultimately to a debt trap.

This is not to say that fiscal consolidation is not necessary or that there have not been problems with its implementation. My concern here regards *how* this consolidation is carried out. In particular, the implemented rescue programs in the europeriphery countries are based on the concept of *IMF-type conditionality*, where the continuation of the rescue loan is based on a quarterly review of the fiscal performance of the economy. If the fiscal targets are missed (eg. due to the recession resulting from the austerity measures), then even more austerity measures are demanded (due to the *fiscal conditionality*) and implemented under the threat of an outright default for the country in question. The same is true for the *structural conditionality* also imposed by these adjustment programs (i.e. quarterly reviews on the structural reforms implemented). The sword of Damocles that constantly hangs over a country at each evaluation dampens expectations to historical lows, resulting in a dramatic drop of private investment and consumption.

What is also worrisome is that according to the EU Summit of 9 December 2011 this concept of conditionality will now be implemented at an EU-wide level, as the new economic governance through the Fiscal Compact includes strict conditionality for fiscal discipline and severe punishments for countries which violate an *ad hoc* balanced budget rule. The rule requires that the annual structural deficit, namely the deficit adjusted for the impact of the economic cycle, should not exceed 0.5 percent of nominal GDP.

My main argument here is that a broader concept to conditionality is necessary, one that includes a growth clause. In simple terms, the existing adjustment programs are based on the allegation that fiscal consolidation must have a priority, while at the same time there is a complete absence of any recovery-oriented measures that would compensate for the recessionary impact of fiscal austerity and halt the free fall of the economy. I maintain that fiscal consolidation and the recovery-growth agenda must be designed and implemented not in a piecewise manner but rather simultaneously.

A common misconception is that growth measures designed by a government require large state funding. This is not always the case as there are plenty of growth-enhancing measures of low or nil budgetary cost. Such measures include new financial instruments like the project eurobond, the

main objective of which is to attract and facilitate private sector financing of big projects (Barosso-type euro-wide infrastructure projects like trans-national networks) and at a national level, private-public partnerships (as presented in the Monti Report), self-financing concession projects, etc. As a matter of fact, I propose that adjustment programs need to include an element of *investment conditionality*, namely precise targets and deadlines to be set for the types of the growth projects developed subject to quarterly or bi-annual reviews and taking into account the country's structural weaknesses and this is my broader concept of conditionality vis-à-vis the IMF-type conditionality described earlier.

In sum, I have become optimistic as during the last EU Summit of 30 January, proposals to enhance growth and employment in the euro area were discussed. However, they are still being viewed independently and separately from fiscal consolidation. As for adjustment programs in the euro-periphery, the time has come for a *new policy mix* where growth-enhancing measures and fiscal consolidation, based on targeting the structural deficit, have to be implemented simultaneously as part of a broader concept of conditionality. One should not focus exclusively on fiscal consolidation, but equal attention should be given to the growth agenda as both are integral parts of solving a country's debt sustainability problem. To quote Aristotle, "*the whole is more than the sum of its parts*".

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Μια ανάλυση της βιωσιμότητας του ελληνικού χρέους*

Η βαθύτερη από την εκτιμώμενη ύφεση το 2012, αλλά και το καθολικό αίτημα του ελληνικού πολιτικού κόσμου για επιμήκυνση της δημοσιονομικής προσαρμογής για δύο τουλάχιστον χρόνια μέχρι το 2016, έβαλε ξανά, λίγους μήνες μετά το PSI, στο τραπέζι το ερώτημα περί βιωσιμότητας του ελληνικού χρέους, καθώς και του ύψους του νέου χρηματοδοτικού κενού του Προγράμματος. Παραθέτουμε πιο κάτω 5 σενάρια βιωσιμότητας του ελληνικού χρέους και τα συγκρίνουμε με την ανάλυση βιωσιμότητας χρέους (Debt Sustainability Analysis) το Μάρτιο του 2012 από το ΔΝΤ.

Σενάριο 1

Σύμφωνα με το σενάριο βάσης του συγγραφέα, διατηρείται σε μεγάλο βαθμό το σενάριο βάσης (DSA) του ΔΝΤ του Μαρτίου 2012 με τη βασική διαφορά ότι εφαρμόζει καταλληλότερους δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές¹ για περιόδους ύφεσης, αναπροσαρμόζεται προς τα πάνω η ύφεση το 2012 και προσαρμόζεται ανάλογα η χρονοσειρά του ρυθμού οικονομικής

* Αδημοσίευτη μελέτη που συντάχθηκε τον Ιούλιο του 2012. Για πρώτη φορά μετά από την υπογραφή του πρώτου Μνημονίου το Μάιο του 2010, τα πέντε σενάρια βιωσιμότητας που αναλύονται εδώ άνοιξαν εγκαίρως τη σχετική συζήτηση με την τρόικα, το Υπουργείο Οικονομικών, τους αναλυτές στο ΚΕΠΕ, IOBE κ.ά. Έτυχε δε ευνοϊκών σχολίων σε δύο άρθρα στους Financial Times (15/8/2012), ενώ το FT Editorial την ίδια μέρα, με τίτλο "Greece belatedly looks at homework" ασχολήθηκε αποκλειστικά με τη μελέτη αυτή, προβάλλοντας τη σημασία της για την αξιοπιστία της νέας Ελληνικής Κυβέρνησης. Ας σημειωθεί ότι στο τελευταίο και αναθεωρημένο DSA του ΔΝΤ το οποίο χρησιμοποιήθηκε για το πρόγραμμα επαναγοράς ομολόγων του Δεκεμβρίου 2012, η εκτίμηση για το χρέος το 2020 είναι 145%, δηλαδή πλησιάζει πολύ τη δική μας εκτίμηση για 147%.

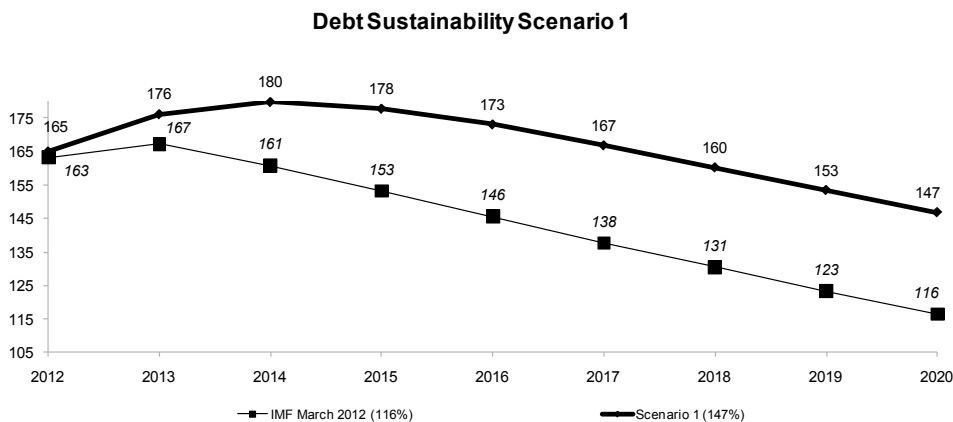
¹ Βλ. Callegari G., Melina G. & N. Batini (2012), "Successful Austerity in the United States, Europe and Japan", IMF Working Papers 12/190, International Monetary Fund και το επόμενο Κεφάλαιο.

μεγέθυνσης. Σε αντίθεση με το σενάριο βάσης του ΔΝΤ, η ύφεση εκτιμάται στο -6,3% για το 2012 έναντι εκτίμησης του ΔΝΤ στο -4,8% και προσαρμόζεται κατάλληλα για τα επόμενα έτη.

Σύμφωνα με αυτό το βασικό σενάριο (βλ. Διάγραμμα 1 και Πίνακες 1 και 2), το χρέος το 2012 θα φθάσει το 165%, έναντι 163,2% του ΔΝΤ, το οποίο θα κορυφωθεί το 2014 στο 180% περίπου, για να επανέλθει το 2020 στα ίδια επίπεδα με το 2010, στο 146,8% έναντι 116,5% σύμφωνα με την εκτίμηση του ΔΝΤ. Βλέπουμε δηλαδή μια διαφορά μεταξύ των δύο εκτιμήσεων που αναλογεί σε 30,3%. Αυτή η διαφορά προκύπτει κατά βάση από τις διαφορετικές εκτιμήσεις για τους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης, αλλά και την επίδραση των μέτρων δημοσιονομικής λιτότητας στο ΑΕΠ, γεγονός που αναδεικνύει με το γλαφυρότερο τρόπο τη σημασία της οικονομικής μεγέθυνσης στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, αλλά και στην προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής και εξυγίανσης.

Διάγραμμα 1

Σύγκριση σεναρίου βάσης ΔΝΤ Μαρτίου 2012 με το Σενάριο 1 (σενάριο βάσης)



Αυτή η υποεκτίμηση της επίδρασης των μέτρων στο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης από την πλευρά του ΔΝΤ θέτει από μόνη της το Πρόγραμμα Προσαρμογής εκτός στόχου. Ας σημειωθεί ότι στη βάση της προβολής της εξέλιξης του χρέους κατά τη διάρκεια του τετραετούς προγράμματος, σύμφωνα με το σενάριο βάσης του ΔΝΤ, προκύπτουν και οι χρηματοδοτικές ανάγκες του Προγράμματος, ώστε να καλυφθούν τα δημοσιονομικά ελλείμματα, όπως και να εξυπηρετείται το χρέος. Συνεπώς κάθε απόκλιση από την προβολή αυτή σημαίνει και δημιουργία νέου χρηματοδοτικού κενού.

Σενάριο 2

Το δεύτερο σενάριο βιωσιμότητας του συγγραφέα εδράζεται στο πρώτο σενάριο με τη διαφορά ότι τα μέτρα του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής εφαρμόζονται σταδιακά σε όλη την τετραετία με ποσοστιαία αναλογία 30-30-30-10, ώστε να καθίσταται ομαλότερη η προσαρμογή και να υπάρξει όσο το δυνατό μικρότερη αρνητική επίπτωση στο ΑΕΠ. Το σκεπτικό αυτό υποστηρίζεται και από τους Callegari, Melina & Batini (βλ. υποσημείωση 1), οι οποίοι συμπεραίνουν πως οι εμπροσθοβαρείς δημοσιονομικές πολιτικές μείωσης χρέους τείνουν να είναι περισσότερο υφειακές σε σχέση με τις ομαλότερα κατανομημένες, με αποτέλεσμα να επιβραδύνουν τη μείωση του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Στον Πίνακα 3 και στο Διάγραμμα 2 διαφαίνονται οι ευεργετικές συνέπειες της ομαλής δημοσιονομικής προσαρμογής σε όλη τη διάρκεια του Προγράμματος, με το ποσοστό δημόσιου χρέους στο τέλος του 2020 να διαμορφώνεται στο 131,8%.

Επίσης αυτό που προκύπτει από τον Πίνακα 3 και το Διάγραμμα 2 είναι η μείωση του χρηματοδοτικού κενού για τη διάρκεια του προγράμματος, μέχρι δηλαδή και το 2016. Η μείωση οφείλεται στο γεγονός ότι αντισταθμίζονται μερικώς οι δυσμενείς συνέπειες των αναθεωρημένων επί τα χείρω αρχικών συνθηκών του Προγράμματος, αλλά και η υποεκτίμηση του ΔΝΤ για την καθαρή επίδραση των μέτρων στο ΑΕΠ. Ο στόχος της βιωσιμότητας του χρέους μέχρι το 2020 φαίνεται και σε αυτό το σενάριο να μην επιτυγχάνεται.

Πίνακας 1

Βασικό σενάριο δυναμικής εξέλιξης του ελληνικού δημόσιου χρέους την περίοδο 2011-2020, DSA Μαρτίου 2012

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Χρέος % ΑΕΠ	107,4	112,6	129,0	144,5	165,3	163,2	167,3	160,7	153,1	145,3	137,5	130,4	123,3	116,5
Πρωτογενές έλλειμμα	2,0	4,8	10,6	5,0	2,4	1,0	-1,8	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,3	-4,3	-4,3
Μεγέθυνση	3,0	-0,1	-3,3	-3,5	-6,8	-4,8	0,0	2,5	3,1	3,0	2,8	2,6	2,5	2,2
Ονομαστικό επιτόκιο	4,8	5,0	4,5	4,4	4,5	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Πληθωρισμός	3,5	4,7	2,8	1,7	1,6	-0,7	-0,5	-0,1	0,8	1,0	1,3	1,6	1,8	1,9

Πηγή: ΔΝΤ, Μάρτιος 2012.

Πίνακας 2

Σενάριο 1: Εναλλακτικό βασικό σενάριο της δυναμικής του ελληνικού δημόσιου χρέους, 2011-2020

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Χρέος % ΑΕΠ	107,4	112,6	129,0	144,5	165,3	165,0	176,2	179,8	177,8	173,1	166,8	160,2	153,5	146,8
Πρωτογενές έλλειμμα	2,0	4,8	10,6	5,0	2,4	1,0	0,5	-0,7	-1,6	-3,0	-3,5	-3,8	-4,0	-4,2
Μεγέθυνση	3,0	-0,1	-3,3	-3,5	-6,8	-6,3	-3,0	-0,6	1,6	2,2	2,5	2,6	2,4	2,1
Ονομαστικό επιτόκιο	4,8	5,0	4,5	4,4	4,5	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Πληθωρισμός	3,5	4,7	2,8	1,7	1,6	-0,7	-0,5	-0,1	0,8	1,0	1,3	1,6	1,8	1,9

Πηγή: Προσομοιώσεις του συγγραφέα.

Πίνακας 3

Σενάριο 2: Το εναλλακτικό βασικό σενάριο της δυναμικής του ελληνικού δημόσιου χρέους 2011-2020, με ομαλή επιμήκυνση της δημοσιονομικής προσαρμογής

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Χρέος % ΑΕΠ	107,4	112,6	129,0	144,5	165,3	165,0	173,5	172,5	167,3	160,5	152,8	145,8	138,6	131,8
Πρωτογενές έλλειμμα	2,0	4,8	10,6	5,0	2,4	1,0	0,5	-1,7	-2,1	-3,7	-4,5	-4,3	-4,3	-4,3
Μεγέθυνση	3,0	-0,1	-3,3	-3,5	-6,8	-6,3	-1,5	1,0	3,1	3,0	2,8	2,6	2,5	2,2
Ονομαστικό επιτόκιο	4,8	5,0	4,5	4,4	4,5	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Πληθωρισμός	3,5	4,7	2,8	1,7	1,6	-0,7	-0,5	-0,1	0,8	1,0	1,3	1,6	1,8	1,9

Πηγή: Προσομοιώσεις του συγγραφέα.

Πίνακας 4

Σενάριο 3: Το εναλλακτικό βασικό σενάριο της δυναμικής του ελληνικού δημόσιου χρέους 2011-2020, με ομαλή επιμήκυνση της δημοσιονομικής προσαρμογής και 0,5% μεγαλύτερη οικονομική μεγέθυνση ανά έτος

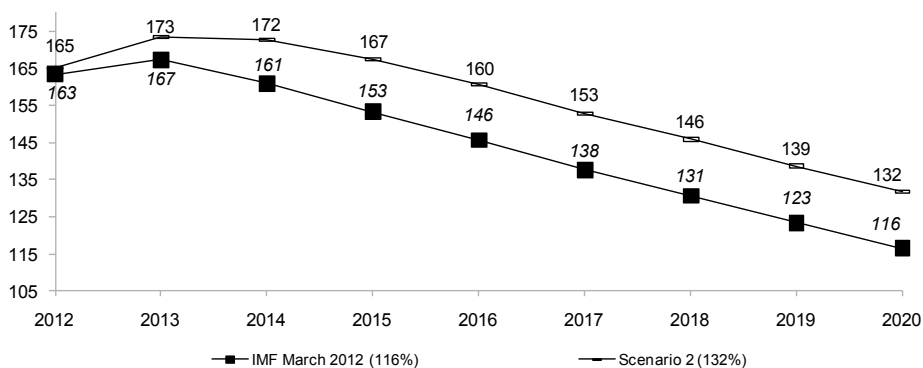
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Χρέος % ΑΕΠ	107,4	112,6	129,0	144,5	165,3	165,0	172,8	170,6	164,3	156,5	147,7	139,7	131,6	123,8
Πρωτογενές έλλειμμα	2,0	4,8	10,6	5,0	2,4	1,0	0,2	-2,0	-2,4	-4,0	-4,8	-4,6	-4,6	-4,6
Μεγέθυνση	3,0	-0,1	-3,3	-3,5	-6,8	-6,3	-1,0	1,5	3,6	3,5	3,3	3,1	3,0	2,7
Ονομαστικό επιτόκιο	4,8	5,0	4,5	4,4	4,5	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Πληθωρισμός	3,5	4,7	2,8	1,7	1,6	-0,7	-0,5	-0,1	0,8	1,0	1,3	1,6	1,8	1,9

Πηγή: Προσομοιώσεις του συγγραφέα.

Διάγραμμα 2

Σύγκριση σεναρίου βάσης ΔΝΤ Μαρτίου 2012 με το Σενάριο 2

Debt Sustainability Scenario 2



Σενάριο 3

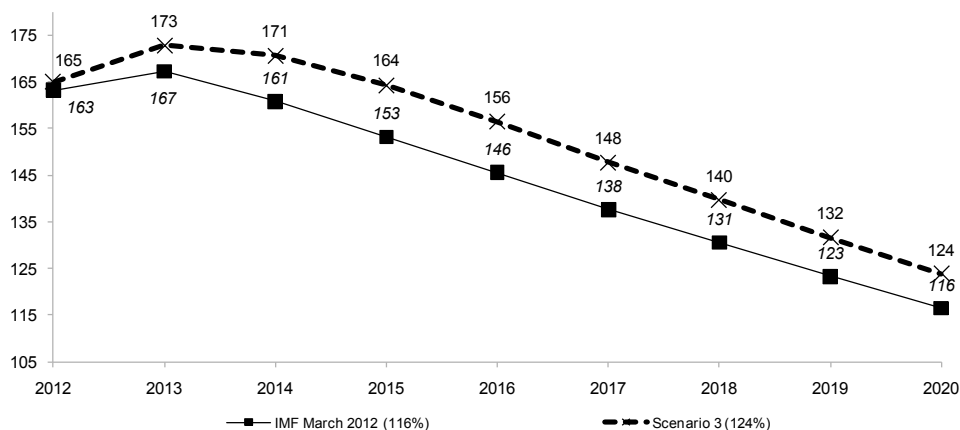
Το τρίτο σενάριο βιωσιμότητας του συγγραφέα εδράζεται στο δεύτερο σενάριο και ενσωματώνεται επιπρόσθετα η υπόθεση ότι αναπτυξιακές παρεμβάσεις δημοσιονομικά ουδέτερες μπορούν να επιτύχουν ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης μεγαλύτερο κατά 0,5% κάθε χρόνο μέχρι και το 2020.

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 4 και το Διάγραμμα 3, αυτή η μικρή βελτίωση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς οι εκτιμήσεις δείχνουν ότι στο τέλος του 2020 ο στόχος της βιωσιμότητας έχει βελτιωθεί σημαντικά, με το χρέος να περιορίζεται στο 123,8%, έναντι 147% και 132% του πρώτου και του δεύτερου σεναρίου. Ειδικά σε σχέση με το Σενάριο 2, αυτή η βελτιωμένη επίδοση της ελληνικής οικονομίας κατά μόλις 0,5% το χρόνο συνεπάγεται βελτίωση (μείωση) του χρέους κατά 8%. Παρ' όλα αυτά, ο στόχος της βιωσιμότητας και πάλι δεν επιτυγχάνεται.

Διάγραμμα 3

Σύγκριση σεναρίου βάσης ΔΝΤ Μαρτίου 2012 με το Σενάριο 3

Debt Sustainability Scenario 3



Σενάριο 4

Το τέταρτο σενάριο βιωσιμότητας του συγγραφέα εδράζεται στο τρίτο σενάριο στο οποίο προστίθεται η υπόθεση μιας ήπιας αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους με ένα OSI+, κατά το πρότυπο του PSI+, ώστε να μειωθεί το χρέος κατά 20 δισ. ευρώ το 2013.

Όπως φαίνεται από τον Πίνακα 5 και το Διάγραμμα 4, μια τέτοια υπόθεση εργασίας θα διαμόρφωνε το χρέος σε βιώσιμα επίπεδα από το 2019, ένα έτος πριν από το στόχο, με πιθανή έξοδο στις αγορές νωρίτερα από τις προβλέψεις του Προγράμματος, με το χρέος το 2020 να φθάνει στο επίπεδο του 112,2%, έναντι 123,8% σύμφωνα με το Σενάριο 3.

Πίνακας 5

Σενάριο 5: Το εναλλακτικό βασικό σενάριο της δυναμικής του ελληνικού δημόσιου χρέους 2011-2020, με ομαλή επιμήκυνση της δημοσιονομικής προσαρμογής, 0,5% μεγαλύτερη οικονομική μεγέθυνση και μεταφορά χρέους €50 δισ. στον ESM

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Χρέος % ΑΕΠ	107,4	112,6	129,0	144,5	165,3	165,0	172,8	172,3	143,0	135,3	126,7	118,9	111,0	103,0
Πρωτογενές έλλειμμα	2,0	4,8	10,6	5,0	2,4	1,0	0,2	-2,0	-2,4	-4,0	-4,8	-4,6	-4,6	-4,6
Μεγέθυνση	3,0	-0,1	-3,3	-3,5	-6,8	-6,3	-1,0	1,5	3,6	3,5	3,3	3,1	3,0	2,7
Ονομαστικό επιτόκιο	4,8	5,0	4,5	4,4	4,5	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Πληθωρισμός	3,5	4,7	2,8	1,7	1,6	-0,7	-0,5	-0,1	0,8	1,0	1,3	1,6	1,8	1,9

Πηγή: Προσομοιώσεις του συγγραφέα.

Πίνακας 6

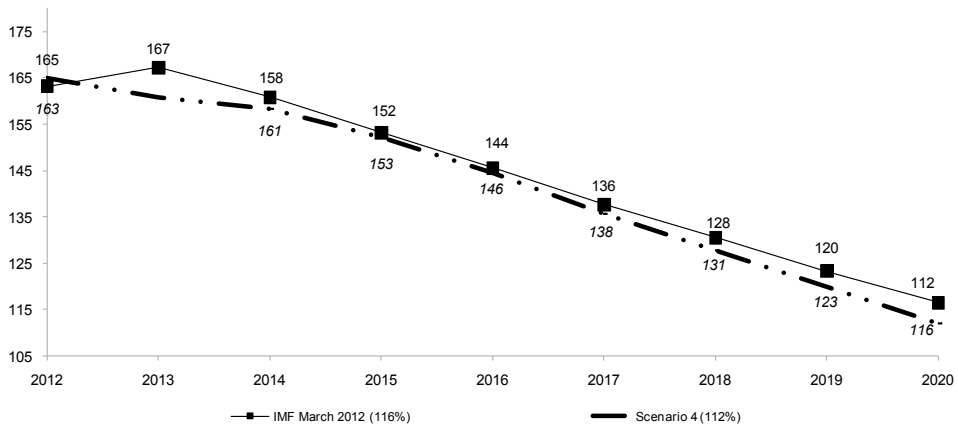
Σενάριο 4: Το εναλλακτικό βασικό σενάριο της δυναμικής του δημόσιου χρέους 2011-2020, με ομαλή επιμήκυνση της δημοσιονομικής προσαρμογής, 0,5% μεγαλύτερη οικονομική μεγέθυνση και αναδιάρθρωση χρέους με όφελος €20 δισ. το 2013

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Χρέος % ΑΕΠ	107,4	112,6	129,0	144,5	165,3	165,0	160,8	158,3	152,2	144,4	135,7	127,8	119,8	112,2
Πρωτογενές έλλειμμα	2,0	4,8	10,6	5,0	2,4	1,0	0,2	-2,0	-2,4	-4,0	-4,8	-4,6	-4,6	-4,6
Μεγέθυνση	3,0	-0,1	-3,3	-3,5	-6,8	-6,3	-1,0	1,5	3,6	3,5	3,3	3,1	3,0	2,7
Ονομαστικό επιτόκιο	4,8	5,0	4,5	4,4	4,5	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Πληθωρισμός	3,5	4,7	2,8	1,7	1,6	-0,7	-0,5	-0,1	0,8	1,0	1,3	1,6	1,8	1,9

Πηγή: Προσομοιώσεις του συγγραφέα.

Διάγραμμα 4
Σύγκριση σεναρίου βάσης ΔΝΤ Μαρτίου 2012 με το Σενάριο 4

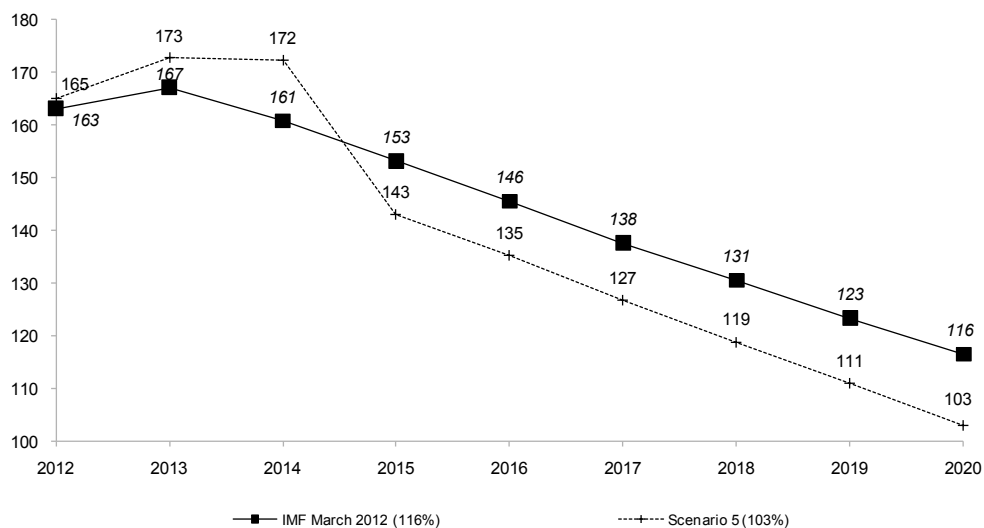
Debt Sustainability Scenario 4



Σενάριο 5

Το πέμπτο υπό εξέταση σενάριο βιωσιμότητας του χρέους του συγγραφέα βασίζεται στο τρίτο σενάριο και λαμβάνει επίσης υπόψη τις αποφάσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στις 28-29 Ιουνίου 2012 για την απευθείας ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος της Ισπανίας από τον ESM. Εάν ισχύσει το ίδιο και για την Ελλάδα, τα 50 δισ. ευρώ για την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών θα μπορούσαν να μεταφερθούν από το δημόσιο χρέος στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (European Stability Mechanism - ESM) ως υποχρεώσεις του τραπεζικού συστήματος. Η υπόθεση του σεναρίου είναι η μεταφορά αυτή να συμβεί το 2015.

Ο Πίνακας 6 και το Διάγραμμα 5 δείχνουν ότι το σενάριο αυτό προβλέπει μείωση του χρέους πολύ κάτω από το στόχο του 120% μέχρι το 2020. Είναι προφανές ότι το σενάριο αυτό υπερτερεί έναντι των υπολοίπων σε όρους βιωσιμότητας δημόσιου χρέους, καθώς ξεπερνά κατά πολύ το στόχο του 2020. Συνεπώς, όσο νωρίτερα συμβεί αυτή η μεταφορά του χρέους προς τον ESM τόσο μεγαλύτερο αποτέλεσμα θα έχει τόσο στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους όσο και στη χρηματοδότηση του Προγράμματος.

Διάγραμμα 5**Σύγκριση σεναρίου βάσης ΔΝΤ Μαρτίου 2012 με το Σενάριο 5****Debt Sustainability Scenario 5**

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΕΝΑ ΣΥΝΤΟΜΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ DSA

Η κρίση ρευστότητας στην Ελλάδα γρήγορα μετεξελίχθηκε σε κρίση δανεισμού, όταν η διαφορά αποδόσεων του ελληνικού ομολόγου αναφοράς από το αντίστοιχο γερμανικό άρχισε να ξεπερνά τις 300 μονάδες βάσης. Αυτό το όριο ήταν περισσότερο ψυχολογικό: σε συνδυασμό με τη διαφαινόμενη ύφεση του α' τριμήνου του 2010 με ρυθμό 2,5%, το δημοσιονομικό έλλειμμα του 2009 να φαίνεται ότι ξεπερνά το 15% του ΑΕΠ, αλλά και το δυσμενές διεθνές οικονομικό κλίμα εις βάρος της Ελλάδος, έθεσε εν αμφιβόλω τη δυνατότητα της Ελλάδος να μπορεί να εξυπηρετεί τα χρέη της και να τηρεί μεσοπρόθεσμα τις υποχρεώσεις της. Πολύ απλά τέθηκε με πιεστικό τρόπο ζήτημα βιωσιμότητας του ελληνικού δημόσιου χρέους.

Αυτή η ίδια η συζήτηση ανατροφοδότησε μέσω αρνητικών προσδοκιών τη δευτερογενή αγορά τίτλων του ελληνικού Δημοσίου πιέζοντας τις τιμές των ομολόγων ολοένα περισσότερο αυξάνοντας αναλόγως και τις αποδόσεις τους σε επίπεδα προ της ένταξης της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ. Αυτές οι εξελίξεις σε συνδυασμό με τη ραγδαία απώλεια αξιοπιστίας της χώρας οδήγησαν στη σύναψη συμφωνίας στήριξης της Ελλάδος από τους Ευρωπαίους εταίρους μας και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

Έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον ένα σύντομο χρονικό των σεναρίων βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους της Ελλάδος, όπως αυτά καταρτίστηκαν από το ΔΝΤ, από την υπογραφή του πρώτου Μνημονίου έως τη σημαντική αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους της Ελλάδος και έπειτα. Βάσει του καταστατικού του, το ΔΝΤ χρηματοδοτεί μια χώρα εφόσον το χρέος της θεωρείται βιώσιμο. Το Μάιο του 2010 υπογράφεται το Μνημόνιο μετά από αίτηση της Ελλάδος για υπαγωγή της στις χρηματοδοτικές διευκολύνσεις του Ταμείου (Request for Stand-By Arrangement).

Στο πλαίσιο της αίτησης της ελληνικής πλευράς για πρόσβαση σε τριετή χρηματοδότηση μέσα από το μηχανισμό στήριξης βάσει συμφωνίας Stand-By (SBA), και ειδικότερα τη χορήγηση 30 δισ. ευρώ από το ΔΝΤ και 80 δισ. ευρώ από τους Ευρωπαίους εταίρους μας, αναλάβαμε τη δέσμευση για τη δημοσιονομική εξυγίανση και την αντιμετώπιση των διαρθρωτικών προβλημάτων της ελληνικής οικονομίας. Η δημοσιονομική προσαρμογή αφορούσε επιπρόσθετα μέτρα 11% ως ποσοστό του ΑΕΠ μέχρι το 2013, επιπλέον των μέτρων που αντιστοιχούσαν σε 5% του ΑΕΠ, τα οποία είχαν ήδη υιοθετηθεί πριν από την υπογραφή του Μνημονίου, με εμπροσθοβαρή εφαρμογή (περίπου 8% του ΑΕΠ το 2010). Το επιχείρημα της εμπροσθοβαρούς πολιτικής της εφαρμογής των μέτρων εδραζόταν στη λογική πως έτσι μειώνεται το ρίσκο της εφαρμογής των μέτρων, αποφεύγεται η κόπωση της προσαρμογής και ανακτάται ταχύτατα η αξιοπιστία της χώρας και του προγράμματος. Σύμφωνα με αυτό το σενάριο, το ΔΝΤ έκρινε το χρέος της Ελλάδος βιώσιμο, εκτιμώντας ότι μέχρι το 2020 θα επανέλθει στο 120% του ΑΕΠ, αφού πρώτα αυτό κορυφωθεί στο 149% το 2012-13. Όσον αφορά το πρωτογενές αποτέλεσμα, τέθηκε ως στόχος επίπεδο πρωτογενούς πλεονάσματος 1% του ΑΕΠ έως το 2012 και ένα ιδιαίτερα φιλόδοξο σενάριο με πρωτογενή πλεονάσματα 6% από το 2015 έως το 2020. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η εξέλιξη του ρυθμού μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ. Η πρόβλεψη του ΔΝΤ για το 2010 ήταν -4%, ενώ η οικονομία θα ανακτούσε τη δυναμική της από το 2012 με ρυθμό 1% και μέτριους ρυθμούς έως και 1,5% μέχρι το 2020. Ουσιαστικά το ΔΝΤ χαρακτήρισε βιώσιμο το σχέδιο δημοσιονομικής προσαρμογής στηριζόμενο σε ένα σενάριο με εξαιρετικά υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα. Είναι σημαντικό να προσέξουμε πως στην ανάλυση ευαισθησίας του ΔΝΤ σε αυτό το σενάριο, ένας ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης μεγαλύτερος κατά 1% για κάθε έτος σε σύγκριση με το σενάριο βάσης, θα διαμόρφωνε το χρέος στο 80% το 2020, ενώ ένας ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης μικρότερος κατά 1%, θα διαμόρφωνε το χρέος στο 166%. Δηλαδή η βελτίωση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης κατά 1% θα οδηγήσει σε βελτιωμένο αποτέλεσμα κατά 40% μέχρι το 2020, γεγονός που αναδεικνύει τη βαρύνουσα σημασία της οικονομικής μεγέθυνσης, ειδικά σε χώρες όπου το χρέος ξεπερνά το 100% ως ποσοστό επί του ΑΕΠ.

Στην πρώτη επισκόπηση (First Review) του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής από το ΔΝΤ, την ΕΚΤ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η οποία δημοσιεύθηκε στις αρχές Σεπτεμβρίου του 2010, αναφέρεται πως το

συμφωνηθέν πρόγραμμα βρίσκεται σε καλό δρόμο, αναγνωρίζει όμως την ύπαρξη επισφαλειών. Η έκθεση αυτή συνοδεύτηκε από μια επικαιροποιημένη ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους.

Σε αυτή την πρώτη επικαιροποίηση η εκτίμηση για το χρέος του 2020 μειώθηκε στο 111% του ΑΕΠ, αποτέλεσμα πολύ καλύτερο από το αρχικά αναμενόμενο. Το αποτέλεσμα αυτό οφείλεται κατά κύριο λόγο στον υψηλότερο από τον αναμενόμενο πληθωρισμό (σε σχέση με την αρχή του προγράμματος), ο οποίος απομειώνει το χρέος, αλλά ακόμα σημαντικότερη παράμετρος είναι η καλύτερη επίδοση της ελληνικής οικονομίας σε όρους οικονομικής μεγέθυνσης.

Η δεύτερη έκθεση (Second Review) το Δεκέμβριο του 2010, αν και θετική, επισκιάζεται από τις σοβαρές αναθεωρήσεις των αρχικών συνθηκών του προγράμματος, όπως και από τη βαθύτερη από την αναμενόμενη ύφεση, επαναπροσδιορίζοντας το σενάριο βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους.

Σύμφωνα με το σενάριο του Δεκεμβρίου 2010, το χρέος θα ανέρχεται στο 131% του ΑΕΠ στο τέλος του 2020. Αυτό οφείλεται κυρίως στη σημαντική αναθεώρηση του πρωτογενούς ελλείμματος του 2009 από 8,7% σε 10,1%, λόγω της χειρότερης επίδοσης της ελληνικής οικονομίας για το έτος 2009 έως και το τέλος του προγράμματος. Η απόκλιση του στόχου για το 2020 από την έκθεση του Σεπτεμβρίου είναι 20%, ενώ σε σχέση με την έκθεση του Δεκεμβρίου είναι 11%. Η τρίτη Έκθεση (Third Review) του Μαρτίου 2011 αναγνωρίζει τις προσπάθειες της χώρας υπό δυσμενείς συνθήκες και αναφέρει ότι ενώ το ΑΕΠ συρρικνώθηκε κατά 4,5% το 2010 επιτεύχθηκε μια προσαρμογή μεγέθους 5,75% περιορίζοντας το έλλειμμα στο 9,5%. Σε αυτή την έκθεση διαπιστώνεται ότι περισσότερο λόγω της ύφεσης θα πρέπει να αναληφθούν πρόσθετα μέτρα καθαρής απόδοσης 3,5% του ΑΕΠ, εκ των οποίων τα περισσότερα είχαν ήδη θεσπιστεί με νομοθετικές πράξεις.

Ενσωματώνοντας τα νέα δεδομένα και τα νέα μέτρα, το τέταρτο σενάριο βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους διαπιστώνει την ύπαρξη ενός δημοσιονομικού κενού για τα έτη 2012-14, μεγαλύτερου από αυτό που είχε προβλεφθεί κατά την έγκριση του προγράμματος, από 1,7% στο 8% του ΑΕΠ. Το χρέος εκτιμάται πως θα φθάσει το 130% του ΑΕΠ, ενώ θα κορυφωθεί στο 159% το 2012.

Αυτό που προκαλεί εντύπωση είναι ότι ενώ σε αυτό το σενάριο περιλαμβάνονται νέα μέτρα, δεν φαίνεται να επηρεάζουν το βραχυπρόθεσμο

ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης. Αντίθετα, εμφανίζουν ρυθμούς μεγέθυνσης βελτιωμένους κατά 0,3% τα τελευταία έτη. Η επίτευξη της διατήρησης του χρέους στο 130% μέχρι το 2020 επιτυγχάνεται στο σενάριο αυτό χάρη στα καλύτερα εκτιμώμενα επίπεδα των πρωτογενών πλεονασμάτων, δεδομένων των νέων μέτρων και της σιωπηρής παραδοχής του ΔΝΤ πως αυτά δεν έχουν επίπτωση στο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης. Χρονικά το σενάριο αυτό ίσως είναι και το επισφαλέστερο που έχει παρουσιάσει το ΔΝΤ για τη χώρα, ενώ αυτή η Έκθεση είναι η τελευταία πριν από την υποβολή του Μεσοπρόθεσμου Πλαισίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) για την περίοδο 2012-2015. Ήδη από την δημοσιοποίηση της Έκθεσης έχει αρχίσει να εντείνεται η συζήτηση σχετικά με την αναγκαιότητα αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους της Ελλάδος, ώστε να καταστεί βιώσιμο σε όρους DSA.

Όπως διαφαίνεται από την εξέλιξη του προγράμματος, ο στόχος για επιστροφή στις αγορές πάνω στην τριετία αποτυγχάνει, από την άλλη υπάρχει πολιτική βούληση σε ευρωπαϊκό επίπεδο να επεκταθεί η χρηματοδοτική ενίσχυση και το πρόγραμμα της Ελλάδος, βλέποντας σε αυτό την αναπόφευκτη αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους με συμμετοχή των ιδιωτών (Private Sector Involvement - PSI), προκειμένου να ανακοπεί η μετάδοση της κρίσης δανεισμού της Ελλάδος και σε άλλες χώρες. Ακριβώς πάνω σε αυτό το πνεύμα κινείται και η τέταρτη Έκθεση (Fourth Review) τον Ιούλιο του 2011. Στην έκθεση τονίζεται πως η εξέλιξη του προγράμματος έχει εκτροχιαστεί κυρίως λόγω των προσδοκιών για αναδιάρθρωση του χρέους, το εντεινόμενο πρόβλημα ρευστότητας και την ακόμα βαθύτερη ύφεση. Στην έκθεση αυτή αναγνωρίζεται η προσπάθεια της Ελλάδος να μειώσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα κάτω από το 3% ως ποσοστό του ΑΕΠ μέχρι το 2014, λαμβάνοντας διαρθρωτικά μέτρα ύψους 10% (πρώτο ΜΠΔΣ) και αναλαμβάνοντας ένα φιλόδοξο σχέδιο αποκρατικοποιήσεων.

Ενσωματώνοντας τα νέα δεδομένα, η αναθεωρημένη ανάλυση βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους της Ελλάδος δείχνει ότι το χρέος το 2020 θα είναι πάλι στο 130% του ΑΕΠ, αφού πρώτα κορυφωθεί στο 172% το 2012.

Δεδομένων των νέων μέτρων του ΜΠΔΣ του Ιουνίου 2011 και του στόχου των 50 δισ. ευρώ από αποκρατικοποιήσεις, αλλά και ένα σενάριο ήπιας εθελοντικής αναδιάρθρωσης (περικοπή αξίας (κούρεμα) κατά 21%) με τη συμμετοχή μόνο του ιδιωτικού τομέα με στόχο την ανταλλαγή των ομολόγων που δεν έχουν φθάσει στην ωρίμανση τους, με νέα μακρύτερη διάρκεια και με το ίδιο κουπόνι, ο στόχος του 130% το 2020 μοιάζει να επιτυγχάνεται.

Ταυτόχρονα τα νέα δάνεια από τους εταίρους θα έχουν κυμαινόμενο επιτόκιο 200 μ.β. υψηλότερο από το τρίμηνο Euribor για τρία χρόνια, ενώ μετά τα πρώτα τρία χρόνια θα είναι κατά 300 μ.β. υψηλότερο, με διάρκεια από 4,5 έως και 10 έτη. Αλλά η αβεβαιότητα είναι ιδιαίτερα σημαντική για την αποτελεσματικότητα της εν λόγω αναδιάρθρωσης, όπως και των εκτιμήσεων για τους ιδιαίτερα φιλόδοξους στόχους πρωτογενών πλεονασμάτων έως και 7,7%, ενώ οι εκτιμήσεις για την επίδραση των μέτρων του πρώτου ΜΠΔΣ στην οικονομική ύφεση δεν είναι ρεαλιστικές.

Η πέμπτη Έκθεση (Fifth Review) του Δεκεμβρίου 2011 ολοκληρώθηκε υπό την πίεση βαθύτερης ύφεσης, αλλά και των σημαντικών αποφάσεων της Συνόδου Κορυφής της ΕΕ του Οκτωβρίου, που επιβεβαίωσε το στόχο χρέους 120% ως ποσοστό του ΑΕΠ μέχρι το 2012 μετά τη συμμετοχή του ιδιωτικού και του επίσημου τομέα στην ελάφρυνση και χρηματοδότηση του χρέους της Ελλάδος. Στην έκθεση αναφέρεται πως το πακέτο στήριξης προς την Ελλάδα και οι όροι του PSI όπως είχαν συμφωνηθεί τον Ιούλιο του 2012 δεν θα έφερναν αποτέλεσμα, καθώς οι εκτιμήσεις αναφέρουν πως μέχρι το 2020 το χρέος θα έφθανε το 152%. Η ανάλυση βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους που συνοδεύει αυτή την έκθεση βασίστηκε σε ρεαλιστικότερες και συντηρητικότερες μακροοικονομικές παραδοχές από την προηγούμενη. Σε αυτό περιλαμβάνονται το σενάριο για απομείωση χρέους ύψους 100 δισ. ευρώ από το PSI (κούρεμα 50%), η χαμηλότοκη χρηματοδότηση του προγράμματος, η νέα αναθεωρημένη προς τα πάνω ύφεση, η καθυστέρηση του προγράμματος αποκρτικοποιήσεων, η ανάγκη ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών, η αναθεώρηση προς τα κάτω των στόχων πρωτογενούς ελλείμματος, η πλήρης εφαρμογή των έως τώρα συμφωνημένων μέτρων και μια σειρά επιπρόσθετων μέτρων τα οποία εκτιμά το ΔΝΤ πως έχουν μια καθαρή επίδραση ύψους 0,5% ως ποσοστό του ΑΕΠ στο 2011 και 2,8% το 2012.

Παρατηρούμε ότι στο νέο σενάριο για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους έχουν αναθεωρηθεί τα ιστορικά δεδομένα και οι εκτιμήσεις, αλλά και οι στόχοι πρωτογενών πλεονασμάτων είναι σαφώς πιο ορθολογικοί από τις προηγούμενες αναλύσεις. Διαπιστώνεται ότι η ύφεση για το 2011 (προσωρινά στοιχεία) έχει ριζικά αλλάξει τις αρχικές συνθήκες προς το χειρότερο, ενώ η εκτίμηση για το 2012 είναι μάλλον αισιόδοξη δεδομένων των νέων μέτρων, αλλά και του σημαντικού carryover effect της ύφεσης. Βάσει αυτών των υποθέσεων, το χρέος θα κορυφωθεί το 2011 στο 161% κυρίως λόγω της μεγάλης ύφεσης, το 2012 θα δεχθεί τις ευεργετικές συνέπειες του

PSI, το 2013 θα μειωθεί στο 152%, αλλά λόγω της ύφεσης και της δυναμικής του δημόσιου χρέους θα αυξηθεί στο 155%, για να μειωθεί από εκεί και πέρα σταδιακά έως τον στόχο του 120% το 2020.

Η ελληνική κυβέρνηση στις 9 Μαρτίου 2012 υπέβαλε αίτηση στο ΔΝΤ για πρόσβαση στο χρηματοδοτικό εργαλείο Extended Fund Facility για χρονικό ορίζοντα 4 ετών, συνολικής αξίας 114,7 δισ. ευρώ. Η έκθεση που συνοδεύει το εργαλείο Extended Fund Facility και περιλαμβάνει την ανάλυση βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους είναι χρονικά τοποθετημένη μετά την ανακοίνωση των όρων του PSI από την ελληνική κυβέρνηση και πριν από την ολοκλήρωσή του, ενώ περιλαμβάνει τα μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης του Extended Fund Facility και τα αναθεωρημένα μακροοικονομικά στοιχεία που δείχνουν ότι η ύφεση για το 2011 αναθεωρείται στο -6,8%.

Το σενάριο αυτό περιλαμβάνει το αποτέλεσμα του PSI και του OSI, τα 50 δισ. ευρώ που απαιτούνται για την ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος μετά την επίπτωση του PSI σε αυτό, τα πρόσθετα μέτρα του εμπροσθοβαρούς προγράμματος ύψους 5,5% του ΑΕΠ στη διετία 2013-2014, το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων αξίας 46 δισ. ευρώ μέχρι το 2020, καθώς και τα αναθεωρημένα δεδομένα έως το 2011 και τους αναθεωρημένους στόχους για πρωτογενή πλεονάσματα. Από τις εκτιμήσεις προκύπτει πως το δημόσιο χρέος συγκρατείται στο 163,2% το 2012, φθάνει στην κορύφωσή του το 2013 στο 167,3% του ΑΕΠ, για να διαμορφωθεί τελικά το 2020 στο 120%, που είναι και ο επιδιωκόμενος στόχος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Ένα σχόλιο για τους δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές*

1. Εισαγωγή

Οι προσαρμογές που έγιναν κατά τη διάρκεια των ετών κορύφωσης της ύφεσης 2010-2011 μελετήθηκαν από τους O. Blanchard και D. Leigh (2013),¹ οι οποίοι έδειξαν ότι τα μεγέθη του δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή που χρησιμοποιούνταν έως τότε για τις προβλέψεις στις δημοσιονομικές προσαρμογές ήταν συστηματικά υποεκτιμημένα από 0,4 έως 1,2. Η γενική παραδοχή για την τιμή του δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή στις αναλύσεις των προγραμμάτων προσαρμογής μέχρι τότε ήταν μεταξύ 0,5 και 0,6, δηλ. για κάθε ένα ευρώ μείωσης του ελλείμματος, η μείωση του ΑΕΠ υπολογίζεται σε 50-60 λεπτά. Προφανώς υπονοούνταν σαφέστατα ένα είδος αναπτυξιακής λιτότητας, η οποία με τη σειρά της προϋποθέτει τη «ρικαρδιανή ισοδυναμία», και η οποία, ως γνωστόν, μπορεί να επαληθευθεί μόνο σε συνθήκες πλήρους απασχόλησης. Σε συνθήκες ύφεσης όμως, με πλεονάζον παραγωγικό δυναμικό, περιορισμένη ρευστότητα, αυξημένη αβεβαιότητα και αρνητικές προσδοκίες, η δημοσιονομική λιτότητα δεν συνεπάγεται αύξηση ιδιωτικών επενδύσεων μέσω crowding in ή/και αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης λόγω χαμηλότερων μελλοντικών φόρων. Έτσι δεν αποτελεί έκπληξη η αναθεώρηση προς τα πάνω των τιμών των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών, που σύμφωνα με τους Blanchard και Leigh θα πρέπει να κυμαίνονται στο εύρος 0,9 με 1,7. Αποτέλεσμα αυτού είναι να υποεκτιμούνται συστηματικά οι υφεσιακές επιπτώσεις των μέτρων λιτότητας, με τις γνωστές πλέον συνέπειες. Προτείνουν μάλιστα ως εξήγηση για

* Αδημοσίευτο κείμενο, ολοκληρώθηκε το Νοέμβριο του 2012.

¹ Blanchard, O. and D. Leigh (2013), "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", *IMF Working Paper* 13/1, January, forthcoming in *The American Economic Review*, May.

την προς τα πάνω αναθεώρηση των τιμών των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του σημερινού μακροοικονομικού περιβάλλοντος² όπως την παρατεταμένη ύφεση και τις ταυτόχρονες πολιτικές λιτότητας.

2. Τι δείχνουν οι σχετικές εμπειρικές μελέτες

Ποιά είναι όμως η επίδραση των επιμέρους δημοσιονομικών εργαλείων (δαπάνες-φόροι) στη μεταβολή του προϊόντος; Πως διαφοροποιείται αυτή η επίδραση κάτω από συνθήκες παρατεταμένης ύφεσης; Αυτά είναι κάποια από τα ερωτήματα που προσπαθούν να απαντήσουν πολλές εμπειρικές μελέτες το τελευταίο διάστημα, ορισμένες από τις οποίες παραθέτουμε παρακάτω.

Καταρχάς, το Οικονομικό Γραφείο του Πρωθυπουργού διεξήγαγε πρόσφατα σχετική έρευνα στοχεύοντας στην ανίχνευση των χαρακτηριστικών τάσεων των ιστορικών ελληνικών δεδομένων με τελικό σκοπό την εκτίμηση του μεγέθους του δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή. Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε για την ανάδειξη της σχέσης μεταξύ δημοσιονομικής προσαρμογής και μεταβολής του ΑΕΠ περιλάμβανε τις εξής επιμέρους μεταβλητές: το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης της Ελλάδος, το ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το δείκτη της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ως προσέγγιση της ανταγωνιστικότητας), το δημοσιονομικό ισοζύγιο (ως προσέγγιση της δημοσιονομικής προσαρμογής), το ελληνικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο και την απόδοση του 10ετούς ελληνικού ομολόγου (ως προσέγγιση των μελλοντικών προσδοκιών). Το μοντέλο εκτιμήθηκε με διάφορες οικονομετρικές μεθόδους (VECM, LSTAR), τα αποτελέσματα των οποίων συγκλίνουν. Η τελευταία μέθοδος (LSTAR) μάλιστα που χρησιμοποιήθηκε, κάνει τη διάκριση μεταξύ ομαλών περιόδων και περιόδων ύφεσης της ελληνικής οικονομίας. Τα αποτελέσματα δείχνουν πως ο πολλαπλασιαστής της δημοσιονομικής

² Ως γνωστόν, ο κλασικός κεύσινανός πολλαπλασιαστής με φορολογία σε μια ανοιχτή οικονομία δίνεται από τη σχέση $1/(s+m+t)$. Στην περίπτωση της Ελλάδος την περίοδο 2010-2012, η υψηλότερη τιμή του πολλαπλασιαστή προσδιορίζεται, μεταξύ άλλων, από τη μεταβολή των εξής: την πτώση στην οριακή ροπή προς αποταμίευση (**s**) (σε μια προσπάθεια διατήρησης του καταναλωτικού προτύπου της περασμένης δεκαετίας), στην αύξηση του οριακού φορολογικού συντελεστή (**t**) λόγω της αυξημένης φορολογικής επιβάρυνσης και τη μείωση της οριακής ροπής προς εισαγωγές (**m**) λόγω της μεγάλης ύφεσης.

προσαρμογής διαφοροποιείται όταν βρίσκεται σε περιόδους ύφεσης. Συγκεκριμένα, ο πολλαπλασιαστής είναι κατά τουλάχιστον 40% μεγαλύτερος σε περιόδους ύφεσης, δηλώνοντας μεγαλύτερο κόστος σε όρους ΑΕΠ κατά την περίοδο της προσαρμογής.³

Οι Barrell et al. (2012) παρουσιάζουν⁴ διάφορες πτυχές της δημοσιονομικής προσαρμογής σε 18 οικονομίες του ΟΟΣΑ. Τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας, σε απόλυτη συνέπεια με την οικονομική θεωρία, δείχνουν ότι οι πολλαπλασιαστές των κρατικών δαπανών για κατανάλωση τείνουν να είναι μεγαλύτεροι σε μέγεθος από τους πολλαπλασιαστές των φόρων και των κρατικών επιδομάτων. Αυτό συμβαίνει διότι οι φόροι και τα επιδόματα αποτελούν μέρος του διαθέσιμου εισοδήματος, άρα οποιαδήποτε μεταβολή μπορεί να απορροφηθεί μέσω μιας προσωρινής προσαρμογής της αποταμίευσης. Έτσι, έχουν μικρότερη επίπτωση στην εγχώρια ζήτηση και κατ' επέκταση στο προϊόν της οικονομίας σε μέσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Επιπλέον, σημειώνουν οι συγγραφείς, οι μειώσεις στις κρατικές δαπάνες έχουν γενικά μεγαλύτερους σε μέγεθος πολλαπλασιαστές επειδή οι μειώσεις αυτές μπορούν να εφαρμοστούν άμεσα στην οικονομία χωρίς αποκλίσεις. Για την Ελλάδα, εκτιμούν τους δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές του πρώτου χρόνου από μια σχεδιασμένη προσαρμογή προσαρμογή 1% του ΑΕΠ, στο -1,07 για κρατικές καταναλωτικές δαπάνες, -0,44 για κρατικά επιδόματα, -0,22 για έμμεσους φόρους και -0,32 για άμεσους φόρους. Η διαφορά στις τιμές των επιμέρους πολλαπλασιαστών είναι αξιοσημείωτη.

Επίσης, σε μια πρόσφατη έρευνα των Auerbach and Gorodnichenko⁵, πραγματοποιούνται εκτιμήσεις σε ένα μεγάλο αριθμό χωρών του ΟΟΣΑ για τους πολλαπλασιαστές των δαπανών, επιτρέποντας τους να μεταβάλλονται ανάλογα με την κατάσταση της οικονομίας. Το βασικό εύρημα της έρευνας είναι ότι η δημοσιονομική πολιτική είναι αρκετά πιο αποτελεσματική σε περιόδους ύφεσης από ό,τι σε περιόδους ανάπτυξης. Συγκεκριμένα, οι πολλα-

³ Μια τέτοια υψηλή τιμή του μεσο-βραχυπρόθεσμου πολλαπλασιαστή (1,5) έχει άλλωστε εφαρμοστεί στις προβλέψεις του συγγραφέα για την ύφεση τα τελευταία τρία χρόνια (βλ. Ι. Α. Μουρμούρας, άρθρο στο *Βήμα της Κυριακής*, Νοέμβριος 2011 και *Ομιλία στη Βουλή των Ελλήνων για τον Προϋπολογισμό*, Δεκέμβριος 2011, κ.λπ.).

⁴ Barrell, R., D. Holland and I. Hurst (2012), "Fiscal Consolidation: Part 2. Fiscal Multipliers and Fiscal Consolidations", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 933, OECD.

⁵ Auerbach, A. and Y. Gorodnichenko (2012), "Fiscal Multipliers in Recession and Expansion", paper prepared for the NBER conference *Fiscal Policy after the Financial Crisis*.

πλασιαστές των κρατικών δαπανών είναι πολύ μεγαλύτεροι στις περιόδους ύφεσης. Αυτό σημαίνει πως μια αυστηρή δημοσιονομική πολιτική η οποία μειώνει τις κρατικές δαπάνες, έχει μεγαλύτερο κόστος στην εγχώρια ζήτηση και προϊόν της οικονομίας. Γενικότερα, αναφέρεται πως οι εκτιμήσεις των επιλεγμένων μακροοικονομικών μεταβλητών που έχουν χρησιμοποιηθεί στην έρευνα είναι εξαιρετικά συνεπείς με την άποψη του Keynes ότι το μέγεθος των πολλαπλασιαστών των κρατικών δαπανών θα πρέπει να κυμαίνεται μέσα στον οικονομικό κύκλο.

Επίσης, τα αποτελέσματα της έρευνας Batini et al.⁶, είναι απόλυτα συνεπή με αυτά των Auerbach and Gorodnichenko (2012): α) Οι δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές των δαπανών είναι σημαντικά μεγαλύτεροι κατά την περίοδο της ύφεσης, β) τα όποια κέρδη από την ανάκτηση της αξιοπιστίας (confidence effects) κατά τη διάρκεια των περιόδων ύφεσης, δεν αντισταθμίζουν τις αρνητικές επιπτώσεις της δημοσιονομικής προσαρμογής, τουλάχιστον στο βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, γ) Το ακριβές μέγεθος του ενός έτους (1-year) δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή εξαρτάται από τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά μιας χώρας, καθώς επίσης και από τη χρονική περίοδο και τις συγκεκριμένες συνθήκες που εξετάζεται, με εύρος τιμών σε περιόδους ύφεσης μεταξύ 1,6 και 2,6 για τις δαπάνες, και 0,16 με 0,35 για τους φόρους. Στους παρακάτω πίνακες παρατίθενται κάποια από τα αποτελέσματα της έρευνας Batini et al. (2012).

Πίνακας 1

Οι δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές σε περιόδους ύφεσης

	ΕΥΡΩΠΗ		ΙΑΠΩΝΙΑ		ΗΠΑ	
Ορίζοντας	Περιοπή δαπανών	Αύξηση φόρων	Περιοπή δαπανών	Αύξηση φόρων	Περιοπή δαπανών	Αύξηση φόρων
1 τρίμηνο	-2,06	-0,18	-1,34	0,31	-1,96	0,03
1 έτος	-2,56	-0,35	-2,01	0,21	-2,18	-0,16
2 έτη	-2,49	-0,35	-2,01	-0,17	-2,17	-0,65

⁶ Batini, N., Callegari, G. and Melina, G. (2012), "Successful Austerity in the United States, Europe and Japan", *IMF WP/12/190*, July 2012.

Πίνακας 2

Οι δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές σε περιόδους ανάπτυξης

	ΕΥΡΩΠΗ		ΙΑΠΩΝΙΑ		ΗΠΑ	
Ορίζοντας	Περικοπή δαπανών	Αύξηση φόρων	Περικοπή δαπανών	Αύξηση φόρων	Περικοπή δαπανών	Αύξηση φόρων
1 τρίμηνο	-0,41	0,10	-0,71	0,27	-0,95	0,04
1 έτος	-0,43	0,20	-1,40	0,30	-0,33	-0,15
2 έτη	-0,07	0,06	-1,09	0,09	0,49	-0,72

Βασιζόμενη στα πιο πάνω αποτελέσματα των Batini et al. (2012), η Εθνική Τράπεζα⁷ παρουσιάζει μια σειρά εκτιμήσεων για το δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή της Ελλάδας. Πιο συγκεκριμένα, υπολογίζει τον συνολικό δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή με αναφορά στις τιμές των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών της Ευρώπης, ο οποίος σταθμίζεται με βάση τα δημοσιονομικά μέτρα που έχουν εφαρμοσθεί και σχεδιαστεί για την Ελλάδα την περίοδο 2010-2014. Έτσι, ο συνολικός δημοσιονομικός πολλαπλασιαστής για την περίοδο 2010-2012, εκτιμάται από την ΕΤΕ στην τιμή του 0,9 και ανέρχεται στο 1,5 για την περίοδο 2013-2014.

Τέλος, μια ακόμη έρευνα που αφορά αποκλειστικά την Ελλάδα και διεξάχθηκε από την Eurobank⁸ προσπαθεί να δώσει απαντήσεις για τους δημοσιονομικούς πολλαπλασιαστές στην Ελλάδα κατά τη διάρκεια περιόδων ύφεσης και ανάπτυξης. Μάλιστα, διαχωρίζουν τις κρατικές δαπάνες σε δυο υποκατηγορίες: τις δαπάνες για μισθούς, συντάξεις και κοινωνικά επιδόματα και άλλες δαπάνες. Ο πιο πάνω διαχωρισμός είναι εξαιρετικής σημασίας για την Ελλάδα, καθώς το πακέτο των μέτρων για τον Προϋπολογισμό του 2013 είναι βασισμένο πρωτίστως στις μειώσεις των κρατικών δαπανών οι οποίες προέρχονται κατά 80% από μειώσεις σε μισθούς, συντάξεις και κοινωνικά επιδόματα. Τα κύρια αποτελέσματά τους για την περίοδο της ύφεσης δίνουν ένα δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή για την κατηγορία των μισθών,

⁷ Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος - NBG, "Economic & Market Analysis", Νοέμβριος 2012.

⁸ Monokroussos, P., Thomakos, D., "Fiscal Multipliers in deep economic recessions and the case for a 2-year extension in Greece's austerity programme", *Economy & Markets*, Eurobank, October 2012.

συντάξεων και κοινωνικών επιδομάτων της τάξεως του 2,35, ενώ για την κατηγορία των άλλων δαπανών το μέγεθος του πολλαπλασιαστή ανέρχεται στο 1,32. Όσον αφορά το δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή των φόρων, η τιμή του ανέρχεται στο -0,23 κατά μέσο όρο. Ουσιαστικά, αυτό σημαίνει πως η περικοπή των δημόσιων δαπανών μέσω των μειώσεων σε μισθούς, συντάξεις και κοινωνικά επιδόματα επιφέρει μια μεγαλύτερη αρνητική επίδραση στην εγχώρια ζήτηση της οικονομίας.

3. Τα αίτια

Όπως επιβεβαιώνουν οι πιο πάνω εμπειρικές μελέτες, υπάρχει σημαντική διαφορά στις τιμές των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών όταν βρισκόμαστε σε ύφεση. Θα ήταν σημαντικό λοιπόν να αναλύσουμε τους λόγους για τους οποίους υπάρχει αυτή η διαφοροποίηση.

Νομισματική πολιτική - Ρευστότητα

Η πρώτη και κύρια αιτία για το μεγαλύτερο μέγεθος των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών κατά τις περιόδους ύφεσης είναι τα όρια και οι περιορισμοί της νομισματικής πολιτικής: πιο συγκεκριμένα, όταν η νομισματική πολιτική οριοθετείται από το κατώτατο επίπεδο των επιτοκίων (zero lower bound) ή/και η νομισματική πολιτική δεν είναι διαθέσιμο εργαλείο άσκησης πολιτικής. Η πρώτη περίπτωση αναφέρεται στο κατώτατο επιτόκιο, οπότε δεν υπάρχουν περιθώρια περαιτέρω μείωσης του. Η δεύτερη περίπτωση χαρακτηρίζει τις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης. Η απουσία της νομισματικής πολιτικής καθιστά τη δημοσιονομική πολιτική πιο παρεμβατική, εξ ορισμού, εντείνοντας και παρατείνοντας μάλιστα την επίδρασή της. Παρόμοιες είναι και οι επιδράσεις της έλλειψης ρευστότητας, δηλαδή η μικρή ή καθόλου πρόσβαση σε δανεισμό νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Η δημοσιονομική προσαρμογή σε συνδυασμό με τον έντονο περιορισμό της ρευστότητας, ειδικά σε περιόδους ύφεσης, επαυξάνει την αρνητική επίδραση στο προϊόν, καθώς οι καταναλωτές είναι διπλά περιορισμένοι (περικοπές δημόσιων δαπανών σε συνδυασμό με αύξηση των φόρων και περιορισμένη πρόσβαση στο δανεισμό). Έτσι, τόσο η ιδιωτική κατανάλωση όσο και οι ιδιωτικές επενδύσεις, που αποτελούν τις βασικές συνιστώσες της εγχώριας ζήτησης, πλήττονται σημαντικά, με συνέπεια την εντονότερη και παρατεταμένη αρνητική επίδραση της δημοσιονομικής προσαρμογής.

Η ταυτόχρονη λιτότητα

Μια πολύ σημαντική αλλά και πρωτόγνωρη αιτία για την απόκλιση των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών κατά τις περιόδους ύφεσης είναι οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ των κρατών-μελών μιας νομισματικής ένωσης όταν βρίσκονται υπό καθεστώς δημοσιονομικής λιτότητας ταυτόχρονα. Το φαινόμενο αυτό παρατηρείται τα τελευταία τρία χρόνια στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης όπου πολλές οικονομίες βρίσκονται σε πρόγραμμα δημοσιονομικής εξυγίανσης προσπαθώντας να επιτύχουν τους στόχους τους. Έτσι, το γενικότερο εξωτερικό περιβάλλον δεν είναι καθόλου ευνοϊκό για καμία από αυτές τις χώρες. Η περιορισμένη ρευστότητα καθώς και η αυξημένη φορολογία δεν ευνοεί τις εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των χωρών-μελών με συνέπεια τη μείωση της εξωτερικής ζήτησης.

Φερεγγυότητα - Αξιοπιστία

Ο υπερβολικός δανεισμός και η μόχλευση την τελευταία δεκαετία οδήγησαν κάποιες χώρες σε ανεξέλεγκτα επίπεδα δημόσιου και ιδιωτικού χρέους. Τα επίπεδα αυτά δεν γίνονται αποδεκτά με αποτέλεσμα οι χώρες αυτές να χαρακτηρίζονται αναξιόπιστες και να αποκλείονται από τις αγορές. Η υπερβολική δημοσιονομική προσαρμογή φαίνεται να είναι η μόνη διέξοδος επανάκτησης της φερεγγυότητάς τους. Παρόλα αυτά, η προσαρμογή πρέπει να θεωρείται εφικτή και αξιόπιστη επίσης από τους καταναλωτές, αλλά και τους επενδυτές για να επιτύχει το στόχο της. Εάν αναθεωρείται επανειλημμένα, επειδή αποτυγχάνει την επίτευξη των στόχων της, δεν θεωρείται αξιόπιστη, με συνέπεια το κόστος της προσαρμογής να είναι πολύ μεγαλύτερο σε ένταση και σε διάρκεια για την οικονομία (δηλ. ο δημοσιονομικός πολλαπλασιαστής να έχει μια μεγαλύτερη τιμή). Στο τελευταίο αυτό επιχείρημα προστίθεται και ο χαρακτήρας των μέτρων λιτότητας που χρησιμοποιούνται. Εάν τα μέτρα είναι προσωρινά, πλήττεται η αξιοπιστία της δημοσιονομικής προσαρμογής. Αντίθετα, εάν τα μέτρα έχουν μόνιμο χαρακτήρα, δείχνουν τη δέσμευση για μια επιτυχημένη προσαρμογή επηρεάζοντας ανάλογα τις προσδοκίες. Επιπλέον, η αρνητική φημολογία (π.χ. Grexit) όσον αφορά την φερεγγυότητα ή και την εν δυνάμει χρεοκοπία μιας χώρας καθιστούν ακόμα δυσκολότερη την επίτευξη των στόχων της προσαρμογής, διότι οι διεθνείς αγορές ανταποκρίνονται αντίθετα με αυτό που αναμένεται κανονικά (όχι αισθητή μείωση στα spreads). Αυτό με τη σειρά του εντείνει το κόστος της δημοσιονομικής προσαρμογής, μιας και η συσσωρευμένη αυτή

επίδραση από τις αλληπάλληλες προσαρμογές οδηγεί σε παρατεταμένη ύφεση και σε αύξηση του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Αντί επιλόγου, ένα εκτεταμένο σχόλιο. Ας σημειωθεί ότι το όλο ζήτημα δεν είναι ένα απλό οικονομετρικό λάθος του ΔΝΤ. Το θέμα αυτό έχει μια βαθιά ιδεολογική αντιπαλότητα, ριζωμένη στο βάθος του χρόνου, μεταξύ κεϋνσιανών και νεοκλασικών οικονομολόγων και τις σύγχρονες εκδοχές τους ένθεν και ένθεν. Πιο συγκεκριμένα, ένας χαμηλός δημοσιονομικός πολλαπλασιαστής υπονοεί σαφέστατα, από τη μία μεριά ότι ο κεϋνσιανός πολλαπλασιαστής είναι πλέον μια απαξιωμένη ιδέα, ενώ από την άλλη υπονοείται ένα είδος επεκτατικής λιτότητας (*expansionary austerity*), η οποία με τη σειρά της προϋποθέτει τη «ρικαρδιανή ισοδυναμία». Γίνεται μάλιστα επίκληση δημοσιονομικών προσαρμογών από την πρόσφατη ευρωπαϊκή εμπειρία (π.χ. Σουηδία, Βέλγιο κ.ά). Ωστόσο, υπάρχουν τρεις σοβαροί λόγοι που θέτουν υπό αμφισβήτηση τον πιο πάνω ισχυρισμό, δηλ. ότι η δημοσιονομική λιτότητα του Μνημονίου έχει αναπτυξιακή διάσταση στην Ελλάδα: i) ενώ η ευρωπαϊκή εμπειρία αφορούσε ήπιες δημοσιονομικές προσαρμογές, στην Ελλάδα σήμερα επιχειρείται μια έντονη προσαρμογή σε συνθήκες βαθιάς ύφεσης και πιστωτικής ασφυξίας, ii) το διεθνές και ευρωπαϊκό οικονομικό περιβάλλον σήμερα είναι δυσμενές ή στην καλύτερη περίπτωση αναιμικό, και ταυτόχρονης λιτότητας, iii) σε αντίθεση με τις προαναφερθείσες ευρωπαϊκές χώρες που έχουν υψηλή ανταγωνιστικότητα, η χώρα μας έχει ακόμα ένα μεγάλο έλλειμμα ανταγωνιστικότητας.

Μετά το *mea culpa* του ίδιου του ΔΝΤ, η άποψη για τη συστηματική υποεκτίμηση των πολλαπλασιαστών στην Ελλάδα έχει αποκτήσει εκ των υστέρων πολλούς υποστηρικτές, τόσο εδώ όσο και στο εξωτερικό. Αυτό είναι ευχάριστο, αρκεί να μην γίνεται κακή χρήση αυτής της διόρθωσης του λάθους. Είναι διαφορετικό να υποστηρίζεται ότι στο λάθος του ΔΝΤ (δηλ. τη χαμηλή τιμή των πολλαπλασιαστών) οφείλεται η βαθύτερη ύφεση (λάθος) και άλλο να υποστηρίζεται ότι στο λάθος του ΔΝΤ οφείλεται η αστοχία στις προβλέψεις για την ύφεση (σωστό). Με άλλα λόγια, η υποεκτίμηση της ύφεσης δεν είναι και προσδιοριστικός παράγοντας αυτής. Βέβαια, κάποιος θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι η αστοχία στις προβλέψεις για την ύφεση οδηγεί σε αστοχία στις προβλέψεις για το ύψος των φορολογικών εσόδων (άρα και του δημοσιονομικού ελλείμματος) και έτσι, εν τη απουσία ρήτρας ύφεσης, στη λήψη νέων περιοριστικών μέτρων που επιδεινώνουν σε δεύτερο γύρο την ύφεση. Στην πραγματικότητα, δεν προκύπτει από το λάθος του ΔΝΤ

άμεση σχέση, σε πρώτο χρόνο, υποεκτίμησης της ύφεσης και υπερβολικής δόσης μέτρων λιτότητας. Τέτοια σχέση προκύπτει μόνο σε δεύτερο χρόνο λόγω μιας μονοδιάστατης αντίληψης της αιρεσιμότητας (conditionality), το οποίο υπαγορεύει μέτρα πάνω στα μέτρα. Άλλωστε για το ΔΝΤ η όποια ύφεση είναι το αναπόφευκτο κόστος διάσωσης της ελληνικής οικονομίας. Παραμένει άξιον απορίας γιατί και σήμερα επιβάλλονται οι λάθος αυτές τιμές των πολλαπλασιαστών σε ένα πρόγραμμα του ΔΝΤ όπως αυτό της Ελλάδος, όταν το ίδιο το ερευνητικό τμήμα του ΔΝΤ εκτιμά πολύ υψηλότερες τιμές από αυτές που υιοθετούνται (κοντά στην μονάδα).

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΤΙ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΓΝΩΡΙΖΟΥΜΕ

Τα 5 βασικά εργαλεία μιας αποτελεσματικής δημοσιονομικής προσαρμογής

	Δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές (κ)	1,5 (συνολικός)
1	Δημόσιας κατανάλωσης Δημόσιων επενδύσεων Άμεσων φόρων Έμμεσων φόρων	1,2 έως 1,8 2 έως 3 -0,45 (μέση τιμή) -0,22
2	Παραγωγικό κενό (output gap) (ως % του δυνητικού ΑΕΠ)	15
3	Ελαστικότητα προϋπολογισμού (budget elasticity)	0,4 έως 0,45
4	Πρωτογενές διαρθρωτικό πλεόνασμα ή κυκλικά προσαρμοσμένο πλεόνασμα (ως % του ΑΕΠ)	4,9
5	Η συνθήκη μείωσης του χρέους ως % του ΑΕΠ: $\{ (D/Y) \cdot \kappa \} < 1$	$D/Y = 157,5\%, \kappa = 1,5$

ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ:

1. Οι τιμές αναφοράς είναι για το έτος 2012 και αποτελούν εκτιμήσεις του συγγραφέα.
2. Η διακύμανση στην τιμή του δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή κατανάλωσης αφορά επιμέρους πολλαπλασιαστές: έτσι, χαμηλότερη τιμή παίρνει ο πολλαπλασιαστής λειτουργικών δαπανών και υψηλότερη ο πολλαπλασιαστής μισθών και συντάξεων. Το ίδιο ισχύει και για τη διακύμανση στην τιμή του πολλαπλασιαστή δημόσιων επενδύσεων: χαμηλότερη τιμή παίρνει ο πολλαπλασιαστής δημόσιων έργων των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης (ΟΤΑ) και υψηλότερη ο πολλαπλασιαστής μεγάλων δημόσιων έργων εθνικής εμβέλειας.
3. Ο υπολογισμός του μεγέθους του παραγωγικού κενού υποθέτει μια εφάπαξ μείωση του δυνητικού προϊόντος κατά 25% λόγω της απαξίωσης του ανθρώπινου και υλικού κεφαλαίου, ως αποτέλεσμα της υστέρησης (hysteresis).
4. Ο υπολογισμός του πρωτογενούς διαρθρωτικού πλεονάσματος υποθέτει συνολικό δημοσιονομικό έλλειμμα για το 2012 -6,6% και τόκους 5,2% του ΑΕΠ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

Η ανατομία της βαθιάς ύφεσης*

Εξετάζοντας τη δυναμική εξέλιξη των βασικών συστατικών του ΑΕΠ της Ελλάδος τα τελευταία έτη (σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος), διαπιστώνουμε τα εξής: η ιδιωτική κατανάλωση περιορίστηκε κατά 6,2% το 2010, κατά 7,7% το 2011, ενώ ήδη τους πρώτους εννέα μήνες του 2012 έχει υποχωρήσει κατά 8,9%. Ο προφανής λόγος είναι η διαρκής μείωση του διαθέσιμου προσωπικού εισοδήματος τόσο εξαιτίας της μείωσης των αποδοχών (μισθοί και συντάξεις) όσο και από την αύξηση της φορολογίας εισοδήματος μέσα από τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης και την αύξηση των φορολογικών συντελεστών.

Η δημόσια κατανάλωση περιορίστηκε το 2010 κατά 8,7%, το 2011 κατά 5,2%, ενώ τους πρώτους εννέα μήνες του 2012 σημείωσε επιπλέον μείωση κατά 4%, αποτέλεσμα της δεσμεύσεως έναντι των πιστωτών μας για τον εξορθολογισμό των δημόσιων δαπανών. Η πιο ραγδαία υποχώρηση στα μεγέθη των εθνικών λογαριασμών σημειώθηκε στις ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου, οι οποίες ήδη από το 2008 παρουσίασαν μείωση κατά 14,3%, η οποία αντιστοιχεί σε αρνητικό αποτέλεσμα (περίπου -3,8%) στην εξέλιξη του ΑΕΠ της ίδιας χρονιάς (βλ. Πίνακα 1). Το 2009 παρατηρήθηκε περαιτέρω υποχώρηση των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου κατά 13,7%, επιφέροντας 3,2% μείωση στο ΑΕΠ, το 2010 επιπλέον μείωση κατά 15% με αρνητικό αντίκτυπο στο ΑΕΠ κατά 3,1%. Παρόμοια ήταν η εξέλιξη και το 2011, με πτώση των επενδύσεων κατά 19,6% και μείωση του ΑΕΠ κατά 3,6%, ενώ στο πρώτο εννεάμηνο του 2012 η υποχώρηση είναι ήδη της τάξης του 20,6% και η μείωση του ΑΕΠ είναι 3,31% (σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος).

* Αδημοσίευτο κείμενο που συντάχθηκε το Δεκέμβριο του 2012.

Πίνακας 1
Συνιστώσες συνολικής ζήτησης και ΑΕΠ
(σταθερές αγοραίες τιμές έτους 2005)

	Εκατ. ευρώ	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (Ιαν. - Ιούν.)
Ιδιωτική κατανάλωση	134.725	4,4	3,6	4,3	-1,6	-6,2	-7,7	-8,4
Δημόσια κατανάλωση	34.937	3,1	7,1	-2,6	4,9	-8,7	-5,2	-1,75
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	40.020	14,9	22,8	-14,3	-13,7	-15	-19,6	-20,3
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	44.807	4,3	7,1	1,7	-19,4	5,2	0,3	-1,7
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	62.741	11,1	14,5	0,9	-20,2	-6,2	-7,3	-14,6
ΑΕΠ σε αγοραίες τιμές	193.050	5,5	3,5	-0,2	-3,1	-4,9	-7,1	-6,4
Συμβολή στη μεταβολή του ΑΕΠ (%)								
Ιδιωτική κατανάλωση		3	2,5	2,9	-1,1	-4,6	-5,6	-6,44
Δημόσια κατανάλωση		0,6	1,3	-0,5	0,9	-1,7	-1	-0,31
Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου		3,1	5,1	-3,8	-3,2	-3,1	-3,6	-3,18
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών		1,0	1,6	0,4	-4,7	1,0	0,1	-0,33

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

Προχωρώντας ένα επίπεδο ανάλυσης βαθύτερα στα στατιστικά στοιχεία του σχηματισμού κεφαλαίου, σημειώνουμε τα εξής πολύ ενδιαφέροντα. Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε από τον Πίνακα 2, από το 2008 μέχρι τις εκτιμήσεις για το 2014 ο ακαθάριστος σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου στο σύνολο της ελληνικής οικονομίας βαίνει μειούμενος, έχοντας υποχωρήσει σχεδόν στο μισό του 2008. Αυτό το στατιστικό στοιχείο από μόνο του καταδεικνύει τις δυσμενείς επιπτώσεις στο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης. Αλλά δεν είναι το μόνο ανησυχητικό στοιχείο. Ταυτόχρονα στον Πίνακα 2 παρατηρούμε ότι και οι ετήσιες αποσβέσεις πάγιου κεφαλαίου στο σύνολο της ελληνικής οικονομίας αυξάνονται σημαντικά υπερσκελίζοντας τον ακαθάριστο σχηματισμό πάγιου κεφαλαίου. Ως εκ τούτου, ο καθαρός σχηματισμός πάγιου κεφαλαίου για την περίοδο 2011-2014 (εκτιμήσεις) είναι αρνητικός. Δηλαδή παρουσιάζεται συνολικά μια μείωση του συνολικού επενδυμένου υλικού κεφαλαίου, η οποία φαίνεται σύμφωνα με τις εκτιμήσεις ότι θα κορυφωθεί το 2013.

Πίνακας 2 Σχηματισμός παγίου κεφαλαίου							
Έτος (Σε τρέχουσες τιμές, δις. €)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
(1) = (2)+(3) Ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου: συνολική οικονομία	52,607	45,932	39,185	31,592	27,299	26,131	27,744
(2) Αποσβέσεις παγίου κεφαλαίου: συνολική οικονομία	29,846	32,618	35,647	38,832	38,858	37,936	37,562
(3) = (4)+(5) Καθαρός σχηματισμός παγίου κεφαλαίου: συνολική οικονομία	22,761	13,315	3,539	-7,239	-11,559	-11,805	-9,818
(4) Καθαρός σχηματισμός παγίου κεφαλαίου: ιδιωτικός τομέας	18,769	11,076	3,887	-4,822	-9,852	-10,381	-8,751
(5) Καθαρός σχηματισμός παγίου κεφαλαίου: γενική κυβέρνηση	3,992	2,239	-0,348	-2,417	-1,707	-1,425	-1,067

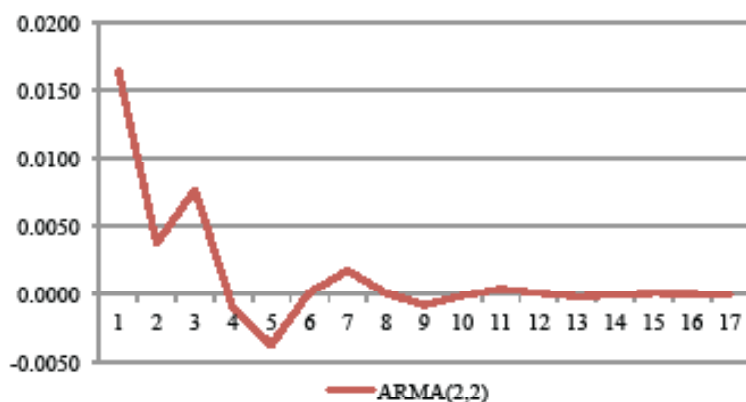
Πηγές: Ameco και Ευρωπαϊκή Επιτροπή. α: εκτιμήσεις, β: προβλέψεις.

Αυτός ο υψηλός όγκος των αποσβέσεων, της απαξίωσης του υλικού κεφαλαίου συμβάλλει αποφασιστικά έτσι ώστε η ύφεση να έχει χαρακτηριστικά υστέρησης¹. Εξηγώ: οι αρχικές επιπτώσεις της ύφεσης μη μόνιμου, δηλ. κυκλικού χαρακτήρα, έχουν μετατραπεί σε μόνιμα προβλήματα διαρθρωτικού χαρακτήρα (απαξίωση υλικού κεφαλαίου λόγω αποβιομηχάνισης, απομείωση του ανθρώπινου κεφαλαίου λόγω υποβάθμισης των δεξιοτήτων του εργατικού δυναμικού που βρίσκεται σε μακροχρόνια ανεργία και μετανάστευση επιστημόνων στο εξωτερικό) οδηγώντας τη χώρα σε μια γενικευμένη αποεπένδυση. Η παρατεταμένη δημοσιονομική λιτότητα μαζί με την αποεπένδυση οδήγησε σε μια μακράς διάρκειας ύφεση (για 6 συνεχή χρόνια, κάτι που δεν έχει ξανασυμβεί στην Ευρώπη), η οποία έχει έντονα χαρακτηριστικά επιμονής.

¹ Χαρακτηριστικά υστέρησης σημαίνει ότι το βάθος της ύφεσης σήμερα μπορεί να έχει μόνιμη (αρνητική) επίδραση (persistence) στο μελλοντικό ΑΕΠ. Ο όρος προέρχεται από τη μελέτη των Blanchard & Summers (NBER, 1986) για το ρόλο των εργατικών συνδικάτων στην επιμονή (persistence) της ευρωπαϊκής ανεργίας κατά τη δεκαετία του 1980 και την αύξηση του NAIKU. Η βασική ιδέα είναι πώς ένα σοκ μπορεί να οδηγήσει σε αυτοσυσχέτιση πρώτου βαθμού (δηλ. το επίπεδο της ανεργίας σήμερα να επηρεάζει την ανεργία αύριο) και έτσι να έχει διαρκή (long-lasting) επίδραση (δηλ. να οδηγήσει σε μόνιμη μείωση του επιπέδου απασχόλησης).

Στο Διάγραμμα 1 φαίνεται ξεκάθαρα ότι το σοκ της αποεπένδυσης που υφίσταται η ελληνική οικονομία έχει επιμονή στη χρονολογική σειρά του ΑΕΠ. Πιο συγκεκριμένα, το αρνητικό σοκ διαρκεί για δέκα τρίμηνα - περιόδους στη χρονολογική σειρά του ελληνικού ΑΕΠ και διαμορφώνει ένα (μόνιμο) χαμηλότερο μονοπάτι για την εξέλιξη του προϊόντος.

Διάγραμμα 1
Επιμονή στη χρονολογική σειρά του ελληνικού ΑΕΠ
(Impulse Response Function)



Εν κατακλείδι, η ύφεση (εξ ορισμού) διευρύνει το παραγωγικό κενό και με τα αποτελέσματα της υστέρησης στις δεξιότητες και στο σχηματισμό καθαρού πάγιου κεφαλαίου έχει σαν συνέπεια και τη μείωση του μελλοντικού ρυθμού μεγέθυνσης και ευημερίας της χώρας.

Η μείωση του ακαθάριστου σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου οφείλεται εν μέρει στη μείωση του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ). Στον Πίνακα 3 παρουσιάζονται στοιχεία του Υπουργείου Οικονομικών, σύμφωνα με τα οποία το ΠΔΕ το 2008 ανερχόταν στα 9,624 δισ. ευρώ ή 4,1% του ΑΕΠ, το οποίο μειώθηκε στα 9,588 δισ. ευρώ το 2009 και εξακολούθησε να μειώνεται φθάνοντας στα 8,454 δισ. ευρώ το 2010, στα 6,608 δισ. ευρώ το 2011, παρουσίασε μια βελτίωση το 2012 στα 6,850 ευρώ, ενώ οι εκτιμήσεις για το 2013 είναι ότι θα επανέλθει στα 6,850 δισ. ευρώ. Υπενθυμίζεται ότι το ΠΔΕ αποτελείται, αφενός, από αμιγώς εθνικούς πόρους και, αφετέρου, από πόρους της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Όπως παρατηρούμε το χρηματοδοτούμενο μέρος από εθνικούς πόρους έχει περιοριστεί σημαντικά.

Πίνακας 3

Έτος	Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ)			Μεταβολή % σε σχέση με προηγούμενο έτος	ΑΕΠ	Ως % του ΑΕΠ
	Λοιποί εθνικοί πόροι	Συγχρ/νο	Σύνολο			
2008	2,559	7,065	9,624	9,3	233,198	4,1
2009	2,455	7,133	9,588	-0,4	231,081	4,1
2010	2,218	6,236	8,454	-11,8	222,151	3,8
2011	1,885	4,722	6,608	-21,8	208,532	3,2
2012*	1,150	5,700	6,850	3,7	194,003	3,5
2013*	0,850	6,000	6,850	0,0	183,049	3,7

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών. * Εκτιμήσεις.

Πρέπει να σημειωθεί ότι δεν είναι υπερβολικός ο ισχυρισμός ότι η σωρευτική ύφεση από το 2008 οφείλεται κατά το ήμισυ (δηλ. απώλεια του ΑΕΠ κατά περισσότερο από 12%) στη δραστική περικοπή των δημόσιων επενδύσεων τα τελευταία έτη.

Υπό αυτή την έννοια, η ανάσχεση της ύφεσης μέσω των επενδύσεων έχει διττό χαρακτήρα: βραχυχρόνια μπορεί να ανακόψει την ελεύθερη πτώση της ελληνικής οικονομίας, ενισχύοντας τις πιθανότητες επιτυχούς εφαρμογής του προγράμματος, αλλά και μεσο-μακροπρόθεσμα προστατεύοντας τη βάση της οικονομικής μεγέθυνσης μέσω της ενίσχυσης των παραγωγικών συντελεστών και τη συνακόλουθη παραγωγικότητα και ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Στο επόμενο Κεφάλαιο προτείνουμε τέτοιες συγκεκριμένες, άμεσα εφαρμόσιμες δράσεις για την ανάσχεση της ύφεσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

Από τη βαθιά ύφεση στην ανάκαμψη*

1. Εισαγωγή

Η ελληνική οικονομία παρουσιάζει τις χειρότερες επιδόσεις της μεταπολίτευσης και καταγράφει μια πρωτοφανή για τα ευρωπαϊκά δεδομένα υφεσιακή πορεία (σε όρους έντασης και διάρκειας). Υπενθυμίζουμε ότι η ύφεση ξεκίνησε το 2008 με ρυθμό μείωσης του πραγματικού ΑΕΠ 0,2%, που διαμορφώθηκε στη συνέχεια σε -3,1% και -4,9% το 2009 και 2010 αντίστοιχα, κορυφώθηκε το 2011 στο -7,1%, ενώ το ΔΝΤ προβλέπει ότι θα υποχωρήσει το 2012 στο -6% και το 2013 στο -4,2%. Η συνολική συρρίκνωση του ΑΕΠ ξεπερνάει το 25% την εξαετία 2008-2013 και συνεπάγεται, μεταξύ άλλων, επιδείνωση της δυναμικής του δημόσιου χρέους από το 130% του ΑΕΠ το 2009, στο 160% το 2012 και στο 174% για το 2013 – λαμβάνοντας υπόψη τις δύο αναδιαρθρώσεις χρέους μέσα στο 2012. Ακόμη χειρότερα, η ανεργία έχει εκτοξευθεί από το 9,5% το 2009, στο 25% για το 2012 με πρωτοφανή ποσοστά σε επίπεδο ΕΕ για τους νέους (61%) και τις γυναίκες (35%). Στα τρία τελευταία χρόνια του Μνημονίου, περισσότερα από 800.000 άτομα έχουν χάσει τις θέσεις εργασίας τους και σήμερα το σύνολο των ανέργων ξεπερνά τους 1.300.000. Εξ αυτών ούτε το ένα τρίτο δεν λαμβάνει το επίδομα ανεργίας, καθώς εκατοντάδες χιλιάδες είναι μακροχρόνια άνεργοι και νέοι/ες.

Τα πιο πάνω αναδεικνύουν περισσότερο από κάθε άλλη φορά τη σημασία, την αναγκαιότητα, αλλά και τον επείγοντα χαρακτήρα για ανάληψη πρωτοβουλιών υλοποίησης δράσεων με σκοπό την ανάσχεση της βαθιάς ύφεσης, *ταυτόχρονα και μέσα στο πλαίσιο* της δημοσιονομικής προσαρμογής που επιβάλλει το Μνημόνιο, και οι οποίες δύνανται να συμβάλουν στην επίτευξη ενός ευνοϊκότερου αρχικού σημείου για την επανεκκίνηση

* Αδημοσίευτο κείμενο. Το πρώτο σχέδιο συντάχθηκε τον Ιούνιο του 2012 και επικαιροποιήθηκε πρόσφατα.

της οικονομίας. Τονίζουμε πως οι αρχικές συνθήκες στην ανάκαμψη είναι καθοριστικές για τη διαδρομή, δηλαδή τη δυναμική εξέλιξη του ΑΕΠ. Όσο ευνοϊκότερο είναι το αρχικό σημείο εκκίνησης, τόσο γρηγορότερα θα επανέλθει η οικονομία σε ένα μακροχρόνιο μονοπάτι βιώσιμης και ισόρροπης οικονομικής μεγέθυνσης. Και ακριβώς για/ αυτό το ουσιαστικό, και όχι απλά θεωρητικό, επιχείρημα είναι επιτακτική η όσο το δυνατόν πιο ταχεία ανάσχεση της ύφεσης.

2. Οι προϋποθέσεις της ανάκαμψης

Υπάρχουν σήμερα σοβαρά ενθαρρυντικά στοιχεία που μας επιτρέπουν με ρεαλισμό να αισιοδοξούμε για την πραγματοποίηση των πιο πάνω στόχων, δηλαδή, για την ανάκαμψη της οικονομίας μας. Έτσι βλέπουμε να πληρούνται μια σειρά από προϋποθέσεις, οι οποίες είναι αναγκαίες (αλλά όχι και ικανές) συνθήκες για την επιστροφή σε θετικούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης. Αυτές είναι συνοπτικά οι εξής:

- **πολιτική σταθερότητα:** μετά τις διπλές εκλογές Μαΐου-Ιουνίου του 2012, προέκυψε μια τρικομματική ισχυρή και σταθερή κυβέρνηση συνεργασίας υπό τον Πρωθυπουργό Αντώνη Σαμαρά.
- **αποκατάσταση της αξιοπιστίας και της εικόνας της χώρας στο εξωτερικό:** προϋφόν συστηματικής δουλειάς και διεργασιών στο ανώτατο κυβερνητικό επίπεδο, κάτι το οποίο ήδη αποτυπώνεται στο διεθνή τύπο και ΜΜΕ, στους διεθνείς και ευρωπαϊκούς οργανισμούς και fora. Αποτέλεσμα είναι η λήξη της συζήτησης περί εξόδου της χώρας από τη ζώνη του ευρώ και επιστροφής στη δραχμή (γνωστή ως Grexit) και η οποία διαλύθηκε μετά την εκταμίευση της δόσης-μαμούθ των 54 δισ. ευρώ το Δεκέμβριο του 2012 από τους Ευρωπαίους εταίρους και το ΔΝΤ. Αυτό άλλωστε αντικατοπτρίζεται και στη μείωση των διαφορών αποδόσεων (spread) σε επίπεδο χαμηλότερο των 1.000 μ.β. από τις 3.000 που είχαν φθάσει πριν από λίγους μήνες.
- **επιτάχυνση των ιδιωτικοποιήσεων:** η επιτάχυνση της υλοποίησης του προγράμματος αναφορικά με τις ιδιωτικοποιήσεις για τις οποίες έχουμε δεσμευτεί θα ανατροφοδοτήσουν τις ιδιωτικές επενδύσεις, αλλά και τις άμεσες ξένες επενδύσεις.
- **σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και της θετικής ψυχολογίας στο εσωτερικό της χώρας:** συνέπεια των σοβαρών προσπαθειών που γίνονται είναι και η βαθμιαία αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και του γενικότερου

κλίματος στο εσωτερικό, όπως αυτή ήδη αποτυπώνεται στους διάφορους δείκτες μέτρησης εμπιστοσύνης, αλλά και στην επιστροφή των καταθέσεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα (οι οποίες ανέρχονται σε περισσότερο από 10 δισ. ευρώ το τελευταίο εξάμηνο του 2012).

Όσον αφορά την ανάκαμψη, η λογική της αρχιτεκτονικής του προγράμματος προσαρμογής τύπου ΔΝΤ που κλήθηκαν να εφαρμόσουν οι ελληνικές κυβερνήσεις στηρίχθηκε σε δύο *παραδοχές*: πρώτον, στη λεγόμενη «επεκτατική λιτότητα» (*expansionary austerity*) και δεύτερον στο ότι οι μεταρρυθμίσεις θα συμβάλουν στην ανάκαμψη της οικονομίας. Υπενθυμίζουμε πως το αρχικό πρόγραμμα περιλάμβανε πρόβλεψη για θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης από το 2012, στη βάση των θετικών αποτελεσμάτων από την εφαρμογή των διαρθρωτικών αλλαγών. Εξηγώ, ξεκινώντας με την πρώτη παραδοχή. Το επιχείρημα της αναπτυξιακής λιτότητας, δηλαδή η λογική των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών σημαντικά μικρότερων της μονάδας (που υιοθετήθηκαν κατά το σχεδιασμό του Προγράμματος), έχει ήδη απορριφθεί εκ των πραγμάτων. Άλλωστε, υπάρχει ήδη δημόσια αναγνώριση του λάθους αυτού από το ίδιο το ΔΝΤ. Όσον αφορά τη δεύτερη παραδοχή, βασικός πυλώνας του ελληνικού (και όχι μόνο) Προγράμματος προσαρμογής είναι η θέση ότι η πιστή εφαρμογή των διαρθρωτικών αλλαγών και μεταρρυθμίσεων θα φέρει σύντομα την ανάπτυξη. Υποστηρίζεται ότι οι καθυστερήσεις στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων, και μόνο αυτές, ευθύνονται για τη βαθιά ύφεση και τις δημοσιονομικές αστοχίες. Δυστυχώς, η αναπτυξιακή ράβδος των μεταρρυθμίσεων δεν μπορεί να κάνει μαγικά: ανοίγοντας κλειστά επαγγέλματα, όπως το επάγγελμα του φορτοεκφορτωτή, του οδηγού ταξί και του ορκωτού εκτιμητή και απελευθερώνοντας το ωράριο των φαρμακείων δεν θα φέρει από μόνο του ανάπτυξη, μιας και χρειάζεται και αύξηση της ζήτησης του προϊόντος! Έτσι το βασανιστικό και αγωνιώδες ερώτημα που προκύπτει είναι από πού θα προέλθει σήμερα, υπό αυτές τις συνθήκες, η αύξηση της ενεργούς ζήτησης, και αν αυτή είναι επαρκής για να βγάλει την οικονομία από το τέλμα στο οποίο έχει περιέλθει;

Η αλήθεια είναι ότι για να δούμε στους εθνικούς λογαριασμούς της ΕΛΣΤΑΤ τα θετικά αποτελέσματα των μεταρρυθμίσεων χρειάζεται επαρκής χρόνος, με συνέπεια, τα βραχυχρόνια αποτελέσματα των διαρθρωτικών αλλαγών, να περιλαμβάνουν μόνο την αρνητική επίδραση των μέτρων λιτότητας στη συνολική ζήτηση. Βεβαίως, η άποψη αυτή του συγγραφέα, δεν αποτελεί εξαίρεση στον κανόνα, αλλά συμπίπτει με τις απόψεις του Οργανισμού

Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), του κατεξοχήν διεθνούς οργανισμού που εξειδικεύεται πάνω στα θέματα των μεταρρυθμίσεων. Σε πρόσφατη μελέτη του, ο ΟΟΣΑ¹ υποστηρίζει ότι σε χώρες οι οποίες βρίσκονται σε ύφεση όπως η Ελλάδα οι διαρθρωτικές αλλαγές, ενώ αυξάνουν το δυνητικό εθνικό προϊόν, δεν μπορούν να αποφέρουν άμεσο αποτέλεσμα στην αντιμετώπιση της ύφεσης, καθώς το επιθυμητό αποτέλεσμα στο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης απαιτεί χρόνο για να γίνει εμφανές. Για παράδειγμα, διαρθρωτικές αλλαγές που άρουν τις δυσκαμψίες των αγορών και ιδιαίτερα στην αγορά εργασίας φαίνεται να έχουν περιορισμένα αποτελέσματα τα πρώτα έτη εφαρμογής. Ιδιαίτερα, σε περιπτώσεις μείωσης των επιδομάτων ανεργίας, με στόχο τη μείωση της ανεργίας, μπορούν να έχουν ακόμα και αρνητικό άμεσο αποτέλεσμα όταν η οικονομία είναι ασθενής. Ακόμα και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που αφορούν την αγορά αγαθών και υπηρεσιών, ενώ μπορούν να αυξήσουν το δυνητικό ΑΕΠ μακροπρόθεσμα και να μειώσουν την ανεργία, δεν μπορούν να έχουν άμεσο αποτέλεσμα. Ουσιαστικά αυτό που συμβαίνει στο τέλος είναι η αύξηση του δυνητικού προϊόντος, δηλαδή η αύξηση της σωρευτικής προσφοράς (aggregate supply) χωρίς να μπορεί να ακολουθήσει αυτή την αύξηση η σωρευτική ζήτηση (aggregate demand), με αποτέλεσμα να διευρύνεται το μεταξύ τους χάσμα. Όταν ενσωματωθούν πλήρως στη λειτουργία της οικονομίας και των αγορών, οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις αρχίζουν και αποδίδουν σταδιακά, πρώτα μέσω της αύξησης της παραγωγικότητας και της αποτελεσματικότητας, μετά μέσω της αύξησης των εξαγωγών και επενδύσεων και σε τρίτο χρόνο μέσω της ενίσχυσης της απασχόλησης και της κατανάλωσης.

3. Παρέκβαση: η ανάκαμψη, το ενδιάμεσο στάδιο της πορείας από την ύφεση στην ανάπτυξη²

Με την οικονομία σε βαθιά και παρατεταμένη ύφεση και την ανεργία σε πρωτοφανή επίπεδα, γίνεται πλέον λόγος σε όλο το φάσμα του πολιτικού κόσμου για ανάπτυξη και δημιουργία θέσεων εργασίας. Λίγοι όμως αντιλαμβάνονται τη δυσκολία του εγχειρήματος υπό τις παρούσες συνθήκες, κι

¹ OECD (2012), *Economic Policy Reforms 2012: Going for Growth*, OECD Publishing.

² Ο Καθηγητής Ηλίας Μπαλόπουλος είναι ο πρώτος στην Ελλάδα που μίλησε (Δεκέμβριος 2009) για τη μεγάλη σημασία της διάκρισης μεταξύ της ανάκαμψης και της ανάπτυξης για μια οικονομία σε ύφεση όπως η ελληνική. Αναγνωρίζω απερίφραστα το πνευματικό μου χρέος.

ακόμα λιγότεροι αντιλαμβάνονται τον τρόπο με τον οποίο θα επιτευχθεί το εγχείρημα αυτό. Σκοπός μας στις επόμενες παραγράφους είναι να διευκρινίσουμε αυτά τα πολύ σημαντικά ζητήματα.

Προφανώς και η χώρα μας χρειάζεται τις μεταρρυθμίσεις για τη δημιουργία ενός σύγχρονου ανταγωνιστικού περιβάλλοντος χωρίς στρεβλώσεις και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας μας. Προφανώς και η χώρα μας χρειάζεται ένα νέο παραγωγικό μοντέλο με βασικούς άξονες τις ιδιωτικές επενδύσεις και την εξωστρέφεια. Οι μεταρρυθμίσεις που επιβάλλει το Μνημόνιο είναι εκ των ων ουκ άνευ και θα πρέπει να υλοποιηθούν στο ακέραιο χωρίς καθυστερήσεις. Επίσης, το δεκαετές σχέδιο ανάπτυξης του Υπουργείου Οικονομικών βαίνει αναμφίβολα και αυτό προς τη σωστή κατεύθυνση. Η χώρα χρειάζεται έναν αναπτυξιακό οδικό χάρτη, ένα σχέδιο που θα καταγράφει τους κλάδους που έχουν ή μπορούν να πετύχουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα για την προσέλκυση ξένων επενδύσεων και την ενίσχυση της απασχόλησης³.

Είναι όμως αφενός οι μεταρρυθμίσεις και αφετέρου ο δεκαετής αναπτυξιακός οδικός χάρτης αποτελεσματικά εργαλεία σήμερα για να αναστραφεί η πορεία ύφεσης μιας οικονομίας-μέλος μιας νομισματικής ένωσης (δηλ. χωρίς τη δυνατότητα υποτίμησης του νομίσματος) και η οποία είναι αντιμέτωπη με μια διπλή και αμφίδρομη κρίση χρέους και τραπεζών (δηλ. αποκλεισμό από τις διεθνείς αγορές και συνθήκες πιστωτικής ασφυξίας); Η πιο πάνω ανάλυση στην προηγούμενη ενότητα για τη χρονική υστέρηση των αποτελεσμάτων των μεταρρυθμίσεων, αλλά και η αυταπόδεικτη τραυματική ελληνική εμπειρία των τελευταίων τριών ετών, όσο και άλλων χωρών στην ευρωπεριφέρεια, πιθανόν υπαγορεύουν μια αρνητική απάντηση στο πιο πάνω ερώτημα. Στις επόμενες ενότητες του παρόντος κεφαλαίου θα υποδείξουμε συγκεκριμένες δράσεις ανάσχεσης της ύφεσης. Εδώ, στην

³ Το δεκαετές αναπτυξιακό σχέδιο (draft) του Υπουργείου Οικονομικών περιλαμβάνει το ΕΣΠΑ και τον ανασχεδιασμό του για την περίοδο 2014-2020, με εκτιμώμενο αποτέλεσμα αξιοποίησης 13 κλάδων της ελληνικής οικονομίας, 550.000 θέσεις εργασίας και 50 δισ. ευρώ προστιθέμενη αξία. Ειδικότερα εκτιμάται ότι η μεγέθυνση πέντε κύριων κλάδων (τουρισμού, ενέργειας, μεταποίησης τροφίμων, αγροτικής παραγωγής, εμπορίου) μαζί με οκτώ αναδυόμενους "αστέρες" (παραγωγή γενόσημων φαρμάκων, ιχθυοκαλλιέργειες, ιατρικός τουρισμός, φροντίδα για την τρίτη ηλικία και τους χρόνιες ασθενείς, διαφημιστικοί κόμβοι, διαχείριση αποβλήτων, εξειδικευμένες κατηγορίες τροφίμων και προγράμματα κλασικών σπουδών) μπορεί να αποφέρει ετήσια ανάπτυξη 3%, αύξηση της παραγωγικότητας 20%, 7 δισ. ευρώ σε φορολογικά έσοδα ετησίως, και 16,5 δισ. ευρώ όφελος στο εμπορικό ισοζύγιο.

παρέκβαση αυτή, θα θέλαμε (i) να ξεκαθαρίσουμε μια εννοιολογική σύγχυση που επικρατεί σχετικά και (ii) να υπογραμμίσουμε το ενδιάμεσο στάδιο που μεσολαβεί μεταξύ βαθιάς ύφεσης και βιώσιμης ανάπτυξης που δεν είναι άλλο από την ανάκαμψη της οικονομίας.

Σχετικά με το πρώτο στοιχείο, οικονομολόγοι, οικονομολογούντες προφήτες και πολιτικοί συχνά ταυτίζουν τις έννοιες ανάπτυξη (growth) και ανάκαμψη (recovery). Αυτή είναι και η άποψη του ΔΝΤ, όπως εκφράζεται και μέσα από το ελληνικό πρόγραμμα προσαρμογής. Έτσι σύμφωνα με το ΔΝΤ, η ανάκαμψη-ανάπτυξη θα προέλθει μέσα από την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων, την αναπτυξιακή λιτότητα και την πολιτική της εσωτερικής υποτίμησης. Η αλήθεια όμως είναι ότι η ανάπτυξη και η ανάκαμψη είναι δύο διακριτές έννοιες, με τη διακριτότητα αυτή να γίνεται πιο έντονη σε οικονομίες που βρίσκονται σε βαθιά ύφεση και σε συνθήκες πιστωτικής ασφυξίας.

Η διάκριση ανάκαμψης και ανάπτυξης δεν είναι στην πρώτη γραμμή της έρευνας σήμερα στην Οικονομική Επιστήμη όπου η τάση είναι για τη σύνδεση του βραχυχρόνιου με το μακροχρόνιο, γνωστό στη σχετική βιβλιογραφία ως “cycles and growth”, με αναλυτικό πλαίσιο τα δυναμικά στοχαστικά υποδείγματα γενικής ισορροπίας (DGSE models), ό,τι πιο σύγχρονο σήμερα στη μακροοικονομική θεωρία. Τα υποδείγματα αυτά όμως αποτυγχάνουν να ερμηνεύσουν τις μεγάλες οικονομικές κρίσεις, όπως η μεγάλη ύφεση στην Ελλάδα σήμερα. Η διάκριση μεταξύ ανάκαμψης και ανάπτυξης δεν είναι απλά και μόνο επιστημολογικής αξίας, αλλά πιστεύουμε είναι και θεμελιώδους σημασίας στην άσκηση της οικονομικής πολιτικής και γι’ αυτό είναι χρήσιμο η διάκριση αυτή να γίνει ευρέως κατανοητή.

Στην Οικονομική Επιστήμη, η έννοια της οικονομικής ανάπτυξης ενσωματώνει την έννοια της οικονομικής μεγέθυνσης⁴ και περιλαμβάνει εκτός από στοιχεία όπως την αύξηση των παραγωγικών δυνατοτήτων, των παραγωγικών συντελεστών, των εισοδημάτων, της κατανάλωσης, της αποταμίευσης, της επίδρασης των εξωτερικοτήτων, κ.λπ., και τις διαρθρωτικές αλλαγές της οικονομίας όχι μόνο σε επίπεδο παραγωγής και κράτους, αλλά και σε επίπεδο θεσμικών και κοινωνικών αλλαγών που από κοινού με τα προηγούμενα στοχεύουν στη βελτίωση του επιπέδου διαβίωσης, της ποιότητας ζωής και της ευημερίας. Ειδικότερα, όταν εφαρμόζονται αναπτυξιακά εργαλεία

⁴ Στις σύγχρονες θεωρίες της ενδογενούς ανάπτυξης, οι δύο έννοιες ανάπτυξη και μεγέθυνση ουσιαστικά ταυτίζονται.

και δράσεις στο πεδίο των διαρθρωτικών αλλαγών, αλλά και σε θεσμικό επίπεδο, πρέπει να κατανοήσουμε πως αφορούν δομικές, μόνιμες αλλαγές του οικονομικού συστήματος, οι οποίες έχουν ένα σαφή προσανατολισμό προς τις μακροχρόνιες δυνατότητες της οικονομίας μετατοπίζοντας την καμπύλη σωρευτικής προσφοράς προς τα δεξιά, αυξάνοντας διαχρονικά το δυνητικό ΑΕΠ. Και αυτή δεν είναι μια αυτόματη προσαρμογή του οικονομικού μοντέλου, αλλά απαιτεί χρόνο πολύ για να μπορέσει να μετουσιωθεί σε όρους κοινωνικής ευημερίας, βελτιώνοντας δείκτες όπως η απασχόληση κ.λπ.

Στον αντίποδα όμως, η ανάκαμψη, η οποία (α) έχει ένα σαφέστατο βραχυχρόνιο χαρακτήρα και (β) προέρχεται πρωτίστως από την πλευρά της ζήτησης (δηλαδή έχει ως κινητήρια δύναμή της τη ζήτηση), οριοθετεί τη λήξη της ύφεσης και το νέο αρχικό σημείο επανεκκίνησης της οικονομίας, ώστε στη συνέχεια να εδραστεί πάνω σε αυτό η οικονομική ανάπτυξη. Η σημασία της ανάκαμψης έγκειται στο γεγονός ότι βελτιώνεται σε σύντομο χρονικό ορίζοντα η συνολική ζήτηση της οικονομίας και με αυτήν οι προσδοκίες. Δηλαδή όσο νωρίτερα και ασφαλέστερα δημιουργήσουμε τις ικανές και αναγκαίες συνθήκες, μέσα από μια σειρά στοχευόμενων δράσεων, οι οποίες θα βελτιώσουν άμεσα τη σωρευτική ζήτηση τόσο μικρότερες θα είναι οι απώλειες κοινωνικής ευημερίας, τόσο πιο επιτυχείς θα είναι οι μεταρρυθμίσεις και τόσο νωρίτερα και ισχυρότερα θα επανέλθει ο ενάρετος κύκλος της ανάπτυξης. Πολιτικές οι οποίες στοχεύουν μονομερώς στη μεγέθυνση του δυνητικού ΑΕΠ, της συνολικής προσφοράς, την αύξηση των παραγωγικών δυνατοτήτων, χωρίς ταυτόχρονα να βελτιώνουν τη συνολική ζήτηση, απλά και μόνο διευρύνουν το παραγωγικό κενό (output gap) και τις μακροοικονομικές ανισορροπίες της οικονομίας.

Η έμφαση στο βραχυχρόνιο λαμβάνει ιδιαίτερη σημασία σε περιόδους βαθιάς ύφεσης, όπου η κατακόρυφη πτώση της ζήτησης οδηγεί στο 'σπάσιμο' του μηχανισμού ανταλλαγής, 'εκφυλίζοντας' την αντίστοιχη καμπύλη ζήτησης του προϊόντος σε ένα μοναδικό σημείο. Σε μια οικονομία που βρίσκεται σε βαθιά ύφεση, με συνεχιζόμενες πολιτικές λιτότητας, με πιστωτική ασφυξία και με την ψυχολογία στο ναδίρ (δηλ. σε παγίδα ύφεσης), έχει μεγάλη σημασία η σταθεροποίηση των προσδοκιών όπως αυτές αποτυπώνονται καταρχάς στους διάφορους προπορευόμενους δείκτες (leading indicators) της ανάκαμψης και κατόπιν στην αύξηση της καταναλωτικής και επενδυτικής δαπάνης. Με άλλα λόγια, είναι κρίσιμο ζήτημα ποιο είναι το σημείο αναστροφής (turning point) της ελεύθερης πτώσης της οικονομίας

(αλλά και το πότε) το οποίο θα οδηγήσει στο σημείο επανεκκίνησης, στο κρίσιμο εκείνο τρίμηνο που θα έχει θετικό πρόσημο η μεγέθυνση του προϊόντος, δηλ. στην ανάκαμψη της οικονομίας. Όσο ευνοϊκότερο είναι το αρχικό σημείο επανεκκίνησης, τόσο γρηγορότερα και ασφαλέστερα θα επανέλθει η οικονομία σε ένα μακροχρόνιο μονοπάτι βιώσιμης και ισόρροπης οικονομικής μεγέθυνσης, δεδομένου ότι οι συνθήκες επίτευξης της ανάκαμψης, δηλ. το ενδιάμεσο στάδιο πριν τη βιώσιμη ανάπτυξη, είναι καθοριστικές για την πορεία προς τη δυναμική εξέλιξη του ΑΕΠ. Επιπλέον, με την ανάκαμψη θα μειωθούν και οι επισφάλειες της δημοσιονομικής προσαρμογής.

Για όλους τους πιο πάνω λόγους, προτείνουμε εδώ στοχευμένες δράσεις ενίσχυσης της συνολικής ζήτησης, άμεσου αποτελέσματος και δημοσιονομικά ουδέτερες (δηλ. συνοδεύονται με συγκεκριμένες προτάσεις για τη χρηματοδότηση αυτών των δράσεων, έτσι ώστε να μην αυξηθεί το έλλειμμα βραχυχρόνια) προκειμένου να αναστραφεί η καθοδική πορεία και να εδράσουμε την επερχόμενη ανάπτυξη σε ασφαλέστερα θεμέλια.

4. Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της ανάκαμψης

Όπως είδαμε και στο προηγούμενο Κεφάλαιο, το αποτέλεσμα της μείωσης της ιδιωτικής κατανάλωσης, αποτέλεσμα των υψηλότερων φόρων και χαμηλότερων μισθών και συντάξεων, είναι το κυρίαρχο στοιχείο στη συνολική μείωση του ΑΕΠ, ακολουθεί η ραγδαία μείωση των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου και μετά η δημόσια κατανάλωση. Δεδομένων των συμφωνιών που έχει υπογράψει η ελληνική κυβέρνηση με τους εταίρους μας σχετικά με το περιοριστικό πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής, οι βαθμοί ελευθερίας στην άσκηση οικονομικής πολιτικής με στόχευση την ανάσχεση της ύφεσης είναι περιορισμένοι. Μια απλή υπενθύμιση των βασικών μεγεθών της εθνικολογιστικής ταυτότητας μας κάνει να διαπιστώσουμε ότι μόνο οι εξαγωγές και οι επενδύσεις μπορούν να αποτελέσουν τα συστατικά της ανάκαμψης.

Ας μείνουμε στην ενότητα αυτή στις εξαγωγές. Τα πρώτα θετικά μηνύματα έρχονται από το κομμάτι της εξέλιξης των εξαγωγών, οι οποίες βελτιώθηκαν το 2010 και οριακά το 2011, στο πρώτο εξάμηνο του 2012 παρουσίασαν μια μείωση ως επί το πλείστον λόγω της συζήτησης περί εξόδου της χώρας από τη ζώνη του ευρώ, ενώ πιο πρόσφατες εκτιμήσεις προβλέπουν αύξηση και στο σύνολο του 2012. Θετικές είναι επίσης οι συνέπειες από τη

ραγδαία μείωση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών. Μάλιστα σύμφωνα με στοιχεία από την ΕΛΣΤΑΤ το γ' τρίμηνο του 2012 οι εξαγωγές ανήλθαν στα 13,636 δισ. ευρώ, ενώ οι εισαγωγές περιορίστηκαν στα 11,390 δισ. ευρώ, δημιουργώντας εμπορικό πλεόνασμα μετά από αρκετό καιρό, επιτρέποντας να ελπίζουμε σε ακόμα καλύτερα αποτελέσματα στο μέλλον.

Σύμφωνα με τον Προϋπολογισμό του 2013 «η συμβολή του εξωτερικού τομέα αναμένεται θετική (συμβολή 2,2 εκατοστιαίων μονάδων στη μεταβολή του ΑΕΠ), ενώ οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών προβλέπεται ότι θα αυξηθούν κατά 2,6% και οι εισαγωγές θα μειωθούν κατά 5,2%. Βεβαίως δεν πρέπει να παραβλέπουμε πως η εξέλιξη αυτή οφείλεται περισσότερο στη σημαντικά μειωμένη εσωτερική ζήτηση παρά σε εξαιρετικές εξαγωγικές επιδόσεις. Με την πάροδο του χρόνου η δυναμική αυτή θα βελτιωθεί με την πλήρη αναδίπλωση των διαρθρωτικών αλλαγών και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας ως αποτέλεσμα και της μείωσης του μοναδιαίου κόστους παραγωγής. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβλέψεις της AMECO, για το σύνολο του 2012 οι εξαγωγές θα αυξηθούν κατά 0,8% και οι εισαγωγές θα περιοριστούν κατά 10%, ενώ τα τελευταία στοιχεία των εθνικών λογαριασμών δείχνουν πως η εκτίμηση της αύξησης του 0,8% μάλλον θα ξεπεραστεί. Τα επόμενα έτη προβλέπονται ακόμα καλύτερα με τις εξαγωγές να αυξάνονται κατά 2,7% το 2013 και 4,8% το 2014. Ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στις εξαγωγές έχει διαδραματίσει, και αναμένεται να είναι σημαντικότερος στο εγγύς μέλλον, η βελτίωση του μοναδιαίου κόστους εργασίας που επιτεύχθηκε στο πλαίσιο των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Σύμφωνα με στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ και προβλέψεις της AMECO, με έτος βάσης το 2005, το 2011 το μοναδιαίο κόστος εργασίας διορθώθηκε στα επίπεδα του 2009 περίπου, ενώ το 2012 παρουσίασε τη σημαντικότερη μείωση ύψους 8,2%, με τις προβλέψεις να εκτιμούν περαιτέρω υποχώρηση 3,55% το 2013. Η ραγδαία μείωση του μοναδιαίου κόστους εργασίας του 2012 αναμένεται να έχει θετικές συνέπειες για τις εξαγωγές από το 2013 και μετά, το οποίο αντικατοπτρίζεται και στις προβλέψεις της AMECO, άλλα και σε σχετική έκθεση του ΟΟΣΑ για τις βραχυχρόνιες επιπτώσεις των διαρθρωτικών αλλαγών στο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης.

5. Άμεσες δράσεις για την ανάκαμψη

Είναι σκόπιμο να τονίσουμε πως η όλη προσπάθεια της χώρας να φέρει εις πέρας το πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής, εκτός των εγγενών προβλημάτων τόσο της ελληνικής οικονομίας όσο και της αρχιτεκτονικής του εφαρμοζόμενου προγράμματος πραγματοποιείται σε δυσμενέστατο διεθνές και ευρωπαϊκό περιβάλλον, π.χ. η ευρωζώνη φαίνεται να περνά από την επιβράδυνση στην ύφεση το 2013, κάτι που θα δυσκολέψει τις εξαγωγικές επιδόσεις της χώρας. Συνεπώς, εκεί που μπορούν να γίνουν καθοριστικές παρεμβάσεις σε επίπεδο άσκησης οικονομικής πολιτικής είναι στο πεδίο των επενδύσεων, τόσο ιδιωτικών όσο και δημοσίων. Και αυτός είναι ακόμα ένας λόγος γιατί είναι κρίσιμο για τη χώρα να εντείνει την προσπάθεια εφαρμογής μιας παλέτας άμεσων μέτρων οικονομικής πολιτικής που θα δημιουργήσουν τις ικανές συνθήκες για την οικονομική ανάκαμψη.

Προφανώς, με δεδομένη τη δημοσιονομική στενότητα και τις δεσμεύσεις μας προς τους πιστωτές, δράσεις και πολιτικές που αυξάνουν το έλλειμμα αποκλείονται εξ ορισμού για τα επόμενα χρόνια. Θα πρέπει λοιπόν να γίνουμε ευρηματικοί, επινοώντας δράσεις *ταυτόχρονα*⁵ και μέσα στο πλαίσιο και τους περιορισμούς της δημοσιονομικής προσαρμογής του Μνημονίου⁶. Τέτοιες δράσεις θα πρέπει: α) να συμβάλλουν στη δημιουργία ενός γενικευ-

⁵ Βλ. π.χ. Balopoulos, E. (2005), *The New Macroeconomics: Reconstructing and Restating Macroeconomics*, στο οποίο ο συγγραφέας συμπεραίνει τα εξής: "Hence, in dealing with recessions-depressions, the policy mix should consist of policies aiming at increasing aggregate demand without affecting adversely and permanently the propensity to save and fiscal discipline, so that the objectives of stability and macroeconomic equilibrium may be reconciled with the objective of sustained economic growth. To this effect, countercyclical fiscal policy would have to be exercised by changes in the public investment budget rather than by changes in the tax rates..." (σελ. 662). Βλ. επίσης, I.A. Mourmouras (2004), 'Endogenous growth, welfare and budgetary regimes', *Journal of Macroeconomics*, 26, 623-635, όπου μέσα από ένα υπόδειγμα ενδογενούς ανάπτυξης με μικροθεμελιώσεις αποδεικνύεται ότι η σταθεροποίηση και η ανάπτυξη μπορούν να επιτευχθούν ταυτόχρονα, μέσω της εξαίρεσης των δημόσιων επενδύσεων από τον υπολογισμό του ελλείμματος, καθώς επίσης, και ότι τα αναπτυξιακά αποτελέσματα των δημόσιων επενδύσεων εξαρτώνται από το δημοσιονομικό καθεστώς μέσα στο οποίο λειτουργεί η Κυβέρνηση.

⁶ Το δίλημμα *σταθεροποίηση ή ανάπτυξη* είναι από τα παλαιότερα στην Οικονομική Επιστήμη. Το Μνημόνιο προτάσει πρώτα τη δημοσιονομική σταθεροποίηση και μετά την ανάπτυξη. Κάποιοι οικονομολόγοι θεωρούν ότι η σταθεροποίηση θα έρθει μέσα από την κρατικοδίαιτη ανάπτυξη, χωρίς εξορθολογισμό των δαπανών, χωρίς μεταρρυθμίσεις, κ.λπ. Η θέση μας είναι ότι σε συνθήκες βαθιάς ύφεσης, δημοσιονομική σταθεροποίηση και ανάκαμψη-ανάπτυξη πρέπει να βαδίζουν παράλληλα.

μένου επενδυτικού σοκ,⁷ και β) να έχουν χαρακτήρα μηδενικού δημοσιονομικού κόστους (π.χ. νομοθετικές πράξεις που δημιουργούν υπεραξία όπως οι χρήσεις γης, οι συμβάσεις παραχώρησης, οι συμπράξεις δημόσιου και ιδιωτικού τομέα, κ.λπ.) ή να έχουν εξασφαλισμένη τη χρηματοδότηση (βλ. παρακάτω) με αποτέλεσμα να καθίστανται δημοσιονομικά ουδέτερες. Μάλιστα, με δεδομένη την επιμονή (persistence) στο συνολικό προϊόν, το θετικό αυτό επενδυτικό σοκ θα έχει ακόμη πιο δυνατά αποτελέσματα στο ΑΕΠ μιας και θα έχει μεγαλύτερη διάρκεια (long-lasting).

Οι έκτακτες συνθήκες που βιώνουμε σήμερα υπαγορεύουν επιτακτικά την ανάγκη για έκτακτα μέτρα άμεσης απόδοσης, δηλαδή μέτρα που θα δημιουργήσουν άμεσα εισοδήματα και θέσεις απασχόλησης. Οι δράσεις αυτές μπορούν να ιεραρχηθούν σε δυο κατηγορίες. Σε *άμεσες* δράσεις οι οποίες θα δύνανται να ενισχύσουν τη σωρευτική ζήτηση άμεσα και με ορίζοντα υλοποίησης τριμήνου, και σε *βραχυχρόνιες* δράσεις, επίσης με άμεσα αποτελέσματα και με ορίζοντα υλοποίησης εξαμήνου. Οι άμεσες δράσεις είναι ίσως πιο καθοριστικές σήμερα από κάθε άλλη φορά για δυο λόγους. Ο πρώτος και προφανής λόγος είναι η δυνατότητά τους να συμβάλουν στην ανάσχεση της ύφεσης και να θεμελιώσουν τη μελλοντική πορεία οικονομικής μεγέθυνσης. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι όταν θα επιστρέψουμε στο τραπέζι των διαπραγματεύσεων με την Τρόικα για την πορεία του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής και να διορθωθούν πιθανές αποκλίσεις από τους στόχους, αλλά και να διασαφηνιστούν επακριβώς τα μέτρα που έχουν ήδη συμφωνηθεί σε ποσοτικό επίπεδο, η έγκαιρη εφαρμογή μέτρων ανάκαμψης άμεσου και μετρήσιμου οικονομικού αποτελέσματος μπορούν να αποτελέσουν ισχυρό διαπραγματευτικό χαρτί στα χέρια της Κυβέρνησης ώστε να περιοριστεί το εύρος τυχόν νέων μέτρων που θα απαιτηθούν σε περίπτωση αποκλίσεων από τους στόχους. Οι δράσεις αυτές είναι πέραν αυτών που έχει ήδη προγραμματίσει το ΥΠΑΝ⁸ για το 2013 (τα 32 έργα ΣΔΙΤ,

⁷ Αυτό το γενικευμένο επενδυτικό σοκ θα μπορούσε να περιλαμβάνει, πέραν της ενίσχυσης του ΠΔΕ, δράσεις όπως την επιπλέον χρηματοδότηση από την ΕΤΕπ, τη σύσταση διακρατικών Επενδυτικών Ταμείων, αλλά ακόμη και μια συντονισμένη και επιθετική, εφάπαξ, μείωση των επιτοκίων χορήγησης δανείων κατά 200 μ.β. από τις εμπορικές τράπεζες (εφόσον έχει προηγηθεί ανάλογη μείωση των επιτοκίων καταθέσεων). Δεν είναι αποδοτικό ούτε ανταγωνιστικό να εξακολουθούν να δανείζονται οι ελληνικές επιχειρήσεις με επιτόκιο 9%, τη στιγμή που οι γερμανικές κ.ά. δανείζονται με 4% !

⁸ Από τις δράσεις του ΥΠΑΝ ενδεικτικά αναφέρονται: (i) η χρηματοδότηση μικρομεσαίων επιχει-

τα 48 δημόσια έργα και 21 δράσεις για εκτέλεση νέων έργων κ.λπ.) και τα οποία άλλωστε έχουν ήδη προϋπολογισθεί στην πρόβλεψη για την ύφεση το 2013. Ενδεικτικά λοιπόν αναφέρω δύο τέτοιες δράσεις άμεσης ενίσχυσης των δημόσιων επενδύσεων.

Ένωση 4-5 δισ. ευρώ το 2013 για δημόσια έργα σε εκκρεμότητα

Η πρότασή μου έχει ως εξής: μπορούν να βρεθούν πόροι (εξηγώ αμέσως παρακάτω την πηγή τους που δεν είναι κοινοτική) αξίας 4-5 δισ. ευρώ, οι οποίοι μπορούν να διοχετευθούν άμεσα και για το υπόλοιπο του 2013, με σκοπό να καλύψουν την υψηλότερη (από την προϋπολογισθείσα) χρηματοδότηση του εθνικού σκέλους των δημόσιων επενδύσεων (βλ. Πίνακα 1 παρακάτω για κατάλογο ενδεικτικών έργων), το οποίο έχει συρρικνωθεί δραματικά (από 3 δισ. ευρώ περίπου το 2008, σταδιακά μειώθηκε όλα τα προηγούμενα χρόνια, ενώ προβλέπεται στον Προϋπολογισμό του 2013 η πρωτοφανής συρρίκνωσή του στα 850 εκατ. ευρώ μόλις!). Υπενθυμίζω τα εκατοντάδες ακυρωμένα εθνικά έργα από το ΠΔΕ τα τελευταία τρία χρόνια (2010-12) λόγω περικοπής των αντίστοιχων κονδυλίων με σκοπό την επίτευξη του στόχου του ελλείμματος.

Τονίζω τη σημασία αυτών των 4-5 δισ. ευρώ για δημόσιες επενδύσεις το 2013, οι οποίες με δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή τουλάχιστον 2 (αν όχι μεγαλύτερο), θα αυξήσουν το ΑΕΠ κατά ελάχιστο 8 δισ. ευρώ ή 4% του ΑΕΠ.

ρήσεων από την ΕΤΕπ, (ii) έργα πληροφορικής μέσω του *ICT4growth*, (iii) παροχή χαμηλότοκων δανείων μέσω του ΕΤΕΑΝ, (iv) διευκόλυνση των διαδικασιών και αύξηση της ρευστότητας του προγράμματος *Εξοικονομώ κατ' οίκον* του Υπουργείου Ενέργειας, Περιβάλλοντος και Κλιματικής Αλλαγής, (v) εφαρμογή προγράμματος εγγυήσεων προς τις εισαγωγικές/εξαγωγικές επιχειρήσεις, (vi) επέκταση έργων υποδομών μεταφορών μετρό Θεσσαλονίκης, γραμμή τραμ Νέο Φάληρο-Πειραιά, κατασκευή σιδηροδρομικής σύνδεσης με λιμένα Ικονίου και σιδηροδρομικού διαμετακομιστικού κόμβου Θριασίου Πεδίου, ολοκλήρωση έργων σιδηροδρομικού άξονα Πειραιά-Αθήνας-Θεσσαλονίκης, ολοκλήρωση έργων σιδηροδρομικού άξονα Αθήνας-Πάτρας, σιδηροδρομική σύνδεση λιμένα Αλεξανδρούπολης, ολοκλήρωση Β' φάσης λιμένα Ηγουμενίτσας, έργα οδοποιίας στην Αττική, δημοπράτηση έργων του Οργανισμού Σχολικών Κτιρίων κ.ά. Ενθαρρυντικές είναι οι ενδείξεις για το 2013 και από την ΕΤΕπ, όπου για πρώτη φορά τα τελευταία χρόνια βλέπουμε μια ενίσχυση της χρηματοδότησης προς την Ελλάδα, όπως π.χ. το δάνειο 650 εκατ. ευρώ για τους αυτοκινητοδρόμους, το δάνειο 200 εκατ. ευρώ για την εταιρία *Ολυμπία Οδός*, το δάνειο 250 εκατ. ευρώ για την εταιρία *Αττικό Μετρό*, εκκίνηση του προγράμματος εγγυήσεων του εξαγωγικού εμπορίου αξίας 500 εκατ. ευρώ, κ.λπ.

Πίνακας 1

Ενδεικτικός κατάλογος έργων που χρηματοδοτούνται από αμιγώς εθνικούς πόρους και εκκρεμούν την τριετία 2010-2012 (ποσά σε ευρώ)

ΕΤΟΣ	ΤΙΤΛΟΣ ΕΡΓΟΥ	ΥΠΟΛΕΙΠΟΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΕΡΓΟΥ	ΠΡΟΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΡΓΟΥ	ΠΑΗΡΩΜΕΣ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΩΝ ΕΤΩΝ	ΠΑΗΡΩΜΕΣ ΕΤΟΥΣ
2010	«ΕΡΓΑ ΑΝΑΣΚΑΦΗΣ, ΣΥΝΤΗΡΗΣΗΣ, ΑΝΑΔΕΙΞΗΣ ΧΩΡΩΝ ΑΝΑΓΝΩΡΙΣΜΕΝΟΥ ΑΡΧΑΙΟΛΟΓΙΚΟΥ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΣΤΙΚΟΥ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΝΤΟΣ - ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ»	598.293.932	598.293.932	0	0
2010	ΕΚΤΕΛ, ΕΡΓ. ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΟΤΑ ΤΗΣ ΧΩΡΑΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠ. ΤΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΤΗΣ ΛΕΙΨΥΔΡΙΑΣ(π.κ. 2155002)	504.298.573	537.553.237	29.906.139	3.348.524
2011	ΑΝΕΓΕΡΣΗ ΝΕΟΥ ΔΙΚΑΣΤΙΚΟΥ ΜΕΓΑΡΟΥ ΠΑΤΡΩΝ	25.000.000	25.000.000	0	0
2011	ΘΑΛΑΣΣΙΑ ΑΣΤΙΚΗ ΣΥΓΚΟΙΝΩΝΙΑ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ	9.000.000	9.000.000	0	0
2012	ΜΟΝΙΜΗ ΟΔΙΚΗ ΖΕΥΞΗ ΤΗΣ ΣΑΛΑΜΙΝΑΣ	10.000.000	10.000.000	0	0
2012	ΠΑΡΑΚΑΜΨΗ ΛΟΥΤΡΩΝ ΑΙΔΗΨΟΥ Ν.Α. ΕΥΒΟΙΑΣ	7.000.000	7.000.000	0	0
Σύνολο χορήγησης από ΠΔΕ σε έργα που εκκρεμούν την τριετία		1.153.592.505			

Η συγκράτηση της ύφεσης σε χαμηλά επίπεδα το 2013 θα είναι η καμπή για την ελεύθερη πτώση της οικονομίας εδώ και μια πενταετία και θα διασφαλίσει την επιστροφή σε σταθερούς θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης από το 2014 και έπειτα. Πρωτογενές πλεόνασμα (βιώσιμο) και θετικός ρυθμός ανάπτυξης είναι η αλλαγή των όρων του παιχνιδιού για την ελληνική οικονομία. Υπενθυμίζω ότι η ανάπτυξη δεν διατάσσεται: μπορεί ένα κράτος να προσπαθεί να προσελκύσει, να ενθαρρύνει ή να διευκολύνει τις ιδιωτικές (ξένες και εγχώριες) επενδύσεις, αλλά παρ' όλα αυτά να υπάρχουν μεγάλες καθυστερήσεις, εκτός του ελέγχου μιας κυβέρνησης, π.χ. αρρυθμίες ιδιωτών επενδυτών, προβλήματα τραπεζικού δανεισμού, κ.λπ. Οι δημόσιες επενδύσεις όμως ορίζονται, αρκεί βεβαίως να έχουν βρεθεί τα κονδύλια.

Έρχομαι λοιπόν στο κρίσιμο ερώτημα: από πού θα βρεθούν τα επιπλέον 4-5 δισ. ευρώ για δημόσιες επενδύσεις; Είναι γνωστό ότι δεν μπορούμε να δανειστούμε για να επενδύσουμε, δεν θα συμφωνήσει η Τρόικα με τη

δικαιολογία ότι αυτό θα αυξήσει το έλλειμμα και το δημόσιο χρέος. Αν βρεθούν όμως οι πόροι δεν θα είναι εύκολο οι δανειστές μας να έχουν αντιρρήσεις! Μπορούμε λοιπόν: (α) να αντλήσουμε 500 εκατ. ευρώ για δημόσιες επενδύσεις από την έκτακτη φορολόγηση (40%) των κερδών που έχει κάνει η Τράπεζα της Ελλάδος το τελευταίο έτος (1,3 δισ. ευρώ) μέσα από το μηχανισμό ELA για το δανεισμό των εμπορικών τραπεζών με περιθώριο κέρδους 250 μ.β.). (β) 3,5-4 δισ. ευρώ μπορούν να συγκεντρωθούν από την έκδοση ενός ειδικού πενταετούς ομολόγου με ενέχυρο ακίνητα του Δημοσίου, μερίδια του οποίου θα αγοράσουν τα ελληνικά ασφαλιστικά ταμεία και θα τα πληρώσουν με τα ομόλογα EFSF που διακρατούν μετά το PSI, ύψους περίπου 3,5-4 δισ. ευρώ. Η πιο πάνω ανταλλαγή ομολόγων δεν επιβαρύνει το δημόσιο χρέος γιατί θεωρείται ενδοκυβερνητική ανταλλαγή χρέους της γενικής κυβέρνησης⁹. Τα ασφαλιστικά ταμεία θα το δεχθούν¹⁰ γιατί θα πάρουν ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου με ενέχυρο ακίνητη περιουσία, θα συνεχίσουν να πληρώνονται τον τόκο-μέρισμα που ήδη προβλέπει ο Προϋπολογισμός για τις τρέχουσες ανάγκες τους, κ.λπ. Η ελληνική κυβέρνηση θα ρευστοποιήσει τα ομόλογα EFSF για τη χρηματοδότηση εκκρεμών δημόσιων έργων μέσα στο 2013.

Ευρωπαϊκά κεφάλαια αξίας 15 δισ. ευρώ για επενδύσεις την περίοδο 2014-2016

Προκειμένου να διατηρηθεί η δυναμική ενός επενδυτικού σοκ που τόσο έχει ανάγκη η ελληνική οικονομία προτείνουμε, και για όσο διαρκεί το Μνημόνιο, δηλ. μέχρι το 2016, να συνεχισθεί η έκτακτη ενίσχυση του ΠΔΕ με 5 δισ. ανά έτος και για τα επόμενα τρία χρόνια με ευρωπαϊκά κεφάλαια. Αυτή η έκτακτη πρωτοβουλία θα μπορούσε να αφορά όλες τις χώρες του ευρωπαϊκού νότου, που ούτως ή άλλως βρίσκονται σε ύφεση και να αποφασισθεί π.χ. στη Σύνοδο Κορυφής του προσεχούς Οκτωβρίου. Από πού θα βρεθούν

⁹ Τα πιο πάνω 3,5-4 δισ. ευρώ δεν επιβαρύνουν το έλλειμμα, ούτε το δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης, ούτε αποτελούν επιπλέον επιβάρυνση για τον επίσημο δανεισμό μας από τα κράτη-μέλη της ΕΕ. Ο χρόνος προετοιμασίας από τη μεριά της ελληνικής κυβέρνησης για την έκδοση του ειδικού ομολόγου και την ανταλλαγή με τα ασφαλιστικά ταμεία είναι περίπου ένα δίμηνο.

¹⁰ Ως κίνητρο και με δεδομένες τις τεράστιες ζημιές που έχουν υποστεί τα ασφαλιστικά ταμεία από το PSI, θα μπορούσε να δοθεί στα Ταμεία επιπλέον ακίνητη περιουσία του Δημοσίου υπό τον όρο ότι θα παρουσιάσουν επιχειρησιακά σχέδια για την αξιοποίησή της και θα υπογραφεί σχετική συμφωνία.

τα κονδύλια για τη χρηματοδότηση αυτών των έκτακτων εξωγενών¹¹ δημόσιων επενδύσεων; Καταρχήν να διευκρινίσουμε ότι θα αφορά νέα κονδύλια (και δημόσια έργα), πέραν αυτών που έχουν ήδη συμφωνηθεί για το νέο ΕΣΠΑ 2014-2020. Δεν θα έχουν καμία σχέση με τα υβριδικά ευρωομόλογα μεγάλων επενδυτικών διασυννομιών έργων υποδομής. Θα αφορούν εθνικά δημόσια έργα χρηματοδοτούμενα από τα 80 περίπου δισ. ευρώ αδιάθετα κονδύλια από τα Ευρωπαϊκά Διαρθρωτικά Ταμεία λόγω μη απορρόφησης από τα κράτη-μέλη της ΕΕ (π.χ. Δανία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία κ.ά.). Μάλιστα, με την εκπόνηση του «Ευρωπαϊκού σχεδίου για την ανάκαμψη της οικονομίας» (European Economic Recovery Plan) το 2008 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει ήδη αναγνωρίσει ότι τα ευρωπαϊκά κονδύλια μπορούν πράγματι να διοχετευθούν για την άμβλυνση των επιπτώσεων της ύφεσης και να τονώσουν τη συνολική ζήτηση στα κράτη-μέλη.

Καθώς πλησιάζει το τέλος του 2013, τα περισσότερα, αν όχι όλα τα κεφάλαια θα παραμείνουν αδιάθετα. Έτσι η πρότασή μας είναι 15 από αυτά τα 80 δισ. ευρώ να δοθούν στην Ελλάδα υπό τη μορφή μακροχρόνιου (δεκαετούς) δανείου με χαμηλό επιτόκιο και με προϋποθέσεις για την πραγματοποίηση επενδύσεων (investment conditionality).¹² Κάτι ανάλογο μπορεί να συμφωνηθεί και με άλλες χώρες-μέλη σε ύφεση που υπάγονται σε προγράμματα προσαρμογής. Το ποσό θα κατατεθεί σε ειδικό λογαριασμό που θα διαχειρίζεται η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με αποκλειστική χρήση τη χρηματοδότηση των συγκεκριμένων δημόσιων έργων που θα συμφωνηθεί με τους Ευρωπαίους εταίρους μας. Με τη σύμφωνη γνώμη του Eurogroup, οι επενδυτικές αυτές δαπάνες θα αφαιρούνται από τον υπολογισμό του δημοσιονομικού (διαρθρωτικού)¹³ ελλείμματος στη βάση ότι είναι έκτακτες

¹¹ Ο πρώτος που μίλησε για τη σημασία των εξωγενών δημόσιων επενδύσεων με ευρωπαϊκά κεφάλαια ως μοχλό επανεκκίνησης της ελληνικής οικονομίας είναι ο οικονομολόγος-επιχειρηματίας Θόδωρος Βάρδας (2010).

¹² Βλ. I. A. Mourmouras, *Wall Street Journal*, (March 2012) για μια διευρυμένη έννοια του IMF-type conditionality.

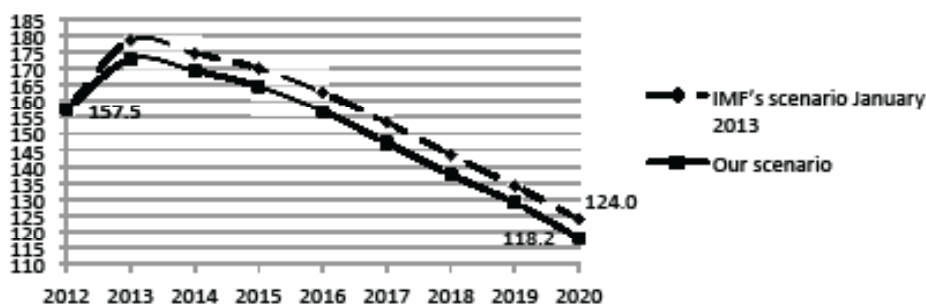
¹³ Η ιδέα είναι τα κράτη-μέλη σε προσαρμογή να υιοθετήσουν, όπως και οι υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης από 1.1.2013, τη στόχευση του διαρθρωτικού ελλείμματος αντί του συνολικού ελλείμματος (βλ. I. A. Mourmouras, *Financial Times*, Ιανουάριος 2012). Βλ. επίσης I.A. Μουρμούρας, 2003, *Νέες Προκλήσεις της Οικονομικής Πολιτικής στην Εποχή του Ευρώ*, Εκδ. Κριτική) στο οποίο προτείνεται ο πιο αποτελεσματικός, δημοσιονομικός κανόνας: "ο λόγος του διαρθρωτικού ελλείμματος προς το ΑΕΠ να είναι μικρότερος ή ίσος προς το μέσο όρο της καθαρής δημόσιας επένδυσης προς το ΑΕΠ κατά τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου" (Κεφ. 6, σελ. 76).

και μη μόνιμες. Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι καθώς τα κεφάλαια αυτά θα προέρχονται από τα αδιάθετα κονδύλια του κοινοτικού προϋπολογισμού, το όποιο κόστος για τον Ευρωπαϊό φορολογούμενο έχει ήδη καλυφθεί, πόσω μάλλον όταν αυτά δεν πρόκειται να μας χαριστούν, αλλά θα τα δανειστούμε ως χώρα.

Όσον αφορά το κρίσιμο ερώτημα περί βιωσιμότητας του χρέους, δηλ. πώς θα επηρεάσει ο επιπλέον δανεισμός των 15 δισ. ευρώ τη δυναμική του δημόσιου χρέους, σημειώνουμε τα εξής: λαμβάνοντας υπόψη, αφενός, τις θετικές επιδράσεις του πακέτου των 15 δισ. ευρώ (+5 δισ. ευρώ για το 2013) δημόσιων επενδύσεων στο ρυθμό ανάπτυξης τα επόμενα χρόνια (με πολλαπλασιαστή 2) και στο πρωτογενές πλεόνασμα (με ελαστικότητα 0,45) και αφετέρου την αύξηση των τόκων από τον επιπλέον δανεισμό, οι προσομοιώσεις του συγγραφέα στο ανάλογο DSA που έκανε, δείχνουν μια σαφή βελτίωση στη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, μιας και ο λόγος χρέους/ΑΕΠ μειώνεται το 2020 στο 118% από το 124% του ΑΕΠ που προβλέπει η τελευταία ανάλυση βιωσιμότητας χρέους (DSA) του ΔΝΤ τον Ιανουάριο του 2013

Διάγραμμα 1

Οι επιπτώσεις στη δυναμική του δημόσιου χρέους απο την αύξηση του ΠΔΕ



(βλ. Διάγραμμα 1, πιο κάτω). Διατηρώντας τις υποθέσεις του DSA Ιανουαρίου 2013 του ΔΝΤ, οι υπολογισμοί μας (βλ. Παράρτημα πιο κάτω) δείχνουν ότι για να επιτευχθεί από το 2020 (με 118,2% λόγο χρέος/ΑΕΠ) έως το 2030 ο στόχος του Μάαστριχτ (60%), απαιτείται ετήσιο πρωτογενές αποτέλεσμα της τάξης του 0,65%.

Τέλος, η επανεκκίνηση της ελληνικής οικονομίας που θα προέλθει από το ενισχυτικό αυτό πακέτο των δημόσιων επενδύσεων θα συνεχισθεί

με την αύξηση της ιδιωτικής καταναλωτικής και επενδυτικής δαπάνης μέσω και του *πολλαπλασιαστή εμπιστοσύνης* (confidence multiplier), το οποίο θα οδηγήσει σε δευτερογενείς θετικές μεταβολές στις προσδοκίες και στο εισόδημα και τελικά στον ενάρτεο κύκλο θετικών προσδοκιών-ανάκαμψης-μείωσης του ελλείμματος.

Συνοπτικά, οι προτεινόμενες **βραχυπρόθεσμες δράσεις** που προτείνονται είναι οι εξής:

- σύσταση διατραπεζικής τράπεζας επενδύσεων και ανάπτυξης (στα πρότυπα του γερμανικού KfW) με τη συμμετοχή σε συμβουλευτικό ρόλο της Γενικής Γραμματείας Έρευνας και Τεχνολογίας και των κείμενων Υπουργείων. Στόχος του φορέα αυτού θα είναι στοχευόμενες δράσεις χρηματοδότησης στα πεδία της ενέργειας και περιβάλλοντος, της καινοτομίας με την ενίσχυση εταιριών τεχνολογικής ακμής (spinoff), τη χρηματοδοτική και τεχνοοικονομική στήριξη μικρών και πολύ μικρών επιχειρήσεων, με ιδιαίτερη έμφαση στις εξαγωγές και την προώθηση ξένων άμεσων επενδύσεων στη χώρα προσφέροντας επιπλέον των άλλων νομική καθοδήγηση (ώστε να έχουν την δυνατότητα να έχουν πρόσβαση και μικρότεροι επενδυτές).

- η δημιουργία ενός εξειδικευμένου ταμείου, με κύριους μετόχους τις συστημικές τράπεζες για τη χρηματοδότηση των εξαγωγών, όπως για παράδειγμα στα αγροτικά προϊόντα (π.χ. προϊόντα πρωτοβάθμιων αγροτικών συνεταιρισμών), επεξεργασμένα αγροτικά προϊόντα, προϊόντα μεταποίησης και μη (συσκευασμένα με υψηλά πρότυπα), πλαστικά, μέταλλα ημι-έτοιμα και κατεργασμένα, καλώδια, πετρελαιοειδή, και γενικά κλάδων που ήδη παρουσιάζουν συγκριτικό πλεονέκτημα. Στην περίπτωση των αγροτικών προϊόντων πρέπει να δίνεται έμφαση στη μοναδικότητα των προϊόντων (Προϊόντα Ονομασίας Προέλευσης & Γεωγραφικής Ένδειξης) και την υψηλή διασφαλισμένη ποιότητά τους (ISO, HACCP). Η χρηματοδότηση θα πρέπει να κατευθύνεται με βάση τα δύο παραπάνω κριτήρια και μπορεί να προέρχεται μέσα από τη χρήση κονδυλίων ΕΣΠΑ ή/και άμεση τραπεζική χρηματοδότηση και εγγυητή το ελληνικό Δημόσιο.

- ανασυγκρότηση των επιχειρήσεων (Business Process Reengineering, BPR), με στόχο να διατηρηθούν σε λειτουργία μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις που βρίσκονται σε ένα οριακό σημείο βιωσιμότητας, λόγω των απαιτούμενων μέσων και διεργασιών παραγωγής, των χρηματοοικονομικών δυσχερειών που αντιμετωπίζουν, αλλά και την εκχώρηση μη παραγωγικών

δραστηριοτήτων σε τρίτους (outsourcing). Η επίτευξη του στόχου μπορεί να προέλθει μέσω της χρηματοδοτικής ενίσχυσης των ίδιων κεφαλαίων τους, της αναδιάρθρωσης του χρέους τους, αλλά και της βελτίωσης της διοίκησης τους (management). Η υλοποίηση του συγκεκριμένου μέτρου θα μπορούσε να προχωρήσει με την εκμετάλλευση πόρων από το ΕΣΠΑ και την προσθήκη κάποιων επιπλέον κεφαλαίων – υπό μορφή μόχλευσης – από το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΔΕ), εάν αυτό είναι δυνατόν. Με τα κεφάλαια αυτά μπορεί να συσταθεί ένα ταμείο χαρτοφυλακίου (Fund of Funds) που σκοπό θα έχει την συμμετοχή σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (Private Equity Funds) για την αναχρηματοδότηση μεσαίων (κυρίως) ελληνικών επιχειρήσεων με στόχο την αναδιάρθρωση και την ανάπτυξή τους. Σημαντική συνιστώσα του εγχειρήματος μπορεί να είναι η συμμετοχή των συστημικών τραπεζών σε χρηματοδοτικό και τεχνικό επίπεδο.

- έκδοση ομολογιακών δανείων από τις επιχειρήσεις, τα οποία να απευθύνονται στην εγχώρια και στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Προτείνεται να επεκταθεί και να ενισχυθεί η δυνατότητα έκδοσης ομολογιακών δανείων σε επιχειρήσεις που πλήττονται από το έλλειμμα χρηματοδότησης. Η παραπάνω πρόταση αποβλέπει στην προσέλκυση ρευστότητας και ενεργοποίησης λιμναζόντων κεφαλαίων και καταθέσεων από το ευρύτερο εγχώριο, αλλά και διεθνές επενδυτικό κοινό. Στόχευση της δράσης αυτής είναι επιχειρήσεις με υψηλή προστιθέμενη αξία στην οικονομία, όπως κατασκευαστικές εταιρίες που έχουν αναλάβει δημόσια έργα (έργα υποδομών), τα οποία έχουν σταματήσει για λόγους ρευστότητας, και μικρομεσαίες επιχειρήσεις με εμφανή εξαγωγικό προσανατολισμό και προβλήματα χρηματοδότησης του κεφαλαίου κίνησης τους. Κίνητρο για την τοποθέτηση θεσμικών και ιδιωτών επενδυτών μπορεί να αποτελέσει η μειωμένη φορολόγηση τέτοιων ομολόγων, η χορήγηση κρατικών εγγυήσεων μέχρι ένα ύψος της ονομαστικής αξίας των ομολόγων και διάχυση και διαχείριση του ρίσκου με την εμπλοκή του τραπεζικού κλάδου.

- σύσταση εταιρίας συμμετοχών με μετόχους τις συστημικές Τράπεζες (συμμετοχή με ρευστό και κεφάλαιο) με στόχο την εμπλοκή τους σε έργα ΕΣΠΑ και ΣΔΙΤ ώστε να επιτευχθεί μεγαλύτερη επέκταση των ΣΔΙΤ και ιδιωτών στα έργα ΕΣΠΑ, με τη συμμετοχή των τραπεζών σε σχήματα ΣΔΙΤ μέσω χρηματοδότησης (ρευστό - ομόλογα - δάνεια - εγγυήσεις) ή/και με πάγια περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να αξιοποιηθούν, αλλά η αξιοποίησή τους βρίσκεται σε εκκρεμότητα (δεσμευμένα γήπεδα, κτίρια κ.ά.).

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗ ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Σύγκριση δύο αναλύσεων βιωσιμότητας χρέους (DSA)

Ως γνωστόν, ο δυναμικός εισοδηματικός περιορισμός της κυβέρνησης διέπεται από την εξής σχέση:

$$D_t = (1+i)D_{t-1} - P_t \quad (1)$$

όπου D_t το ύψος του δημόσιου χρέους την περίοδο t , D_{t-1} το ύψος του χρέους την περίοδο $t-1$, i το μέσο σταθμικό ονομαστικό επιτόκιο του χρέους και P_t το πρωτογενές αποτέλεσμα την περίοδο t . Η εξίσωση (1) μπορεί να εκφραστεί και σε όρους ποσοστού του ΑΕΠ ως εξής:

$$d_t = (1+\lambda_t)d_{t-1} - p_t \quad (2)$$

όπου ο συντελεστής $\lambda_t = \frac{i-\gamma}{1+\gamma} = \frac{r-g}{1+g}$, με γ το ρυθμό μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ, g το ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ, r το πραγματικό επιτόκιο για το οποίο ισχύει $r = [(1+i)/(1+\pi)] - 1$ και π_t τον αποπληθωριστή του ΑΕΠ.

Αναλυτικότερα η εξίσωση (2) μπορεί να γραφεί και ως εξής:

$$d_{t-1} = d_t + \frac{i_t - \pi_t(1+g_t) - g_t}{1+g_t + \pi_t + g_t\pi_t} d_t - p_t + f_t \quad (3)$$

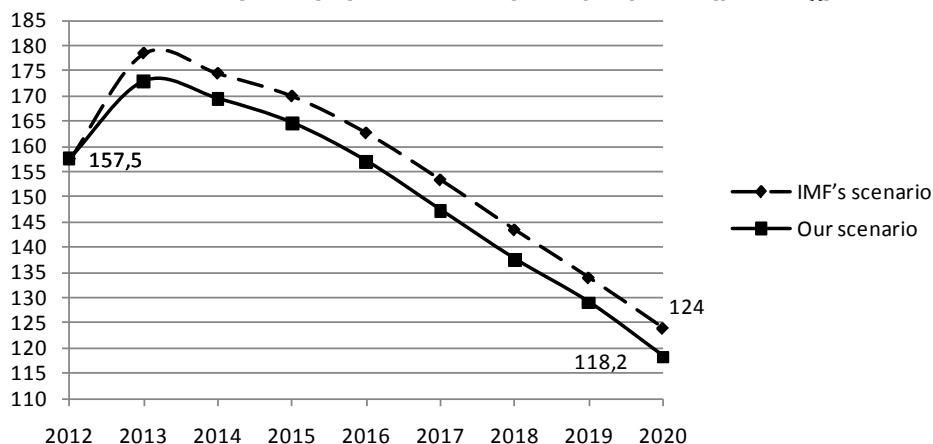
όπου f_t οι ροές που μεταβάλλουν το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, π.χ. έσοδα από αποκρατικοποιήσεις, έκτακτο δανεισμό, δράσεις απομείωσης του δημόσιου χρέους, κ.λπ.

Από την ως άνω εξίσωση προκύπτει το αποτέλεσμα της άσκησης βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους με βάση το δικό μας σενάριο αύξησης κατά 5 δισ. ευρώ του μέρους του ΠΔΕ με εγχώριους πόρους για το 2013 (δημοσιονομικά ουδέτερο) και της εισροής επενδύσεων από κεφάλαια της ΕΕ για δημόσιες επενδύσεις κατά 5 δισ. ευρώ κατ'έτος από το 2014 έως το 2016 (με ανάλογη επιβάρυνση του δημόσιου δανεισμού). Το αποτέλεσμα αυτό παρουσιάζεται συνοπτικά στον Πίνακα 1 και στα Διαγράμματα 1-3 παρακάτω.

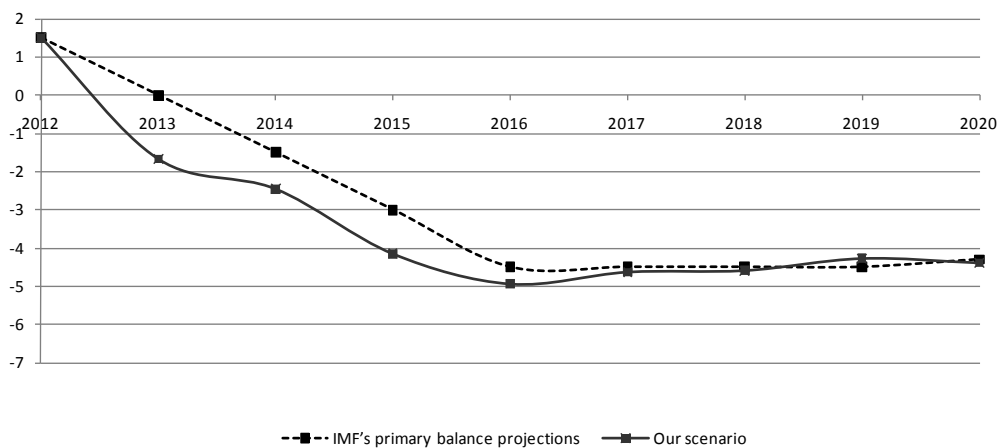
Πίνακας 1									
Σύγκριση DSA Ιανουαρίου 2013 (ΔΝΤ) με δικό μας σενάριο αύξησης του ΠΔΕ									
ΔΝΤ	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Δημόσιο χρέος	157,5	178,5	174,5	170	162,7	153,4	143,5	134,1	124
Ρυθμός αύξησης πραγμ. ΔΕΠ (ως ποσοστό %)	-6	-4,2	0,6	2,9	3,7	3,7	3,7	3,7	2,6
Μέσο ονομαστικό επιτόκιο του δημόσιου χρέους (ποσοστό %)	2,8	2,7	2,7	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2
Ρυθμός πληθωρισμού (αποπληθ. ΑΕΠ. %)	-0,5	-1,2	-0,4	0,3	1,1	2,1	2,7	2,6	1,8
Πρωτογενές έλλειμμα	1,5	0	-1,5	-3	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,3
Δικό μας σενάριο	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Δημόσιο χρέος	157,5	172,8	169,3	164,5	156,9	147,2	137,5	128,9	118,2
Ρυθμός αύξησης πραγμ. ΔΕΠ (ως ποσοστό %)	-6	-2,0	1,4	3,9	4,9	3,9	3,9	3,3	3,2
Μέσο ονομαστικό επιτόκιο του δημόσιου χρέους (ποσοστό %)	2,8	2,7	2,7	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2
Ρυθμός πληθωρισμού (αποπληθ. ΑΕΠ. %)	-0,5	-1,2	-0,4	0,5	1,6	2,2	2,5	2,6	1,8
Πρωτογενές έλλειμμα	1,5	-1,6	-2,4	-4,1	-4,9	-4,6	-4,5	-4,2	-4,3

Διάγραμμα 1

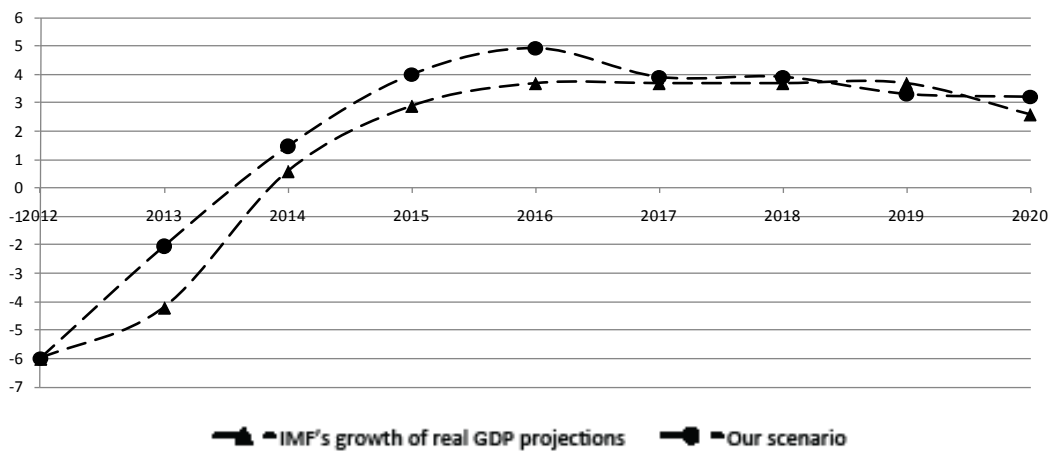
Οι επιπτώσεις της αύξησης του ΠΔΕ στη δυναμική του δημόσιου χρέους



Διάγραμμα 2
Πρωτογενές ισοζύγιο



Διάγραμμα 3
Ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης



Η άλγεβρα για το πρωτογενές πλεόνασμα που μειώνει το λόγο χρέους/ΑΕΠ

Η λύση της εξίσωσης διαφορών (2) πιο πάνω είναι:

$$d_N = d_0 \prod_{t=1}^N (1 + \lambda_t) - \sum_{t=1}^N \left[\prod_{i=t+1}^N (1 + \lambda_i) \right] p_t \quad (4)$$

Οπότε, λύνοντας την (4) ως προς p , καθώς η ακολουθία $\sum_{t=1}^N (1 + \lambda)^{N-t}$ γράφεται ως εξής $\sum_{t=1}^N (1 + \lambda)^{N-t} = \frac{(1 + \lambda)^N - 1}{\lambda}$ βρίσκουμε την εξίσωση, η οποία για δεδομένο αρχικό χρέος $\cdot d_0$, δεδομένο στόχο χρέους μετά από N χρόνια d_N^* , και δεδομένο σταθερό συντελεστή λ , μας δίνει το πρωτογενές πλεόνασμα ως ποσοστό του ΑΕΠ:

$$p^* = \frac{\lambda}{(1 + \lambda)^N - 1} ((1 + \lambda)^N d_N^* - d_0) \quad (5)$$

Η εξίσωση (5) ουσιαστικά μας δείχνει ποιο θα πρέπει να είναι το πρωτογενές αποτέλεσμα της κυβέρνησης αν επιθυμεί δεδομένη μείωση του χρέους σε συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα N ετών, δεδομένου και σταθερού λ . Από την εξίσωση (5) και διατηρώντας τις υποθέσεις του DSA Ιανουαρίου 2013 του ΔΝΤ προκειμένου να επιτευχθεί από το 2020 (με 118,2% λόγο δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ) έως το 2030 ο στόχος του Μάαστριχτ (60%), απαιτείται ένα ετήσιο πρωτογενές αποτέλεσμα της τάξης του 0,65%.

ΠΡΩΤΗ ΕΝΟΤΗΤΑ
Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Η τραπεζική κρίση

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10

Η θητεία του κ. Τρισέ (Μέρος Α΄)*

Την περασμένη εβδομάδα, συνεδρίασε στο Βερολίνο το τελευταίο Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) υπό την προεδρία του κ. Ζαν-Κλοντ Τρισέ, στο πλαίσιο της οποίας αποφασίστηκαν, μεταξύ άλλων: (i) η εισαγωγή νέων μέτρων και η επαναφορά παλαιότερων με στόχο την τόνωση της ρευστότητας των ευρωπαϊκών τραπεζών, (ii) η διατήρηση στο 1,5% του βασικού επιτοκίου δανεισμού, το οποίο προσδιορίζει τα επιτόκια της αγοράς (στεγαστικά, επιχειρηματικά, καταναλωτικά κ.λπ.) και συνεπώς έχει άμεσο αντίκτυπο στις ζωές εκατομμυρίων Ευρωπαίων. Θα επιχειρήσω εδώ, με αφορμή τη λήξη της οκτάχρονης θητείας του κ. Τρισέ στο τέλος του Οκτωβρίου, μια πρώτη αξιολόγηση του έργου του στην ΕΚΤ τόσο στο πεδίο της νομισματικής πολιτικής όσο και στο πεδίο της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Αναφορικά με τη νομισματική πολιτική, είναι γνωστό ότι ο στόχος της ΕΚΤ είναι η σταθερότητα των τιμών, η οποία ορίζεται ως εξής: η ετήσια ποσοστιαία αύξηση του εναρμονισμένου δείκτη τιμών του καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) στην ευρωζώνη (συγκεκριμένα του σταθμισμένου μέσου όρου των 17 μελών) δεν θα υπερβαίνει το 2%, θα προσεγγίζει αυτό το ποσοστό και θα διατηρείται μεσοπρόθεσμα σε αυτό το επίπεδο. Αν και αρχικά η στρατηγική της ΕΚΤ είχε επηρεαστεί από την κληρονομιά της Bundesbank περί νομισματικών στόχων, σταδιακά απομακρύνθηκε από αυτήν, περιορίζοντας το ρόλο της προσφοράς του χρήματος, στο βαθμό που πολλοί θεωρούν σήμερα ότι η στρατηγική της ΕΚΤ είναι πλέον η «στόχευση του πληθωρισμού» (inflation targeting). Δηλαδή, η ευρωτράπεζα επιλέγει όχι μόνο τον πληθωρισμό ως τον απώτερο στόχο της, αλλά χρησιμοποιεί και τις προβλέψεις της για τον πληθωρισμό ως ενδιάμεσο στόχο (δηλ. το

* Δημοσιεύθηκε στην εφημερίδα *Καθημερινή* στις 16 Οκτωβρίου 2011.

ρόλο του ενδιαμέσου στόχου δεν τον διαδραματίζει πλέον η προσφορά του χρήματος, αλλά η πρόβλεψη για τον πληθωρισμό). Η επιλογή του κ. Τρισέ στο τιμόνι της ΕΚΤ το 2003 (μετά από μία δεκάχρονη πετυχημένη θητεία ως διοικητής στην κεντρική τράπεζα της Γαλλίας) θεωρήθηκε ως ασφαλή επιλογή για την νομισματική σταθερότητα της ευρωζώνης: πράγματι ο Τρισέ έδειξε αμέριστη προσήλωση στο στόχο «κοντά και κάτω του 2%», με αποτέλεσμα ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός της ευρωζώνης στην οκταετία της προεδρίας του να είναι 2,02% (ο μέσος πληθωρισμός στις ΗΠΑ την ίδια περίοδο ήταν 2,4%). Η διαμόρφωση του πληθωρισμού στο επιθυμητό επίπεδο επιτεύχθηκε με όλα τα διαθέσιμα εργαλεία της νομισματικής πολιτικής, κυρίως όμως μέσω του βασικού της επιτοκίου (το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης), το οποίο διατηρήθηκε συχνά σε επίπεδα υψηλότερα από τα αντίστοιχα της Fed, με αποτέλεσμα η ΕΚΤ να δέχεται αυστηρή και πολύπλευρη κριτική. Έτσι, στα μέσα του 2004 και παρά τις ισχυρές πιέσεις της ευρωπαϊκής ηγεσίας (π.χ. από το Γερμανό Καγκελάριο Σρέντερ) για χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, η ΕΚΤ, υπερασπίζοντας τη φήμη της ως μια αληθινά ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα, συνέχισε να διατηρεί τα επιτόκιά της σε υψηλά επίπεδα, υψηλότερα μάλιστα κι από εκείνα της Fed (με αποτέλεσμα βέβαια και την υψηλή ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου). Ακόμη και μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης το 2007 και παρά τις δυσοίωνες προβλέψεις για βαθιά ύφεση στην παγκόσμια οικονομία, η ΕΚΤ συνέχιζε να διατηρεί το βασικό της επιτόκιο σε σχετικά υψηλά επίπεδα. Τον Ιούλιο μάλιστα του 2008, λίγες εβδομάδες πριν από την κατάρρευση της Lehman Brothers, η ΕΚΤ ανέβασε το επιτόκιο της κατά 25 μ.β. στο 4,25% για να αντιμετωπίσει την παρατηρούμενη τότε άνοδο του πληθωρισμού. Τον Απρίλιο και τον Ιούλιο του τρέχοντος έτους, η ΕΚΤ μάλλον βιάστηκε πάλι και αύξησε κατά 25 μ.β. διαδοχικά το επιτόκιο (από το 1% στο 1,5%). Αναμφίβολα, το εγχείρημα της χάραξης και άσκησης μιας ενιαίας νομισματικής πολιτικής (one size fits all) για κράτη-μέλη με διαφορετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, σε διαφορετικές φάσεις του οικονομικού κύκλου και με διαφορετικό βαθμό ευελιξίας στην αγορά εργασίας -- και συνεπώς με διαφορετικοί αποτελέσματα -- δεν είναι εύκολο. Αυτό άλλωστε επιβεβαιώνουν οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες (βασισμένες στον κανόνα του Taylor) που δείχνουν ότι η πολιτική επιτοκίων της ΕΚΤ διαμορφώθηκε με βάση περισσότερο τα μεγέθη των κρατών του

πυρήνα της ευρωζώνης και λιγότερο με βάση τα αντίστοιχα μεγέθη των χωρών της περιφέρειας.

Είναι αλήθεια ότι κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007 και μετά, οι κεντρικές τράπεζες αντιμετωπίζουν το εξής σημαντικό δίλημμα: να παραμείνουν προσηλωμένες ή όχι στον αποκλειστικό στόχο της σταθερότητας των τιμών επικαλούμενες την ανεξαρτησία τους και αγνοώντας το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον (π.χ. μια σοβαρή κρίση στην αγορά κρατικών ομολόγων). Εάν στα καθήκοντα της κεντρικής τράπεζας προστεθεί και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, αυτό θα υπονομεύσει την πολιτική και οικονομική της ανεξαρτησία (όπως αντικατοπτρίζεται στη βιβλιογραφία με το δίλημμα *lean vs. clean*, παραμένει έντονη μέχρι και σήμερα). Την περίοδο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-09) η ΕΚΤ, πρώτη μεταξύ των 4 μεγάλων κεντρικών τραπεζών, έπραξε άμεσα και αποφασιστικά ό,τι ήταν απαραίτητο για να θωρακίσει τη σταθερότητα του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Έτσι, προχώρησε στη λήψη έκτακτων μέτρων ενίσχυσης της ρευστότητας όπως α) χορήγηση στις τράπεζες απεριόριστης ρευστότητας μεγαλύτερης διάρκειας σε προκαθορισμένο επιτόκιο, β) διεύρυνση της λίστας των περιουσιακών στοιχείων που αποδέχεται ως εγγύηση για παροχή δανείων προς τα πιστωτικά ιδρύματα, ενώ το Μάιο του 2009 ανακοινώθηκε ετήσιο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών ύψους 60 δισ. ευρώ με σταθερό ρυθμό εξαγορών της τάξης των 5 δισ. ευρώ το μήνα.

Σχετικά τώρα με το σημαντικό ρόλο που έπαιξε και συνεχίζει να παίζει η ΕΚΤ, και γενικότερα το Ευρωσύστημα, στην κρίση δημόσιου χρέους (ας σημειωθεί ότι η αγορά κρατικών ομολόγων αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο του χρηματοπιστωτικού συστήματος μιας χώρας) που ξεκίνησε στην Ελλάδα και επεκτάθηκε σύντομα στην ευρωζώνη, σημειώνουμε τα εξής: ως γνωστό είναι η κρίση δανεισμού του ελληνικού Δημοσίου που οδήγησε στον αποκλεισμό των ελληνικών τραπεζών από τη διατραπεζική αγορά τα τελευταία δύο έτη, δημιουργώντας σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας, πρόβλημα που επιδεινώθηκε λόγω της εκροής καταθέσεων, αλλά και των αυξημένων επισφαλειών που οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στην πρωτόγνωρη σε διάρκεια και ένταση ύφεση, αποτέλεσμα της υπερβολικής, απότομης – και χωρίς καμιά αναπτυξιακή διάσταση – προσαρμογής του Μνημονίου. Όλο αυτό το διάστημα, οι ελληνικές τράπεζες βασίστηκαν στην ΕΚΤ για τη χρηματοδότηση των αναγκών ρευστότητάς τους, μέσα από μια σειρά αποφάσεων

γνωστών ως “έκτακτων μέτρων ενίσχυσης της ρευστότητας” με πιο σημαντική αυτή της 6ης Μαΐου 2010, σύμφωνα με την οποία το ελάχιστο όριο πιστοληπτικής διαβάθμισης που καθορίζει το Ευρωσύστημα για την αποδοχή ενεχύρων δεν εφαρμόζεται στα εμπορεύσιμα χρεόγραφα που εκδίδει η ελληνική κυβέρνηση. Πρόκειται για μια απόφαση που παρεκκλίνει από την κανονική εφαρμογή του πλαισίου του Ευρωσυστήματος για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής, αγνοώντας ουσιαστικά τις αξιολογήσεις των τριών οίκων αξιολόγησης. Άλλες σημαντικές αποφάσεις της ΕΚΤ στο πεδίο (έκτακτης) ενίσχυσης της ρευστότητας μέσω των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών-μελών είναι η ενεργοποίηση του μηχανισμού ELA, του προγράμματος ANFA, κ.λπ. Πέραν της καθολικής στήριξης των ελληνικών τραπεζών στην καθαυτή κρίση του ελληνικού δημόσιου χρέους, η ΕΚΤ, και με την καταλυτική παρουσία του Έλληνα αντιπροέδρου της, κ. Λ. Παπαδήμου, λειτούργησε ως οδηγός και όχι ως ουραγός στην αναζήτηση λύσεων. Θυμίζω την (ισότιμη) συμμετοχή της ΕΚΤ στην Τρόικα στο πρώτο δανειακό πρόγραμμα διάσωσης της ελληνικής οικονομίας, αλλά και τις μαζικές αγορές ομολόγων στη δευτερογενή αγορά φθάνοντας στα όρια παραβίασης του καταστατικού της και της ανεξαρτησίας της ως κεντρικής τράπεζας. Φυσικά, οι πιο πάνω δράσεις της ΕΚΤ εφαρμόστηκαν στη συνέχεια και στους άλλους αδύναμους κρίκους της ευρωζώνης. Επίσης, αξίζει να σημειωθούν οι ξεκάθαρες και συχνά καινοτόμες απόψεις του κ. Τρισέ σε μια σειρά επίκαιρων ζητημάτων μεγάλου ενδιαφέροντος για την αντιμετώπιση της κρίσης και το μέλλον της ευρωζώνης, όπως π.χ. την οικονομική διακυβέρνηση, το Σύμφωνο για το Ευρώ, τη δηλωμένη αντίθεσή του στη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα σε μελλοντικές διασώσεις (ως πρώην επικεφαλής του Paris Club, ο κ. Τρισέ έχει ίδια άποψη γύρω από τις αναδιαρθρώσεις κρατικού χρέους), το συστημικό χαρακτήρα της κρίσης δανεισμού, τη θέση του για την ποσοτική και ποιοτική αναβάθμιση του EFSF, την (σιωπηρή) αποδοχή του ευρωομολόγου, τη δημοσιονομική ενοποίηση, κ.λπ. Έτσι, δεν είναι λίγοι αυτοί που πιστεύουν ότι από τις πρώτες στιγμές της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη, το τρίγωνο Ευρωπαϊκή Επιτροπή – Ευρωμάδα (Eurogroup) - ΕΚΤ, η ΕΚΤ και το Ευρωσύστημα, μέλος του οποίου υπενθυμίζω είναι και η Τράπεζα της Ελλάδος, αποτέλεσε τον πιο σταθερό πόλο.

Η θητεία του κ. Τρισέ (Μέρος Β')**

Στο πρώτο μέρος του άρθρου μας (βλ. *Καθημερινή* 16.10.2011) αναφερθήκαμε στο σημαντικό ρόλο που έπαιξε η ΕΚΤ τόσο στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση 2007-2009 όσο και στην κρίση χρέους στην ΟΝΕ. Όμως, είναι αλήθεια ότι οι θετικές αξιολογικές μας κρίσεις δεν χρήζουν καθολικής αποδοχής, ειδικά το πρόγραμμα παρεμβάσεων στη δευτερογενή αγορά από την ΕΚΤ (γνωστό ως Securities Markets Programme, SMP) έχει δεχθεί σφοδρή κριτική και από τις δύο πλευρές του Ατλαντικού. Το SMP, μια μορφή μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής, ξεκίνησε τον Μάιο του 2010 για την Ελλάδα, συνεχίστηκε για την Ιρλανδία και Πορτογαλία και σταμάτησε τον Ιανουάριο του 2011. Ξεκίνησε πάλι όμως τον Αύγουστο του 2011, για το οποίο, αν και δεν δόθηκαν στη δημοσιότητα οι λεπτομέρειες κι αυτών των παρεμβάσεων, εικάζεται ότι αφορούσε τις αγορές ομολόγων της Ιταλίας και Ισπανίας. Η επίσημη δικαιολογία της ΕΚΤ για το SMP – το ύψος του κρατικού χρέους στην ευρωζώνη που αγοράστηκε από την ΕΚΤ φτάνει σήμερα τα 160 δισ. ευρώ – ήταν η “βελτίωση του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής”. Βεβαίως, ο πραγματικός λόγος ήταν η αποφυγή μετάδοσης της ελληνικής κρίσης σε άλλες αγορές ομολόγων της περιφέρειας που θα μπορούσε να φτάσει μέχρι και τον πυρήνα της ευρωζώνης, αλλά και η αποφυγή μετατροπής μιας κρίσης ρευστότητας σε μία αυτοεκπληρούμενη κρίση φερεγγυότητας. Η αμφίπλευρη κριτική στο SMP αφορά εκ διαμέτρου αντίθετες απόψεις αναφορικά με την αναγκαιότητα, αλλά και το βάθος της παρέμβασης. Έτσι, από την απέναντι πλευρά του Ατλαντικού, δεν είναι λίγοι αυτοί που υποστηρίζουν ότι ο μόνος τρόπος για να δοθεί ένα τέλος στην κρίση χρέους στην ευρωζώνη είναι ένα γενναίο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ. Επικαλούνται τα νούμερα που δείχνουν ότι σήμερα, το κρατικό χρέος που διακρατείται από το Ευρωσύστημα ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού του είναι μόλις 5,45%, ποσοστό υπο-διπλάσιο από το αντίστοιχο της Fed (11,25%) και υπο-τριπλάσιο αυτού της Τράπεζας της Αγγλίας (17,7%). Άρα, υποστηρίζεται, υπάρχει χώρος για μεγαλύτερης κλίμακας παρεμβάσεις που θα σταθεροποιήσουν τις αγορές, στέλνοντας ένα ισχυρό μήνυμα αποφασιστικότητας για την άμεση αντιμετώπιση της κρίσης ξεκαθαρίζοντας ταυτόχρονα ποιο είναι το ύστατο καταφύγιο δανει-

** Δημοσιεύθηκε στην *Καθημερινή* στις 18 Οκτωβρίου 2011.

σμού, κάτι που θα αποτρέψει τη μετάδοση της κρίσης από την περιφέρεια στον πυρήνα της ευρωζώνης.

Από την άλλη μεριά, η κριτική που ασκείται στην ΕΚΤ ένθεν του Ατλαντικού και έφερε τον κ. Τρισέ αντιμέτωπο με τη γερμανική ορθοδοξία (μάλιστα έφτασε μέχρι τις παραιτήσεις του Διοικητή της Bundesbank, αλλά και του βασικού οικονομικού συμβούλου της ΕΚΤ) είναι ότι το SMP ουσιαστικά είναι ένα είδος (συγκαλυμμένης) ποσοτικής χαλάρωσης που ισοδυναμεί οιονεί με νομισματική χρηματοδότηση των ελλειμμάτων και του χρέους, πράξη που απαγορεύεται ρητώς σε μια ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα. Αναλυτικότερα, ισχυρίζονται ότι το SMP, πέραν του προβλήματος του ηθικού κινδύνου: (i) υπονομεύει την οικονομική ανεξαρτησία της ΕΚΤ υπό την έννοια ότι η τελευταία μπορεί να καταγράψει ζημίες στον ισολογισμό της από τα ομόλογα των 'αδύναμων κρίκων'. Ο αντίλογος εδώ είναι, προφανώς, ότι όταν αμφισβητείται το ίδιο το μέλλον της ευρωζώνης, η πιθανή καταγραφή ζημιών από την ΕΚΤ περνά σε δεύτερη μοίρα, (ii) το SMP θα οδηγήσει σε αύξηση της νομισματικής βάσης και της προσφοράς του χρήματος και τελικά σε αύξηση του πληθωρισμού. Αν και φαινομενικά εύλογο, το πιο πάνω επιχείρημα εύκολα κατεδαφίζεται αν λάβει κανείς υπόψη τα εξής: α) όσο διαρκούσε το SMP η ΕΚΤ προχωρούσε ταυτόχρονα σε στοχευμένες προσαρμογές στο ενεργητικό του ισολογισμού της (sterilisation) συγκρατώντας έτσι ως ένα βαθμό το ρυθμό αύξησης της νομισματικής βάσης, β) επιπλέον, έχει ενδιαφέρον να υπογραμμιστεί ότι η όποια αύξηση της νομισματικής βάσης (M0) δεν μεταφράστηκε σε αύξηση της προσφοράς χρήματος (M3) που είναι και το κρίσιμο μέγεθος για την πορεία του πληθωρισμού. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα δύο νομισματικά μεγέθη M0 και M3 μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση είναι τελείως ασυσχέτιστα. Σε μεγάλο βαθμό η εξήγηση είναι ότι η ρευστότητα μέσω της διευκολυντικής χρηματοδότησης από την ΕΚΤ παρέμεινε μέσα στο τραπεζικό σύστημα και δεν διοχετεύθηκε στο μη χρηματοπιστωτικό τομέα (δηλ. ο πολλαπλασιαστής χρήματος είναι χαμηλός) με αποτέλεσμα να μην επηρεαστεί αυξητικά η προσφορά χρήματος και έτσι ο πυρήνας του πληθωρισμού να διατηρηθεί στα χαμηλά επίπεδα του 2010 και 2011.

Στην πιο πάνω σοβαρή διαμάχη είναι τελικά χρήσιμο να θυμόμαστε ότι η οποιαδήποτε συζήτηση γύρω από την αναγκαιότητα, αλλά και το εύρος του SMP, θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τόσο το πρωτόγνωρο του προβλήματος (δηλ. μια κρίση χρέους σε μια νομισματική ένωση) όσο και το

ελλιπές θεσμικό πλαίσιο αντιμετώπισής του. Ακόμη και σήμερα, δύο χρόνια περίπου μετά την κρίση χρέους στην ευρωπεριφέρεια, δεν αναγνωρίζεται από όλους ξεκάθαρα ποιο είναι το καταφύγιο ύστατου δανεισμού στην αγορά κρατικών ομολόγων (ένα Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο θα απαλλάξει την ΕΚΤ από τις αμφιλεγόμενες, αλλά και καθόλα αναγκαίες παρεμβάσεις των τελευταίων μηνών – οι οποίες σημειωτέον δεν παραβίασαν τη Συνθήκη της Λισαβόνας καθότι αφορούσαν μόνο τη δευτερογενή αγορά). Είναι αλήθεια όμως, ότι όλες οι παρεμβάσεις της ΕΚΤ στερούνταν ικανοποιητικού βαθμού διαφάνειας, π.χ. γινόταν γνωστό μόνο το ύψος του ποσού παρέμβασης, αλλά όχι και η σύνθεση αυτών και με ποια κριτήρια. Τέλος, σχετικά με το επιχείρημα ότι το SMP υπονομεύει την ανεξαρτησία της ΕΚΤ, σημειώνουμε ότι η έννοια της ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας είναι συνυφασμένη με την έννοια της δημοκρατικής λογοδοσίας. Όντας ένας από τους πρώτους υπέρμαχους της ανεξαρτησίας των κεντρικών τραπεζών (ενδεικτικά βλ. Ένας νέος ρόλος για την Τράπεζα της Ελλάδος, *Καθημερινή*, 1994, On central bank independence, *European Journal of Political Economy*, 1995) αναγνωρίζω ότι η ανεξαρτησία δεν είναι θέσφατο, δεν αποτελεί αυτοσκοπό: απλά η κατοχύρωση της ανεξαρτησίας είναι μια αποτελεσματική θεσμική αλλαγή για την επίτευξη ενός σκοπού. Σε συνθήκες έκτακτης και βαθιάς οικονομικής κρίσης, η προσήλωση της ΕΚΤ μόνο στο στόχο του πληθωρισμού, πέραν όλων των άλλων επιπτώσεων, ίσως ερμηνευθεί από την κοινή γνώμη ως αδιαφορία για τα μείζονα προβλήματα της οικονομίας, με αποτέλεσμα την υπονόμηση στο τέλος όχι μόνο της έννοιας της ανεξαρτησίας, αλλά ακόμη και του ίδιου του σημαντικότερου πιστωτικού θεσμού της ευρωζώνης.

Συνοψίζοντας, λίγοι αμφισβητούν το γεγονός ότι κατά τη διάρκεια της τελευταίας οκταετίας ο Ζαν-Κλοντ Τρισέ είναι δικαιωματικά ο Ευρωπαίος αξιωματούχος (μη αιρετός) με τη μεγαλύτερη επιρροή στα οικονομικά δρώμενα της Ευρώπης. Είχα την ευκαιρία να τον συναντήσω από κοντά στη Φραγκφούρτη. Ο Τρισέ είναι ο πρώτος αξιωματούχος στην ευρωζώνη που αντιλήφθηκε (και τηρουμένων των αναλογιών έπραξε τα δέοντα) τη δυναμική της μεταδοτικότητας της κρίσης, δηλ. τον κίνδυνο μετάδοσης του ιού του χρέους από τη μία χώρα της ευρωπεριφέρειας στην άλλη και από εκεί στον πυρήνα της Ευρωζώνης, και ότι εν τέλει το διακύβευμα δεν είναι μόνο η χρεοκοπία της Ελλάδας αλλά το ίδιο το μέλλον του ευρώ. Αυτή είναι, κατά τη γνώμη μας, και η μεγαλύτερη συμβολή του έργου του σε όρους διαχρονικότητας. Αξίζει όμως να υπογραμμιστεί ότι το πιο πάνω επιχείρημα, δηλ. ότι

η διάσωση της Ελλάδος συνιστά παίγνιο θετικού αθροίσματος – που είναι και το ισχυρό διαπραγματευτικό μας χαρτί μέχρι σήμερα – δεν θα ισχύει για πάντα, έχει πεπερασμένη χρονική διάρκεια, κι αυτό είναι κάτι που πρέπει να το καταλάβουμε όλοι μας στην Ελλάδα. Λόγω της αβεβαιότητας της τελικής έκβασης της κρίσης δανεισμού στην ευρωζώνη, είναι νωρίς ακόμη να προβλέψει κανείς αν ο κ. Τρισέ θα περάσει στην Ιστορία ως ο άνθρωπος που έσωσε το ευρώ ή θα έχει την τύχη ενός άλλου επιφανούς κεντρικού τραπεζίτη, του Αμερικανού Άλαν Γκρίνσπαν, ο οποίος αν και είχε τεράστια επιρροή κατά τη διάρκεια της θητείας του, η υστεροφημία του, για τους γνωστούς λόγους, μάλλον κλονίστηκε.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11

Η πιστωτική ασφυξία και το *‘μαρσάρισμα του γκαζιού’**

Τον περασμένο μήνα (28/9/2010) η κυβέρνηση ανακοίνωσε το σύμφωνο ρευστότητας με σκοπό την αντιμετώπιση του μείζονος προβλήματος της πιστωτικής ασφυξίας των επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Το 2010 (αλλά και το 2011) προβλέπεται δραματική υποχώρηση του ρυθμού χορήγησης των δανείων σε ιδιώτες, η οποία αναμένεται να λάβει ακόμη και αρνητικό πρόσημο. Ο μέσος ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης (δάνεια σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά) την πενταετία 2004-2008 ήταν περίπου 20%, ενώ το 2009 έπεσε κατακόρυφα στο 2%, προκαλώντας ένα επίμονο και ισχυρό αρνητικό σοκ ρευστότητας που επιδεινώνει την ύφεση. Ο σκοπός μας εδώ είναι διττός: πρώτον να αξιολογήσουμε την κυβερνητική πρόταση ως προς την αποτελεσματικότητά της και δεύτερον να τη συγκρίνουμε με την πρόσφατη πρόταση του αρχηγού της αξιωματικής αντιπολίτευσης στη ΔΕΘ (17/9/2010) περί θέσπισης στόχων πιστωτικής επέκτασης (credit targets).

Τα δύο βασικά στοιχεία του συμφώνου ρευστότητας είναι τα εξής: ένα νέο πακέτο παροχής εγγυήσεων σε εκδόσεις ομολόγων αξίας 25 δισ. ευρώ είναι διαθέσιμο προς στις εγχώριες τράπεζες. Αυτό έρχεται να προστεθεί στα 15 δισ. ευρώ εγγυήσεων της προηγούμενης κυβέρνησης (από το συνολικό πακέτο των 28 δισ. ευρώ) και σε ακόμη 15 δισ. ευρώ για εγγυήσεις του περασμένου Μαΐου. Ως ασφαλιστική δικλείδα για να διοχετευθούν τα κεφάλαια αυτά στην πραγματική οικονομία προβλέπεται ρήτρα ρευστότητας της τάξεως του 30%, δηλ. περίπου 6 δισ. ευρώ θα πρέπει να διοχετευθούν ως ενίσχυση της ρευστότητας στην αγορά (η καθαρή χρηματοδότηση των τραπεζών από την ΕΚΤ μετά την αποτίμηση και το haircut των ενεχυριασμένων ομολόγων υπολογίζεται στα 20 δισ. ευρώ). Αξιολογώντας το σύμφωνο

* Δημοσιεύθηκε χωρίς το παράρτημα στην εφημερίδα *Ελευθεροτυπία* στις 24 Οκτωβρίου 2010.

ρευστότητας, πολύ φοβούμαστε, ότι θα κριθεί στην πράξη ως αναποτελεσματικό. Δύο είναι τα αδύνατα σημεία της κυβερνητικής πρότασης: πρώτον, δεδομένης της κατάστασης της τραπεζικής αγοράς σήμερα, στερείται ενός πλαισίου παροχής κινήτρων (incentive structure) των τραπεζών ώστε να προβούν τελικά στη χορήγηση δανείων και δεύτερον, εφόσον το ζητούμενο είναι η επανεκκίνηση της πραγματικής οικονομίας, αγνοεί ότι το μαρσάρισμα του γκαζιού (δηλ. η ενίσχυση της ρευστότητας) σε ένα κολλημένο αυτοκίνητο δεν οδηγεί πουθενά: απλά σπινάρουν οι τροχοί...

Σχετικά με το πρώτο αδύναμο σημείο, η ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας σε συμμόρφωση με τις επιταγές της Βασιλείας III (σταδιακή αύξηση του ελάχιστου ορίου του μετοχικού κεφαλαίου στο 7%), αλλά και λόγω αυξημένων επισφαλειών και αναχρηματοδότησης παλαιών δανείων, αναμφίβολα επηρεάζει αρνητικά η χρηματοδότηση της οικονομίας. Ο κίνδυνος είναι λοιπόν τα 25 δισ. ευρώ των εγγυήσεων να εγκλωβιστούν μέσα στο τραπεζικό σύστημα ή και να μη χρησιμοποιηθούν. Βάζοντας ρήτρα ρευστότητας 30%, όχι μόνο δεν λύνεται το πρόβλημα, αλλά μοιάζει ίσως και με άκομψη παρέμβαση του κράτους στη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος, με την έννοια ότι είναι πιθανό να υποβαθμιστούν, αφενός, τα κριτήρια της υγιούς τραπεζικής (πιστοληπτική αξιολόγηση των επίδοξων δανειοληπτών και, αφετέρου, οι κανόνες φερεγγυότητας και επάρκειας κεφαλαίων των τραπεζών από την άλλη). Ίσως πιο χρήσιμο θα ήταν να σταματήσει αυτή η ιδιότυπη στάση πληρωμών του Δημοσίου προς τους ιδιώτες και να προχωρήσει η κυβέρνηση άμεσα στην εξόφληση των οφειλών αξίας 7 δισ. ευρώ.

Σχετικά με το προαναφερθέν δεύτερο αδύνατο σημείο, η διεθνής εμπειρία (βλ. την ποσοτική χαλάρωση στις ΗΠΑ κ.ά.) μας δείχνει ότι η ενίσχυση της ρευστότητας από μόνη της δεν επαρκεί ώστε να φέρει θετικά αποτελέσματα στην πραγματική οικονομία. Από την κυβερνητική πρόταση λείπει κάτι κρίσιμο. Λείπει 'ο γερανός με το γάντζο' που θα τραβήξει την οικονομία από το τέλμα στο οποίο έχει περιέλθει, λόγω ενός πρωτοφανούς υπερακοντισμού μέτρων λιτότητας που επιβάλλει το Μνημόνιο. Αυτός ο 'γερανός' βρίσκεται στο μίγμα πολιτικής που προτείνει ο αρχηγός της αξιωματικής αντιπολίτευσης και δεν είναι άλλος από τα αντισταθμιστικά μέτρα χαμηλού ή μηδενικού κόστους, τα οποία θα τονώσουν σε πρώτη φάση την ενεργό ζήτηση, θα βελτιώσουν τις προσδοκίες του ιδιωτικού τομέα και θα οδηγήσουν την οικονομία σε ταχεία ανάκαμψη. Έτσι, η πιο πάνω Πρόταση Σαμαρά συμπληρώνεται με ένα δεύτερο ενδιάμεσο στόχο, τους πιστωτι-

κούς στόχους (ΠΣ), οι οποίοι θα λειτουργούν ως οδηγός για την πιστωτική επέκταση. Αναγνωρίζοντας την ανάγκη εξεύρεσης ενός νέου χαμηλότερου σημείου ισορροπίας για τις πιστώσεις, τέτοιος στόχος θα μπορούσε να ήταν ένας ρυθμός αύξησης της τάξεως του 5% (δηλ. πάνω από 10 δισ.).

Πώς θα εξασφαλισθεί η επίτευξη των ΠΣ; Ενδεικτικά, η κυβέρνηση θα μπορούσε να δώσει κίνητρα στις τράπεζες, π.χ. τη δυνατότητα επαναγοράς από τις τράπεζες των προνομιούχων μετοχών αξίας 3,8 δισ. ευρώ που κατέχει το Δημόσιο με έκπτωση (discount). Τέλος, υπενθυμίζοντας ότι ο Επίτροπος Ανταγωνισμού, κ. Χ. Αλμούνια, δεσμεύθηκε πρόσφατα ως προς την παράταση των 'χαλαρών κανόνων' (που θεσπίστηκαν στα τέλη του 2008 για τη στήριξη των τραπεζών) για όλο το 2011, η πιο πάνω πρόταση για ΠΣ με κινητροδότηση, θα μπορούσε να είναι και δημοσιονομικά ουδέτερη (λόγω των προμηθειών που θα εισπράξει το Δημόσιο από τις τράπεζες για την παροχή εγγυήσεων), αλλά και πολλαπλώς ωφέλιμη για τη ρευστότητα της αγοράς, τα νοικοκυριά, τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και την πραγματική οικονομία γενικότερα. Είναι πάντα χρήσιμο να θυμόμαστε ότι η πιστωτική ασφυξία ήταν η βασική εξήγηση που πρότεινε ο νυν πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed), κ. Μπεν Μπερνάνκι, (*American Economic Review*, 1983) για τη μακρά διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης του 1929.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Η ΘΕΣΠΙΣΗ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΣΤΟΧΩΝ

Ανάλυση του Προβλήματος

Λόγω της διαρροής κεφαλαίων στο εξωτερικό, της μείωσης των καταθέσεων (διατήρηση καταναλωτικού προτύπου, αύξηση μετρητών σε θυρίδες), αλλά και τον αποκλεισμό του τραπεζικού μας συστήματος από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων, καθώς επίσης και των αυξημένων επισφαλειών, το ύψος των κεφαλαίων που έχουν στη διάθεσή τους οι τράπεζες να δανείσουν είναι πολύ μικρότερο. Καθώς οι τράπεζες περιορίζουν τα δάνεια που χορηγούν, οι δανειολήπτες που εξαρτώνται άμεσα από τον τραπεζικό τομέα, όπως οι καταναλωτές και οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, δεν έχουν τη δυνατότητα να βρουν τα κεφάλαια που χρειάζονται για να κάνουν τις προγραμματισμένες αγορές τους. Η μείωση των χορηγούμενων δανείων περιορίζει τη συνολική ζήτηση της οικονομίας και την οικονομική δραστηριότητα με απώτερη συνέπεια την επιδείνωση της ύφεσης.

Ας υπογραμμιστεί εδώ ότι η θεωρία περί πιστωτικής ασφυξίας και οι επιπτώσεις αυτής στην οικονομία ήταν η βασική εξήγηση για τη μεγάλη διάρκεια και ένταση της Μεγάλης Ύφεσης του 1929 (βλ. Bernanke, B. "Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, 1983). Ο Διοικητής της Fed, Μπεν Μπερνάνκι, υιοθετεί εδώ και 2 χρόνια ανεπίσημους πιστωτικούς στόχους μέσω συνεχών ενέσεων ρευστότητας (πιστωτικών διευκολύνσεων) στην οικονομία των ΗΠΑ.

Η Οικονομική Θεωρία για τους Πιστωτικούς Στόχους (ΠΣ)

Υπάρχει σημαντική βιβλιογραφία για τους ΠΣ, συνδεδεμένη κυρίως με το όνομα του Μπερνάνκι (βλ. "Inside the black box: the credit channel

of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives*, 1995). Η σημασία των πιστωτικών στόχων για την οικονομία αναδεικνύεται εύκολα μέσω μια παραλλαγής του γνωστού υποδείγματος IS-LM, στο οποίο εισάγεται, πέραν της αγοράς χρήματος και της αγοράς ομολόγων, η αγορά δανειακών κεφαλαίων. Το κρίσιμο σημείο είναι ότι η συνολική ζήτηση για αγαθά επηρεάζεται πλέον και από τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά δανειακών κεφαλαίων. Έτσι, ένα αρνητικό σοκ στην προσφορά των δανείων, που μπορεί να οφείλεται π.χ. στην αύξηση των επισφαλειών, μειώνει το συνολικό προϊόν και τη συνολική πίστωση, αυξάνοντας το κόστος δανεισμού.

Η Πρόταση

Η νέα Πρόταση αφορά την υιοθέτηση ενός *ενδιάμεσου στόχου*, αυτού των πιστωτικών στόχων, με σκοπό να αποκαταστήσουν την ομαλή πιστωτική ροή και χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας η οποία διαταράχθηκε λόγω της βαθιάς ύφεσης και της κατάρρευσης της εμπιστοσύνης όταν η χώρα έφθασε στα πρόθυρα της χρεοκοπίας.

Με δεδομένο ότι η άντληση ρευστότητας από την ΕΚΤ έχει παραταθεί για ένα ακόμη έτος μέχρι το τέλος του 2011, η νέα Πρόταση είναι το νέο πακέτο εγγυήσεων των 25 δισ. ευρώ προς τις ελληνικές τράπεζες που αποφασίστηκε από την κυβέρνηση τον περασμένο μήνα να χρησιμοποιηθεί, αν όχι εξ ολοκλήρου, σε μεγάλο βαθμό τουλάχιστον, για την εφαρμογή πιστωτικών στόχων (για επιχειρηματικά, στεγαστικά, καταναλωτικά δάνεια κ.ά.). Τους στόχους αυτούς (επίσημους ή ανεπίσημους έχει μικρή πρακτική σημασία, σημασία έχει να αυξηθεί η ρευστότητα της αγοράς που βουλιάζει) θα εξειδικεύσει και θα θέσει η Τράπεζα της Ελλάδος σε συνεργασία με την Ένωση Ελληνικών Τραπεζών. Στο ερώτημα γιατί οι τράπεζες να δεχθούν να αυξήσουν τη χορήγηση δανείων σε περίοδο ύφεσης και αβεβαιότητας, η απάντηση έχει δυο σκέλη: α) διότι διαφορετικά η ύφεση θα βαθύνει και θα οδηγήσει σε περισσότερα λουκέτα, μεγαλύτερες επισφάλειες, μεγαλύτερη αβεβαιότητα, διαρροή κεφαλαίων και μείωση καταθέσεων (άρα και ακόμη λιγότερα δάνεια), βαθύτερη ύφεση και περαιτέρω ζημιές για τα πιστωτικά ιδρύματα, β) για την επίτευξη των πιστωτικών στόχων, η κυβέρνηση θα μπορούσε να δώσει φορολογικά και άλλα κίνητρα στις τράπεζες, όπως π.χ. τη δυνατότητα επαναγοράς από τις τράπεζες των μετοχών που κατέχει το Δημόσιο από το πακέτο των 28 δισ. ευρώ με έκπτωση (discount).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12

Γιατί το Grexit είναι μια κακή ιδέα για όλους*

Το τελευταίο διάστημα μερίδα του διεθνούς τύπου επανέφερε το σενάριο της εξόδου της Ελλάδος από την ευρωζώνη, χρησιμοποιώντας το παρωνύμιο "Grexit". Ορισμένοι μάλιστα υποστηρίζουν ότι η έξοδος της Ελλάδος δεν χρειάζεται να είναι εθελοντική, επειδή οι λοιπές χώρες-μέλη της ευρωζώνης έχουν οφέλη από μια εκδίωξη της Ελλάδος από την ΟΝΕ. Ισχυρίζονται ότι το Grexit θα αυξήσει την αξιοπιστία της βιωσιμότητας της ΟΝΕ, την οποία οι διεθνείς αγορές θεωρούν ατελή, καθώς απαραίτητη προϋπόθεση για την επιβίωσή της είναι η δημιουργία μιας ισχυρής τραπεζικής και δημοσιονομικής ένωσης. Οι αγορές δηλαδή θα αντιδράσουν θετικά σε μια τέτοια περίπτωση, καθώς έτσι μεταδίδεται ένα ισχυρό μήνυμα προς τις δημοσιονομικά απείθαρχες χώρες για περισσότερη λιτότητα. Οι πιθανές αρνητικές συνέπειες θα είναι περιορισμένες καθώς η έξοδος της χώρας έχει ήδη προεξοφληθεί από τις αγορές και οι επιπτώσεις από τη μετάδοση (contagion) στα επιτόκια των ιταλικών και ισπανικών ομολόγων μπορεί να αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά από την ΕΚΤ μέσω του νέου της προγράμματος παρεμβάσεων στις δευτερογενείς αγορές (Outright Monetary Transactions, OMT).

Τα επιχειρήματα αυτά είναι υπεραπλουστευμένα και δεν λαμβάνουν υπόψη σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις από την έξοδο μιας χώρας από την ευρωζώνη, συμπεριλαμβανομένης της Ελλάδος. *Πρώτον*, το κόστος μιας Grexit θα ξεπερνούσε τα 300 δις. ευρώ για τις λοιπές χώρες-μέλη της Ευρωζώνης, εκ των οποίων η Γερμανία θα επωμιζόταν τα 100 δις. ευρώ. Το πρωταρχικό αποτέλεσμα αυτού θα ήταν η ανάγκη για έκτακτη και εκτενή ανακεφαλαιοποίηση τόσο των εμπορικών, όσο και των κεντρικών τραπεζών, αλλά και της ΕΚΤ. *Δεύτερον*, είναι εξαιρετικά έωλος ο ισχυρισμός ότι οι συνέπειες

* Αδημοσίευτο κείμενο. Συντάχθηκε τον Αύγουστο του 2012.

ενός Grexit μπορούν να προβλεφθούν με ακρίβεια. Μια τέτοια έξοδος θα πραγματοποιούταν τη στιγμή που η ευρωζώνη αντιμετωπίζει ακόμα τη διπλή κρίση, δηλαδή, από τις τράπεζες στα κράτη και αντίστροφα, καθώς και σε συνθήκες χαμηλής ανάπτυξης – ύφεσης.

Πολλοί αναλυτές συμφωνούν πως κάτι τέτοιο θα προκαλούσε οικονομική και χρηματοπιστωτική αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, παρόμοια με εκείνη που ακολούθησε την κατάρρευση της Lehman Brothers ρίχνοντας σε βαθιά ύφεση την ήδη εύθραυστη οικονομία της ευρωζώνης. Κορυφαίοι οργανισμοί εκτιμούν την ύφεση στο 10% περίπου του ΑΕΠ στις χώρες της ευρωπαϊκής περιφέρειας κατά τα δύο πρώτα έτη της κατάρρευσης του ευρώ. *Τρίτον*, ένα Grexit θα κατέρριπτε και επίσημα την πρόταση (παλαιότερα δόγμα) ότι το “ευρώ είναι αμετάκλητο”. Οι κερδοσκόποι απλά θα αναρωτηθούν για το ποια θα είναι η επόμενη χώρα που θα εξέλθει από την ΟΝΕ, με αποτέλεσμα να αυξηθούν σημαντικά τα επιτόκια δανεισμού τόσο για τις χώρες αυτές όσο και για όλες τις χώρες της ευρωζώνης. Το πρόγραμμα OMT της ΕΚΤ θα μπορούσε να επιφέρει κάποια θετικά αποτελέσματα σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, αλλά δεν θα μπορεί να αποτελέσει λύση για το συστημικό πρόβλημα που θα προκύψει από τη συνεχή αβεβαιότητα των αγορών για την επόμενη χώρα που θα εξέλθει της ευρωζώνης. Η ψυχολογία των μαζών, ειδικά σε περιόδους πανικού, δεν είναι εύκολο να ελεγχθεί. Εξάλλου, εάν, μετά από δύο έτη και παρά το “κούρεμα” των ομολόγων, την εφαρμογή της αυστηρής λιτότητας και τις – περισσότερες από 20 – Συνόδους Κορυφής, η ευρωζώνη δεν μπορεί να βρει λύση για μια χώρα που αντιστοιχεί σε λιγότερο από το 2% του συνολικού ΑΕΠ της, τότε πώς θα μπορούσαν οι αγορές να πεισθούν ότι αυτά τα κράτη θα μπορέσουν να αντιμετωπίσουν μελλοντικά προβλήματα χωρών μεγαλύτερου μεγέθους (σε όρους συνολικού ΑΕΠ);

Τέταρτον, κατά τη μακρά μεταβατική περίοδο που απαιτείται για τη δημιουργία και λειτουργία μιας πραγματικής ευρωπαϊκής τραπεζικής και δημοσιονομικής ένωσης (τουλάχιστον 3-4 χρόνια) θα υπάρξει μεγάλη φυγή καταθέσεων προς τα κράτη του πυρήνα, επηρεάζοντας τις περισσότερες τράπεζες της ευρωπαϊκής περιφέρειας και απειλώντας τη σταθερότητα του συνολικού ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος. Στη περίπτωση αυτή, η ΕΚΤ θα πρέπει να παρέχει ιδιαίτερα υψηλά ποσά ρευστότητας στην Ιρλανδία, την Ιταλία, την Πορτογαλία και την Ισπανία. Είναι πραγματικά αβέβαιο αν η λοιπή ευρωζώνη θα μπορούσε να αντέξει έως ότου ολοκληρωθεί και βρεθεί σε πλήρη λειτουργία η τραπεζική και δημοσιονομική ένωση.

Ήδη η επικρατούσα αβεβαιότητα έχει οδηγήσει σε εκροή καταθέσεων στις χώρες της ευρωπεριφέρειας. Για παράδειγμα, η εκροή κεφαλαίων από την Ισπανία κατά το α' τρίμηνο του 2012 εκτιμάται ότι έχει υπερβεί τα 100 δισ. ευρώ. Επιπλέον, υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι οι εταιρικές καταθέσεις εξέρχονται της ευρωζώνης. Η Royal Dutch Shell γνωστοποίησε ότι θα προτιμήσει τοποθετήσεις σε μη ευρωπαϊκά στοιχεία ενεργητικού αξίας περίπου 15 δισ. δολ. ΗΠΑ. Εάν αυτά είναι τα αποτελέσματα της σημερινής αβεβαιότητας η οποία στηρίζεται σε ανυπόστατες φήμες, τότε οι συνέπειες από ένα πραγματικό γεγονός θα ήταν ανυπολόγιστες.

Ωστόσο, το ισχυρότερο επιχείρημα κατά της εξόδου της Ελλάδος δεν αφορά τις καταστροφικές συνέπειες τόσο στην ημεδαπή όσο και στη λοιπή ευρωζώνη (και όχι μόνο), αλλά στο γεγονός ότι μια τέτοια εξέλιξη δεν θα είναι ουσιώδης. Η νέα ελληνική κυβέρνηση έχει ήδη δείξει την αποφασιστικότητά της για να αντιμετωπίσει όλες τις προκλήσεις και να επαναφέρει την οικονομία σε αναπτυξιακή τροχιά. Η θέση της Ελλάδος βρίσκεται εντός της ευρωζώνης, διότι αυτό αποτελεί το καλύτερο τόσο για την ίδια όσο και για το σύνολο της ευρωπαϊκής οικογένειας. Η Ελλάδα είναι σήμερα αποφασισμένη να τα καταφέρει και θα τα καταφέρει.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13

Η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών*

1. Εισαγωγή

Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία τα τελευταία τρία χρόνια είναι η μεγάλη έλλειψη ρευστότητας στο τραπεζικό της σύστημα με την επακόλουθη αδυναμία παροχής πίστωσης για τη χρηματοδότηση των αναγκών της πραγματικής οικονομίας. Η έλλειψη ρευστότητας αντανακλάται στο γεγονός ότι ο ρυθμός μεταβολής της πιστωτικής επέκτασης προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα είναι αρνητική επί τρία συναπτά έτη. Ενδεικτικά, το Σεπτέμβριο του 2012 η μείωση της χρηματοδότησης ανήλθε στο -4,5% σε ετήσια βάση έναντι του +4,1% για το έτος 2009. Η ρευστότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος επλήγη σημαντικά λόγω: α) της αναδιάρθρωσης του ελληνικού δημόσιου χρέους με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI), β) της επιδείνωσης της ποιότητας των χαρτοφυλακίων δανείων των ελληνικών τραπεζών και γ) της συνεχούς μείωσης των τραπεζικών καταθέσεων εξαιτίας της επανατοποθέτησης των κεφαλαίων σε καταθέσεις και χρεόγραφα στο εξωτερικό και των αναλήψεων για την κάλυψη καταναλωτικών αναγκών. Με τις αποφάσεις της Ευρωπαϊκής Συνόδου Κορυφής τον Οκτώβριο του 2011 κρίθηκε απαραίτητη η αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους ώστε ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ να φτάσει το 120% μέχρι το 2020 και το ελληνικό χρέος να καταστεί βιώσιμο. Ως αποτέλεσμα της αναδιάρθρωσης η ονομαστική αξία των ελληνικών ομολόγων μειώθηκε κατά 53,5% (και άνω του 79% σε όρους πραγματικής αξίας) προκαλώντας στις τέσσερις μεγάλες τράπεζες ζημιές περίπου 28 δισ. ευρώ. Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τη διαγνωστική μελέτη για τα χαρτοφυλάκια δανείων των τραπεζών που διενήργησε η BlackRock Solutions

* Αδημοσίευτο κείμενο. Ολοκληρώθηκε το Δεκέμβριο του 2012.

υπό την εποπτεία της Τράπεζας της Ελλάδος, οι αναμενόμενες απώλειες των ελληνικών τραπεζών από επισφαλή δάνεια υπολογίζονται στα 31 δισ. ευρώ για τα επόμενα τρία χρόνια. Η ανοδική τάση των μη εξυπηρετούμενων δανείων αποδίδεται στην παρατεταμένη ύφεση της ελληνικής οικονομίας, η οποία προκαλεί την απότομη μείωση του εισοδήματος των νοικοκυριών και του τζίρου των περισσότερων επιχειρήσεων καθιστώντας την αποπληρωμή των δανείων ιδιαιτέρως δύσκολη. Τέλος, οι ελληνικές τράπεζες από το Δεκέμβριο του 2009 μέχρι σήμερα έχουν χάσει καταθέσεις αξίας 83,1 δισ. ευρώ εξαιτίας του κλίματος αβεβαιότητας για την ελληνική οικονομία με συνέπεια η εξάρτηση των ελληνικών τραπεζών από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τον Έκτακτο Μηχανισμό Ρευστότητας (ELA) της Τράπεζας της Ελλάδος να αυξηθεί περαιτέρω. Το 2010 οι καταθέσεις στις ελληνικές τράπεζες μειώθηκαν κατά 27,9 δισ. ευρώ, το 2011 κατά 35 δισ. ευρώ, ενώ στο πρώτο επτάμηνο του 2012 οι εκροές ανήλθαν στα 21 δισ. ευρώ. Συνεπώς, η άμεση ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών για τη βελτίωση της κεφαλαιακής τους θέσης και τη διατήρηση του ιδιωτικού τους χαρακτήρα είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την εξυγίανση και ανάκαμψη του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και την επιστροφή των καταθέσεων.

Η αναδιάταξη του τραπεζικού συστήματος με τις κατάλληλες συγχωνεύσεις και απορροφήσεις, σε συνδυασμό με την ορθή ανακεφαλαιοποίησή τους μπορούν να δημιουργήσουν ένα ισχυρό και βιώσιμο τραπεζικό σύστημα στην Ελλάδα. Στόχος μας εδώ είναι να αναλύσουμε τους όρους ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών όπως αυτοί έχουν δοθεί στη δημοσιότητα. Έτσι, *πρώτον*, το γενικό πλαίσιο της ανακεφαλαιοποίησης θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη το εύρος και τις ιδιαιτερότητες των προβλημάτων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. *Δεύτερον*, θα πρέπει να παρέχει κίνητρα που θα ενθαρρύνουν τη συμμετοχή των ιδιωτών, διευκολύνοντας ταυτοχρόνως την ταχεία αποδέσμευση του κράτους από τη συμμετοχή του στα τραπεζικά ιδρύματα. *Τρίτον*, θα εγγυάται ότι μια τράπεζα θα καταφέρει να επιστρέψει στην κερδοφορία χωρίς περαιτέρω κρατική ενίσχυση στο μέλλον και ότι η νέα διοίκηση θα λαμβάνει αποφάσεις αποκλειστικά στη βάση χρηματοοικονομικών κριτηρίων. Θεμελιακές αρχές της ανακεφαλαιοποίησης πρέπει να είναι η μεγαλύτερη δυνατή ελαχιστοποίηση της δημοσιονομικής επιβάρυνσης της χώρας, καθώς και η μεγιστοποίηση της απόδοσης (return) των καταβληθέντων κεφαλαίων με γνώμονα την προάσπιση των συμφερόντων των φορολογουμένων της χώρας.

2. Μια κριτική ανάλυση των όρων

Οι όροι

Η απόφαση των Ευρωπαίων ηγετών να χορηγήσουν στη χώρα μας 50 δισ. ευρώ μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης (EFSF) για την ανασύνταξη του τραπεζικού χάρτη και την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών αποτέλεσε ένα σημαντικό βήμα για τη σταθεροποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Στην πρώτη φάση της ανακεφαλαιοποίησης, τον Απρίλιο του 2012, δόθηκαν 18 δισ. ευρώ ως προκαταβολή για την ανακεφαλαιοποίηση των τεσσάρων μεγάλων τραπεζών που κρίθηκαν βιώσιμες (Εθνική, Πειραιώς, Alpha, Eurobank). Η δόση αυτή ενίσχυσε την κεφαλαιακή τους επάρκεια και μπόρεσε να εγγυηθεί την απρόσκοπτη συνέχιση της χρηματοδότησης από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Ευρωσύστημα. Άλλα 6,7 δισ. ευρώ διατέθηκαν για την ανακεφαλαιοποίηση της ΑΤΕ μετά την απορρόφησή της από την Τράπεζα Πειραιώς. Στη δεύτερη φάση της ανακεφαλαιοποίησης αναμένεται να καταβληθούν 25 δισ. ευρώ μέχρι το τέλος του 2012, ώστε να δρομολογηθούν και να υλοποιηθούν μέχρι την άνοιξη του 2013 οι αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων με τις οποίες θα ολοκληρωθεί η τελική φάση της ανακεφαλαιοποίησης.

Τέσσερις είναι οι βασικές αρχές των όρων ανακεφαλαιοποίησης, οι οποίοι τέθηκαν πρόσφατα σε δημόσια διαβούλευση: *Πρώτον*, η ελάχιστη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στο μετοχικό κεφάλαιο της τράπεζας πρέπει να είναι 10% για να διατηρήσουν οι ιδιώτες αυξημένο βαθμό διοικητικής αυτοτέλειας. Οι ιδιώτες μέτοχοι θα μπορούν να ανακτήσουν τον πλήρη έλεγχο των τραπεζών αποπληρώνοντας τη συμμετοχή του Δημοσίου εντός πενταετίας. Η συμμετοχή του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) στο μετοχικό κεφάλαιο κάθε τράπεζας θα διενεργείται είτε με κοινές μετοχές είτε με μετατρέψιμες ομολογίες (CoCos), ανάλογα με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις της κάθε τράπεζας. Οι νέες μετοχές θα διατεθούν με την ίδια τιμή στο ΤΧΣ και για τους ιδιώτες επενδυτές. Η τιμή έκδοσής τους θα είναι ίση ή κατώτερη του 50% της μέσης χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής κατά τις προηγούμενες 50 συνεδριάσεις, εφόσον όμως αυτή είναι μικρότερη της τιμής κλεισίματος της μετοχής κατά την ημέρα διαπραγμάτευσης που προηγείται της ημερομηνίας καθορισμού της τιμής έκδοσης.

Δεύτερον, προκειμένου να καταστεί ελκυστική για τους ιδιώτες η συμμετοχή στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου δίνονται δικαιώματα αγοράς εννιά κοινών μετοχών (warrants) για κάθε μετοχή που θα αποκτάται με την αύξηση κεφαλαίου. Οι ιδιώτες θα μπορούν ανά εξάμηνο να εξασκούν τα warrant σε προκαθορισμένη τιμή αγοράς, το ύψος της οποίας θα προκύπτει από την τιμή διάθεσης συν μια σταθερή απόδοση 3% ετησίως που θα αυξάνεται κατά 1% κάθε εξάμηνο. Η άσκηση των δικαιωμάτων αυτών θα πρέπει να γίνει έως και 54 μήνες από την ημερομηνία έκδοσης τους, ενώ το ΤΧΣ δεν μπορεί να τα μεταβιβάσει για περίοδο 36 μηνών από την έκδοσή τους. Τα warrants δεν μπορούν να ασκηθούν αν η συμμετοχή των ιδιωτών δεν ανέλθει στο 10%.

Τρίτον, αναφορικά με την έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών (Cocos), οι τράπεζες μπορούν να εκδώσουν αόριστης διάρκειας και χωρίς ημερομηνία λήξης ομολογίες με ετήσιο επιτόκιο 7% το οποίο θα προσαυξάνεται κατά 50 μ.β. ετησίως ώστε το πέμπτο έτος η απόδοση να φτάσει το 9,5%. Η μη καταβολή των τόκων αυτών δεν συνιστά γεγονός καταγγελίας του ομολόγου. Ωστόσο, σε αυτή την περίπτωση το σύνολο των ομολογιών μετατρέπεται υποχρεωτικά (κατά συνολικό ποσό κεφαλαίου και τόκων) σε κοινές μετοχές. Η κλιμακούμενη αύξηση του επιτοκίου λειτουργεί ως κίνητρο για να επαναγορασθούν όσο το δυνατόν γρηγορότερα από τις τράπεζες. Η τράπεζα έχει τη δυνατότητα της επαναγοράς των μετατρέψιμων ομολογιών μόνο εφόσον η τράπεζα διασφαλίζει την κεφαλαιακή της επάρκεια και μετά την έγγραφη έγκριση της Τράπεζας της Ελλάδος. Η μετατρεψιμότητα των ομολογιών σε κοινές μετοχές λαμβάνει χώρα υποχρεωτικά σε περίπτωση κινδύνου βιωσιμότητας της τράπεζας (Viability Event), ενώ στην περίπτωση έκτακτης ανάγκης κεφαλαίου (Contingency Event) το ποσό που πρέπει να μετατραπεί σε κοινές μετοχές δεν πρέπει να είναι λιγότερο από: α) το ποσό που απαιτείται για να αποκατασταθεί πλήρως το αναγκαίο επίπεδο της κεφαλαιακής επάρκειας και β) το συνολικό υπολειπόμενο αρχικό κεφάλαιο των τίτλων. Επίσης, πέντε χρόνια μετά την ημερομηνία έκδοσής τους, το αρχικό κεφάλαιο που λήγει ή εκκρεμεί αυτήν την περίοδο θα πρέπει υποχρεωτικά να μετατραπεί πλήρως σε κοινές μετοχές της τράπεζας. Καθ' όσο υφίστανται ομολογίες το πιστωτικό ίδρυμα δεν δύναται να διανέμει μερίσματα στους κοινούς μετόχους. Τα έσοδα του Προϋπολογισμού από τους τόκους των μετατρέψιμων ομολογιών ανέρχονται στα 400 εκατ. ευρώ ετησίως και συνολικά 2 δισ. ευρώ για τα πέντε έτη.

Τέταρτον, προβλέπεται η αναγνώριση του αναβαλλόμενου φόρου ως κεφαλαίου στον υπολογισμό των εποπτικών κεφαλαίων των τραπεζών με στόχο τον περιορισμό των συνολικών κεφαλαιακών τους αναγκών. Εφόσον και στο βαθμό που το όφελος από τον συμψηφισμό των ζημιών από το PSI με μελλοντικούς φόρους προσμετρηθεί στα ελάχιστα εποπτικά κεφάλαια, οι κεφαλαιακές ανάγκες των τεσσάρων συστημικών τραπεζών μπορούν να μειωθούν μέχρι και κατά 4 δισ. ευρώ (από 27 δισ. ευρώ σε 23 δισ. ευρώ). Με την ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης οι ελληνικές τράπεζες θα πρέπει να διατηρούν τα ελάχιστα εποπτικά τους κεφάλαια (Core Tier I) στο 9% του σταθμισμένου ενεργητικού τους μέχρι και το τέλος του 2015. Από το σύνολο των κεφαλαιακών αναγκών τα βασικά εποπτικά κεφάλαια (κοινές μετοχές) πρέπει να καλύπτουν το 6% και το υπόλοιπο 3% να καλύπτεται με μετατρέψιμες ομολογίες. Το προτεινόμενο πλαίσιο της ανακεφαλαιοποίησης σκοπεύει να δημιουργήσει ένα ισχυρό τραπεζικό σύστημα με μεγαλύτερες και καλά κεφαλαιοποιημένες τράπεζες γεγονός που θα τονώσει την εμπιστοσύνη εκ μέρους των καταθετών και θα επαναφέρει τη δυνατότητα πρόσβασης των τραπεζών στις αγορές.

Μια κριτική ανάλυση

Ωστόσο, για την επιτυχή κατάληξη της διαδικασίας ανακεφαλαιοποίησης είναι απαραίτητο να υπάρξει μερική αναθεώρηση των όρων ανακεφαλαιοποίησης ώστε να δοθούν περισσότερα κίνητρα συμμετοχής των ιδιωτών στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Συγκεκριμένα, απαιτείται να δοθεί παράταση στο χρονοδιάγραμμα των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου. Ο χρόνος υλοποίησης των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου επιβαρύνει τις προσπάθειες ανεύρεσης ιδιωτικών κεφαλαίων καθώς οι διοικήσεις των τραπεζών δεν δύνανται να παρουσιάσουν στους δυνητικούς επενδυτές μια συνολική και τεκμηριωμένη εικόνα των ιδρυμάτων τους δεδομένων των μεταβλητών συνθηκών στην αγορά. Συνεπώς, απαιτείται να παραταθεί λίγους μήνες η ημερομηνία διεξαγωγής των αυξήσεων κεφαλαίου. Επιπλέον, η ταυτόχρονη υλοποίηση των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου καθιστά δύσκολη την ανεύρεση αυτών των κεφαλαίων. Δεύτερον, αξίζει να περιοριστεί ή να εξαλειφθεί η αρνητική θέση των τραπεζών από το ΤΧΣ καθώς από τα 27,5 δισ. ευρώ που θα δοθούν για την ανακεφαλαιοποίηση τα 8 δισ. θα κατευθυνθούν στην κάλυψη της αρνητικής θέσης των τραπεζών. Οι τράπεζες αποτιμώνται σήμερα με αρνητική καθαρή θέση καθιστώντας τις μετοχές

τους υπερτιμημένες, γεγονός που λειτουργεί ως αντικίνητρο για τη συμμετοχή των ιδιωτών επενδυτών στις αυξήσεις κεφαλαίου. Συγκεκριμένα, οι αυξήσεις κεφαλαίων με βάση τη μέση χρηματιστηριακή τιμή των προηγούμενων 50 συνεδριάσεων ανεβάζει το λόγο P/BV κοντά στο 1,25 έως 1,5, όταν στην Ευρώπη ο αντίστοιχος λόγος για τις επαρκώς κεφαλαιοποιημένες τράπεζες είναι 0,7. Ως αποτέλεσμα, η μετοχή αμέσως μετά την ανακεφαλαιοποίηση αναμένεται να καταρρεύσει τουλάχιστον κατά 50%-60%, συγκλίνοντας προς τον μέσο ευρωπαϊκό όρο. Ως εκ τούτου, μόνο εάν οι τράπεζες εμφανίσουν θετική καθαρή θέση πριν από την ανακεφαλαιοποίηση μπορούν να αντλήσουν τα απαραίτητα κεφάλαια για τη διασφάλιση του ιδιωτικού τους χαρακτήρα.

Για τον λόγο αυτό, έχει προταθεί η πιστωτική ενίσχυση των τραπεζικών ιδρυμάτων (credit enhancement) με σκοπό τη μείωση των κεφαλαιακών τους αναγκών είτε α) μέσω της ανταλλαγής των νέων ΟΕΔ των τραπεζών με ομόλογα EFSF που κατέχει το ΤΧΣ, είτε β) μέσω της ανταλλαγής χρηματορροών των νέων ΟΕΔ των τραπεζών με τις αντίστοιχες χρηματοροές των ομολόγων EFSF του ΤΧΣ. Και στις δυο περιπτώσεις η κάλυψη της διαφοράς μεταξύ ονομαστικής (11,3 δισ. ευρώ) και τρέχουσας αξίας (4 δισ. ευρώ) θα μείωνε τις κεφαλαιακές ανάγκες των τραπεζών κατά 7,3 δισ. ευρώ διευκολύνοντας συνολικά την ανακεφαλαιοποίησή τους. Είναι πολύ σημαντικό, επίσης, να τονιστεί ότι με τη διαδικασία αυτή δεν επιβαρύνεται η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους, καθώς δεν συνεπάγεται επιπρόσθετο δανεισμό για την Ελληνική Δημοκρατία. Αντιθέτως, το χρέος της κεντρικής κυβέρνησης μειώνεται κατά 5,6% του ΑΕΠ (7,3 δισ. ευρώ), καθώς ο φορέας διακράτησης των υπό ανταλλαγή νέων ΟΕΔ, δηλαδή το ΤΧΣ, σύμφωνα με τους κανόνες της Eurostat θεωρείται μέρος της κεντρικής κυβέρνησης. Επιπλέον, για την επίλυση του προβλήματος της αρνητικής καθαρής θέσης των τραπεζών έχει προταθεί να γίνουν δύο αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με χρονική απόσταση λίγων μηνών. Αναλυτικότερα, αρχικά να γίνει μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου που θα καλύψει το ΤΧΣ ώστε να εξαλειφθεί η αρνητική θέση των τραπεζών. Μετά από λίγους μήνες να ακολουθήσει μια δεύτερη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με στόχο να ανέλθει το Core Tier 1 στο 6%. Τέλος, η μείωση της τιμής άσκησης των warrant ώστε αυτή να αντανακλά τις συνθήκες της αγοράς θα ενεργήσει θετικά στην προσέλκυση ιδιωτικών κεφαλαίων. Συγκεκριμένα, εάν αποσυνδεθεί η τιμή άσκησης από την τιμή έκδοσης της μετοχής και συνδεθεί με την τρέχουσα ή με την λογιστική

της αξία οι ιδιώτες επενδυτές θα μπορέσουν να ασκήσουν το warrant εξασφαλίζοντας έτσι τη μελλοντική επανάκτηση του ελέγχου του πιστωτικού ιδρύματος. Τέλος, μια άλλη ιδέα που μπορεί να «εξοικονομήσει» 2 δισ. ευρώ από τα 2,7 δισ. ευρώ που απαιτούνται για την εξεύρεση του 10% και τη διασφάλιση έτσι του ιδιωτικού χαρακτήρα των ελληνικών τραπεζών, πηγάζει από τις αποφάσεις του Eurogroup του Νοεμβρίου 2012: προβλέπεται εκεί η μετατροπή του χρέους μειωμένης εξασφάλισης (subordinated debt) σε κοινές μετοχές, και το οποίο αν γίνει στην ονομαστική τους αξία (at par) θα μπορεί να θεωρηθεί ως νέα έκδοση μετοχών και να προσμετρήσει έτσι στο 10%, που είναι και το ζητούμενο.

Η ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών και η αποκατάσταση της φερεγγυότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος συνιστά μια από τις πιο κρίσιμες παραμέτρους για την έξοδο από την κρίση. Η επικαιροποίηση των κεφαλαιακών αναγκών του τραπεζικού συστήματος θα πρέπει να είναι το επόμενο βήμα προς αυτήν την κατεύθυνση. Παρόλο που για τον προσδιορισμό των κεφαλαιακών αναγκών των τραπεζών συνυπολογίστηκαν οι απώλειες του δυσμενούς σεναρίου μέχρι το 2014 η διαγνωστική μελέτη της BlackRock βασίζεται σε παραδοχές που ελήφθησαν τον Ιούνιο του 2011. Αν και το υπάρχον πλαίσιο της ανακεφαλαιοποίησης προβλέπει κεφαλαιακό απόθεμα (capital buffer) αξίας 5 δισ. ευρώ, η ένταση της ύφεσης διαβρώνει την πραγματική καταθετική δύναμη της οικονομίας ενώ οι επισφάλειες προσεγγίζουν το 30%, με ό,τι αυτό συνεπάγεται για την αύξηση των προβλέψεων κάλυψης πιστωτικού κινδύνου των τραπεζών. Ο σωστός προσδιορισμός των κεφαλαιακών αναγκών (π.χ. λόγω ύφεσης επιβάλλεται η διάκριση των δανείων που επιβαρύνουν τις επισφάλειες: τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια τα οποία έχουν κυκλικό χαρακτήρα να μην επιβαρύνουν τις επισφάλειες και έτσι την αύξηση των προβλέψεων που οδηγεί σε απαιτήσεις για επιπλέον κεφαλαιακές ανάγκες στο μέλλον). αλλά και η ανεύρεση των απαραίτητων κεφαλαίων θα αποκαταστήσει την εμπιστοσύνη στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Η ενδυνάμωση της εμπιστοσύνης θα συμβάλλει στην επιστροφή των καταθέσεων, οι οποίες ανέρχονται σήμερα σε περίπου 160 δισ. ευρώ, συνεισφέροντας στην αποκατάσταση της τραπεζικής γραμμής πίστωσης και συμβάλλοντας στις προσπάθειες για ανάκαμψη και ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Η ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΑΛΛΩΝ ΧΩΡΩΝ-ΜΕΛΩΝ ΤΗΣ ΟΝΕ

Βασική απαίτηση των προγραμμάτων δημοσιονομικής προσαρμογής των κρατών της ευρωπεριφέρειας είναι η εξυγίανση των τραπεζών τους, η βελτίωση της κεφαλαιακής τους θέσης και η αναδιάρθρωσή τους έτσι ώστε να συμβάλλουν στην επαρκή χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Αναλυτικότερα, λόγω των μνημονιακών τους υποχρεώσεων, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία οφείλουν να υλοποιήσουν τις απαραίτητες δεσμεύσεις για τη ριζική αναμόρφωση του χρηματοπιστωτικού τους τομέα, ενώ η ισπανική κυβέρνηση δεσμεύεται να ολοκληρώσει την ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών της ιδρυμάτων στο πλαίσιο του Μνημονίου Συνεργασίας της με την Τρόικα για την ομαλή αναδιάρθρωση του τραπεζικού της κλάδου. Όπως φαίνεται παρακάτω το πλαίσιο της ανακεφαλαιοποίησης παρουσιάζει αρκετά κοινά σημεία και για τις τρεις χώρες (Ιρλανδία, Πορτογαλία, Ισπανία), ενώ είναι πολύ διαφορετικό στην περίπτωση της Κύπρου.

Η περίπτωση της Ιρλανδίας

Στην Ιρλανδία η υψηλή έκθεση των τραπεζών σε επισφαλή στεγαστικά δάνεια αποδυνάμωσε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό της σύστημα. Η απότομη πτώση στις τιμές των ακινήτων οδήγησε στη συσσώρευση προβληματικών δανείων επιβαρύνοντας σημαντικά τη χρηματοοικονομική κατάσταση των ιρλανδικών τραπεζών. Η διάσωση τους έγινε με κεφαλαιακές χορηγήσεις αξίας 85,3 δισ. ευρώ (20 δισ. ευρώ από τον ιδιωτικό τομέα και 65 δισ. ευρώ από την ιρλανδική κυβέρνηση) πλήττοντας σοβαρά τη δημοσιονομική κατάσταση της χώρας: κλασική περίπτωση μετάδοσης της κρίσης από τις τράπεζες στα κράτη-μέλη. Αναλυτικότερα, το ιρλανδικό κράτος δημιούργησε τη National Asset Management Agency (NAMA, 2009), την εθνική υπηρεσία διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων των

ιρλανδικών τραπεζών, η οποία ως ‘κακή τράπεζα’ (bad bank) απέκτησε τα περιουσιακά προβληματικά στοιχεία των ιρλανδικών τραπεζών συνολικής αξίας 74 δισ. ευρώ με έκπτωση 58%. Το Φεβρουάριο του 2010, πέντε τράπεζες υπέβαλλαν αίτημα προσχώρησης στο NAMA (Allied Irish Bank, Bank of Ireland, Anglo Irish bank, Irish Nationwide Building Bank, EBS Building Society). Η απομόχλευση των τραπεζών (όπως αντανακλάται στη μείωση του δείκτη LTD σε 122.5% από 180%), καθώς και η τήρηση αυστηρότερων κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας (10,5% και 6% για το δυσμενές σενάριο) έπληξε σοβαρά τη ρευστότητα της ιρλανδικής οικονομίας. Στο πλαίσιο της αύξησης των ίδιων κεφαλαίων οι ιρλανδικές τράπεζες εξέδωσαν προνομιούχες μετοχές (2009), κοινές μετοχές και μετατρέψιμες ομολογίες (2011) και δικαιώματα μελλοντικής αγοράς (2009, warrants). Οι προνομιούχες μετοχές εκδόθηκαν ως CT1 με τοκομερίδιο 10,5% και δικαίωμα επαναγοράς εντός πέντε ετών από την ημερομηνία έκδοσής τους στην τιμή 1,00 ευρώ και στην τιμή 1,25 ευρώ μετά τα πέντε έτη. Το 2010 κοινές μετοχές εκδόθηκαν ως μέρος των προνομιούχων μετοχών, ενώ το 2011 το κράτος συμμετείχε στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με την έκδοση κοινών μετοχών. Οι μετατρέψιμες ομολογίες (Contingent convertibles, γνωστές ως CoCos) εκδόθηκαν με σταθερό κουπόνι 10% (non-cumulative) με ημερομηνία λήξης το 2016 χωρίς οι τράπεζες να έχουν δικαίωμα επαναγοράς πριν από τη λήξη. Στη μετατροπή των ομολογιών οι νέες μετοχές εκδίδονται στη χρηματιστηριακή τιμή των τελευταίων 30 ημερών, αλλά με μια ελάχιστη τιμή που ορίζεται κατά την έκδοση των Cocos.

Η περίπτωση της Πορτογαλίας

Σε αντίθεση με την Ιρλανδία, η περίπτωση της Πορτογαλίας είναι ανάλογη της ελληνικής, καθώς η προβληματική δημοσιονομική κατάσταση της χώρας έπληξε σοβαρά την ευρωστία των πορτογαλικών τραπεζών. Το 2011 η Πορτογαλία σύναψε δάνειο με την Τρόικα αξίας 78 δισ. ευρώ, εκ των οποίων τα 12 δισ. ευρώ χρησιμοποιήθηκαν για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, με αντάλλαγμα μια σειρά δημοσιονομικών μέτρων. Οι πορτογαλικές τράπεζες όφειλαν να ενισχύσουν τα επίπεδα κεφαλαίων τους για να συμμορφωθούν με τους σχετικούς κανονισμούς (κατευθυντήριες γραμμές EBA, Πλαίσιο Βασιλείας III) και συγκεκριμένα να συγκεντρώσουν ίδια κεφάλαια CT1 στο 10% μέχρι το τέλος του 2012. Η αύξηση των ίδιων κεφαλαίων έγινε με τη συμμετοχή ιδιωτών και του κράτους. Σύμφωνα με τους

όρους ανακεφαλαιοποίησης, η διοίκηση των τραπεζών παραμένει σε ιδιώτες παρέχοντάς τους τη δυνατότητα επαναγοράς της κρατικής συμμετοχής. Ωστόσο, οι τράπεζες θα υπόκεινται σε αυστηρούς κανόνες μάνατζμεντ και σε συμφωνία πάντα με τους κανονισμούς της Γενικής Διεύθυνσης Ανταγωνισμού (DG Comp) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την κρατική ενίσχυση. Αναλυτικότερα, η ανακεφαλαιοποίηση των πορτογαλικών τραπεζών έγινε κυρίως με την έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών (Cocos) και κοινών μετοχών. Αναφορικά με την έκδοση των μετατρέψιμων ομολογιών, ο μέσος όρος τοκομεριδίου τους είναι μεταξύ 7,0% και 9,3% (το κουπόνι αυξάνεται σταδιακά κατά 25 μ.β. κατ' έτος για τα επόμενα δυο χρόνια από την ημερομηνία έκδοσής τους και 50 μ.β. για κάθε επιπλέον έτος). Εφόσον, η πληρωμή του τοκομεριδίου μειώνει τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις κάτω από τα επιτρεπόμενα όρια, τότε η πληρωμή του γίνεται με την έκδοση κοινών μετοχών. Η μετατροπή των Cocos σε κοινές μετοχές γίνεται υποχρεωτικά α) με την παραβίαση κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας (ο δείκτης CET 1 πρέπει να ανέλθει στο 3.5% μέχρι το Ιανουάριο του 2013 και στο 7.0% μέχρι τον Ιανουάριο 2019), β) με την μη πληρωμή των κουπονιών και γ) εφόσον αυτά δεν αποπληρωθούν εντός πενταετίας. Επίσης, το κράτος δικαιούται να προκαλέσει την μετατροπή εφόσον τεθεί ζήτημα βιωσιμότητας των τραπεζών είτε λόγω αλλαγής του ελέγχου τους. Η τράπεζα οφείλει να αποπληρώσει τα Cocos στην ονομαστική τους αξία σε διάστημα πέντε ετών. Καθ' όσο υφίστανται οι ομολογίες οι τράπεζες μπορούν να δώσουν μέρος μόνο στις μετοχές που κατέχει το κράτος. Επίσης, η αύξηση των ίδιων κεφαλαίων των πορτογαλικών τραπεζών πραγματοποιήθηκε με την έκδοση κοινών μετοχών. Η Τράπεζα έχει το δικαίωμα να επαναγοράσει από το κράτος τις μετοχές εντός πέντε ετών. Με την ανακεφαλαιοποίηση και τη γενικότερη αναδιάρθρωση του τραπεζικού της συστήματος, η Πορτογαλία κατάφερε να μειώσει το λόγο δάνεια προς καταθέσεις (LTD) από το 158% το 2010 στο 138% το α' τρίμηνο του 2012.

Η περίπτωση της Ισπανίας

Οι Υπουργοί Οικονομικών της ευρωζώνης συμφώνησαν τον Ιούνιο του 2012 ομόφωνα στην παροχή χρηματοδοτικής στήριξης μέχρι 100 δισ. ευρώ για την ανακεφαλαιοποίηση και αναδιάρθρωση των ισπανικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η ενίσχυση της ανθεκτικότητας του ισπανικού τραπεζικού τομέα θα εγγυηθεί την αποκατάσταση της πρόσβασης στις αγο-

ρές με λογικούς όρους, η οποία υπονομεύθηκε λόγω της απότομης πτώσης στις τιμές των ακινήτων και της επακόλουθης οικονομικής ύφεσης (δηλ. πιο κοντά στην ιρλανδική περίπτωση). Το Ταμείο FROB (Ταμείο Αναδιάρθρωσης Τραπεζών) – που συστάθηκε το 2009 για την κεφαλαιακή ενίσχυση των τραπεζών, την αναδιάρθρωση και την εκκαθάριση των μη βιώσιμων τραπεζών – ορίστηκε ως το αρμόδιο όργανο της ισπανικής κυβέρνησης που θα διοχετεύσει στις προβληματικές τράπεζες τα απαραίτητα αυτά κεφάλαια με σκοπό την επανεκκίνηση της παροχής πίστωσης από τις τράπεζες προς την ισπανική οικονομία. Το FROB έχει στη διάθεσή του 15 δισ. ευρώ με δυνατότητα μόχλευσης κατά 3 φορές (45 δισ. ευρώ) και κατά 6 φορές (90 δισ. ευρώ) μετά από έγκριση του Υπουργείου Οικονομικών, ενώ η ισπανική κυβέρνηση μπορεί να εγγυηθεί μέχρι και 27 δισ. ευρώ των κεφαλαίων του Ταμείου.

Το Μνημόνιο Συνεργασίας με την Τρόικα για τη χορήγηση χρηματοδοτικής βοήθειας προς τις ισπανικές τράπεζες προβλέπει: α) τον καθορισμό των κεφαλαιακών αναγκών για κάθε τράπεζα χωριστά, β) διαδικασίες ανακεφαλαιοποίησης, αναδιάρθρωσης ή και εκκαθάρισης για τις προβληματικές τράπεζες, καθώς και γ) το διαχωρισμό των 'τοξικών' περιουσιακών στοιχείων των προβληματικών τραπεζών με τη μεταφορά τους σε μια 'κακή' τράπεζα (SAREP). Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τις κεφαλαιακές τους ανάγκες οι τράπεζες που λαμβάνουν κρατική βοήθεια για την ανακεφαλαιοποίησή τους πρέπει να εφαρμόσουν ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης. Τα σχέδια αναδιάρθρωσης είναι δυνατόν να περιλαμβάνουν συρρίκνωση των μη αποδοτικών δραστηριοτήτων των τραπεζών συμμετέχοντας έτσι στο κόστος αναδιάρθρωσης με ιδίους πόρους. Όσον αφορά τις μη βιώσιμες τράπεζες, οι ισπανικές αρχές πρέπει να υποβάλουν σχέδιο ομαλής και συντεταγμένης εκκαθάρισής τους στην 'κακή' τράπεζα (SAREP), ο σκοπός της οποίας είναι η ανάκτηση της αξίας των στοιχείων, η αποτελεσματική χρήση των κεφαλαίων, καθώς και η ελαχιστοποίηση της κρατικής βοήθειας και της επιβάρυνσης των φορολογουμένων.

Αναφορικά με τις βιώσιμες ισπανικές τράπεζες έχει καταρτιστεί ένα σχέδιο τριών φάσεων: Στην πρώτη φάση πραγματοποιήθηκε μια μεγάλη κλίμακας αναμόρφωση του τραπεζικού τοπίου με συγχωνεύσεις τραπεζών με αποτέλεσμα το Μάρτιο του 2012 να έχουν απομείνει 11 τράπεζες αποδοχής καταθέσεων από τις 45 που λειτουργούσαν τον Ιούνιο του 2010. Το FROB παρείχε οικονομική στήριξη αξίας 9,7 δισ. ευρώ μόνο για επτά περιπτώσεις συγχωνεύσεων αποκτώντας μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές

με επιτόκιο 7,75%, οι οποίες θα πρέπει να επαναγοραστούν σε μια περίοδο από 5 έως 7 χρόνια. Στη δεύτερη φάση οι τράπεζες όφειλαν να αυξήσουν την επάρκειά τους ώστε ο δείκτης ελάχιστης κεφαλαιακής επάρκειας να πρέπει να είναι μεγαλύτερος του 8% του σταθμισμένου ενεργητικού τους (RWA), και ο οποίος μόνο σε ειδικές περιπτώσεις θα έπρεπε να φτάσει το 10%. Προκειμένου να διευκολυνθούν οι τράπεζες να συγκεντρώσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια, το FROB συμμετείχε σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου τριών τραπεζικών ομίλων (Catalunya Caixa, Nova Caixa Galicia, Unnim) με την απόκτηση κοινών μετοχών αξίας 4,7 δισ. ευρώ. Στην τρίτη φάση το Φεβρουάριο του 2012 θεσπίστηκαν νέα μέτρα αξίας 50 δισ. ευρώ που διευκολύνουν την εκκαθάριση των τραπεζών από τα προβληματικά τους στοιχεία και ενισχύουν την εμπιστοσύνη στην τραπεζική αγορά. Το FROB μπορεί να παρέχει βοήθεια όπου χρειαστεί με την αγορά κοινών μετοχών ή Cocos.

Αναφορικά με τις μη βιώσιμες ισπανικές τράπεζες, το FROB αποκτά τον πλήρη έλεγχο τους προκειμένου να μη διαταραχθεί το τραπεζικό σύστημα από μια βίαια κατάρρευση κάποιου πιστωτικού ιδρύματος. Το Ταμείο δύναται να καταρτίσει ένα σχέδιο αναδιάρθρωσης προβληματικών τραπεζών, το οποίο με την έγκριση της Κεντρικής Τράπεζας της Ισπανίας θα προβλέπει είτε τη συγχώνευση είτε την μεταφορά του ενεργητικού/παθητικού τους σε εύρωστα ιδρύματα που θα επιλεγούν με τη διεξαγωγή διεθνούς διαγωνισμού. Η μεταφορά των περιουσιακών στοιχείων στην 'κακή' τράπεζα γίνεται με έκπτωση 45,6% για τα δάνεια και 63,1% για τα ακίνητα υπό κατάσχεση. Μέχρι σήμερα τέσσερις τράπεζες έχουν χαρακτηριστεί μη βιώσιμες και ο έλεγχος τους έχει εκχωρηθεί στο FROB. Τρεις από αυτές έχουν ήδη πωληθεί σε άλλες τράπεζες (Cajasur, Cam, Unnim), ενώ ο διαγωνισμός για την τέταρτη (B. Valencia) βρίσκεται σε εξέλιξη. Για το σκοπό της ενίσχυσης των πιστωτικών ιδρυμάτων το FROB έχει διαθέσει 14,8 δισ. ευρώ από τα 42 δισ. ευρώ που διαθέτει συνολικά, και το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων (DGF) θα διαθέσει 6 δισ. ευρώ.

Αναλυτικότερα, οι Υπουργοί Οικονομικών της Ευρωζώνης στο Eurogroup στις 3 Δεκεμβρίου 2012 ενέκριναν την παροχή χρηματοδοτικής στήριξης αξίας 39,5 δισ. ευρώ σε τέσσερις ισπανικές τράπεζες ως εξής: 18 δισ. ευρώ στη Bankia, 9 δισ. ευρώ στην Catalunya Caixa, 5,5 δισ. ευρώ στη Novagalicia, 4,5 δισ. ευρώ στη Valencia και 2,5 δισ. ευρώ στην 'κακή' τράπεζα Sareb. Οι τράπεζες που θα λάβουν την κρατική βοήθεια οφείλουν να εφαρμόσουν ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης που περιλαμβάνει: α) τη συρ-

ρίκνωση του ισολογισμού κάθε τράπεζας μέχρι το 2017 κατά 60% σε σχέση με το 2010, β) τη μείωση των υποκαταστημάτων τους κατά 50%, γ) τη στήριξη των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, δ) τη μείωση της χρηματοδότησης προς τον κτηματομεσιτικό κλάδο.

Οι τράπεζες Novagalicia και Catalunya Caixa θα πωληθούν εντός της πενταετούς περιόδου αναδιάρθρωσης. Εάν αποτύχει η πώληση η Ισπανία θα πρέπει να παρουσιάσει ένα σχέδιο εκκαθάρισης τους. Η Valencia θα πωληθεί στην Caixa. Άλλες τέσσερις τράπεζες Mare Nostrum, Banco Caja 3, Liberbank και Banco Ceiss θα παρουσιάσουν τα προγράμματα αναδιάρθρωσής τους μέχρι τις 20 Δεκεμβρίου ώστε να λάβουν τα αναγκαία κεφάλαια διάσωσης. Σύμφωνα με τους αναλυτές, το συνολικό κόστος της ανακεφαλαιοποίησης των προβληματικών τραπεζών της Ισπανίας έχει εκτιμηθεί στα 60 δισ. ευρώ.

Η περίπτωση της Κύπρου

Η ανακεφαλαιοποίηση των κυπριακών τραπεζών άνοιξε τη συζήτηση στην Ευρώπη σχετικά με το bail-in που αφορά το εάν η ενίσχυση των τραπεζών θα περιλαμβάνει ρυθμίσεις όπως η επιβολή ζημιών στις μη εξασφαλισμένες καταθέσεις. Σε διαφορετική περίπτωση, το κόστος διάσωσης των τραπεζών θα πλήξει σοβαρά τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους λόγω του γεγονότος ότι το συνολικό ενεργητικό των κυπριακών τραπεζών ανέρχεται στο 820% του ΑΕΠ.

Τα βασικά συστατικά της διπλής κρίσης τραπεζών-δημόσιου χρέους στην περίπτωση της Κύπρου είναι τα εξής: παρόλο που τα κυπριακά τραπεζικά ιδρύματα παρουσιάζουν μικρό δείκτη μόχλευσης (ο δείκτης δανείων/καταθέσεων είναι κοντά στο 100%) αυτά επλήγησαν λόγω της υψηλής έκθεσης τους στα κρατικά ομόλογα της χώρας τους και της Ελλάδος. Τα επισφαλή δάνεια σημείωσαν ραγδαία άνοδο λόγω της ύφεσης. Το 2012 η κυπριακή οικονομία συρρικνώθηκε κατά -2,4%, ενώ αρνητικές είναι και οι προβλέψεις για το 2013 και 2014, καθώς αναμένεται περαιτέρω μείωση του ΑΕΠ κατά -3,5% και -1,3% αντιστοίχως, πριν σημειωθεί η ανάπτυξη +1,1% το 2015. Το σημαντικότερο πλήγμα όμως δόθηκε με την απόφαση της ΕΚΤ τον Ιούνιο του 2012 να αποκλείσει τη χρήση των κυπριακών κρατικών ομολόγων ως εγγύηση για λήψη ρευστότητας από την ΕΚΤ, καθώς και οι τρεις οίκοι αξιολόγησης υποβάθμισαν την Κύπρο σε καθεστώς junk. Ο οίκος Fitch απέδωσε

την υποβάθμιση στην έκθεση του κυπριακού τραπεζικού συστήματος στα ελληνικά κρατικά ομόλογα. Πράγματι, το ελληνικό PSI προκάλεσε απώλειες αξίας 4,5 δισ. ευρώ, οι οποίες αντιστοιχούν στο 25% του ΑΕΠ της Κύπρου. Η μερική ανακεφαλαιοποίηση της Λαϊκής Τράπεζας από την κυπριακή κυβέρνηση τον Ιούνιο του 2012 με 1,8 δισ. ευρώ αύξησε το δημόσιο χρέος στο 83,3% του ΑΕΠ από το 71,1% στα τέλη του 2011.

Κατόπιν αιτήσεως της Κυπριακής Δημοκρατίας προς τις χώρες-μέλη της ευρωζώνης για οικονομική στήριξη από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας / Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΤΧΣ/ΕΜΣ), οι Βρυξέλλες ετοιμάζουν ένα πρόγραμμα διάσωσης για την Κύπρο, που θα περιέχει όρους πέρα από την ανακεφαλαιοποίηση κυπριακών τραπεζών και θα εκτείνονται σε όλο το φάσμα της κυπριακής οικονομίας. Αναλυτικότερα, το πρόγραμμα διάσωσης της Κύπρου αναμένεται να ανέλθει σε 17,5 δισ. ευρώ εκ των οποίων 10 δισ. ευρώ θα χρησιμοποιηθούν για τις τράπεζες, 6 δισ. ευρώ θα διατεθούν για την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους και 1,5 δισ. ευρώ για την κάλυψη διάφορων δημοσιονομικών αναγκών. Οι όροι όμως που θα εφαρμοστούν για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών θα προσδιορίσουν τα ακριβή κεφάλαια που θα χρειαστούν οι τράπεζες. Μια πιθανή επιβολή ζημιών σε μη ασφαλισμένες καταθέσεις των τραπεζών μπορεί να μειώσει τις δανειακές ανάγκες βελτιώνοντας τη βιωσιμότητα του κυπριακού δημόσιου χρέους.

Ωστόσο, το σενάριο αυτό μπορεί να προκαλέσει εκροή καταθέσεων (bank run) σε άλλες υπό πίεση οικονομίες και κινδύνους όπως ο κίνδυνος μετάδοσης στις χρηματοοικονομικές αγορές της ευρωζώνης και πρώιμης κατάρρευσης του κυπριακού τραπεζικού τομέα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14

Μια μόνο bad bank στην Ελλάδα;*

Το πακέτο των 50 δισ. ευρώ για την αναδιάρθρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος χορηγήθηκε ως επί το πλείστον για την κεφαλαιακή ενίσχυση των συστημικών τραπεζών, ενώ κεφάλαια αξίας περίπου 13,8 δισ. ευρώ δόθηκαν στις μη συστημικές τράπεζες με τελικό σκοπό την αναδιάρθρωσή τους μέσω: α) του διαχωρισμού των υγιών περιουσιακών στοιχείων για την πώλησή τους σε άλλη τράπεζα ή για τη δημιουργία μεταβατικών πιστωτικών ιδρυμάτων (bridge banks) και β) της σύστασης «κακών» τραπεζών (bad banks). Η υιοθέτηση του μοντέλου πολλαπλών «κακών» τραπεζών στην Ελλάδα έρχεται σε αντιδιαστολή προς την πρόσφατη εμπειρία άλλων χωρών της ευρωπεριφέρειας με παρόμοια προβλήματα, όπως η Ιρλανδία και η Ισπανία, οι οποίες εκγαθίδρυσαν μια «κακή» τράπεζα, τη NAMA και τη SAREB αντιστοίχως. Σκοπός τους είναι η συγκέντρωση των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών για την κεντρική και αποτελεσματικότερη διαχείρισή τους, με απώτερο στόχο τη μεγαλύτερη δυνατή ανάκτηση της αξίας αυτών και την ελαχιστοποίηση του κόστους για τους φορολογούμενους πολίτες. Η σύσταση μιας «κακής» τράπεζας μειώνει το διαχειριστικό κόστος των προβληματικών δανείων εξασφαλίζοντας οικονομίες κλίμακας και εγγυάται καλύτερη εποπτεία και μεγαλύτερη διαφάνεια στις συναλλαγές. Το σημαντικότερο όμως είναι ότι με το κατάλληλο νομικό πλαίσιο, η κάλυψη των χρηματοδοτικών κενών των μεταβατικών πιστωτικών ιδρυμάτων μπορεί να μην εγγράφεται στο δημόσιο χρέος των κρατών.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα κεντρικής διαχείρισης προβληματικών περιουσιακών στοιχείων είναι η περίπτωση της Ιρλανδίας, όπου τον Απρίλιο του 2009 συστάθηκε ο κρατικός Οργανισμός Διαχείρισης Ενεργητικού

* Αδημοσίευτο κείμενο. Συντάχθηκε το Δεκέμβριο του 2012.

(National Asset Management Agency) με βασικό σκοπό την εκκαθάριση των ισολογισμών των ιρλανδικών τραπεζών από τα τοξικά τους δάνεια (βλέπε Παράρτημα II). Η NAMA απορρόφησε στην αγοραία τους αξία προβληματικά δάνεια ονομαστικής αξίας 74 δισ. ευρώ από πέντε πιστωτικά ιδρύματα (Allied Irish Banks, Bank of Ireland, Anglo Irish Bank, Irish Nationwide Building Society και EBS Building Society) με έκπτωση 58%.

Ως αντάλλαγμα, η NAMA εξέδωσε μέσω μιας εταιρείας ειδικού σκοπού (SPV), της National Asset Management Agency Investment Ltd, ομόλογα υψηλής εξασφάλισης (senior debt securities) εγγυημένα από την κυβέρνηση για το 95% της αξίας των δανείων και ομόλογα χαμηλής εξασφάλισης (subordinated debt securities) για το υπόλοιπο 5%. Το σημαντικό είναι πως το SPV έχει συσταθεί με τέτοιο τρόπο, ώστε τα ομόλογα που εκδίδει να μην προσμετρούνται στο χρέος γενικής κυβέρνησης. Σύμφωνα με τα ευρωπαϊκά λογιστικά πρότυπα αυτό μπορεί να συμβεί όταν συντρέχουν οι εξής προϋποθέσεις: α) ιδιωτικές εταιρίες κατέχουν την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας ειδικού σκοπού, β) η εταιρία έχει συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα, και γ) συστάθηκε αποκλειστικά για το σκοπό της αντιμετώπισης της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Συγκεκριμένα, το 51% των μετοχών του διακρατείται από τρεις ιδιωτικές εταιρίες (Irish Life Assurance plc, New Ireland Assurance Co. plc και Percy Nominees Ltd,) ενώ το υπόλοιπο 49% από τη NAMA, η οποία όμως βάσει καταστατικού μπορεί να ασκήσει βέτο στη λήψη αποφάσεων του SPV.

Ανάλογο παράδειγμα σύστασης «κακής» τράπεζας συναντούμε στην Ισπανία, με την ίδρυση του SAREB ενός οργανισμού διαχείρισης ενεργητικού, ο σκοπός του οποίου είναι ο διαχωρισμός των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών που χρήζουν κρατικής βοήθειας και η μεταφορά αυτών στη SAREB (βλ. Παράρτημα II). Η SAREB μειώνει σημαντικά την αβεβαιότητα για τη βιωσιμότητα των τραπεζών και διευκολύνει την κεντρική διαχείριση και συντεταγμένη ρευστοποίηση των προβληματικών τους στοιχείων εντός 15 ετών. Η SAREB θέσπισε μια εταιρεία ειδικού σκοπού (SPV), στην κεφαλαιακή δομή της οποίας συμμετέχουν ως επί το πλείστον ιδιώτες επενδυτές και ο FROB (το αντίστοιχο της Ισπανίας με το δικό μας ΤΧΣ) και συνεπώς δεν επιβαρύνει το δημόσιο χρέος, καθώς δεν συνιστά μέρος της γενικής κυβέρνησης όπως και στην περίπτωση του ιρλανδικού SPV. Η SAREB μπορεί να απορροφήσει στην αγοραία τους αξία προβληματικά περιουσιακά στοιχεία αξίας 90 δισ. ευρώ με έκπτωση 68% για τα ακίνητα πε-

ριουσιακά στοιχεία και 45,6% για τα δάνεια. Η πληρωμή των στοιχείων που απορροφά γίνεται με την έκδοση ομολόγων υψηλής και χαμηλής εξασφάλισης, εγγυημένων από το κράτος, καθώς και με έκδοση κοινών μετοχών με πλειοψηφική συμμετοχή ιδιωτών επενδυτών και του FROB.

Αντιθέτως, στην Ελλάδα η αναδιάρθρωση των μη συστημικών τραπεζών του εγχώριου τραπεζικού συστήματος προχώρησε με τη σύσταση πολλών «κακών» τραπεζών. Η Τράπεζα της Ελλάδος όρισε επτά διαφορετικούς εκκαθαριστές (έναν σε κάθε τράπεζα) για την εκκαθάριση των τραπεζών Proton Bank, T-Bank, ATE, TT Postbank και των Συνεταιριστικών Αχαΐας, Λαμίας και Λέσβου-Λήμνου, των οποίων τα προβληματικά στοιχεία αποτιμώνται στα 5,6 δισ. ευρώ. Σκοπός των εκκαθαριστών είναι ο διαχωρισμός του υγιούς ενεργητικού τους και η ίδρυση μεταβατικών πιστωτικών ιδρυμάτων όπως η νέα Proton Bank και το νέο TT. Τα χρηματοδοτικά κενά που προέκυψαν εξαιτίας της εκκαθάρισης καλύφθηκαν εξ ολοκλήρου με κεφάλαια του ΤΧΣ (1,4 δισ. ευρώ για την Proton Bank, 6 δισ. ευρώ για το TT και 7,4 δισ. ευρώ για την ATE) με την υποχρέωση όμως εξυγίανσης του λειτουργικού και εργασιακού τους κόστους μέσω προγραμμάτων εθελουσίας εξόδου, μείωσης μισθών και δικτύου καταστημάτων. Τελικός στόχος είναι τα μεταβατικά ιδρύματα (bridge banks) να είναι κεφαλαιακά ισχυρά, με υψηλό δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας και πρόσβαση σε ρευστότητα από το Ευρωσύστημα, διευκολύνοντας έτσι την ανακεφαλαιοποίηση με ίδια κεφάλαια και τη συγχώνευσή τους με άλλα ιδρύματα. Σύμφωνα με το αναθεωρημένο Μνημόνιο (Δεκέμβριος 2012) οι «μη συστημικές τράπεζες» (Νέο TT, Τράπεζα Αττικής, Millennium Bank, Probank, Νέα Proton, FBBank) οφείλουν να ανακεφαλαιοποιηθούν με ιδιωτικά κεφάλαια αξίας 1,635 δισ. ευρώ ή να συγχωνευθούν με άλλες τράπεζες.

Προς την κατεύθυνση της σύστασης μιας μόνο «κακής» τράπεζας, γνωστός συμβουλευτικός οίκος σε έκθεσή του προς την ΤτΕ έχει προτείνει πρόσφατα τη δημιουργία ενός κεντρικού εκκαθαριστή με σκοπό τη διαχείριση των προβληματικών στοιχείων του ενεργητικού των υπό εκκαθάριση τραπεζών. Στην Έκθεση με τίτλο «*Πολιτικές και Διαδικασίες για τη Διασφάλιση της Αποτελεσματικής Διαχείρισης και Ανάκτησης των Στοιχείων Ενεργητικού, που έχουν περιέλθει στους Εκκαθαριστές των υπό εκκαθάριση Πιστωτικών Ιδρυμάτων*» υπογραμμίζεται η ανάγκη ενίσχυσης του υπάρχοντος νομικού πλαισίου και ευθυγράμμισής του με τις πρακτικές άλλων ευρωπαϊκών κρατών, καθώς και του εκσυγχρονισμού του οργανωτικού και θεσμικού πλαισίου για την εκκαθάριση των τραπεζών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 15

Αναμορφώνοντας τις ευρωπαϊκές τράπεζες*

Η τελευταία διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η διάσωση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από τις κυβερνήσεις επανέφερε στο δημόσιο διάλογο το ζήτημα της αποτελεσματικότητας του κανονιστικού και ρυθμιστικού πλαισίου λειτουργίας τους σε διεθνές, ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο. Η στήριξη των προβληματικών, συστημικά σημαντικών (*too big to fail*), χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ανέδειξε το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου στη λειτουργία των τραπεζών. Μέχρι σήμερα το πλαίσιο λειτουργίας τους ενθάρρυνε τις συστημικές τράπεζες να αναλαμβάνουν υπερβολικούς κινδύνους δημιουργώντας στρεβλώσεις στις κεφαλαιαγορές. Πέραν της αντιμετώπισης του ηθικού κινδύνου, η αποδεδειγμένη αδυναμία των εποπτικών αρχών να προλάβουν ή να εντοπίσουν εγκαίρως παράνομες δραστηριότητες, όπως το «ξέπλυμα» μαύρου χρήματος, τη χειραγώγηση του διατραπεζικού επιτοκίου Libor, τις 'εσφαλμένες' πωλήσεις χρηματοοικονομικών προϊόντων καθώς και ζητήματα εσωτερικής πληροφόρησης, έπληξε βαρύτατα το κύρος των τραπεζικών ομίλων διεθνώς, υπογραμμίζοντας την αναγκαιότητα θέσπισης ενός διαφορετικού μοντέλου λειτουργίας, οργάνωσης και διοίκησης των πιστωτικών ιδρυμάτων καθώς και ενός αυστηρότερου μηχανισμού εποπτείας και εξυγίανσης.

Αναλυτικότερα, κάθε μεταρρυθμιστική προσπάθεια αναμόρφωσης ενός τραπεζικού συστήματος θα πρέπει να κινείται στους εξής άξονες: Πρώτον, οι συστημικές τράπεζες επιβαρύνονται με τη διακράτηση επιπλέον κεφαλαίων επειδή η κατάρρευσή τους ενέχει σημαντικό συστημικό κίνδυνο. Το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Board) προβλέπει προσαύξηση μέχρι και 2,5% των κεφαλαιακών απαιτήσεων για

* Αδημοσίευτο κείμενο. Συντάχθηκε τον Οκτώβριο του 2012.

τα συστημικά σημαντικά τραπεζικά ιδρύματα. Η επιβάρυνση αυτή συνιστά παράδειγμα φορολόγησης κατά Pigou, δεδομένου ότι έτσι αντιμετωπίζονται οι εξωτερικότητες συστημικού κινδύνου που προκύπτουν από τις δραστηριότητες του τραπεζικού τομέα. Δεύτερον, θεσμοθετούνται μηχανισμοί εποπτείας και εξυγίανσης που θα διασφαλίζουν ότι μια τυχόν χρεοκοπία συστημικά σημαντικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δεν θα προκαλέσει κατάρρευση ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Βασική αρχή του πλαισίου εξυγίανσης είναι η συμμετοχή των πιστωτών στις απώλειες των τραπεζών (bail-in mechanisms). Τρίτον, προωθούνται διαρθρωτικές αλλαγές στο κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών. Για παράδειγμα, έχει διατυπωθεί η άποψη πως πρέπει να τεθούν όρια μεγέθους στις τράπεζες αναφορικά με το μέγεθος του ΑΕΠ μιας χώρας. Σύμφωνα με μελέτη της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS) τον Ιούλιο του 2012 αναφορικά με τη σχέση μεταξύ πιστωτικού κεφαλαίου και ανάπτυξης υπάρχει ένα κατώφλι στο οποίο η αναλογία πίστωσης προς ΑΕΠ έχει αρνητικό αντίκτυπο στην αύξηση του ΑΕΠ. Τα όρια αυτά δεν αναιρούν τις οικονομίες κλίμακας (economies of scale) και φάσματος (economies of scope) που δημιουργεί η συγκέντρωση των τραπεζών, καθώς οι οικονομίες κλίμακας εξαντλούνται σε επίπεδο πολύ χαμηλότερο από το μέγεθος που έχουν σήμερα οι τράπεζες. Απώτερος στόχος οποιασδήποτε προσπάθειας είναι η έγκαιρη αντιμετώπιση του συστημικού κινδύνου των τραπεζών για τη μέγιστη δυνατή διασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος.

Ο πιο πάνω προβληματισμός για την αναμόρφωση του τραπεζικού τομέα έχει διατυπωθεί σε εκθέσεις και αποτυπωθεί σε νομοθετικές πρωτοβουλίες στο παρελθόν. Ο νόμος Glass-Steagall στις ΗΠΑ στόχευε στη ρύθμιση των επενδύσεων και των εμπορικών συναλλαγών του τραπεζικού τομέα διαχωρίζοντας τις εμπορικές από τις επενδυτικές τράπεζες για να αποσοβήσει το σοβαρό αντίκτυπο μιας κατάρρευσης τράπεζας στο σύνολο της οικονομίας. Στο ίδιο πνεύμα ο πρόσφατος νόμος Dodd-Frank (κανόνας Volcker, 2010) επιχειρεί να αποσυνδέσει τις επενδυτικές συναλλαγές από την τραπεζική λιανική περιορίζοντας σημαντικά τις επενδύσεις που γίνονται για λογαριασμό της ίδιας της τράπεζας (proprietary trading). Στη Μεγάλη Βρετανία, η Έκθεση της Επιτροπής Vickers προτείνει να προστατευθεί η λιανική τραπεζική από τις επενδύσεις υψηλού κινδύνου, ώστε να διασφαλίζονται οι καταθέτες και η χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Στο ίδιο μήκος κύματος η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναγνωρίζει τη σημασία ενός πιο

ασφαλούς και βιώσιμου χρηματοπιστωτικού τομέα της Ένωσης, σύστησε πρόσφατα την Επιτροπή Liikanen, ο σκοπός της οποίας ήταν η κατάθεση προτάσεων για τις αναγκαίες διαρθρωτικές αλλαγές που θα εξυγιάνουν και θα αναμορφώσουν το ευρωπαϊκό τραπεζικό μοντέλο.

Σύμφωνα με την Έκθεση Liikanen προτείνεται ο διαχωρισμός και η περιχαράκωση των αμιγώς τραπεζικών δραστηριοτήτων από τις πιο ριψοκίνδυνες επενδυτικές δραστηριότητες των τραπεζών. Δραστηριότητες που αφορούν τις επενδύσεις ίδιων κεφαλαίων των τραπεζών σε μετοχές, παράγωγα και άλλα σύνθετα τιτλοποιημένα προϊόντα θα πρέπει να μεταφέρονται σε μια χωριστή οντότητα. Ειδικότερα, κάθε τραπεζικός όμιλος με επενδυτικό ενεργητικό 100 δισ. ευρώ ή ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων που αντιστοιχεί στο 15% - 25% του συνολικού ενεργητικού του θα πρέπει να ιδρύσει μια νέα νομική οντότητα με διαφορετική βάση κεφαλαίων από την παραδοσιακή τράπεζα. Επιπλέον, πρέπει να διατηρείται ένα μεγαλύτερο ποσοστό τίτλων μετατρέψιμων σε μετοχές ώστε να εξασφαλίζεται ευρύτερη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα σε περίπτωση εκκαθάρισης μιας τράπεζας. Η πληρωμή των έκτακτων αμοιβών (bonus) σε τραπεζικά στελέχη πρέπει να γίνεται με τη μορφή ομολόγων, τα οποία θα παύουν να ισχύουν σε περιπτώσεις χρεοκοπίας. Η Έκθεση επίσης περιλαμβάνει αναθεωρημένους κανόνες διαφάνειας και ελέγχου των τραπεζών, κεφαλαιοποίησης, αποτίμησης κινδύνου και εταιρικής διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα, αμφισβητεί την καταλληλότητα των εσωτερικών μοντέλων αποτίμησης ρίσκου και καλεί για μια αυστηρότερη στάθμιση του ρίσκου στον καθορισμό της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών.

Ωστόσο, υπάρχουν σημεία στην Έκθεση Liikanen που εγείρουν ερωτηματικά για την αποτελεσματικότητα των προτάσεων της. Η κατάταξη των δραστηριοτήτων επενδυτικής τραπεζικής των μεγαλύτερων τραπεζών σε χωριστό μέρος της τραπεζικής δομής προκαλεί προβληματισμό διότι παραγνωρίζεται το γεγονός ότι τα όρια μεταξύ επενδυτικής και τραπεζικής λιανικής είναι συχνά ασαφή. Συγκεκριμένα, οι υπηρεσίες αντιστάθμισης κινδύνου (hedging) για πελάτες των τραπεζών δεν αποτελούν αποκλειστικά μέρος της επενδυτικής τραπεζικής, ενώ η παραδοσιακή τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιεί πολλές φορές σύνθετα προϊόντα για σκοπούς εξυπηρέτησης πελατών της λιανικής τραπεζικής. Συνεπώς, ο βασικός στόχος δεν πρέπει να είναι η πλήρης απομόνωση των επενδυτικών προϊόντων, αλλά ο μετριασμός της έκθεσης των τραπεζών σε τέτοια προϊόντα με πρωταρχικό σκοπό

την προάσπιση των καταθέσεων και τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Παρόλο που η εφαρμογή των παραπάνω κανόνων θα αυξήσει το κόστος της χρηματοδότησης των πελατών των πιστωτικών ιδρυμάτων, δεν συνιστά αύξηση του κοινωνικού κόστους στο βαθμό που οφείλεται στην άρση της έμμεσης επιχορήγησης που δίνεται σήμερα στα ιδρύματα με την κρατική εγγύηση των καταθέσεων. Σημαντικές επιφυλάξεις, τέλος, εγείρονται σχετικά με τον κίνδυνο να προκύψει 'ρυθμιστικό' αρμπιτράζ μεταξύ των κρατών, δεδομένου ότι ανάλογες μεταρρυθμίσεις σε άλλα κράτη είναι λιγότερο απαιτητικές. Ο κίνδυνος, ωστόσο, αυτός μετριάζεται όσο οι πιο πάνω κανόνες υιοθετούνται και εφαρμόζονται από περισσότερα κράτη. Παρά τα πιο πάνω αμφισβητούμενα σημεία, συνολικά η Έκθεση κινείται προς τη σωστή κατεύθυνση της βελτίωσης του πλαισίου επιτήρησης και λειτουργίας των ευρωπαϊκών τραπεζών.

Η διαρκής απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα και το πλήθος των σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων συνετέλεσαν στην αποσταθεροποίηση της ευρωπαϊκής οικονομίας ενώ σήμερα φαίνεται πως συνιστούν ανασταλτικό παράγοντα στην προσπάθεια εξόδου από την κρίση. Η έκταση της τιτλοποίησης των τραπεζικών απαιτήσεων, ο υψηλός βαθμός μόχλευσης ορισμένων τραπεζών, η εσφαλμένη διαχείριση κινδύνων, τα εσωτερικά κίνητρα απόδοσης αμοιβών στα στελέχη και οι αστοχίες της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έθεσαν σε αμφισβήτηση την επάρκεια των θεσμών του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Συνεπώς, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή οφείλει να αξιολογήσει προσεκτικά και άμεσα τις συστάσεις της Έκθεσης Liikanen με γνώμονα τη διατήρηση της συνοχής της ενιαίας εσωτερικής αγοράς και προτάσσοντας πρωτίστως τα συμφέροντα των πολιτών και της ευρωπαϊκής οικονομίας.

ΔΕΥΤΕΡΗ ΕΝΟΤΗΤΑ
ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΙΑ ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΛΥΣΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 16

Ο ρόλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στην κρίση δανεισμού*

Είναι γνωστό ότι η κρίση δανεισμού του ελληνικού Δημοσίου ή κρίση χρέους, όπως έχει γίνει γνωστή, δημιούργησε αρνητικές παρενέργειες για το σύνολο της οικονομίας: επιφέρει σημαντικά προβλήματα ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, αλλά και προβλήματα υποχρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας. Θα εξετάσω λοιπόν εδώ: α) τη συμβολή της ΕΚΤ στην αντιμετώπιση της κρίσης χρέους και β) τη συμβολή της ΕΚΤ στην αντιμετώπιση των επιπτώσεων της κρίσης χρέους στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Ξεκινώ με το σημαντικό ρόλο που έπαιξε και συνεχίζει να παίζει η ΕΚΤ και γενικότερα το Ευρωσύστημα στην κρίση δανεισμού. Καταρχήν, να σημειώσουμε ότι στις ανεπτυγμένες χώρες το δημόσιο χρέος είναι ο ακρογωνιαίος λίθος των αγορών χρήματος και κεφαλαίου. Αυτό έχει ιδιαίτερη βαρύτητα στην ευρωζώνη, η οποία διακρίνεται πλέον από ένα όλο και πιο ενοποιημένο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Συνεπώς, η κρίση δανεισμού του ελληνικού Δημοσίου αφορά και τις ευρωπαϊκές τράπεζες που διακρατούν ελληνικά ομόλογα στα χαρτοφυλάκιά τους, λαμβάνοντας υπόψη ότι περισσότερα από 100 δισ. ευρώ του ελληνικού δημόσιου χρέους είναι απαιτήσεις γαλλογερμανικών τραπεζών. Παράλληλα, αυτή η κρίση δανεισμού του Δημοσίου που οδήγησε στον αποκλεισμό των ελληνικών τραπεζών από τη διατραπεζική αγορά το τελευταίο έτος, δημιουργώντας σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό τομέα, πρόβλημα που επιδεινώθηκε και λόγω εκροής των καταθέσεων στο εξωτερικό. Επιπλέον, σύγχρονα εργαλεία άντλησης ρευστότητας για τις τράπεζες όπως π.χ. οι τιτλοποιήσεις δανείων καθίστανται λιγότερο αποτελεσματικά και ακριβότερα λόγω της

* Εισήγηση στην Ημερίδα του Ιδρύματος της Βουλής των Ελλήνων με θέμα «Πολιτική Οικονομία της Ευρωζώνης», (Φεβρουάριος 2011).

αυξημένης αβεβαιότητας γύρω από την εξυπηρέτηση των δανείων. Οι αυξημένες επισφάλειες οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στη μεγαλύτερη σε διάρκεια και ένταση ύφεση, αποτέλεσμα της υπερβολικής και απότομης δημοσιονομικής προσαρμογής του Προγράμματος Οικονομικής Πολιτικής.

Η έλλειψη ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα έχει εμφανή αρνητικό αντίκτυπο στη δυνατότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων να χρηματοδοτήσουν επαρκώς την πραγματική οικονομία, όπως αυτό φαίνεται άλλωστε και από το ρυθμό ανόδου της συνολικής χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα που ήταν αρνητικός το 2010, για πρώτη φορά μετά την εισαγωγή του ευρώ. Υπενθυμίζω ότι ο μέσος ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης (δάνεια σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά) την πενταετία 2004-2008 ήταν περίπου 20%, ενώ το 2009 έπεσε κατακόρυφα στο 2%, αρνητικός το 2010, αρνητικός προβλέπεται και το 2011, έχουμε δηλαδή ένα επίμονο και ισχυρό αρνητικό σοκ ρευστότητας που επιδεινώνει την ύφεση, η ύφεση από την άλλη μεριά αυξάνει τις επισφάλειες και μειώνει την καταθετική βάση κάτι το οποίο επηρεάζει τη ρευστότητα, δημιουργώντας άλλον ένα φαύλο κύκλο ύφεσης-πιστωτικής ασφυξίας που θα πρέπει να σπάσει.

Στα πιο πάνω προβλήματα του τραπεζικού συστήματος, η ΕΚΤ και το Ευρωσύστημα, μέλος του οποίου είναι και η Τράπεζα της Ελλάδος, ανταποκρίθηκαν αποφασιστικά και συνετά. Είναι κοινό μυστικό πλέον ότι την περασμένη χρονιά οι ελληνικές τράπεζες βασίστηκαν στην ΕΚΤ για τη χρηματοδότηση των αναγκών ρευστότητάς τους. Σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, τα δάνεια σε ευρώ προς πιστωτικά ιδρύματα εγκατεστημένα στην Ελλάδα σχετιζόμενα με πράξεις νομισματικής πολιτικής ανέρχονταν στο τέλος του 2010 σε πάνω από 95 δισ. ευρώ, αυξημένα κατά 90% σε σχέση με το Δεκέμβριο του 2009 (50 δισ. ευρώ). Για τις ιρλανδικές τράπεζες η παροχή ρευστότητας από την ΕΚΤ φθάνει τα 110 δισ. ευρώ ή 20% επί του συνόλου (550 δισ. ευρώ). Ειδικότερα για την Ελλάδα, η ΕΚΤ έλαβε μια σειρά αποφάσεων, γνωστών ως *“έκτακτων μέτρων ενίσχυσης της ρευστότητας”* (exceptional liquidity support measures), με πιο σημαντική από όλες αυτή της 6ης Μαΐου 2010 στην οποία: *το ελάχιστο όριο πιστοληπτικής διαβάθμισης που καθορίζει το Ευρωσύστημα «δεν εφαρμόζεται στα εμπορεύσιμα χρεόγραφα που εκδίδει η ελληνική κυβέρνηση, και επίσης δεν εφαρμόζεται στα εμπορεύσιμα χρεόγραφα που εκδίδουν οντότητες εγκατεστημένες στην Ελλάδα και που εγγυάται πλήρως η ελληνική κυβέρνηση»*. Πρόκειται για την απόφαση που παρεκκλίνει από την κανονική εφαρμογή του πλαισίου

του Ευρωσυστήματος για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής, αγνοώντας ουσιαστικά τις αξιολογήσεις των τριών οίκων αξιολόγησης, ορθώς κατά την προσωπική μου γνώμη. Ας σημειωθεί ότι με προγενέστερες αποφάσεις της ΕΚΤ (π.χ. Δεκέμβριος 2009) είχαν διευρυνθεί τα κριτήρια καθορισμού της καταλληλότητας των ενεχύρων που παρέχονται στο Ευρωσύστημα, προκειμένου να ενισχυθεί η παροχή ρευστότητας προς τους αντισυμβαλλόμενους. Ενδεικτικά, αναφέρω την αποδοχή κοινοπρακτικών δανείων και καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας ως κατάλληλων ασφαλειών, την αποδοχή περιουσιακών στοιχείων μειωμένης εξασφάλισης, με πρόσθετη περικοπή 10%, ενώ από την 1η Ιανουαρίου 2011 γίνονται αποδεκτά ως ασφάλεια τρία είδη μη εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων όπως πχ. χρεόγραφα που εξασφαλίζονται με στεγαστικά δάνεια, αλλά με πρόσθετη περικοπή 24%, κ.λπ.

Σε κάθε περίπτωση, αρχίζουν να διαφαίνονται οι πρώτες ενδείξεις ότι έχει αρχίσει η αντίστροφη μέτρηση όσον αφορά τη διευκολυντική χρηματοδότηση από την ΕΚΤ. Μια πρόωρη όμως απόσυρση των έκτακτων μέτρων ενίσχυσης της ρευστότητας από την ΕΚΤ π.χ. με τη μη αποδοχή από την ΕΚΤ των διευρυμένων ασφαλειών των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων που είδαμε παραπάνω, πέρα από τις όποιες επιπτώσεις, βραχυπρόθεσμα, στη ρευστότητα των τραπεζών, ίσως επηρεάσει την επιτυχία των μελλοντικών εκδόσεων των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου υπό την εξής έννοια. Ως γνωστόν, οι ελληνικές τράπεζες συμμετέχουν με μεγάλο ποσοστό στις νέες εκδόσεις των εντόκων γραμματίων (τριμηνιαίας, εξαμηνιαίας διάρκειας, κ.λπ.), δεδομένου ότι επωφελούνται από το carry trade εξασφαλίζοντας έτσι σίγουρο κέρδος. Η επιστροφή σε ελάχιστα αποδεκτά όρια πιστοληπτικής αξιολόγησης για την καταλληλότητα ενεχυριασμού ενός χρεογράφου θα επιφέρει, πιθανόν, δυσκολίες στις νέες εκδόσεις, ανεβάζοντας το επιτόκιο δανεισμού του Δημοσίου.

Βέβαια, υπάρχουν τα 10 δισ. ευρώ του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας από το Μνημόνιο, τα οποία όμως οι ελληνικές τράπεζες θα αποφύγουν να χρησιμοποιήσουν για ευνόητους λόγους, το ποσό των 12 δισ. ευρώ από το πρόγραμμα ANFA που δεν έχει ακόμη ενεργοποιηθεί, ενώ και το νέο πακέτο εγγυήσεων 30 δισ. ευρώ θα συνοδεύεται από αιρεσιμότητα (conditionality) προς την κατεύθυνση της απεξάρτησης από την ΕΚΤ. Για τον λόγο αυτό οι τράπεζές μας, σοφά θα έλεγα, έχουν ξεκινήσει ήδη την αναζήτηση εναλλακτικών τρόπων άντλησης κεφαλαίων, βλ. αυξήσεις κεφαλαίου, πώληση θυγατρικών στην αλλοδαπή, στρατηγικές συμμαχίες και

συγχωνεύσεις, κ.λπ. Επειδή όμως όλα αυτά απαιτούν κάποιο χρόνο για να επιτευχθούν, θα ήταν εξαιρετικά χρήσιμο να συνεχισθούν για όλο το 2011 τα έκτακτα μέτρα παροχής ρευστότητας από την ΕΚΤ και η επιστροφή στην κανονική εφαρμογή του πλαισίου του Ευρωσυστήματος για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής να μετατεθεί για το 2012. Γνωρίζω ότι ο Πρόεδρος της ΕΚΤ, κ. Τρισέ, έχει πλήρη επίγνωση αυτού του ζητήματος και θέλουμε να ελπίζουμε ότι θα πράξει τα δέοντα. Άλλωστε, ίσως γι' αυτό το λόγο, δεν είναι λίγοι αυτοί που πιστεύουν ότι η ΕΚΤ και το Ευρωσύστημα από τις πρώτες στιγμές της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη αποτέλεσε τον πιο σταθερό πόλο στο τρίγωνο Ευρωπαϊκή Επιτροπή-ΔΝΤ-ΕΚΤ. Η ΕΚΤ λειτούργησε στην πρόσφατη κρίση ως αληθινή 'τράπεζα των τραπεζών', χρησιμοποιώντας ακόμη και μη συμβατικά μέσα νομισματικής πολιτικής. Παράλληλα, η ΕΚΤ ήταν συχνά οδηγός και όχι ουραγός στην αναζήτηση λύσεων για την κρίση στην αγορά κρατικών ομολόγων. Ενδεικτικά, αναφέρω τη δηλωμένη αντίθεσή της στη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα σε μελλοντικές διασώσεις, τη θέση της για την ποσοτική και ποιοτική αναβάθμιση του Ταμείου ΕFSF, την αποδοχή του ευρωομολόγου, κ.λπ., αλλά και τις μαζικές αγορές περιφερειακών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά (μόνο 50 δισ. ευρώ αντιστοιχούν σε ελληνικά ομόλογα) φθάνοντας στα όρια παραβίασης του καταστατικού της και της ανεξαρτησίας της ως κεντρικής τράπεζας.

Κλείνοντας, είναι χρήσιμο να γνωρίζουμε ότι, όπως μας δείχνει και η διεθνής εμπειρία, η ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών δεν επαρκεί από μόνη της να φέρει θετικά αποτελέσματα στην πραγματική οικονομία. Για την επανεκκίνηση της οικονομίας σε συνθήκες βαθιάς ύφεσης, κρίσιμος είναι ο παρεμβατικός ρόλος της Πολιτείας στα εξής δύο πεδία: πρώτον, να διασφαλιστεί ότι η ενίσχυση της ρευστότητας δεν παραμένει εγκλωβισμένη μέσα στο τραπεζικό σύστημα και δεύτερον, η Πολιτεία οφείλει να βρει το 'γερανό με το γάντζο' που θα τραβήξει την οικονομία από το τέλμα που έχει πέσει. Καταλαβαίνουμε όλοι στην αίθουσα αυτή ότι μόνο το *μαρσάρισμα του γκαζιού* (δηλαδή η ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών) σε ένα κολλημένο αυτοκίνητο δεν οδηγεί πουθενά: απλά σπινάρουν οι τροχοί...

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 17

Οι μαϊάνδροι του Μόνιμου Μηχανισμού Διάσωσης*

Μια από τις σημαντικότερες Συνόδους Κορυφής από την ίδρυση της ευρωζώνης έλαβε χώρα την περασμένη εβδομάδα στις Βρυξέλλες με θέμα την Οικονομική Διακυβέρνηση στην ΟΝΕ. Οι Ευρωπαίοι ηγέτες αποφάσισαν ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση θα παρεμβαίνει όχι μόνο στα δημοσιονομικά των κρατών-μελών, αλλά και στις γενικότερες οικονομικές τους πολιτικές. Πιο συγκεκριμένα, αποφασίστηκε η αποδοχή καταρχάς των προτάσεων της Ομάδας Εργασίας (Task Force) υπό την επίβλεψη του Προέδρου του Συμβουλίου της ΕΕ, κ. Van Rompuy: (i) η ενίσχυση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, τόσο στο προληπτικό όσο και στο διορθωτικό σκέλος αυτού: διατηρώντας το διαρθρωτικό έλλειμμα ως βασικό δημοσιονομικό μέγεθος προς παρακολούθηση, η προσοχή θα στρέφεται πλέον στους ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς. Προτείνεται επιπλέον και το κριτήριο του δημόσιου χρέους (ii) η διεύρυνση της επιτήρησης και στο πεδίο των μακροοικονομικών ανισορροπιών (π.χ. ελλείμματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών, “φούσκες” στην αγορά ακινήτων, κ.λπ.). Προβλέπεται έτσι το αντίστοιχο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος (EDP), δηλαδή η Διαδικασία Υπερβολικής Ανισορροπίας (Excessive Imbalance Procedure - EIP). Η EIP θα προβλέπει τη λήψη διορθωτικών μέτρων, αλλά και την επιβολή προστίμων μέσω του νεοεισαχθέντος “αντίστροφου μηχανισμού ψηφοφορίας” και (iii) η σύσταση ενός Μόνιμου Μηχανισμού Διάσωσης (ΜΜΔ) των χωρών της ευρωζώνης που απειλούνται με χρεοκοπία.

Θα σταθούμε λίγο περισσότερο στο τρίτο ζήτημα που είναι και το πιο δύσκολο και με τεράστιο διακύβευμα για τη χώρα μας. Όλοι, η Ελλάδα, οι Ευ-

* Αποσπάσματα αυτού του κεφαλαίου έχουν δημοσιευθεί στην εφημερίδα *Το Βήμα* στις 6 Νοεμβρίου 2010 και στην εφημερίδα *Ημερησία* στις 26 Μαρτίου 2011.

ρωπαίοι εταίροι μας, αλλά και οι διεθνείς αγορές, συμφωνούν επί της αρχής στη δημιουργία ενός Μόνιμου Μηχανισμού Διάσωσης (ΜΜΔ) στην ευρωζώνη. Για τις αγορές, ο μηχανισμός αυτός αποτελεί μια αξιόπιστη οριστική λύση (end game solution) σε μελλοντικές κρίσεις δανεισμού, μια αναγκαία συνθήκη για τη σταθερότητα του ευρώ. Πολλοί προεξοφλούν ότι ο ΜΜΔ θα είναι ο πρόδρομος ενός Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου. Όμως, συχνά «ο διάβολος κρύβεται στη λεπτομέρεια».

Εύλογα ερωτήματα που εγείρονται έχουν ως εξής: ποιος θα είναι ο ρόλος του ΜΜΔ στη διάσωση (bailout) μιας χώρας που κινδυνεύει με κήρυξη στάσης πληρωμών, με δεδομένο ότι το Άρθρο 125 της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (no bailout clause) δεν καταργείται; Πώς θα γίνεται η διάσωση αυτή από το ΜΜΔ: μέσω της παροχής δανείου στην υποψήφια χώρα (με αυστηρούς όρους και conditionality), μέσω μιας *ελεγχόμενης χρεοκοπίας* (orderly default), όπως ξεκάθαρα φαίνεται να είναι η άποψη της Γερμανίας ή ενός συνδυασμού των πιο πάνω; Πώς εξαλείφεται ο *ηθικός κίνδυνος*; Ποιος θα είναι ο ρόλος του ιδιωτικού τομέα; Θα συνεισφέρει μόνο στο μετοχικό κεφάλαιο του ΜΜΔ και αν ναι, με τι όρους; ή/και θα δέχεται τη χρονική επιμήκυνση και 'κούρεμα' των ομολόγων σε μια μελλοντική αναδιάρθρωση του χρέους; Σε μια τέτοια περίπτωση, δεν θα έχουμε αύξηση των spread στους αδύναμους κρίκους της ευρωζώνης (κατά την άποψη του Προέδρου της ΕΚΤ, κ. Τρισέ) ή ακόμη και ένα πιθανό επενδυτικό μποϋκοτάζ των αγορών στα ομόλογα των αδύναμων αυτών κρίκων (Πορτογαλία, Ιρλανδία, Ελλάδα, Ισπανία) με κίνδυνο ενός *ντόμινο* που μπορεί να αποσταθεροποιήσει το ίδιο το ευρώ; Σε τελική ανάλυση, το πιεστικό ερώτημα που δεν μπορεί να μείνει αναπάντητο είναι το εξής: ο ΜΜΔ θα 'διευκολύνει' τους αδύναμους κρίκους της ευρωζώνης προς μια ελεγχόμενη χρεοκοπία ή θα την αποτρέπει;

Το Μάρτιο του 2011 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις Βρυξέλλες ενέκρινε, μεταξύ άλλων, τη δημιουργία ενός μόνιμου Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ) για την αντιμετώπιση της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη. Τεκμηριώνουμε παρακάτω κάποιες σοβαρές επιφυλάξεις για την αποτελεσματικότητα του Μηχανισμού λόγω της συμμετοχής ιδιωτών.

Πιο συγκεκριμένα, στο πλαίσιο της συμμετοχής των ιδιωτών στο Μηχανισμό ορίζονται τα εξής: *πρώτον*, όλες οι νέες εκδόσεις ομολόγων της ευρωζώνης μετά το 2013 θα συνοδεύονται από ρήτρες συλλογικής δράσης (Collective Action Clauses - CACs) και *δεύτερον* τα δάνεια από το ΕΜΣ θα

υπόκεινται σε καθεστώς προτιμησιακού πιστωτή (seniority) έναντι των ιδιωτών ομολογιούχων. Η συμμετοχή των ιδιωτών, όπως θα επιχειρηματολογήσουμε αμέσως παρακάτω, προσδίδει στο Μηχανισμό χαρακτηριστικά μιας αυτοεκπληρούμενης προφητείας.

Θα πρέπει να τονιστεί ότι τα δάνεια από τον ΕΜΣ σε χώρες με μη διατηρήσιμο δημόσιο χρέος θα παρέχονται, μεταξύ άλλων, υπό την προϋπόθεση ότι ο ιδιωτικός τομέας θα δέχεται χρονική επιμήκυνση ή/και 'κούρεμα' των ομολόγων που διακρατά στο χαρτοφυλάκιό του. Δηλαδή, μέσω της συγκεκριμένης δομής του Μηχανισμού θα 'τιμωρούνται' οι ομολογιούχοι ιδιώτες. Εξαιτίας αυτού, η αντίδρασή τους εκτιμάται ότι θα είναι η εξής: απλά, η αύξηση του ρίσκου φερεγγυότητας θα μετακυλιστεί στο ασφάλιστρο κινδύνου ή/και σε επενδυτικό μπούκοτίζ των αγορών στα ομόλογα της συγκεκριμένης χώρας, με αποτέλεσμα την άνοδο των επιτοκίων και την εκτίναξη των spread. Επιπλέον, οι επενδυτές με υψηλή αποστροφή κινδύνου (συνταξιοδοτικά ταμεία, κ.λπ.) θα φροντίσουν να καλυφθούν έναντι ενδεχόμενης τιμωρίας με μαζικές πωλήσεις ομολόγων. Συνέπεια των παραπάνω θα είναι η αποσταθεροποίηση της αγοράς κρατικών ομολόγων και η αύξηση της πιθανότητας αναδιάρθρωσης του χρέους και συνακόλουθα μεγαλύτερες πωλήσεις ομολόγων και άνοδος των επιτοκίων, οδηγώντας εν τέλει σε μια αυτοεκπληρούμενη προφητεία και σε συντεταγμένη αναδιάρθρωση, δηλαδή σε 'υποτίμηση' στην αγορά ομολόγων (το γνωστό 'haircut'). Η πιο πάνω δυναμική κερδοσκοπία στην αγορά των ομολόγων χωρών της ευρωπεριφέρειας μπορεί να παραλληλιστεί με τις κερδοσκοπικές επιθέσεις στα ευρωπαϊκά νομίσματα στην προ ΟΝΕ εποχή, που είχαν ως στόχο να θέσουν υπό αμφισβήτηση τις συναλλαγματικές ισοτιμίες του ΕRM, την άνοδο των επιτοκίων, τις μαζικές πωλήσεις νομισμάτων και συχνά την αναγκαστική υποτίμησή τους.

Με δεδομένο σήμερα τον υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών στην ευρωζώνη, ελλοχεύει ο κίνδυνος ενός ντόμινο αντιδράσεων στις αγορές των κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης, με αρνητικές συνέπειες και στο τραπεζικό σύστημα, αποσταθεροποιώντας το ίδιο το ευρώ. Σε τελική ανάλυση, το πιεστικό ερώτημα είναι το εξής: ο ΕΜΣ θα ωθεί τους αδύναμους κρίκους της ευρωζώνης προς μια «ελεγχόμενη χρεοκοπία» (orderly default) ή θα την αποτρέπει;

Ας σημειωθεί ότι η φιλοσοφία της τιμωρίας συναντάται τελευταία όχι μόνο στο Μηχανισμό Στήριξης, αλλά και σε άλλες εκφάνσεις του ευρωπαϊ-

κού γίνεσθαι, π.χ. στο πλαίσιο της οικονομικής διακυβέρνησης, η τιμωρία αντανakλάται στις κυρώσεις, ενώ στις δανειακές συμβάσεις της Ελλάδος και της Ιρλανδίας μέσα από τα αντίστοιχα Μνημόνια τους, λαμβάνει τη μορφή υψηλών επιτοκίων. Η τιμωρία, λοιπόν, ως λύση στο πρόβλημα του ηθικού κινδύνου στην κρίση χρέους δεν είναι ο πιο κατάλληλος μηχανισμός κινήτρων. Η θεσμοθετημένη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στο Μηχανισμό θα λειτουργήσει ως ένα (φτωχό) υποκατάστατο της χρηματοδοτικής στήριξης από τις μεγάλες χώρες. Η αλήθεια είναι ότι μια νομισματική ένωση σε περιόδους κρίσης έχει ανάγκη την παροχή δανείων στους αδύναμους κρίκους, ναι, υπό αυστηρές προϋποθέσεις. Στην περίπτωση της ευρωζώνης, αυτό σημαίνει ότι ο ΕΜΣ θα πρέπει να μετεξελιχθεί από ένα διακυβερνητικό όργανο σήμερα σε ένα αληθινό Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο, δηλαδή σε ένα καθαρά ευρωπαϊκό μηχανισμό διαχείρισης κρίσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 18

Η παγίδα χρέους στην ευρωπεριφέρεια και το επενδυτικό ευρωμόλογο*

Το τελευταίο διάστημα, οι χώρες της ευρωπεριφέρειας αντιμετωπίζουν μια ξέφρενη πορεία των διαφορών αποδόσεων των ομολόγων τους (spread) έναντι των αντίστοιχων γερμανικών και παρουσιάζουν αυξημένες δανειακές ανάγκες για το 2011. Σκοπός είναι να αναδείξουμε μια άλλη, ίσως την πιο σοβαρή, διάσταση του δημοσιονομικού προβλήματός τους και να προτείνουμε μια ρεαλιστική λύση με καθαρά ευρωπαϊκά χαρακτηριστικά.

Πιο συγκεκριμένα, υποστηρίζουμε ότι οι χώρες της ευρωπεριφέρειας βρίσκονται σήμερα εγκλωβισμένες σε μια *παγίδα χρέους* (debt trap), ως συνέπεια της προσπάθειας για μείωση των δημοσιονομικών τους ελλειμμάτων με μονόπλευρα προγράμματα λιτότητας που αγνοούν την αναπτυξιακή διάσταση, η οποία καταλήγει σε αύξηση του χρέους τόσο ως απόλυτο μέγεθος όσο και ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η Ελλάδα και η Ιρλανδία που ακολουθούν συσταλτικές πολιτικές μέσα από τα αντίστοιχα Μνημόνια τους, αλλά και η Ισπανία και η Πορτογαλία που εφαρμόζουν σταθεροποιητικά προγράμματα σε μια προσπάθεια να αποφύγουν την προσφυγή στο Μηχανισμό Στήριξης, οδηγούνται σε παρατεταμένη ύφεση (και σε ορισμένες περιπτώσεις αποπληθωρισμό μέσω της εσωτερικής υποτίμησης). Καθώς η οικονομία συρρικνώνεται (και υποχωρούν οι τιμές) το ονομαστικό ΑΕΠ μειώνεται επίσης, δυσχεραίνοντας έτσι την εξυπηρέτηση του χρέους με τελικό αποτέλεσμα την αύξηση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, την καθήλωση των spread σε απαγορευτικά επίπεδα, δηλ. τον εγκλωβισμό στην παγίδα χρέους. Η καλύτερη απόδειξη είναι η περίπτωση της Ελλάδος: μετά από τέσσερα χρόνια αυστηρής δημοσιονομικής προσαρμογής, στο τέλος του 2013 ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ είναι 158%, από 125% το 2009. Αντίστοιχη είναι η

* Δημοσιεύθηκε στην εφημερίδα *Το Βήμα* στις 31 Δεκεμβρίου 2010.

εξέλιξη του λόγου χρέους-ΑΕΠ στην Ιρλανδία (2009: 65%, 2012: 115%), την Πορτογαλία (2009: 76%, 2012: 93%) και την Ισπανία (2009: 53%, 2012: 73%).

Μια αξιόπιστη λύση στην κρίση χρέους που ταλανίζει την ευρωζώνη είναι η έκδοση κοινού ευρωομολόγου για την αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους, κάτι που δυστυχώς προσκρούει στις αντιρρήσεις των Γερμανών. Το Σεπτέμβριο του 2010 ο Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, κ. M. Barroso, επανέφερε μια παλαιότερη ιδέα του J. Delors, προτείνοντας την έκδοση ενός ευρωομολόγου μεγάλων έργων (project eurobond) ως μέσο χρηματοδότησης διασυννοριακών έργων υποδομής στην ευρωζώνη (π.χ. στον κλάδο της ενέργειας, των μεταφορών, κ.λπ.) με στόχο την ενίσχυση της αναιμικής ανάκαμψης, δεδομένου ότι οι τράπεζες δεν είναι πρόθυμες να χρηματοδοτήσουν μεγάλα έργα υποδομής και οι κυβερνήσεις κάνουν περικοπές στα ΠΔΕ τους σε μια προσπάθεια περιστολής των ελλειμμάτων τους. Αυτό το κενό χρηματοδότησης θα μπορούσε να καλύψει το ευρωομολόγο μεγάλων έργων με άντληση κεφαλαίων από τις διεθνείς αγορές. Ο ρόλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και των κρατών-μελών θα περιοριζόταν στην παροχή εγγυήσεων για τη διασφάλιση υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης των εταιρικών ευρωομολόγων που θα εκδίδονται από τις ιδιωτικές εταιρίες που θα αναλάβουν την κατασκευή μεγάλων έργων (στα οποία πρωταρχικό ρόλο, πιθανόν, να παίξουν γερμανικές κατασκευαστικές εταιρίες).

Το όφελος από την έκδοση επενδυτικού ευρωομολόγου θα είναι διπλό: αφενός, η εξασφάλιση χρηματοδότησης μεγάλων επενδυτικών έργων υποδομής θα συνεισφέρει θετικά στο ρυθμό ενδογενούς ανάπτυξης της οικονομίας (εδώ σταματά η πρόταση Delors-Barroso), αφετέρου, όπως υποστηρίζουμε, θα μπορούσε να συμβάλει δραστικά στην απομείωση του απόλυτου μεγέθους του δημόσιου χρέους με τα κεφάλαια που θα εισπραχθούν μέσα από τη μέθοδο της προχρηματοδότησης από την παραχώρηση πολυετών προνομιακών εσόδων που συνδέονται με τα έργα αυτά. Εν τέλει θα επιτευχθεί διατηρησιμότητα του χρέους, οι χώρες της ευρωπεριφέρειας θα ξεφύγουν από την παγίδα χρέους και θα μπορέσουν να επιστρέψουν στις αγορές για δανεισμό με λογικά επιτόκια. Τα παραδείγματα μεγάλων, διασυννοριακών αλλά και εθνικών, επενδυτικών έργων που θα μπορούσαν να χρηματοδοτηθούν με εταιρικά ευρωομολόγα είναι πολλά, π.χ. στην Ελλάδα: η αναβάθμιση του σιδηροδρομικού και τηλεπικοινωνιακού δικτύου, η κατασκευή εθνικών οδικών αξόνων, περιφερειακών αεροδρομίων και μαρίνων, η ανάπτυξη επιχειρηματικών και περιφερειακών τεχνολογικών πάρκων κ.ά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 19

Το Σύμφωνο για το Ευρώ*

1. Εισαγωγή

Αναμφίβολα, ενώ η Σύνοδος Κορυφής στις 24-25 Μαρτίου στις Βρυξέλλες είχε καλλιεργήσει μεγάλες προσδοκίες τόσο για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας όσο και για την επίλυση της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη, οι αποφάσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου υπόκεινται σε (καλόπιστη) κριτική. Το Συμβούλιο ενέκρινε το περιώνυμο «Σύμφωνο για το Ευρώ +» (τελευταία μετονομασία του Συμφώνου Ανταγωνιστικότητας), πρωταρχικός στόχος του οποίου είναι ο συντονισμός των οικονομικών πολιτικών των χωρών της ζώνης του ευρώ για να επιτευχθεί υψηλότερος βαθμός σύγκλισης μεταξύ αυτών. Επιπλέον, επικυρώθηκαν ουσιαστικά οι αποφάσεις της 11ης Μαρτίου για τη δημιουργία του (αμφίσημου) Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM) και την (ημιτελή) τροποποίηση του προσωρινού Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF). Η διαδρομή μέχρι την επικύρωση των πιο πάνω συμφωνιών έχει επίσης ενδιαφέρον. Ενώ η ευρωπαϊκή ατζέντα πριν από ένα χρόνο αφορούσε τα θέματα της οικονομικής διακυβέρνησης (δηλαδή την αναθεώρηση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης με έμφαση στο κριτήριο του χρέους και τις κυρώσεις, τη διαδικασία της υπερβολικής μακροοικονομικής ανισορροπίας κ.λπ.) που προετοιμάστηκαν από το Rompuy Task Force, το ξέσπασμα της κρίσης χρέους στην Ελλάδα και σε άλλα κράτη-μέλη της ευρωπεριφέρειας, καθώς και το ενδεχόμενο ενός ντόμινο αρνητικών εξελίξεων σε ολόκληρη την ευρωζώνη, οδήγησαν από τη μια μεριά στη δημιουργία του Μόνιμου Μηχανισμού Διάσωσης και από την άλλη στο Σύμφωνο για το Ευρώ.

* Δημοσιεύθηκε στο περιοδικό *Φιλελεύθερη Έμφαση*, τεύχος 46 (Μάρτιος 2011).

Τέσσερις είναι οι βασικοί στόχοι του Συμφώνου: η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, η προώθηση της απασχόλησης, η επίτευξη της διατηρησιμότητας των δημόσιων οικονομικών και η ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας μέσω της λήψης μέτρων σε εθνικό επίπεδο που θα εξασφαλίσουν ισόρροπα τη βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη σε ολόκληρη την επικράτεια της Ένωσης. Για πρώτη φορά, σοβαρές δυσκολίες στην αντιμετώπιση αυτών των προβλημάτων θα εντοπίζονται βάσει μιας σειράς (κοινών) δεικτών όπως είναι το *κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος* (ΚΕΑΜΠ), το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας, ο βαθμός συμμετοχής στην αγορά εργασίας, κ.λπ. Επιπλέον, ένα σημαντικό στοιχείο του Συμφώνου για το Ευρώ είναι η δέσμευση των κρατών-μελών για την υιοθέτηση ενός κανόνα δημοσιονομικής πειθαρχίας, με την παράλληλη υποχρέωση να έχει δεσμευτικό και μόνιμο χαρακτήρα (συνταγματική ή νομοθετική διάταξη).

2. Το Μνημόνιο και η ανταγωνιστικότητα στην Ελλάδα

Εδώ και ένα χρόνο περίπου το έλλειμμα της ανταγωνιστικότητας της χώρας μας αντιμετωπίζεται μέσα από τις πολιτικές του Μνημονίου και πιο συγκεκριμένα μέσω των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της εσωτερικής υποτίμησης. Αν και όλοι συμφωνούμε με το ρόλο των διαρθρωτικών αλλαγών, η πολιτική της εσωτερικής υποτίμησης μέσω της μείωσης των μισθών στηρίζεται εν πολλοίς σε μια εσφαλμένη διάγνωση του προβλήματος. Είναι γεγονός πως την περίοδο 2000-2010 ο δείκτης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (ΚΕΑΜΠ) στην Ελλάδα αυξήθηκε περίπου κατά 25% έναντι της Γερμανίας, υποσκάπτοντας σημαντικά την ανταγωνιστικότητα της χώρας μας. Ωστόσο, το ποσοστό αυτό αν και υψηλό βρίσκεται πολύ κοντά σε εκείνο της Ιταλίας, της Πορτογαλίας και της Ισπανίας. Προφανώς, δεν επαρκεί να συγκρίνουμε μόνο τα κόστη της Ελλάδος με αυτά της Γερμανίας, καθώς η Ελλάδα συναλλάσσεται με αρκετές άλλες χώρες εντός και εκτός της ευρωζώνης. Πράγματι, όταν η σύγκριση γίνει με 35 ανεπτυγμένες χώρες, τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δείχνουν πως το ΚΕΑΜΠ στην Ελλάδα αυξήθηκε μόλις κατά 9%, ενώ την ίδια περίοδο το ευρώ ανατιμήθηκε περίπου 16% αναφορικά με την ίδια ομάδα ανεπτυγμένων χωρών. Με άλλα λόγια, η μείωση της ανταγωνιστικότητας της Ελλάδος δεν θα πρέπει να αποδίδεται αποκλειστικά και μόνο στην αύξηση του κόστους εργασίας, αλλά να προσμετράται επίσης ο παράγοντας της ανατίμησης του ίδιου του ευρώ.

Οι μεγάλες αποκλίσεις στο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (ΚΕΑΜΠ) που παρατηρούνται σε διαφορετικούς κλάδους της οικονομίας συνθέτουν ένα διαφορετικό ζήτημα. Για παράδειγμα, η αύξηση του ΚΕΑΜΠ είναι σαφώς μεγαλύτερη στον τομέα της μεταποίησης από ό,τι στον τομέα των μεταφορών και των τηλεπικοινωνιών. Συνεπώς, οριζόντια μέτρα περικοπής μισθών, όπως για παράδειγμα είναι η κατάργηση του 13^{ου} και του 14^{ου} μισθού στον ιδιωτικό τομέα, δεν είναι κατάλληλα καθώς αυτά καταστρέφουν τα κίνητρα εργασίας και καθίστανται μη αποτελεσματικά. Άλλωστε, η πολιτική της εσωτερικής υποτίμησης κατά τον πρώτο χρόνο εφαρμογής του Μνημονίου έχει οδηγήσει ήδη σε μια δραστική περικοπή των μισθών της τάξεως του 15% (στο δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα).

Ο αποδοτικότερος τρόπος για να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας είναι μέσω της αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας. Η υψηλότερη παραγωγικότητα της εργασίας αυξάνει την αγοραστική δύναμη και την ανταγωνιστικότητα μιας οικονομίας, η οποία στην περίπτωση της Ελλάδος μπορεί να επιτευχθεί μέσα από το άνοιγμα των κλειστών επαγγελματιών, αλλά και την ενίσχυση του ανταγωνισμού στην αγορά αγαθών και υπηρεσιών. Επίσης, με δεδομένο ότι το «εξωγενές» κόστος των επιχειρήσεων στην Ελλάδα ανέρχεται στο 40% του συνολικού κόστους εργασίας, καθίσταται αναγκαία η εφαρμογή πολιτικών που θα μειώνουν το κόστος αυτό, όπως είναι η μείωση των δημοτικών φόρων, η μείωση στις εργοδοτικές εισφορές κ.λπ.

Τέλος, είναι αλήθεια πως σε μια χώρα-μέλος μιας νομισματικής ένωσης με υψηλό δημόσιο χρέος, η εσωτερική υποτίμηση, μέσω ενός αυστηρού προγράμματος λιτότητας προκαλεί παρατεταμένη ύφεση (μείωση του ΑΕΠ), αυξάνει το χρέος της και υποσκάπτει τη δυνατότητα της χώρας να το εξυπηρετήσει (παγίδα χρέους).

3. Ένας δημοσιονομικός κανόνας για την Ελλάδα

Το Σύμφωνο για το Ευρώ ορίζει επίσης ότι το κάθε κράτος μπορεί να επιλέγει μόνο του το δημοσιονομικό κανόνα, όπως επίσης το εάν αυτός θα είναι συνταγματικά κατοχυρωμένος ή όχι. Παραδείγματα τέτοιων κανόνων είναι ο ισοσκελισμένος προϋπολογισμός, ο χρυσός κανόνας των δημόσιων οικονομικών, το όριο δαπανών (το οποίο ορίζει ότι η ετήσια αύξηση των δαπανών δεν θα πρέπει να υπερβαίνει ένα μεσοπρόθεσμο ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ διασφαλίζοντας έτσι ότι τα αυξημένα έσοδα δεν θα δαπανώνται

αλλά, αντιθέτως, θα προορίζονται για τη μείωση του χρέους) κ.ά. Ο δημοσιονομικός κανόνας είναι συνταγματικά κατοχυρωμένος π.χ. στη Γερμανία και την Ελβετία. Στη Γερμανία ο κανόνας περιορίζει το διαρθρωτικό έλλειμμα στο 0,35% του ΑΕΠ, ενώ απαιτούνται αυστηρά ισοσκελισμένοι προϋπολογισμοί για τα ομόσπονδα κρατίδια της από το 2020. Τυχόν αποκλίσεις από τα επιτρεπτά όρια εγγράφονται σε έναν ειδικό λογαριασμό που δεν θα πρέπει να ξεπερνά το 1,5% του ΑΕΠ. Ανάλογη περίπτωση είναι και αυτή της Ελβετίας, η οποία έχει κατοχυρώσει στο σύνταγμά της κανόνα προϋπολογισμού που στοχεύει σε ισοσκελισμένο διαρθρωτικό ισοζύγιο του ομοσπονδιακού της προϋπολογισμού ετησίως. Ως εργαλείο για την επίτευξη αυτού του στόχου χρησιμοποιούνται όρια δαπανών, τα οποία θεσπίζονται για το ακόλουθο οικονομικό έτος εξισώνοντας τις δαπάνες με τα προβλεπόμενα έσοδα. Οποιαδήποτε εκ των υστέρων παρέκκλιση (θετική ή αρνητική) από τον κανόνα αυτό συγκεντρώνεται σε έναν ειδικό λογαριασμό.

Ενδιαφέρον είναι ότι τα παραπάνω παραδείγματα συνταγματικής κατοχύρωσης του δημοσιονομικού κανόνα αφορούν ομοσπονδιακά κράτη με τη δυνατότητα δημοσιονομικών μεταβιβάσεων (fiscal transfers). Στην Ελλάδα η συνταγματική κατοχύρωση θα προκαλέσει μια μόνιμη ακαμψία στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής με πενιχρά οφέλη. Σημαντικότερο ερώτημα για εμάς είναι ποια μορφή θα έχει ένας τέτοιος κανόνας παρά εάν είναι συνταγματικά κατοχυρωμένος ή όχι. Το κόμμα της αξιωματικής αντιπολίτευσης (Ζάππειο, Ιούλιος 2010) είναι το πρώτο στην Ελλάδα που μίλησε για την ανάγκη ενός ισοσκελισμένου προϋπολογισμού στη διάρκεια του οικονομικού κύκλου, με στόχο τον έλεγχο της δυναμικής του δημόσιου χρέους και τη διατηρησιμότητα των δημοσίων οικονομικών της χώρας.

Τέλος, αρκετοί ισχυρίζονται πως το Σύμφωνο για το Ευρώ φαίνεται να αποτελεί μια αναθεωρημένη εκδοχή της Στρατηγικής της Λισσαβόνας, για να καταστεί η Ευρώπη η πιο ανταγωνιστική και δυναμική οικονομία της γνώσης μέχρι το 2010, που μας έφερε τώρα στη στρατηγική για την Ευρώπη 2020. Ενώ το Σύμφωνο απαριθμεί μια σειρά από επιθυμητές πολιτικές-στόχους, δεν περιλαμβάνει καμιά ολοκληρωμένη πρόταση για τον τρόπο υλοποίησής τους, λόγω και της (συγκαλυμμένης) διστακτικότητας των κρατών-μελών να απολέσουν ένα ακόμη κομμάτι της εθνικής τους κυριαρχίας. Σε κάθε περίπτωση, το Σύμφωνο για το Ευρώ αποτελεί τουλάχιστον μια ρητή αναγνώριση της ανάγκης συντονισμού των εθνικών πολιτικών με στόχο την ενίσχυση του οικονομικού πυλώνα της ONE, που είναι και το μεγάλο ζητούμενο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 20

Ευρωπαϊκή αλληλεγγύη, νέμεσις και εθνική ευθύνη*

Με νωπές ακόμη τις πρόσφατες εξελίξεις γύρω από το Μεσοπρόθεσμο Πρόγραμμα, αλλά και την αβεβαιότητα γύρω από την εκταμίευση ή όχι της πέμπτης δόσης (κάτι που θα μπορούσε να οδηγήσει τη χώρα σε άτακτη χρεοκοπία), πρόθεσή μας εδώ είναι να επιχειρηματολογήσουμε ότι σε μια Νομισματική Ένωση η οποία βρίσκεται σε δημοσιονομική κρίση (βλ. την κρίση χρέους στην ευρωζώνη), η αλληλεγγύη στάση των ισχυρών χωρών προς τις πιο αδύναμες είναι ταυτόχρονα και μια εθνικά υπεύθυνη στάση.

Η θέση μας αυτή βασίζεται στα διακριτά χαρακτηριστικά της κρίσης χρέους μιας χώρας που ανήκει σε μια Νομισματική Ένωση (Ν.Ε.). *Πρώτον*, σε αντίθεση με μια χώρα που δεν ανήκει σε Ν.Ε. και στην οποία η μαζική φυγή των επενδυτών από τα κρατικά της ομόλογα οδηγεί σε υποτίμηση του νομίσματός της και αυτή με τη σειρά της σε πληθωρισμό και αύξηση του προϊόντος μέσω της ενίσχυσης των εξαγωγών και με προφανείς τις θετικές επιπτώσεις στη δυναμική του δημόσιου χρέους της, σε μια χώρα-μέλος μιας Ν.Ε. ο πιο πάνω μηχανισμός απλά δεν υφίσταται. Επιπλέον, εάν η εν λόγω χώρα-μέλος είναι υπερχρεωμένη και μάλιστα της έχει επιβληθεί μια διαρκής μονόπλευρη λιτότητα (εσωτερική υποτίμηση), τα αποτελέσματα θα είναι βαθιά ύφεση και 'παγίδα χρέους'. *Δεύτερον*, με δεδομένο τον υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών σε μια Ν.Ε., ελλοχεύει πάντα ο κίνδυνος μιας δυναμικής κερδοσκοπίας, ενός ντόμινο αντιδράσεων στις αγορές των κρατικών ομολόγων της Ν.Ε. με αρνητικές συνέπειες στο τραπεζικό σύστημα και εν τέλει της αποσταθεροποίησης του ίδιου του κοινού νομίσματος. Σύμφωνα με στοιχεία BIS για την ευρωζώνη (Ιούνιος 2011), η κατάσταση ήδη εμπνέει ανησυχία: η έκθεση μόνο των γερμανικών και των

* Δημοσιεύθηκε στην εφημερίδα *Καθημερινή* στις 4 Ιουλίου 2011.

γαλλικών τραπεζών στο ελληνικό χρέος (ιδιωτικό και δημόσιο) υπερβαίνει τα 90 δισ. ευρώ, ενώ η συνολική έκθεση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος στο χρέος των τεσσάρων χωρών της ευρωπεριφέρειας μόλις υπολείπεται του 1 τρισ. ευρώ!

Ως γνωστόν, τα μεγάλα κράτη αντέδρασαν στην κρίση χρέους μέσα από πακέτα διάσωσης που συνοδεύονταν από αυστηρή λιτότητα και κυρώσεις με στόχο να 'τιμωρηθούν' τα δημοσιονομικά ανεύθυνα κράτη. Τα υψηλά επιτόκια δανεισμού, 'το μαρτύριο της σταγόνας' ανά τρίμηνο για να εκταμιευθεί η επόμενη δόση, η υπερβολική λιτότητα που αυτοϋπονομεύει την επιτυχία της ίδιας της δημοσιονομικής προσαρμογής (ο φαύλος κύκλος ελλείμματος-ύφεσης) κ.ά. μάλλον δεν είναι ενδείξεις ευρωπαϊκής αλληλεγγύης, ενώ ταυτόχρονα εγείρουν το ερώτημα αν η 'αυστηρότητα της τιμωρίας' είναι η καλύτερη λύση στο πρόβλημα του ηθικού κινδύνου που εγκυμονεί η κρίση χρέους στην ευρωπεριφέρεια. Η φιλοσοφία όμως της τιμωρίας, η Νέμεσις, δεν εξαντλείται μόνο στις κυβερνήσεις αλλά συναντάται και στον ιδιωτικό τομέα, π.χ. μέσα από τη διαδικασία της 'πρωτοβουλίας της Βιέννης' σχετικά με το νέο δάνειο προς την Ελλάδα που βρίσκεται σήμερα στην επικαιρότητα ή αργότερα το 2013 στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ). Το πρόβλημα γενικότερα με τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα σε διασώσεις κρατών είναι ότι έχει χαρακτηριστικά μιας αυτοεκπληρούμενης προφητείας: η πιθανή (μελλοντική) τιμωρία των ιδιωτών ομολογιούχων μπορεί από μόνη της να προκαλέσει πολύ νωρίτερα την κρίση στην αγορά ομολόγων, η οποία θα μπορούσε να είχε αποφευχθεί αν δεν επιβληθεί μια τέτοια τιμωρία.

Οι πιο πάνω παρατηρήσεις περί μιας «προτεσταντικής» ηθικής στην αντιμετώπιση της κρίσης χρέους δεν θα πρέπει να παρερμηνευθούν: αναμφίβολα το μεγαλύτερο μερίδιο ευθύνης έχουν τα ίδια τα κράτη-μέλη που αντιμετωπίζουν το πρόβλημα (π.χ. οι σπάταλες κυβερνήσεις στην περίπτωση της Ελλάδος τα τελευταία 30 χρόνια, η αλόγιστη συμπεριφορά των τραπεζών στην Ιρλανδία), επίσης όμως μεγάλο μερίδιο ευθύνης έχουν και οι οίκοι αξιολόγησης. Για τη χώρα μας αλληλέγγυα, αλλά και ταυτόχρονα εθνικά υπεύθυνη στάση είναι η αποκατάσταση της διατηρησιμότητας των δημόσιων οικονομικών μας (και συνακόλουθα η εξάλειψη του κινδύνου μετάδοσης της χρεοκοπίας). Αυτό σημαίνει δημιουργία υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων (δηλ. επώδυνες λύσεις), άμεση υλοποίηση των διαρθρωτικών αλλαγών και των αποκρατικοποιήσεων για τη μείωση του κράτους,

αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας κ.λπ., αλλά και (εθνικές) πολιτικές για την επανεκκίνηση της οικονομίας που θα θέσουν ένα τέλος στη βαθιά και παρατεταμένη ύφεση, μια ύφεση η οποία εκτροχιάζει τη δημοσιονομική προσαρμογή και υπονομεύει την κοινωνική συνοχή.

Δεδομένου ότι η κρίση χρέους έχει λάβει πλέον ευρωπαϊκές διαστάσεις, κατ' εξοχήν ευρωπαϊκές θα πρέπει να είναι και οι λύσεις του προβλήματος. Το διακύβευμα δεν είναι μόνο η χρεοκοπία της Ελλάδος, αλλά και η σταθερότητα του ίδιου του ευρώ. Η πιο πάνω συλλογιστική είναι πολύ κοντά στην επιχειρηματολογία που ανέπτυξε ο Αρχηγός της αξιωματικής αντιπολίτευσης την περασμένη εβδομάδα στη Σύνοδο του Ευρωπαϊκού Λαϊκού Κόμματος στις Βρυξέλλες. Κανείς δεν αμφισβητεί ότι η θέση της Ελλάδος είναι – και θα πρέπει να παραμείνει – στον πυρήνα της Ευρωπαϊκής Ένωσης και ότι η διασφάλιση αυτού είναι προς το συμφέρον της ίδιας της ευρωζώνης. Έτσι, στο θέμα της διαχείρισης του ελληνικού χρέους χρειάζονται άμεσα μεγάλες παρεμβάσεις από τον EFSF στη δευτερογενή αγορά ομολόγων με στόχο την απομείωση του χρέους τουλάχιστον κατά 30% του ΑΕΠ, το οποίο μαζί με τα 50 δισ. ευρώ θα μειώσει το χρέος μας στα διαχειρίσιμα επίπεδα του 100% του ΑΕΠ. Μεσοπρόθεσμα, θα πρέπει ο ΕΜΣ από ένα διακυβερνητικό όργανο που είναι σήμερα να μετεξελιχθεί σε ένα αληθινό Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο. Επιπλέον, θα πρέπει να εντατικοποιηθεί η προεργασία που ξεκίνησε ήδη στους κόλπους της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, έτσι ώστε στην επόμενη τριετία να έχουμε την έκδοση του κοινού ευρωομολόγου σε μαζική κλίμακα. Τέλος, στο σκέλος της ανάκαμψης-ανάπτυξης προέχουν οι στοχευμένες Ξένες Άμεσες Επενδύσεις που μπορούν να πραγματοποιηθούν μέσω του εταιρικού επενδυτικού ευρωομολόγου, το οποίο θα εξασφαλίζει φθηνή χρηματοδότηση από τις αγορές για το κόστος του project, αλλά και πολυετή προνομιακά έσοδα μέσω της σύμβασης παραχώρησης. Η πρωτοφανής δημοσιονομική κρίση που πλήττει την ευρωπαϊκή περιφέρεια σήμερα μπορεί πράγματι να εξελιχθεί σε μοναδική ευκαιρία για την Ευρώπη (βλ. δημοσιονομική ενοποίηση), αρκεί τα μεγάλα κράτη να πάνε να βλέπουν τη διάσωση των προβληματικών χωρών-μελών ως ένα παίγνιο μηδενικού αθροίσματος (zero sum game). Αυτό υπαγορεύει τόσο η ευρωπαϊκή αλληλεγγύη όσο και η οικονομική λογική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 21

Το μέλλον της ζώνης του ευρώ*

Ευχαριστώ το Προεδρείο της ΕΠΕΕΣ για την πρόσκληση. Χαίρομαι που βρίσκομαι ενώπιόν σας. Στην ομιλία μου απόψε θα ήθελα να επικεντρωθώ στο μέλλον της ευρωζώνης, όπως αυτό φαίνεται να διαμορφώνεται μέσα από τις τελευταίες ευρωπαϊκές αποφάσεις της 9ης Δεκεμβρίου 2011.

1. Η παρούσα κατάσταση στην Ελλάδα και την ευρωζώνη

Προφανώς, η κρίση χρέους αφορά πλέον ολόκληρη την ευρωζώνη. Ξεκίνησε ως κρίση ρευστότητας στην Ελλάδα, σύντομα μετεξελίχθηκε σε κρίση φερεγγυότητας και στην ευρωπεριφέρεια, φθάνοντας σήμερα μέχρι τον σκληρό πυρήνα της ευρωζώνης. Πρόσφατα, ο οίκος Standard & Poors υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα χωρών όπως η Γαλλία και η Αυστρία, με αποτέλεσμα να χάσουν τη βαθμίδα AAA. Πολλοί θεωρούν ότι η τρέχουσα κρίση χρέους αποσταθεροποιεί το ευρωπαϊκό οικοδόμημα και απειλεί το ευρωπαϊκό ιδεώδες. Η Ευρωπαϊκή Ένωση σίγουρα διέρχεται μια κρίσιμη φάση μετεξέλιξής της. Η ανησυχία για την πορεία της Ευρώπης αποτυπώνεται και στις πανευρωπαϊκές έρευνες κοινής γνώμης, το Ευρω-βαρόμετρο. Σύμφωνα με την τελευταία έρευνα (Νοέμβριος 2011) το 77% των Ευρωπαίων πολιτών θεωρεί ότι η κατάσταση είναι κρίσιμη. Στη ζώνη του ευρώ, η υποστήριξη για το ενιαίο νόμισμα φθάνει το 64% κατά μέσο όρο, ενώ μόλις το 29% τάσσονται εναντίον του. Στη Γερμανία το ευρώ υποστηρίζεται από το 66% των ερωτηθέντων (σημειώνοντας μια μικρή αύξηση 3%), στη Φινλανδία από το 71% (μείωση 6%) και στην Ιταλία το 57% (μείωση 10%). Στην Ελλάδα το 75% τάσσονται υπέρ του κοινού νομίσματος (αύξηση

* Ομιλία στην Ελληνική Πανεπιστημιακή Ένωση Ευρωπαϊκών Σπουδών (Ιανουάριος 2012).

κατά 15%). Επίσης, στην πλειονότητά τους οι ερωτηθέντες του Ευρωβαρόμετρου εξακολουθούν να εμπιστεύονται την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και θεωρούν την ΕΕ ως το αποτελεσματικότερο όργανο για την αντιμετώπιση της κρίσης.

2. Οι αποφάσεις της 9ης Δεκεμβρίου: το μετέωρο βήμα της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης

Όλοι θα συμφωνήσουμε ότι τα επόμενα βήματα της Ευρωπαϊκής Ένωσης προς την κατεύθυνση της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης είναι η δημοσιονομική ένωση, η τραπεζική ένωση και η ενίσχυση των θεσμών πολιτικής υποστήριξης. Ο τρόπος που επιλέχθηκε στο τελευταίο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της 9ης Δεκεμβρίου με την επιβολή αυστηρής δημοσιονομικής πειθαρχίας, δεδομένου ότι αυτή πραγματοποιείται σε ένα υφεσιακό περιβάλλον, εγείρει τουλάχιστον ένα σχετικό προβληματισμό.

Στις πρόσφατες Συνόδους Κορυφής δρομολογήθηκαν οι θεσμικές διαδικασίες για τη δημιουργία της νέας οικονομικής διακυβέρνησης για την ευρωζώνη. Οι πρωτοβουλίες αυτές θα μεταβάλλουν, όχι μόνο το διοικητικό και λειτουργικό χαρακτήρα της Ευρώπης, αλλά και θα επαναπροσδιορίσουν τη συλλογική της ταυτότητα. Μια ενισχυμένη δημοσιονομική πειθαρχία που συνοπτικά αντανακλάται στα εξής στοιχεία:

- θεσμική κατοχύρωση ισοσκελισμένων προϋπολογισμών και θέσπιση κανόνων για το χρέος,
- κανόνας για ετήσιο διαρθρωτικό έλλειμμα, το οποίο δεν θα πρέπει να ξεπερνά το 0,5%. Ο κανόνας αυτός θα πρέπει να προβλέπεται συνταγματικά ή με ρόλο ισοδύναμης ισχύος,
- προέγκριση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή των εθνικών προϋπολογισμών,
- αυστηρές κυρώσεις για τα δημοσιονομικά απείθαρχα κράτη-μέλη,
- τα κράτη-μέλη που έχουν δημόσιο χρέος μεγαλύτερο από 60% θα πρέπει να το μειώνουν κατά τουλάχιστον ένα εικοστό (1/20) ετησίως, ενώ θα αναφέρουν εκ των προτέρων στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή τα εθνικά σχέδια έκδοσης χρέους.

- ενεργοποίηση του μόνιμου Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ΕΜΣ) εντός του 2012, δηλαδή ένα χρόνο πριν από ό,τι προβλεπόταν αρχικά. Επιπλέον, η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στο πρόγραμμα μείωσης του ελληνικού χρέους αποτελεί μεμονωμένη περίπτωση που δεν θα επαναληφθεί, ενώ η ρήτρα του ΕΜΣ για τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI) θα παραμείνει στο προσκήνιο και θα είναι πλήρως ευθυγραμμισμένη με τις αρχές και πρακτικές του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου,
- δυνατότητα να λαμβάνονται επείγουσες αποφάσεις στο πλαίσιο του ΕΜΣ με ειδική πλειοψηφία.

Το πλαίσιο της νέας οικονομικής διακυβέρνησης αναμένεται να ολοκληρωθεί στην επικείμενη Σύνοδο Κορυφής των Ευρωπαίων αρχηγών κρατών και κυβερνήσεων στις 29 Ιανουαρίου 2012. Ήδη όμως διαμορφώνεται το προσχέδιο για το “Δημοσιονομικό Σύμφωνο” (Fiscal Compact). Αναμένεται ότι το προσχέδιο θα παρουσιαστεί νωρίτερα στο Συμβούλιο EcoFin, πιθανώς στις 24 Ιανουαρίου 2012. Έτσι, με την ολοκλήρωση του προσχεδίου στα τέλη Ιανουαρίου και την τελική απόφαση για αυτήν στις αρχές Μαρτίου, δίδεται αρκετός χρόνος στους Ευρωπαίους ηγέτες να το παρουσιάσουν και να το συζητήσουν στα εθνικά τους κοινοβούλια. Οι πρόσφατες αλλαγές οι οποίες εμπεριέχονται στο (τρίτο) προσχέδιο μπορούν να συνοψισθούν ως εξής:

- Θα υπάρχουν λιγότερο αυστηρές συνταγματικές απαιτήσεις ώστε να μη χρειαστεί κάποιες χώρες, όπως η Δανία και η Ρουμανία, να πρέπει να διεξάγουν δημοψήφισμα για αλλαγές στο Σύνταγμά τους.
- Προβλέπεται ένας πιο αδύναμος ρόλος για την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, καθώς δεν θα μπορεί να παραπέμπει κράτη-μέλη για παραβάσεις στο Δικαστήριο της ΕΕ. Θα μπορεί μόνο να καταθέτει έκθεση κατόπιν απαίτησης κάποιου άλλου κράτους-μέλους.
- Προβλέπεται ρήτρα εξαίρεσης, που θα επιτρέπει την αναστολή του κανόνα για ισοσκελισμένο ισολογισμό σε περιόδους οικονομικής επιβράδυνσης ή άλλες έκτακτες περιστάσεις.
- Δεν θα υπάρχουν νέες κυρώσεις για τις χώρες που παραβιάζουν τους κανόνες σχετικά με το συνολικό δημόσιο χρέος. Η Επιτροπή θα επι-

τρέπεται να καταθέτει προτάσεις μόνο για χώρες που διέπονται από υπερβολικά ελλείμματα.

- Το Σύμφωνο θα ενσωματωθεί στο Δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης εντός πέντε ετών.
- Θα μειωθεί ο απαιτούμενος αριθμός των κρατών-μελών για να τεθεί σε ισχύ το Σύμφωνο από 15 σε 12, ενώ θα οριστεί συγκεκριμένη ημερομηνία για την ισχύ του Συμφώνου (1 Ιανουαρίου 2013).
- Θα υπάρξει ειδική διάταξη που θα επιτρέπει στο Ηνωμένο Βασίλειο να ενταχθεί σε μεταγενέστερο στάδιο.

Στην πράξη, με βάση τις τάσεις που διαμορφώνονται σήμερα, αναμένεται να υιοθετούνται μονομερείς πολιτικές δημοσιονομικής προσαρμογής δίχως να συνοδεύονται από τις αναγκαίες αναπτυξιακές πρωτοβουλίες.

Θα πρέπει να διευκρινίσω πως θεωρώ ότι η δημοσιονομική πειθαρχία είναι αναγκαία σε μια νομισματική ένωση. Ωστόσο, αν και αναγκαία, δεν είναι ικανή συνθήκη για τη μετεξέλιξη αυτής σε μια βιώσιμη δημοσιονομική ένωση. Η δημοσιονομική πειθαρχία πρέπει να συνοδεύεται από αναπτυξιακή στρατηγική τόσο σε διασυννοριακό όσο και σε εθνικό επίπεδο. Διαφορετικά, η πολιτική αυτή θα οδηγήσει απλά σε εμβάθυνση και παράταση της ύφεσης. Συνεπώς, με την επικράτηση του δόγματος ότι η μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων θα λύσει όλα τα προβλήματα, ελλοχεύει ο κίνδυνος δημιουργίας μιας δημοσιονομικής ένωσης λιτότητας (και σε θεσμική βάση). Άλλωστε, η πρόσφατη εμπειρία από τις μονόπλευρες πολιτικές λιτότητας που εφαρμόζονται σε ευρωπαϊκές χώρες της περιφέρειας (με ή χωρίς Μνημόνιο) κρούει τον κώδωνα του κινδύνου όσον αφορά την αποτελεσματικότητά τους.

Στις συζητήσεις, ακαδημαϊκές, στα ΜΜΕ ή και πολιτικού χαρακτήρα για την επίλυση της κρίσης χρέους της ευρωζώνης, συχνά συναντάμε την εξέταση αποπομπής μιας χώρας από την Ένωση. Τους τελευταίους μήνες παρατηρείται μια πληθώρα απόψεων, αναλύσεων, κειμένων για το ενδεχόμενο αποχώρησης μιας χώρας από την ευρωζώνη και τις ζοφερές συνέπειες που αυτή θα έχει τόσο σε εθνικό όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Οι συνέπειες για τη χώρα που θα αναγκαστεί να αποχωρήσει από το ευρώ θα είναι καταστροφικές. Οι περισσότερες συμβάσεις της, όπως οι τραπεζικές καταθέσεις, οι μισθοί και οι συντάξεις θα αποτιμώνται στο νέο νόμισμα, το

οποίο αναμένεται να βρίσκεται σε συνεχή υποτίμηση και να δημιουργήσει έκρηξη πληθωρισμού σε διψήφια ποσοστά. Το πάγωμα των τραπεζικών καταθέσεων, η εκροή κεφαλαίων, η αδυναμία εξόφλησης των τίτλων που αποτιμώνται σε ξένο νόμισμα, η αφερεγγυότητα και η συνακόλουθη έλλειψη χρηματοδότησης θα επιφέρουν κατάρρευση του εγχώριου τραπεζικού συστήματος.

Πέρα όμως από τις εγχώριες επιπτώσεις, η αποπομπή μιας χώρας, ακόμη και μικρής, θα είχε ραγδαίες συνέπειες και για τις λοιπές χώρες της ευρωζώνης. Κάποιοι αναλυτές υποστηρίζουν ότι η αποχώρηση μιας μικρής χώρας από την ευρωζώνη δεν θα προξενούσε ιδιαίτερα προβλήματα για τη λοιπή Ένωση. Ωστόσο, στην περίπτωση αυτή, θα δημιουργείτο αμφισβήτηση τόσο για την ικανότητα επίλυσης κρίσεων της ευρωπαϊκής πολιτικής ηγεσίας, αλλά και των ευρωπαϊκών θεσμών, όσο και ανησυχία για το ενδεχόμενο να ακολουθήσουν μία μία και οι λοιπές αδύναμες χώρες της ευρωπαϊκής περιφέρειας. Παράλληλα, ενδέχεται να αρχίσουν να ασκούνται και κερδοσκοπικές πιέσεις στις χώρες του λεγόμενου “μαλακού” πυρήνα της ευρωζώνης όπως η Αυστρία, το Βέλγιο ή η Φινλανδία. Επιπλέον, θα δημιουργούνταν προβλήματα και στις χώρες του “σκληρού” πυρήνα, δεδομένου ότι αυτές θα ήταν αναγκασμένες να διασώσουν τα χρηματοπιστωτικά τους ιδρύματα, καθώς αυτά έχουν τοποθετήσει μεγάλο μέρος των κεφαλαίων τους σε κρατικά ομόλογα του Νότου. Ήδη διαπιστώνουμε ότι άστοχες επικοινωνιακές τακτικές ή ακόμη και φήμες για την έξοδο μιας χώρας από το ευρώ, επηρεάζουν αρνητικά και άμεσα τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και απειλούν την ευστάθεια του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

3. Προς μια βιώσιμη Ευρωπαϊκή Ένωση

Θα περάσω τώρα στις προτάσεις μου για μια γνήσια ευρωπαϊκή ΟΝΕ στο σύνολό της, εννοώντας τη φυσική μετεξέλιξη και των 17 χωρών της ευρωζώνης. Προϋπόθεση είναι η άμεση επίλυση της κρίσης χρέους της ευρωζώνης (και θα δούμε πώς μπορεί να γίνει αυτό, έτσι ώστε να αποφύγουμε στο μέλλον ανάλογες κρίσεις), αλλά παράλληλα και μια σειρά δράσεων προκειμένου να δημιουργηθεί μια βιώσιμη και αποτελεσματική Οικονομική και Νομισματική Ένωση στην Ευρώπη.

3.1 ΕΝΑ ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ

Πολλοί υποστηρίζουν ότι η διευρυμένη δομή του EFSF και η αντικατάστασή του στα μέσα του 2012 από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) προεξοφλεί ουσιαστικά τη δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου (ENT). Αυτό ισχύει υπό ορισμένες προϋποθέσεις: (α) αύξηση κεφαλαίων και ύστατο καταφύγιο δανεισμού, και (β) αξιόπιστος και αποτελεσματικός μηχανισμός ελεγχόμενης αναδιάρθρωσης χρέους.

Το κυρίαρχο ερώτημα στη σχετική βιβλιογραφία είναι ποιο θα πρέπει να είναι το ύστατο καταφύγιο δανεισμού στην αγορά κρατικών ομολόγων, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM), ένα Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο (ENT) ή η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ); Δεν θα αναφερθώ εδώ στα (λογικά) επιχειρήματα των δύο πλευρών, αλλά θα περιοριστώ σε μια συμβιβαστική πρόταση: να αυξηθούν τα κεφάλαια του EFSF/ESM/ENT στο 1 τρις. ευρώ και να αποκτήσει νομική μορφή τράπεζας του Λουξεμβούργου, για να έχει τη δυνατότητα πρόσβασης στην ΕΚΤ για δανεισμό (με τις ανάλογες εγγυήσεις, όπως κάθε άλλη τράπεζα), όταν και εάν χρειαστεί. Έτσι το ύστατο καταφύγιο δανεισμού στην αγορά κρατικών ομολόγων θα είναι το ENT, το οποίο όμως, ως τράπεζα πλέον, θα μπορεί να προσφύγει για έκτακτο δανεισμό στην ΕΚΤ, η οποία λόγω του θεσμικού της ρόλου ως κεντρικής τράπεζας είναι και το ύστατο καταφύγιο δανεισμού για όλες τις τράπεζες.

Όσον αφορά τη δεύτερη προϋπόθεση, η ευρωζώνη χρειάζεται ένα Μηχανισμό Ελεγχόμενης Αναδιάρθρωσης Χρέους (Μ.Ε.Α.Χ.) γιατί η θέσπισή του στο πλαίσιο ενός ENT θα δίνει τη δυνατότητα σε μια χώρα-μέλος με μη διατηρήσιμο δημόσιο χρέος να προχωρά σε ελεγχόμενη αναδιάρθρωση, χωρίς αυτό να συνιστά παράγοντα μετάδοσης της κρίσης και αποσταθεροποίησης. Το συντεταγμένο του όλου εγχειρήματος θα εξασφαλίζει τη στήριξη από το ENT ή την ΕΚΤ του τραπεζικού συστήματος της χώρας-μέλους.

Συνοπτικά, για την προβληματική χώρα-μέλος της ευρωζώνης με την ανεξέλεγκτη δυναμική του χρέους, μια αναδιάρθρωση μέσα από τον Μ.Ε.Α.Χ. θα της επιτρέψει να παραμείνει στο ενιαίο νόμισμα, να γίνει το χρέος της διατηρήσιμο και να μπορεί να βγει στις αγορές για δανεισμό. Για τις υπόλοιπες χώρες-μέλη της ευρωζώνης, τα οφέλη θα είναι η αποφυγή της μετάδοσης του ιού του χρέους, όπως αυτός εκδηλώνεται με τα υψηλά spread των ομολόγων, την πτώση των τιμών των μετοχών των τραπεζών κλπ.

3.2 Η ΕΚΔΟΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΕΥΡΩΟΜΟΛΟΓΟΥ

Όλες οι έγκυρες αναλύσεις επαναφέρουν στην επικαιρότητα το ευρωομόλογο ως τη μόνιμη και βιώσιμη λύση στην κρίση χρέους.

Σε τεχνικούς όρους η έκδοση κοινού ευρωομολόγου έχει τα εξής πλεονεκτήματα: α) σταδιακά, η αγορά των ευρωομολόγων θα αποκτήσει τόσο υψηλά επίπεδα ρευστότητας και βάθους όσο και η αντίστοιχη των ομολόγων των ΗΠΑ (10 τρισ. δολ. ΗΠΑ), κάτι το οποίο θα σημαίνει και έναν αυξημένο ρόλο για το ευρώ ως παγκόσμιο αποθεματικό, β) θα μειωθεί το κόστος δανεισμού για τους αδύναμους κρίκους του ευρώ μιας και το ασφάλιστρο φερεγγυότητας θα έχει μειωθεί δραματικά, ενώ για τις χώρες που έχουν αποκλειστεί από τις διεθνείς αγορές λόγω απαγορευτικών spreads, η έκδοση ευρωομολόγου θα διασφαλίσει, υπό προϋποθέσεις, την ομαλή επιστροφή τους σε αυτές και γ) θα λειτουργεί αποτρεπτικά στη μετάδοση της κρίσης χρέους μιας χώρας-μέλους στα υπόλοιπα μέλη της νομισματικής ένωσης.

Όσον αφορά τα επιχειρήματα κατά της έκδοσης ευρωομολόγου περιλαμβάνουν τα εξής: α) θα αυξηθεί το κόστος δανεισμού των κρατών-μελών με υγιή δημοσιονομικά, με αποτέλεσμα να επιδοτούνται ουσιαστικά οι δημοσιονομικά απείθαρχες χώρες, β) η κοινή διαχείριση του δημόσιου χρέους θα είναι μια ξεκάθαρη παραβίαση της ρήτρας μη-διάσωσης (Άρθρο 125 ΣΛΕΕ). Στο σημείο αυτό επιβάλλεται μια παρατήρηση: αν την έκδοση των ευρωομολόγων και τη διαχείριση του ευρωχρέους αναλάβει ένας νέος ανεξάρτητος οργανισμός (π.χ. ο Ευρωπαϊκός Οργανισμός Διαχείρισης Χρέους, ΕΟΔΧ) – τον οποίο εγώ προκρίνω και για λόγους ουσίας – τα νομικά εμπόδια παύουν σε μεγάλο βαθμό να υφίστανται μιας και οι εγγυήσεις των κρατών-μελών για το χρέος των άλλων χωρών δεν θα είναι άμεσες, αλλά μόνο έμμεσες μέσω της ΕΕ ως νομικής οντότητας, γ) όμως το πιο ισχυρό επιχείρημα κατά του ευρωομολόγου είναι το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, η πιθανή χαλάρωση δηλ. της δημοσιονομικής πειθαρχίας που θα επιφέρει σε κάποιες χώρες-μέλη.

Τον περασμένο Αύγουστο πρότεινα τον εξής τύπο ευρωομολόγου: τουλάχιστον στην αρχή, ένα ευρωομόλογο με κλιμακωτό επιτόκιο, δηλ. ο ΕΟΔΧ να δανείζεται από τις αγορές χαμηλότοκα με ευρωομόλογα και να δανείζει τις χώρες-μέλη με διαφορετικό επιτόκιο στην κάθε περίπτωση, ανάλογα με τον κίνδυνο φερεγγυότητας της κάθε χώρας και άλλους δημοσιονομικούς δείκτες. Για παράδειγμα, χώρες με χρέος μεταξύ 60-100% του ΑΕΠ

να δανείζονται με 'καπέλο' 50 μ.β., χώρες με χρέος μεγαλύτερο του 100% με 'καπέλο' 100 μ.β., χώρες με χρέος μεγαλύτερο του 150% με 'καπέλο' 150 μ.β., κ.ο.κ. Η λύση αυτή θα προσφέρει αφενός, ευλόγως και ίσως δικαίως, διαφορετική μεταχείριση των χωρών και, αφετέρου, επαρκές κίνητρο για δημοσιονομική υπευθυνότητα.

Όμως παραμένει ισχυρό το ερώτημα κατά πόσο το εγχείρημα της έκδοσης ευρωομολόγου είναι πολιτικά εφικτό. Σύμφωνα με το Ευρωβαρόμετρο του Νοεμβρίου, κατά μέσο όρο το 44% των Ευρωπαίων τάσσονται υπέρ μιας τέτοιας έκδοσης, ενώ μόλις το 24% αντιτίθενται σε αυτή. Οι πιο θερμοί υποστηρικτές βρίσκονται στο Βέλγιο, στην Ελλάδα, στην Ιρλανδία και στη Σλοβακία, ενώ ιδιαίτερα αντίθετοι σε αυτή την προοπτική εμφανίζονται οι ερωτηθέντες στην Αγγλία, τη Γερμανία, την Εσθονία, και τη Σουηδία. Το ερώτημα εδώ είναι το εξής: γιατί μια χώρα-μέλος της ΟΝΕ να δεχθεί να πληρώνει (πιθανόν) υψηλότερα επιτόκια δανεισμού ή να εγγυάται το χρέος άλλων χωρών με αδύναμα δημοσιονομικά μεγέθη και επιβαρυνόμενο παρελθόν, αν δεν έχει η ίδια κάποιο ανάλογο όφελος; Είναι αλήθεια ότι το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου που πηγάζει από την ενοποίηση του κινδύνου είναι εγγενές σε κάθε συμβόλαιο ασφαλιστικής κάλυψης. Είναι επίσης αλήθεια ότι το ευρωομόλογο θα παρέχει ασφάλεια στους αδύναμους κρίκους έναντι των κερδοσκοπικών επιθέσεων των αγορών.

Η απάντηση τόσο στο πιο πάνω ερώτημα όσο και στο ακόλουθο θεμελιώδες ερώτημα είναι προφανής: είναι προς το συμφέρον της ευρωζώνης η έκδοση κοινού ευρωομολόγου, το οποίο μειώνει, από τη μια μεριά, τον κίνδυνο μετάδοσης της κρίσης χρέους, ενώ ίσως αυξήσει, από την άλλη μεριά, τον ηθικό κίνδυνο; Πρόβλεψή μας είναι ότι η έκδοση ευρωομολόγου σε μαζική κλίμακα είναι πλέον θέμα χρόνου και θα επιβληθεί από την αδήριτη οικονομική αναγκαιότητα για την επιβίωση της ευρωζώνης.

3.3 ΔΙΑΣΦΑΛΙΣΗ ΤΗΣ ΑΝΕΞΑΡΤΗΣΙΑΣ ΤΗΣ ΕΚΤ

Βασικός πυλώνας του Ευρωπαϊκού οικοδομήματος είναι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα της οποίας η θεσμοθετημένη ανεξαρτησία δεν θα πρέπει να αμφισβητείται. Με αφορμή το πρόγραμμα παρεμβάσεων στη δευτερογενή αγορά ομολόγων (γνωστό ως SMP) άνοιξε μια συζήτηση ότι ουσιαστικά πρόκειται για ένα είδος (συγκαλυμμένης) ποσοτικής χαλάρωσης που ισοδυναμεί με οιονεί νομισματική χρηματοδότηση των ελλειμμάτων και του χρέ-

ους, πράξη που απαγορεύεται ρητώς για μια ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα.

Το πρόγραμμα αυτό έφερε τον Πρόεδρο της ΕΚΤ αντιμέτωπο με τη γερμανική ορθοδοξία (μάλιστα έφθασε μέχρι τις παραιτήσεις του Διοικητή της Bundesbank, αλλά και του βασικού οικονομικού συμβούλου της ΕΚΤ), σύμφωνα με την οποία το SMP όχι μόνο εγκυμονεί ηθικό κίνδυνο, αλλά και: (i) υπονομεύει την οικονομική ανεξαρτησία της ΕΚΤ καθώς μπορεί να καταγράψει ζημίες στον ισολογισμό της από τα ομόλογα των 'αδύναμων κρίκων' (Ο αντίλογος εδώ είναι, προφανώς, ότι όταν αμφισβητείται το ίδιο το μέλλον της ευρωζώνης, η πιθανή καταγραφή ζημιών από την ΕΚΤ περνά σε δεύτερη μοίρα), και (ii) θα οδηγήσει σε αύξηση της νομισματικής βάσης και της προσφοράς του χρήματος και τελικά σε αύξηση του πληθωρισμού. Αν και φαινομενικά εύλογο, το πιο πάνω επιχείρημα εύκολα κατεδαφίζεται αν λάβει κανείς υπόψη τα εξής: α) όσο διαρκούσε το SMP η ΕΚΤ προχωρούσε ταυτόχρονα σε στοχευμένες προσαρμογές στο ενεργητικό του ισολογισμού της (sterilisation) συγκρατώντας έτσι ως ένα βαθμό το ρυθμό αύξησης της νομισματικής βάσης, β) η όποια αύξηση της νομισματικής βάσης (M0) δεν μεταφράστηκε σε αύξηση της προσφοράς χρήματος (M3) που είναι και το κρίσιμο μέγεθος για την πορεία του πληθωρισμού. Ο λόγος είναι ότι μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση τα δύο νομισματικά μεγέθη M0 και M3 είναι τελείως ανεξάρτητα. Ως επί το πλείστον, η ρευστότητα μέσω της διευκολυντικής χρηματοδότησης από την ΕΚΤ παρέμεινε μέσα στο τραπεζικό σύστημα και δεν διοχετεύθηκε στο μη χρηματοπιστωτικό τομέα (δηλ. ο πολλαπλασιασμός χρήματος ήταν χαμηλός) με αποτέλεσμα να μην επηρεαστεί αυξητικά η προσφορά χρήματος και έτσι ο πυρήνας του πληθωρισμού να διατηρηθεί στα χαμηλά επίπεδα του 2010 και του 2011.

Στην προαναφερθείσα διαμάχη είναι τελικά χρήσιμο να θυμόμαστε ότι η οποιαδήποτε συζήτηση γύρω από την αναγκαιότητα, αλλά και το εύρος του SMP, θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τόσο τον πρωτοφανή χαρακτήρα του προβλήματος (δηλ. μια κρίση χρέους σε μια νομισματική ένωση) όσο και το ελλιπές θεσμικό πλαίσιο αντιμετώπισής του. Με ένα ευέλικτο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο και ένα Δημοσιονομικό Σύμφωνο σε εφαρμογή, οι αμφιλεγόμενες, αλλά καθόλα αναγκαίες σήμερα, παρεμβάσεις της ΕΚΤ στη δευτερογενή αγορά ομολόγων δεν θα ήταν καν ζήτημα. Η ΕΚΤ θα μπορούσε τότε να αφηθεί να συνεχίσει απρόσκοπτα την αποστολή της για τη σταθερότητα των τιμών και τη διασφάλιση χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην ευρωζώνη.

3.4 ΣΧΕΔΙΑΖΟΝΤΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΑ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ

Ο προαναφερθείς κίνδυνος να μετεξελιχθεί η ευρωζώνη σε μια δημοσιονομική ένωση λιτότητας και υφεσιακής παγίδας μπορεί να αποφευχθεί αν πληρούνται οι εξής δύο προϋποθέσεις: πρώτον, οποιαδήποτε προσπάθεια δημοσιονομικής πειθαρχίας να γίνεται με όρους διαρθρωτικού ελλείμματος και, δεύτερον, η προσπάθεια αυτή να συνοδεύεται από αναπτυξιακές στρατηγικές τόσο σε διασυννοριακό επίπεδο όσο και σε εθνικό επίπεδο.

Ουσιαστικά, το θεμελιώδες ερώτημα είναι γνωστό παλαιόθεν:

Πρώτα σταθεροποίηση και μετά ανάπτυξη (η φιλοσοφία του Μνημονίου) ή σταθεροποίηση μέσα από την ανάπτυξη (η αριστερή προσέγγιση);

Ούτε το ένα ούτε το άλλο.

Σταθεροποίηση και Ανάκαμψη-Ανάπτυξη ταυτόχρονα. Πώς;

Δημοσιονομική σταθεροποίηση σε όρους του διαρθρωτικού ελλείμματος και ανάκαμψη-ανάπτυξη με μέτρα μηδενικού-χαμηλού δημοσιονομικού κόστους. Το παραπάνω θεωρητικό δίλημμα, σταθεροποίηση ή ανάπτυξη συναντάται στην πράξη ως εξής: τα εκτεταμένα προγράμματα προσαρμογής στην ευρωπεριφέρεια οδηγούν μόνο σε μικρή μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Η αναποτελεσματικότητα αυτή της προσαρμογής οφείλεται και σε ένα λάθος τεχνικού χαρακτήρα. Αυτό συνίσταται στο γεγονός ότι η δημοσιονομική προσαρμογή στοχεύει στη μείωση του συνολικού δημοσιονομικού ελλείμματος, δηλαδή και του κυκλικού ελλείμματος (που προκαλείται από τον οικονομικό κύκλο), αντί του ορθού που είναι η στόχευση μόνο του διαρθρωτικού ελλείμματος (που αποδίδεται σε διαρθρωτικές ανεπάρκειες). Με άλλα λόγια, το κυκλικό έλλειμμα δεν πρέπει να αποτελεί στόχο μιας δημοσιονομικής προσαρμογής. Αναφορικά με το κυκλικό έλλειμμα, αυτό θα διορθωθεί από μόνο του μέσω των αυτόματων δημοσιονομικών σταθεροποιητών της οικονομίας, υπό την προϋπόθεση λήψης μέτρων για την προώθηση της ανάπτυξης (μέτρα που εξακολουθούν να απουσιάζουν από προγράμματα προσαρμογής της ευρωπεριφέρειας).

3.5 ΤΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΕΥΡΩΟΜΟΛΟΓΟ

Είδαμε πιο πάνω τη σημασία της έκδοσης κοινού ευρωομολόγου για την αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους. Το Σεπτέμβριο του 2010, ο Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, κ. Barosso, πρότεινε κάτι διακριτά διαφορετικό (επαναφέροντας παλαιότερη ιδέα του Jacques Delors), δηλ. την έκδοση ενός ευρωομολόγου μεγάλων έργων (project eurobond) ως μέσο χρηματοδότησης διασυνοριακών έργων υποδομής στην ευρωζώνη (π.χ. ενέργεια, μεταφορές κ.ά.) με στόχο την ενίσχυση της αναιμικής ανάκαμψης. Ο ρόλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και των κρατών-μελών θα περιοριζόταν στην παροχή εγγυήσεων για τη διασφάλιση μιας υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης των εταιρικών ευρωομολόγων που θα εκδίδονται από τις ιδιωτικές επιχειρήσεις που θα αναλάβουν την κατασκευή των μεγάλων έργων.

3.6 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΗΣ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΑΣ

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της 25ης Μαρτίου του 2011 στις Βρυξέλλες ενέκρινε το Σύμφωνο για το Ευρώ +, πρωταρχικός στόχος του οποίου είναι ο συντονισμός των οικονομικών πολιτικών των χωρών της ζώνης του ευρώ με στόχο να επιτευχθεί υψηλότερος βαθμός σύγκλισης. Απομένει η εφαρμογή της Διαδικασίας Υπερβολικής Ανισορροπίας, η οποία θα περιλαμβάνει την αξιολόγηση των κινδύνων μακροοικονομικής ανισορροπίας (π.χ. ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ), “φούσκες” στην αγορά ακινήτων, κ.λπ.) με βάση έναν πίνακα αποτελεσμάτων που θα απαρτίζεται από σχετικούς οικονομικούς δείκτες. Η Διαδικασία αυτή θα προβλέπει συστάσεις (peer pressure), αυστηρές προθεσμίες, λήψη διορθωτικών μέτρων, αλλά και πρόστιμα μέσω του νεοεισαχθέντος “αντίστροφου μηχανισμού ψηφοφορίας”. Έτσι, μια σειρά από σοβαρά ζητήματα θα πρέπει να τεθούν άμεσα προς συζήτηση. Ενδεικτικά αναφέρουμε: είναι τα μόνιμα πλεονάσματα στο ΙΤΣ μιας χώρας-μέλους νομισματικής ένωσης μακροοικονομική ανισορροπία; Εάν ναι, πόσο διατηρήσιμη είναι μια κατάσταση όπου οι μεγάλες χώρες του στενού πυρήνα της ευρωζώνης έχουν συστηματικά υψηλά πλεονάσματα στα ΙΤΣ τους, έναντι μόνιμων και επίμονων ελλειμμάτων στα ΙΤΣ των χωρών της περιφέρειας; Εάν δεν είναι, θα σημαίνει αυτό και αλλαγή στην οικονομική πολιτική των πρώτων με τόνωση της κατανάλωσης εις βάρος της αποταμίευσης και της επένδυσης; Θα τεθούν αριθμητικοί στόχοι στα ελλείμματα/πλεονάσματα των ΙΤΣ, κ.λπ.;

3.7 ΠΡΟΣ ΜΙΑ ΥΠΕΡΕΘΝΙΚΗ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Επίσης, απαιτείται η δραστική ενίσχυση του κοινοτικού προϋπολογισμού με νέους πόρους ώστε να επιτραπεί η λειτουργία ενός μηχανισμού μεταβιβαστικών πληρωμών (transfer payments) για την αντιμετώπιση ασύμμετρων οικονομικών διαταραχών στην ευρωζώνη. Επίσης, απαιτείται η σταδιακή φορολογική εναρμόνιση μεταξύ των κρατών-μελών.

3.8 ΠΡΟΣ ΜΙΑ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΕΝΩΣΗ

Τέλος, η δημιουργία μιας ευρωπαϊκής τραπεζικής ένωσης είναι το αναγκαίο προαπαιτούμενο για μια ολοκληρωμένη ΟΝΕ. Αυτή πρέπει να βασίζεται σε τρεις πυλώνες: α) σε έναν ενιαίο εποπτικό μηχανισμό τραπεζών για το σύνολο της ζώνης του ευρώ, β) σε έναν ενιαίο μηχανισμό εξυγίανσης και εκκαθάρισης των τραπεζών που θα διέπει και συντονίζει το κλείσιμο προβληματικών πιστωτικών ιδρυμάτων με γνώμονα την ελαχιστοποίηση του κόστους για τους φορολογούμενους πολίτες. Ο ενιαίος μηχανισμός εκκαθάρισης διασφαλίζει το σπάσιμο του φαύλου κύκλου μεταξύ τραπεζών και κρατών μέσω του οποίου η αφερεγγυότητα του ενός προκαλεί την αφερεγγυότητα του άλλου. Η λειτουργία αυτού ωστόσο απαιτεί την ύπαρξη ενός κοινού ταμείου είτε ενός δημοσιονομικού εργαλείου για την άντληση των αναγκαίων κεφαλαίων στήριξης και ενίσχυσης των τραπεζικών ιδρυμάτων και γ) σε έναν ενιαίο μηχανισμό εγγύησης καταθέσεων.

Οι πιο πάνω οκτώ θεσμοί και δράσεις θα δημιουργήσουν τα θεμέλια για την αποτελεσματική λειτουργία μιας βιώσιμης ένωσης στην Ευρώπη.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Εν κατακλείδι, η περίοδος που διανύουμε είναι γεμάτη προκλήσεις και αποτελεί για εμάς τους Έλληνες μία περίοδο καθοριστική από την οποία εξαρτάται το μέλλον της χώρας και η ευημερία των παιδιών μας. Καλούμαστε όλοι να αποδείξουμε ότι μπορούμε να διαχειριστούμε τους κινδύνους και να ανταποκριθούμε στις μελλοντικές προκλήσεις.

Ευχαριστώ.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Η ΕΚΘΕΣΗ VAN ROMPUY (5/12/2012)

Εν όψει της Συνόδου Κορυφής του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στις 13/14 Δεκεμβρίου 2012 ο Πρόεδρος Van Rompuy παρουσίασε τις προτάσεις του για την εμβάθυνση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ). Η Έκθεση Van Rompuy, όπως είναι γνωστή, επικεντρώνεται στα θεσμικά και πρακτικά βήματα που απαιτούνται για την αντιμετώπιση των διαρθρωτικών προβλημάτων της ευρωζώνης ώστε να εξασφαλιστεί η σταθερότητα της ΟΝΕ. Η πορεία προς μια βαθύτερη ολοκλήρωση εντός της ΟΝΕ πρέπει να χαρακτηρίζεται από ανοικτή και διάφανη στάση έναντι των κρατών-μελών που δεν συμμετέχουν στη ζώνη του ευρώ διασφαλίζοντας ταυτοχρόνως την ακεραιότητα και την ενότητα της ενιαίας αγοράς.

Σύμφωνα με την Έκθεση η ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης εδράζεται σε τέσσερις βασικούς πυλώνες που αφορούν α) την υιοθέτηση ενός ενοποιημένου πλαισίου λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού τομέα (τραπεζική ένωση), β) την ενίσχυση της δημοσιονομικής διακυβέρνησης (δημοσιονομική ένωση), γ) το συντονισμό της οικονομικής πολιτικής (οικονομική ένωση), καθώς και δ) τη μεγαλύτερη δημοκρατική νομιμοποίηση και λογοδοσία (πολιτική ένωση).

1. Χρηματοοικονομικό πλαίσιο

Ένα ενοποιημένο χρηματοοικονομικό πλαίσιο προϋποθέτει τη δημιουργία ενός Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού (ΕΕΜ) που θα καλύπτει τις τράπεζες της ζώνης του ευρώ και θα είναι ανοικτό σε όλα τα κράτη-μέλη με απόλυτο σεβασμό στην ακεραιότητα της ενιαίας αγοράς. Το νομοθετικό πλαίσιο για τη λειτουργία του ΕΕΜ πρέπει να είναι έτοιμο μέχρι την 1η Ιανουαρίου 2013, ενώ η επεξεργασία της επιχειρησιακής εφαρμογής θα πραγματοποιηθεί εντός του 2013. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θα αναλάβει

το ρόλο του ΕΕΜ με σαφή διαχωρισμό μεταξύ της νομισματικής πολιτικής και των εποπτικών της καθηκόντων. Μόλις η ΕΚΤ αναλάβει τον εποπτικό της ρόλο, ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ΕΜΣ) θα μπορέσει να προβεί σε απευθείας ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών τερματίζοντας τον φαύλο κύκλο μεταξύ τραπεζών και κρατικού χρέους. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο επιβεβαίωσε ότι το Συμβούλιο Υπουργών Οικονομικών της ευρωζώνης (Eurogroup) θα διαμορφώσει τα επιχειρησιακά κριτήρια που θα ισχύουν για τις άμεσες ανακεφαλαιοποιήσεις τραπεζών από τον ΕΜΣ, με απόλυτο σεβασμό της δήλωσης του Συμβουλίου του Ιουνίου. Οι νομοθετικές προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για μεγαλύτερη εναρμόνιση των εθνικών πλαισίων εξυγίανσης (εκκαθάρισης) των τραπεζών και εγγύησης των καταθέσεων παραμένουν υπό συζήτηση και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο κάλεσε για την ταχεία έγκρισή τους. Από τη στιγμή που θα έχουν εγκριθεί οι παραπάνω προτάσεις, η Επιτροπή προτίθεται να προτείνει ενιαίο μηχανισμό εξυγίανσης για τα κράτη μέλη που συμμετέχουν στον ΕΕΜ.

2. Δημοσιονομικό πλαίσιο

Ένα ενοποιημένο δημοσιονομικό πλαίσιο αποτελεί μέρος μιας οικονομικής και νομισματικής ένωσης. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ζήτησε την έγκριση της «δέσμης δύο μέτρων» (two-pack) μέχρι το τέλος του 2012 για την ενίσχυση της νέας δημοσιονομικής διακυβέρνησης μαζί με το ενισχυμένο Σύμφωνο Σταθερότητας και ανάπτυξης (ΣΣΑ), τη Συνθήκη για τη Σταθερότητα και το Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση και τη «δέσμη έξι μέτρων». Επιπλέον στην Ενδιάμεση Έκθεση περιλαμβάνεται η πρόταση της δημοσιονομικής ικανότητας (fiscal capacity) για τη ζώνη του ευρώ, η οποία θα μπορούσε να βοηθήσει στην απορρόφηση των οικονομικών κραδασμών για μια χώρα. Η απορρόφηση των κραδασμών σε κεντρικό επίπεδο θα αποτελούσε μια μορφή περιορισμένης δημοσιονομικής αλληλεγγύης που θα μπορούσε να ασκηθεί κατά τη διάρκεια διάφορων μη συγχρονισμένων οικονομικών κύκλων των κρατών-μελών της Ένωσης, βελτιώνοντας έτσι την οικονομική ανθεκτικότητα της ΟΝΕ.

3. Οικονομικό πλαίσιο

Στο πεδίο της οικονομικής πολιτικής, τα συμπεράσματα του φθινοπωρινού Ευρωπαϊκού Συμβουλίου του 2012 αναφέρουν ότι θα εξεταστεί η ιδέα

να συνάπτουν τα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ συμβατικές ρυθμίσεις με τα θεσμικά όργανα της ΕΕ ως προς τις μεταρρυθμίσεις τις οποίες δεσμεύονται να αναλάβουν και να υλοποιήσουν. Τέτοιες συμβατικές ρυθμίσεις θα βασίζονται σε πρόσφατες μεταρρυθμίσεις του πλαισίου οικονομικής εποπτείας της ΕΕ. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές έχουν ήδη θεσπίσει το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο, το οποίο αποτελεί μια προσπάθεια συντονισμού των πολιτικών και συνδυάζει τη δημοσιονομική εποπτεία, τις ειδικές ανά χώρα συστάσεις για τις οικονομικές πολιτικές και τη Διαδικασία Υπερβολικών Μακροοικονομικών Ανισορροπιών.

4. Δημοκρατική νομιμοποίηση

Το ίδιο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο υιοθέτησε την κατευθυντήρια αρχή που περιέχεται στην Έκθεση, σύμφωνα με την οποία ο δημοκρατικός έλεγχος πρέπει να εξασφαλίζεται στο επίπεδο στο οποίο λαμβάνονται και υλοποιούνται οι αποφάσεις. Συνεπώς, θα πρέπει να διερευνηθεί περαιτέρω το θέμα του πώς θα εξασφαλίζεται η συμμετοχή τόσο του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου όσο και των εθνικών κοινοβουλίων.

Ο ΟΔΙΚΟΣ ΧΑΡΤΗΣ BARROSO (28/11/2012)

Ενόψει της Συνόδου Κορυφής του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου το Δεκέμβριο του 2012, ο Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, παρουσίασε έναν οδικό χάρτη για 'μία βαθιά και ουσιαστική Οικονομική και Νομισματική Ένωση'. Σύμφωνα με τις προτάσεις της Επιτροπής η ευρωζώνη πρέπει να αποκτήσει μακροπρόθεσμα ενιαίο Υπουργείο Οικονομικών και το δικαίωμα της κατάρτισης ενός αυτόνομου προϋπολογισμού παρέχοντας στήριξη στα κράτη-μέλη που πλήττονται από οικονομικούς κλυδωνισμούς. Ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο οικονομικής και δημοσιονομικής διακυβέρνησης επιτρέπει τη λειτουργία ενός ταμείου διάσωσης, το οποίο υπό αυστηρούς όρους θα μπορεί να διασφαλίζει τη βιωσιμότητα και τη μείωση του δημόσιου χρέους των κρατών-μελών καθώς και την έκδοση ευρωομολόγων.

Αναλυτικότερα, σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα (6 με 18 μήνες) πρέπει να δοθεί προτεραιότητα στην εφαρμογή μεταρρυθμίσεων οι οποίες έχουν ήδη συμφωνηθεί (six-pack) ή πρόκειται να συμφωνηθούν σύντομα για βελτίωση της οικονομικής και δημοσιονομικής διακυβέρνησης. Επίσης, η Έκθεση προτρέπει τα κράτη-μέλη να επιτύχουν συμφωνία για έναν Ενιαίο

Εποπτικό Μηχανισμό έως τα τέλη του 2012 επισημαίνοντας τη σημασία της σύστασης ενός ενιαίου μηχανισμού εξυγίανσης για τις προβληματικές τράπεζες.

Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα (18 μήνες με 5 χρόνια) η ΕΕ θα προβεί σε περαιτέρω συντονισμό των πολιτικών φορολογίας και απασχόλησης και στην κατάρτιση κατάλληλου πλαισίου δημοσιονομικής ικανότητας (*fiscal capacity*) που θα επιτρέπει την εφαρμογή πολιτικών λόγω στενότερου συντονισμού. Επιπλέον, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θεωρεί ότι ένα Ταμείο «απόσβεσης χρεών» (*redemption fund*) θα βοηθήσει τα κράτη-μέλη να μειώσουν τα υψηλά δημόσια χρέη σε βιώσιμα επίπεδα. Ωστόσο, τα κράτη που χρησιμοποιούν τα σχετικά κονδύλια πρέπει να τηρούν αυστηρούς κανόνες. Τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης θα μπορούν επίσης να εκδίδουν από κοινού βραχυπρόθεσμα ευρωγραμμάτια (*eurobills*), δηλαδή ευρωομόλογα διάρκειας ενός ή δυο ετών για την άντληση κεφαλαίων από τις κεφαλαιαγορές συμβάλλοντας στην περαιτέρω ολοκλήρωση και σταθεροποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Και τα δυο αυτά βήματα απαιτούν τροποποιήσεις των Συνθηκών της ΕΕ.

Σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, μετά δηλαδή την πάροδο πέντε ετών και μετά τη σταδιακή εκχώρηση αρμοδιοτήτων των εθνικών κυβερνήσεων σε ευρωπαϊκό επίπεδο η Επιτροπή θεωρεί πως θα ήταν εφικτή η κατάρτιση ενός αυτόνομου προϋπολογισμού για τη ζώνη του ευρώ ώστε να προχωρήσει η ΕΕ προς την πλήρη τραπεζική, δημοσιονομική και οικονομική ένωση. Ένα βαθιά ολοκληρωμένο πλαίσιο οικονομικής και δημοσιονομικής διακυβέρνησης θα επέτρεπε την από κοινού έκδοση δημόσιου χρέους ενισχύοντας έτσι τη λειτουργία των αγορών και την άσκηση νομισματικής πολιτικής. Τα μεταγενέστερα αυτά βήματα θα απαιτήσουν παράλληλα βήματα προς την πολιτική ένωση με περαιτέρω αύξηση της δημοκρατικής νομιμοποίησης και λογοδοσίας στην ΕΕ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 22

Η κρίση χρέους στην ΟΝΕ και η λύση του ευρωομολόγου*

Ενώ η κρίση χρέους στην ευρωζώνη ξεκίνησε ως κρίση των περιφερειακών αγορών ομολόγων, έχει ήδη εξελιχθεί σε κρίση που αγγίζει και τις αγορές των χωρών του πυρήνα. Η συνισταμένη όλων των έγκυρων αναλύσεων είναι ότι τόσο ο παρεμβατικός ρόλος της ΕΚΤ στις δευτερογενείς αγορές ομολόγων όσο και αυτός του EFSF, ακόμη και με ενίσχυση των κεφαλαίων του, θα έχουν, στην καλύτερη περίπτωση, μόνο προσωρινά αποτελέσματα, φέρνοντας ξανά στην επικαιρότητα το ευρωομόλογο ως τη μόνιμη και βιώσιμη λύση στην κρίση χρέους. Σκοπός μας εδώ είναι να αξιολογήσουμε τα πλεονεκτήματα, αλλά και τις σοβαρές ενστάσεις στην έκδοση ευρωομολόγου, καθώς επίσης να αναλύσουμε πώς και γιατί το όλο εγχείρημα δύναται να καταστεί πολιτικά εφικτό και άμεσα υλοποιήσιμο.

Σε τεχνικούς όρους η έκδοση κοινού ευρωομολόγου έχει τα εξής πλεονεκτήματα: α) σταδιακά, η αγορά των ευρωομολόγων θα αποκτήσει τόσο υψηλά επίπεδα ρευστότητας και βάθους όσο και η αντίστοιχη των ομολόγων των ΗΠΑ (US treasuries), η αξία της οποίας εκτιμάται σε 10 τρις. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή θα σημαίνει και έναν αυξημένο ρόλο για το ευρώ ως παγκόσμιο αποθεματικό, β) τη μείωση του κόστους δανεισμού για τους αδύναμους κρίκους του ευρώ δεδομένου ότι και το ασφάλιστρο φερεγγυότητας θα έχει μειωθεί δραματικά, ενώ για τις χώρες που έχουν αποκλειστεί από τις διεθνείς αγορές λόγω των απαγορευτικών spread, η έκδοση ευρωομολόγου θα διασφαλίσει, υπό προϋποθέσεις, την ομαλή επιστροφή τους σε αυτές και γ) θα λειτουργεί αποτελεσματικά στη μετάδοση της κρίσης χρέους από μια χώρα-μέλος στα υπόλοιπα μέλη της νομισματικής ένωσης.

Όσον αφορά τα επιχειρήματα κατά της έκδοσης ευρωομολόγου σε

* Δημοσιεύθηκε στην εφημερίδα *Καθημερινή* στις 15 Αυγούστου 2011.

αυτά περιλαμβάνονται και τα εξής: α) θα αυξηθεί το κόστος δανεισμού των κρατών-μελών με υγιή δημοσιονομικά, επιδοτώντας έτσι τις δημοσιονομικά απειθαρχες χώρες. Το αντεπιχείρημα εδώ είναι ότι αν το ευρωμόλογο, όπως προβλέπεται άλλωστε, κυκλοφορήσει σε μια αγορά με πολύ μεγαλύτερο βάθος από αυτή της αγοράς διαπραγματεύσεως π.χ. του γερμανικού ή του γαλλικού κρατικού χρέους, θα έχει ως αποτέλεσμα τη φθηνότερη αναχρηματοδότηση του χρέους και για την ίδια τη Γερμανία ή τη Γαλλία λόγω μειωμένου ασφάλιστρου ρευστότητας, β) η κοινή διαχείριση του δημόσιου χρέους θα είναι μια ξεκάθαρη παραβίαση της ρήτηρας μη διάσωσης (Άρθρο 125 της Συνθήκης για τη Λειτουργία της ΕΕ). Μια παρατήρηση εδώ: αν την έκδοση των ευρωομολόγων και τη διαχείριση του ευρωχρέους αναλάβει ένας νέος ανεξάρτητος οργανισμός (π.χ. ο Ευρωπαϊκός Οργανισμός Διαχείρισης Χρέους - ΕΟΔΧ) - το οποίο κι εγώ προκρίνω και για λόγους ουσίας (βλ. παρακάτω) - τα νομικά εμπόδια παύουν σε μεγάλο βαθμό να υφίστανται μιας και οι εγγυήσεις των κρατών-μελών για το χρέος των άλλων χωρών δεν θα είναι άμεσες, αλλά μόνο έμμεσες μέσω της ΕΕ ως νομικής οντότητας, γ) όμως το πιο ισχυρό επιχείρημα κατά του ευρωομολόγου είναι το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, η πιθανή χαλάρωση δηλ. της δημοσιονομικής πειθαρχίας που θα επιφέρει σε κάποιες χώρες-μέλη. Βεβαίως, κάποιος θα μπορούσε να αντιτείνει εδώ ότι στο πλαίσιο της οικονομικής διακυβέρνησης, η πειθαρχία θα εξασφαλίζεται μέσα από το *φρένο χρέους*, τους ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς και τις κυρώσεις που προβλέπονται.

Δύο είναι οι αξιόπιστες λύσεις στο πρόβλημα του ηθικού κινδύνου που δημιουργείται από την έκδοση κοινού χρέους. Η κάθε μία από αυτές υποδεικνύει και ένα διαφορετικό τύπο ευρωομολόγου ως εργαλείο ανακύκλωσης και διαχείρισης του χρέους. Η πρώτη ορίζει ένα ανώτατο ποσοστό (π.χ. 60% του ΑΕΠ) του χρέους για κάθε χώρα-μέλος που θα μπορεί να πάρει τη μορφή ευρωομολόγων, ενώ το υπόλοιπο χρέος θα συνεχίζει να χρηματοδοτείται με κρατικά ομόλογα. Αν μάλιστα καθοριστεί ότι τα ευρωομόλογα θα έχουν βαθμό προτεραιότητας (*seniority*) έναντι των κρατικών ομολόγων, αυτό θα συνεπάγεται χαμηλά επιτόκια δανεισμού για την έκδοση των πρώτων (λόγω βάθους της αγοράς και μηδενικού κινδύνου) και υψηλά επιτόκια για την έκδοση των δεύτερων (λόγω υψηλού ρίσκου φερεγγυότητας) παρέχοντας έτσι ένα κίνητρο για δημοσιονομική πειθαρχία. Η λύση αυτή όμως έχει το εξής σοβαρό μειονέκτημα για τη χώρα μας: αν και, όπως μας διαβεβαιώνει η κυβέρνηση, είναι εξασφαλισμένες οι δανειακές μας ανάγκες

μέχρι τα μέσα του 2014, οι αγορές ενδέχεται να εντοπίσουν ως τον αδύναμο κρίκο πλέον το κομμάτι εκείνο του χρέους που θα χρηματοδοτείται από τα κρατικά ομόλογα. Αυτή η δυναμική κερδοσκοπία μπορεί να φθάσει μέχρι το ερώτημα «πότε είναι η επόμενη αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους», ενώ θα διατηρήσει αναμφίβολα υψηλά τα spread, δυσκολεύοντας την επιστροφή της χώρας στις διεθνείς αγορές, αλλά και την πρόσβαση των ελληνικών τραπεζών στην ευρωπαϊκή διατραπεζική αγορά. Απαιτείται πρωτίστως να επανέλθει μια σχετική ομαλότητα στις αγορές κρατικών ομολόγων στην ευρωζώνη πριν εφαρμοστεί ο πιο πάνω τύπος ευρωομολόγου (blue bond). Ο δεύτερος τύπος ευρωομολόγου, τον οποίο προτείνω τουλάχιστον στο ξεκίνημα, είναι αυτός με κλιμακωτό επιτόκιο, δηλ. ο ΕΟΔΧ να δανείζεται από τις αγορές χαμηλότοκα με ευρωομόλογα και να δανείζει τις χώρες-μέλη με διαφορετικό επιτόκιο στην κάθε περίπτωση, ανάλογα με τον κίνδυνο φερεγγυότητας της κάθε χώρας και άλλους δημοσιονομικούς δείκτες, π.χ. χώρες με χρέος μεταξύ 60-100% του ΑΕΠ να δανείζονται με 'καπέλο' 50 μ.β., χώρες με χρέος μεγαλύτερο του 100% με 'καπέλο' 100 μ.β., αυτές με χρέος μεγαλύτερο του 150% με 'καπέλο' 150 μ.β., κ.λπ. Η λύση αυτή θα παράσχει αφενός, ευλόγως και ίσως δικαίως, διαφορετική μεταχείριση των χωρών και από την άλλη επαρκές κίνητρο για δημοσιονομική υπευθυνότητα.

Όμως παραμένει ισχυρό το ερώτημα κατά πόσο το εγχείρημα της έκδοσης ευρωομολόγου είναι πολιτικά εφικτό: γιατί μια χώρα-μέλος της ΟΝΕ να δεχθεί να πληρώνει (ενδεχομένως) υψηλότερα επιτόκια δανεισμού ή να εγγυάται το χρέος άλλων χωρών με αδύναμα δημοσιονομικά μεγέθη και επιβαρυνμένο παρελθόν, αν δεν έχει η ίδια κάποιο ανάλογο όφελος; Είναι αλήθεια ότι το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου που προέρχεται από την ενοποίηση του κινδύνου είναι εγγενές σε κάθε συμβόλαιο ασφαλιστικής κάλυψης. Είναι επίσης αλήθεια ότι το ευρωομόλογο θα παρέχει ασφάλεια στους αδύναμους κρίκους έναντι των κερδοσκοπικών επιθέσεων των αγορών. Υπενθυμίζοντας ότι στις ανεπτυγμένες χώρες το δημόσιο χρέος είναι ο ακρογωνιαίος λίθος του χρηματοπιστωτικού τους συστήματος και με δεδομένο τον υψηλό βαθμό ολοκλήρωσης των χρηματοοικονομικών αγορών στην ευρωζώνη (οι φορείς μετάδοσης της κρίσης), ο κίνδυνος ενός ντόμινο αντιδράσεων στις αγορές των κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης, με αρνητικές συνέπειες στο τραπεζικό σύστημα και τη σταθερότητα του ευρώ, είναι υπαρκτός και διαρκής. Επομένως, το διακύβευμα είναι τεράστιο. Άρα, και η απάντηση είναι προφανής στο πιο πάνω, αλλά και στο ακόλουθο θεμε-

λιώδες ερώτημα: είναι προς το συμφέρον της ευρωζώνης η έκδοση κοινού ευρωομολόγου, το οποίο μειώνει, από τη μια μεριά, τον κίνδυνο μετάδοσης της κρίσης χρέους, ενώ ίσως αυξήσει, από την άλλη μεριά, το ρίσκο του ηθικού κινδύνου; Πρόβλεψή μας είναι ότι η έκδοση ευρωομολόγου μαζικής κλίμακας είναι πλέον θέμα χρόνου και θα επιβληθεί από την αδήριτη οικονομική αναγκαιότητα για την επιβίωση της ευρωζώνης. Έτσι, η (συγκαλυμμένη) διστακτικότητα των κρατών-μελών να απολέσουν ακόμη ένα κομμάτι της δημοσιονομικής τους κυριαρχίας σύντομα θα υπερκεραστεί και η υπέρβαση της κρίσης χρέους, αλλά και η ενίσχυση του δημοσιονομικού πυλώνα της νομισματικής ένωσης στην Ευρώπη θα είναι πλέον πραγματικότητα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 23

Προς ένα Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο*

Όπως είναι γνωστό, ο αρχικός ρόλος του (προσωρινού) Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, EFSF, δηλ. η έκδοση ομολόγων με εγγυήσεις από τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης ώστε να μπορεί να παρέχει δάνεια σε χώρες με προβλήματα ρευστότητας, διευρύνθηκε στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του περασμένου Ιουνίου με τη δυνατότητα παρέμβασης στις πρωτογενείς αγορές ομολόγων, ενώ με τις αποφάσεις της 21ης Ιουλίου ο ρόλος αυτός επαναπροσδιορίστηκε και αναβαθμίστηκε. Πιο συγκεκριμένα: i) αυξήθηκε η πραγματική δανειοδοτική του ικανότητα από τα 250 δισ. ευρώ στα 440 δισ. ευρώ, ii) δόθηκε η δυνατότητα να παρεμβαίνει και στη δευτερογενή αγορά ομολόγων iii) προβλέπεται η παροχή στήριξης (μέσω των κυβερνήσεων) των τραπεζών των κρατών-μελών, ακόμη κι αυτών που δεν συμμετέχουν σε προγράμματα διάσωσης.

Πολλοί υποστηρίζουν ότι η πιο πάνω διευρυμένη δομή του EFSF και η αντικατάστασή του στα μέσα του 2013 από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) προεξοφλεί ουσιαστικά τη δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου (ENT). Υπό προϋποθέσεις αυτό είναι ορθό. Υπενθυμίζω καταρχάς τις βασικές λειτουργίες του ESM: κρίσιμη είναι η διάκριση που γίνεται μεταξύ χωρών με προβλήματα ρευστότητας και χωρών με προβλήματα φερεγγυότητας. Για τις μεν πρώτες προβλέπεται παροχή δανείων, κατόπιν εγκρίσεως από το Eurogroup, με την υποχρέωση όμως πιστής εφαρμογής ενός αυστηρού προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής (conditionality), ενώ για τις δεύτερες προβλέπεται η αναδιάρθρωση του χρέους με τη συμμετοχή των ιδιωτών ως προϋπόθεση για την παροχή όποιας βοήθειας. Με άλλα λόγια, τα δάνεια από τον ESM σε χώρες με μη διατηρήσιμο

* Δημοσιεύθηκε στην εφημερίδα *Καθημερινή* στις 18 Σεπτεμβρίου 2011.

δημόσιο χρέος θα παρέχονται υπό την προϋπόθεση χρονικής επιμήκυνσης ή/και 'κουρέματος' των ομολόγων που διακρατούν στα χαρτοφυλάκιά τους οι ιδιώτες. Επιπλέον, ορίζεται στο Μηχανισμό, στο πλαίσιο της συμμετοχής των ιδιωτών, ότι *πρώτον*, τα δάνεια από το ESM θα απολαμβάνουν καθεστώς προτιμησιακού πιστωτή (seniority) έναντι των ιδιωτών ομολογιούχων και *δεύτερον* όλες οι νέες εκδόσεις ομολόγων της Ευρωζώνης μετά το 2013 θα συνοδεύονται από ρήτρες συλλογικής δράσης (CACs, βλ. Eichengreen et al., *Economic Journal*, 2004, για τη διεθνή εμπειρία γύρω από τη σχέση ομολόγων με ή χωρίς CACs και τις διαφορές αποδόσεων μεταξύ αντίστοιχων ομολόγων). Ωστόσο, υπάρχουν δύο βασικές προϋποθέσεις που κατά την προσωπική μας γνώμη θα πρέπει να πληρούνται, έτσι ώστε το EFSF/ESM να μετεξελιχθεί σε ένα αληθινό ENT, δηλαδή από ένα διακυβερνητικό όργανο που είναι τώρα, σε ένα καθαρά ευρωπαϊκό μηχανισμό διαχείρισης κρίσεων. Αυτές είναι: (α) η αύξηση κεφαλαίων και το ύστατο καταφύγιο δανεισμού, (β) ένας αξιόπιστος και αποτελεσματικός μηχανισμός ελεγχόμενης αναδιάρθρωσης χρέους.

Ξεκινώντας με την πρώτη, υπογραμμίζουμε ότι ακόμα και με την αναθεωρημένη του μορφή, ο EFSF μπορεί να χρηματοδοτεί (με τα διαθέσιμα κεφάλαια του) μόνο τις μικρές χώρες της ευρωπεριφέρειας όπως είναι η Ελλάδα, η Ιρλανδία και η Πορτογαλία, ενώ για χώρες όπως η Ισπανία ή η Ιταλία τα κεφάλαια κρίνονται σαφώς ανεπαρκή με αποτέλεσμα να αμφισβητείται από τις αγορές η αξιοπιστία του νέου θεσμού (το συνολικό δημόσιο χρέος των παραπάνω πέντε χωρών ξεπερνά τα 3,3 τρισ. ευρώ). Για το λόγο αυτό δεν είναι λίγοι αυτοί που ζητάνε ακόμη και το δεκαπλασιασμό των κεφαλαίων του EFSF. Από την άλλη μεριά, σύμφωνα με το Άρθρο 2(7) του καταστατικού του EFSF, εάν μια χώρα λόγω προβλήματος ρευστότητας ζητήσει να προσφύγει σε αυτόν, τότε αυτή σταματά να παρέχει εγγυήσεις για τα ομόλογά του και συνεπώς μειώνονται τα διαθέσιμα κεφάλαιά του, εκτός κι αν αυτό το κενό καλυφθεί από τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης. Εν ολίγοις, είναι πολύ πιθανό να κληθούν να σηκώσουν το βάρος του χρέους των χωρών της περιφέρειας οι χώρες του πυρήνα της ευρωζώνης, το οποίο όμως μπορεί να σημαίνει ότι ίσως και οι ίδιες αντιμετωπίσουν στο μέλλον τον κίνδυνο πιστοληπτικής υποβάθμισης. Λόγω των πιο πάνω προβλημάτων (και όχι μόνον) το κυρίαρχο στη σχετική βιβλιογραφία ερώτημα είναι ποιο θα πρέπει να είναι το ύστατο καταφύγιο δανεισμού στην αγορά κρατικών ομολόγων, το EFSF/ESM/ENT ή η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ); Για λόγους οικονο-

μίας του χώρου, δεν θα αναφερθώ εδώ στα (λογικά) επιχειρήματα ένθεν και ένθεν, και θα περιοριστώ μόνο στο να εξηγήσω μια συμβιβαστική λύση: να αυξηθούν τα κεφάλαια του EFSF/ESM/ENT στο 1 τρις. ευρώ και να αποκτήσει νομική μορφή τράπεζας του Λουξεμβούργου, για να έχει τη δυνατότητα πρόσβασης στην ΕΚΤ για δανεισμό (με τις ανάλογες εγγυήσεις, όπως κάθε άλλη τράπεζα), όταν και αν χρειαστεί. Έτσι το ύστατο καταφύγιο δανεισμού στην αγορά κρατικών ομολόγων θα είναι το ENT, το οποίο όμως, ως τράπεζα πλέον, θα μπορεί να προσφύγει για έκτακτο δανεισμό στην ΕΚΤ, η οποία λόγω του θεσμικού της ρόλου ως κεντρικής τράπεζας είναι και το ύστατο καταφύγιο δανεισμού για όλες τις τράπεζες.

Σχετικά με τη δεύτερη προϋπόθεση, το βασικό ζήτημα που πρέπει καταρχάς να εξηγηθεί είναι: γιατί χρειάζεται η ευρωζώνη έναν Μηχανισμό Ελεγχόμενης Αναδιάρθρωσης Χρέους (Μ.Ε.Α.Χ.); Για δύο κυρίως λόγους: όπως έγινε πλέον ξεκάθαρο σε όλους στην Ευρώπη. Πρώτον, το σενάριο κήρυξης χρεοστασίου μιας χώρας δεν αφορά μόνο τις αναπτυσσόμενες/αναδύμενες οικονομίες (κρίση εξωτερικού χρέους και συναλλάγματος), αλλά και τις ανεπτυγμένες χώρες-μέλη μιας νομισματικής ένωσης (κρίση στην αγορά ομολόγων). Αυτό συμβαίνει γιατί η απώλεια της δυνατότητας να εκτυπώνεται νέο χρήμα σε εθνικό επίπεδο λόγω συμμετοχής στην ΟΝΕ, κάνει τα χρέη σε ευρώ μιας χώρας-μέλους να ισοδυναμούν σε μεγάλο βαθμό με εξωτερικό χρέος εκφρασμένο σε ένα οιονεί ξένο νόμισμα. Δεύτερον, ο κίνδυνος μετάδοσης της κρίσης από μια χώρα-μέλος της ευρωπεριφέρειας σε μια άλλη και τελικά στις χώρες του πυρήνα, λόγω του υψηλού βαθμού ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών στην ευρωζώνη, είναι πολύ μεγάλος. Έτσι, η θέσπιση ενός αξιόπιστου Μ.Ε.Α.Χ. στο πλαίσιο ενός ENT θα δίνει τη δυνατότητα σε μια χώρα-μέλος με μη διατηρήσιμο δημόσιο χρέος να προχωρά σε μια ελεγχόμενη αναδιάρθρωση, χωρίς αυτό να συνιστά παράγοντα μετάδοσης της κρίσης και αποσταθεροποίησης. Το συντεταγμένο του όλου εγχειρήματος θα εξασφαλίζει τη στήριξη από το ENT (ή την ΕΚΤ) του τραπεζικού συστήματος της χώρας-μέλους. Επιπλέον, η συμμετοχή των ιδιωτών θα είναι μια πιο εύκολη διαδικασία εφόσον θα γίνεται κάτω από την 'ομπρέλα' ενός ευρωπαϊκού θεσμού. Συνοπτικά, για την προβληματική χώρα-μέλος της ευρωζώνης με την ανεξέλεγκτη δυναμική του χρέους, μια αναδιάρθρωση μέσα από τον Μ.Ε.Α.Χ. θα της επιτρέψει να παραμείνει στο ενιαίο νόμισμα, να γίνει το χρέος της διατηρήσιμο και να μπορεί να βγει στις αγορές για δανεισμό. Για τις υπόλοιπες χώρες-μέλη της ευρωζώνης, τα οφέ-

λη θα είναι η αποφυγή της μετάδοσης του ιού του χρέους, όπως αυτός εκδηλώνεται με τις υψηλές διαφορές αποδόσεων (spread) των ομολόγων, την πτώση των τιμών των μετοχών των τραπεζών, κ.λπ.

Πώς θα λειτουργήσει αποτελεσματικά ο Μ.Ε.Α.Χ. στην ευρωζώνη; Η απάντηση είναι με ομόλογα τύπου Brady, αν και σε αυτό αντιτίθενται διάφορα γερμανικής επιρροής think-tank (είναι οι ίδιοι κύκλοι που εναντιώνονται σθεναρά στην έκδοση κοινού ευρωομολόγου). Τα ομόλογα τύπου Brady (στην ονομαστική τους αξία ή με έκπτωση) θα έχουν εγγυημένο το κεφάλαιό τους, π.χ. με 30-ετή ομόλογα μηδενικού κουπονιού που θα αγοράζει η υπερχρεωμένη χώρα με δάνειο από το ENT. Με αυτό τον τρόπο, η έκδοση ομολόγων τύπου Brady στα πλαίσια του Μ.Ε.Α.Χ. θα έχει αμοιβαία οφέλη: 1) η δυνατότητα που θα δίνει στις κυβερνήσεις των υπερχρεωμένων χωρών να διαπραγματευθούν τη σημαντική απομείωση του χρέους τους έτσι ώστε να καταστεί βιώσιμο και να επιτραπεί η ασφαλής ανακύκλωση και εξυπηρέτησή του μέσα από τις αγορές, παραμένοντας στο ευρώ, 2) η μείωση της έκθεσης των ιδιωτών στα 'τοξικά' ομόλογα μιας υπερχρεωμένης χώρας μέσω της ανταλλαγής αυτών με κάποιο ομόλογο τύπου Brady. Μια μερική προσπάθεια γίνεται τώρα στην Ελλάδα με το πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων. Με δεδομένο ότι η διαδικασία βρίσκεται ακόμη σε εξέλιξη, θα ήθελα να περιοριστώ σε ένα μόνο σχόλιο: η πρώτη αναδιάρθρωση χρέους κράτους-μέλους της ευρωζώνης – γιατί περί αυτού πρόκειται – θα κριθεί ιστορικά από τα οφέλη που θα προκύψουν για τη χώρα, αλλά και για την ευρωζώνη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 24

Για μια βιώσιμη δημοσιονομική ένωση στην Ευρώπη*

Τηρώντας την παράδοση, η διμερής συνάντηση της Γερμανίδας Καγκελαρίου Α. Μέρκελ με το Γάλλο Πρόεδρο Ν. Σαρκοζί προηγήθηκε της κρίσιμης Συνόδου Κορυφής των Ευρωπαίων ηγετών της 9ης Δεκεμβρίου προκρίνοντας την ενίσχυση της δημοσιονομικής πειθαρχίας ως την κύρια οδό για την αποκλιμάκωση της κρίσης χρέους στην Ευρώπη, την ανάσχεση της μετάδοσής της στον πυρήνα της ευρωζώνης και τη μετάβαση σε μια δημοσιονομική ένωση. Προϋπόθεση είναι μια αυξημένη δημοσιονομική πειθαρχία, η οποία συνίσταται κυρίως: α) στην κατοχύρωση των ισοσκελισμένων προϋπολογισμών και κανόνων για το χρέος, β) την προέγκριση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή των εθνικών προϋπολογισμών (Ευρωπαϊκό Εξάμηνο) και γ) αυστηρές κυρώσεις για τις δημοσιονομικά απειθαρχες χώρες-μέλη.

Η δημοσιονομική πειθαρχία σε μια νομισματική ένωση αποτελεί αναγκαία, αλλά όχι ικανή συνθήκη, για τη μετεξέλιξή της σε μια βιώσιμη δημοσιονομική ένωση. Για να λειτουργεί αποτελεσματικά μια δημοσιονομική ένωση που θα διασφαλίζει την οικονομική ευημερία για όλα τα κράτη-μέλη της είναι απαραίτητη η θεσμική της θωράκιση μέσω: α) ενός μόνιμου μηχανισμού διαχείρισης κρίσεων, δηλαδή ενός Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου (ENT), το οποίο θα είναι το ύστατο καταφύγιο δανεισμού στην αγορά κρατικών ομολόγων και θα ενσωματώνει έναν αξιόπιστο μηχανισμό ελεγχόμενης αναδιάρθρωσης χρέους μιας προβληματικής χώρας-μέλους, β) της έκδοσης ενός κοινού ευρωομολόγου που θα αναλάβει ένας νέος ευρωπαϊκός μηχανισμός διαχείρισης χρέους για να αποτρέψει μια μελλοντική κρίση δανεισμού. Όσον αφορά το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου που προέρχεται από την ενοποίηση του κινδύνου, αυτό μπορεί να ξεπεραστεί με ένα ευρω-

* Δημοσιεύθηκε στην εφημερίδα *Το Βήμα* στις 11 Δεκεμβρίου 2011.

παϊκό ομόλογο (ευρωομόλογο) κλιμακωτού επιτοκίου, γ) της άμεσης θέσπισης της διαδικασίας υπερβολικής μακροοικονομικής ανισορροπίας για τον καλύτερο συντονισμό των οικονομικών πολιτικών της Ένωσης με έμφαση στα πλεονάσματα-ελλείμματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών, και δ) της φορολογικής εναρμόνισης και της δραστικής ενίσχυσης του κοινοτικού προϋπολογισμού με νέους πόρους, που θα επιτρέψει τη λειτουργία ενός μηχανισμού μεταβιβαστικών πληρωμών για την αντιμετώπιση ασύμμετρων οικονομικών διαταραχών στην Ένωση.

Όμως θα πρέπει να υπογραμμιστεί ότι εδραιώνοντας σήμερα σε ένα υφεσιακό περιβάλλον με υψηλά ελλείμματα και χρέη αυστηρότερη δημοσιονομική πειθαρχία για ολόκληρη την ευρωζώνη, ελλοχεύει ο κίνδυνος δημιουργίας μιας δημοσιονομικής ένωσης λιτότητας. Μια τέτοια Ένωση θα μπορούσε να οδηγήσει σε παρατεταμένη ύφεση, με τις εθνικές οικονομίες να μπαίνουν διαδοχικά σε φαύλο κύκλο μέτρων λιτότητας-ύφεσης. Άλλωστε, η πρόσφατη εμπειρία από τις μονόπλευρες πολιτικές λιτότητας που εφαρμόζονται σε ευρωπαϊκές χώρες της περιφέρειας (με ή χωρίς Μνημόνιο) κρούει τον κώδωνα του κινδύνου όσον αφορά την αποτελεσματικότητά τους. Όπως, στην Πορτογαλία η μείωση του ελλείμματος το 2011 κατά 3,2% του ΑΕΠ οδήγησε σε ύφεση 2,2% και σε απόκλιση από τους δημοσιονομικούς στόχους και στην απαίτηση για νέα μέτρα λιτότητας, λόγω του conditionality, ενώ κάτι ανάλογο ισχύει και στην Ισπανία όπου η μείωση του ελλείμματος κατά 2,9% του ΑΕΠ οδήγησε σε παρόμοια αποτελέσματα. Το πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η Ελλάδα, όπου το 2011 περιοριστικά μέτρα αξίας 22 δισ. ευρώ οδήγησαν σε μείωση του ελλείμματος κατά μόλις 4 δισ. ευρώ και σε βαθιά ύφεση, η οποία αναμένεται να φθάσει το 6%. Η ύφεση αυτή βέβαια είναι αποτέλεσμα και της δυσανάλογης λιτότητας στα εισοδήματα που πραγματοποιείται στην Ελλάδα μέσω των πολιτικών του Μνημονίου, η οποία φθάνει το 14% (δηλ. περικοπές και φόροι ως ποσοστό του εισοδήματος των νοικοκυριών) έναντι 5% στην Ισπανία και 7% στην Ιρλανδία και την Πορτογαλία.

Συνεπώς, θεμελιώδες είναι το ερώτημα, γιατί μια εκτεταμένη δημοσιονομική προσαρμογή οδηγεί μόνο σε μικρή μείωση του ελλείμματος; Η απάντηση είναι ότι η αναποτελεσματικότητα της προσαρμογής οφείλεται και σε ένα λάθος τεχνικού χαρακτήρα. Η δημοσιονομική προσαρμογή στοχεύει στη μείωση του συνολικού δημοσιονομικού ελλείμματος, δηλαδή και του κυκλικού ελλείμματος (που προκαλείται από τον οικονομικό κύκλο), αντί

μόνο του διαρθρωτικού ελλείμματος (που αποδίδεται σε διαρθρωτικές ανεπάρκειες). Με άλλα λόγια, το κυκλικό έλλειμμα δεν πρέπει να αποτελεί στόχο της προσαρμογής, αλλά πρέπει να αφεθεί να αυτο-διορθώνεται μέσα από τη μεγέθυνση της οικονομίας. Αυτό το τεχνικό λάθος εξηγεί τον άνευ προηγουμένου υπερακοντισμό μέτρων στο Μνημόνιο της Ελλάδας: επιβάλλει μόνιμα περιοριστικά μέτρα για να μειώσει το κυκλικό έλλειμμα, προκαλώντας έτσι μεγαλύτερη ύφεση και άρα αύξηση του κυκλικού ελλείμματος, κάνοντας τελικά μια «τρύπα στο νερό». Ας σημειωθεί ότι ακόμη και στην περίπτωση που η στόχευση της προσαρμογής είναι μόνο το διαρθρωτικό έλλειμμα (ή κυκλικά προσαρμοζόμενο έλλειμμα) δεν είναι εκ προοιμίου δεδομένη η τελική επίδραση των περιοριστικών μέτρων, τόσο στο κλάσμα έλλειμμα προς ΑΕΠ όσο και στο κλάσμα χρέος προς ΑΕΠ, μιας και η επίδραση είναι τόσο στον αριθμητή όσο και στον παρονομαστή (λόγω της ύφεσης). Για να είναι επιτυχής η προσαρμογή (δηλαδή τα περιοριστικά μέτρα να επιφέρουν ανάλογη μείωση του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ) θα πρέπει να ικανοποιείται η εξής συνθήκη: το γινόμενο του κλάσματος χρέος προς ΑΕΠ επί του συνολικού δημοσιονομικού πολλαπλασιαστή θα πρέπει να είναι μικρότερο της μονάδας. Για παράδειγμα, αν το χρέος είναι 120% του ΑΕΠ και μια μείωση του ελλείμματος κατά 1% του ΑΕΠ επιφέρει μείωση του ΑΕΠ κατά 1,5% (δηλ. ο δημοσιονομικός πολλαπλασιαστής είναι 1,5), τότε η προσαρμογή είναι ανεπιτυχής, μιας και το κλάσμα χρέος προς ΑΕΠ θα αυξανόταν κατά 1,8 ποσοστιαίες μονάδες. Υπό το πρίσμα αυτό και με βάση τα σημερινά δημοσιονομικά μεγέθη των χωρών της ευρωζώνης, τίθεται εν αμφιβόλω η αποτελεσματικότητα της προτεινόμενης αυστηρής δημοσιονομικής πειθαρχίας, εάν δεν συνοδευθεί από αναπτυξιακά μέτρα, τα οποία θα αυξήσουν τον παρανομαστή.

Συνοψίζοντας, δύο είναι οι βασικές προϋποθέσεις για να μην μετατραπεί η ευρωζώνη σε μια δημοσιονομική ένωση λιτότητας και υφεσιακής παγίδας: πρώτον, οποιαδήποτε προσπάθεια δημοσιονομικής πειθαρχίας θα πρέπει να γίνεται με όρους διαρθρωτικού ελλείμματος και δεύτερον, η προσπάθεια αυτή είναι απαραίτητο να συνοδεύεται από αναπτυξιακές στρατηγικές τόσο σε διασυννοριακό επίπεδο όσο και σε εθνικό επίπεδο. Κι αυτό γιατί η ανάπτυξη αποτελεί τη βασική παράμετρο για την επίτευξη διατηρήσιμων πρωτογενών πλεονασμάτων και την εξασφάλιση της μακροχρόνιας βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών των κρατών-μελών της ευρωζώνης.

Ο ΟΔΙΚΟΣ ΧΑΡΤΗΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΓΙΑ ΜΙΑ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΟΝΕ

Μεσοπρόθεσμες Δράσεις	Βραχυπρόθεσμες δράσεις	Εντός του μήνα	1. Πλήρης εφαρμογή του συστήματος συντονισμού των εθνικών δημοσιονομικών πολιτικών (European Semester) και των μεταρρυθμίσεων που έχουν ήδη συμφωνηθεί (six-pack) ή πρόκειται να συμφωνηθούν (two-pack)
			2. Τραπεζική Ένωση: Ταχεία συμφωνία αναφορικά με τον Ενιαίο Μηχανισμό Εποπτείας
			3. Τραπεζική Ένωση: Ενιαίος Μηχανισμός Λύσης και Εκκαθάρισης Τραπεζών
			4. Ταχεία Συμφωνία για το ΠΔΠ 2014-2020
			5. Εκ των προτέρων συντονισμός για τις μεγάλες μεταρρυθμίσεις και δημιουργία "Εργαλείου για τη Σύγκλιση και την Ανταγωνιστικότητα"
			6. Προώθηση των επενδύσεων στην ευρωζώνη
			7. Εκπροσώπηση της ευρωζώνης στα διεθνή fora με μια φωνή
	18 μήνες - 5 χρόνια	Εντός του επόμενου 18μήνου	1. Περαιτέρω ενίσχυση της δημοσιονομικής και οικονομικής ενοποίησης
			2. Πρώτο βήμα για τη δημιουργία αυτόνομου προϋπολογισμού για την ευρωζώνη (fiscal capacity)
			3. Ταμείο Απομείωσης Χρέους (Redemption Fund)
			4. Ευρωμόλογα βραχυπρόθεσμης διάρκειας (Eurobills)
	Μακροπρόθεσμες δράσεις	Πέραν της Πενταετίας	1. Πλήρης Τραπεζική Ένωση
			2. Πλήρης Οικονομική και Δημοσιονομική Ένωση

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 25

Προς μια τραπεζική ένωση στην ευρωζώνη*

Η κρίση δανεισμού στην ευρωζώνη αποκάλυψε με τον πιο επώδυνο τρόπο τις διαρθρωτικές αδυναμίες της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ). Η αναθεώρηση της αρχιτεκτονικής της προϋποθέτει την άμεση λήψη πρωτοβουλιών στην κατεύθυνση της τραπεζικής ένωσης, για την υλοποίηση της οποίας απαιτείται περαιτέρω δημοσιονομική και πολιτική ενοποίηση. Η υλοποίηση όμως ενός μεταρρυθμιστικού σχεδίου για την ενίσχυση της ευρωζώνης προϋποθέτει αρχικά την αποκατάσταση της χρηματοπιστωτικής της σταθερότητας στη διατάραξη της οποίας συνέβαλαν σε σημαντικό βαθμό η αδιαφάνεια και η ελλιπής εποπτεία των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών. Είναι γεγονός ότι η κρίση έθεσε στο προσκήνιο τη σχέση συμφερόντων μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών και των πιστωτικών ιδρυμάτων για την απόκρυψη πληροφοριών σχετικά με την ευρωστία τους. Για το λόγο αυτό η αναμόρφωση του θεσμικού πλαισίου της ευρωζώνης πρέπει να ξεκινήσει άμεσα με τη σύσταση ενός ενιαίου μηχανισμού τραπεζικής εποπτείας, ο οποίος, σε συνδυασμό με τη λειτουργία κοινών μηχανισμών εξυγίανσης τραπεζών και εγγύησης καταθέσεων, θα μπορέσει να αποκαταστήσει την εμπιστοσύνη στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα θωρακίζοντάς το απέναντι σε μελλοντικές χρηματοπιστωτικές κρίσεις.

Στη Σύνοδο Κορυφής του Ιουνίου 2012 για πρώτη φορά οι Ευρωπαίοι ηγέτες υιοθέτησαν την ιδέα της σύστασης μιας ευρωπαϊκής τραπεζικής ένωσης στο πλαίσιο ενός μακροπρόθεσμου οράματος για την οικονομική ολοκλήρωση της ευρωζώνης. Η ευρωπαϊκή ηγεσία δήλωσε κατηγορηματικά την αναγκαιότητα να κοπεί ο καταστροφικός γόρδιος δεσμός μεταξύ τραπεζών και κρατών, μέσω του οποίου η αδυναμία του ενός υπονομεύει

* Αδημοσίευτο κείμενο. Συντάχθηκε τον Οκτώβριο του 2012.

την φερεγγυότητα του άλλου. Δίχως μια ευρωπαϊκή τραπεζική ένωση τα κράτη καλούνται να πληρώσουν το υψηλό και δυσβάσταχτο κόστος της εξυγίανσης των προβληματικών τραπεζών με ολέθριες συνέπειες για τη δημοσιονομική τους ακεραιότητα (η περίπτωση της Ιρλανδίας). Ο δημοσιονομικός αυτός εκτροχιασμός αποδίδεται στο γεγονός ότι οι κυβερνήσεις συχνά διασώζουν τράπεζες με μεγάλη διασυννοριακή δράση, των οποίων τα παθητικά αντιστοιχούν σε τρεις με τέσσερις φορές το ΑΕΠ της χώρας τους. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής συνολικά 4,5 τρισ. ευρώ έχουν δαπανηθεί από τις κυβερνήσεις για τη διάσωση τραπεζών στην ΕΕ, ποσό εάν αναλογιστεί κανείς ότι στην Ισπανία το παθητικό των τραπεζών ανέρχεται περίπου στο 305% του ΑΕΠ, ενώ στην Ιρλανδία φθάνει το 700%. Από την άλλη μεριά, πολλές φορές οι τράπεζες χρεώνονται τις δημοσιονομικές αστοχίες των κρατών τους, καθώς η μείωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης των κρατικών ομολόγων αυξάνει το κόστος δανεισμού τους επιδεινώνοντας την κεφαλαιακή τους θέση όπως συνέβη στην περίπτωση της Ελλάδας. Η αποκατάσταση όμως της κεφαλαιακής τους επάρκειας με την άντληση κρατικών κεφαλαίων επιβαρύνει ακόμη περισσότερο την ήδη δυσχερή δημοσιονομική θέση της χώρας. Ο τερματισμός λοιπόν του φαύλου κύκλου μεταξύ δημοσιονομικής και τραπεζικής κρίσης είναι απαραίτητος για τη διασφάλιση της ομαλότητας στην οικονομία και μπορεί να επιτευχθεί μόνο εφόσον η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών γίνεται απευθείας από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM), όπως πολύ ορθά αποφασίστηκε στη Σύνοδο Κορυφής του Ιουνίου 2012.

Για λόγους κοινωνικής νομιμοποίησης και αποτελεσματικότητας της τραπεζικής ένωσης η χρηματοδότηση της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών από τον EMS προϋποθέτει τη λειτουργία ενός ενιαίου ευρωπαϊκού εποπτικού μηχανισμού. Σε αντίθετη περίπτωση οι Ευρωπαίοι φορολογούμενοι θα ήταν απρόθυμοι να συμμετάσχουν σε ανακεφαλαιοποιήσεις τραπεζών, για την οικονομική κατάσταση των οποίων οι εθνικές εποπτικές αρχές μπορούν να παρέχουν ελλιπή ή περιορισμένη πληροφόρηση. Πράγματι, στη Σύνοδο Κορυφής του Οκτωβρίου 2012 επαναδιατυπώθηκε η αποφασιστικότητα των Ευρωπαίων ηγετών να προχωρήσουν σε ριζική αναμόρφωση της αρχιτεκτονικής της ευρωζώνης, αναθέτοντας στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) την εποπτεία των τραπεζών ως αναγκαία προϋπόθεση για την απευθείας ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών μέσω του ESM. Με άξονα την πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη σύσταση τραπεζικής ένω-

σης αποφασίστηκε να αναλάβει η ΕΚΤ τις σχετικές εποπτικές αρμοδιότητες των εθνικών τραπεζικών ιδρυμάτων, ώστε να παρεμβαίνει σε αυτά με γνώμονα τη διασφάλιση της απρόσκοπτης λειτουργίας και σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος για το σύνολο της Ένωσης. Οι εποπτικές αρμοδιότητες της ΕΚΤ αφορούν την χορήγηση άδειας λειτουργίας των τραπεζών, τη διασφάλιση της συμμόρφωσής τους με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις και διατάξεις για μόχλευση και ρευστότητα, καθώς επίσης και την έγκαιρη παρέμβασή της σε συντονισμό με τις αρχές εξυγίανσης (resolution authorities) όταν μια τράπεζα παραβιάζει ή πρόκειται να παραβιάσει τους κανόνες ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Η σύσταση μιας τραπεζικής ένωσης αποτρέπει τον κίνδυνο διάσπασης της συνοχής και της ενότητας της εσωτερικής αγοράς των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Η διαχείριση των τραπεζικών κρίσεων καθίσταται πιο αποτελεσματική όταν τα εθνικά τραπεζικά συστήματα λειτουργούν εντός ενός κοινού πλαισίου κανόνων και εποπτείας, η εξυγίανση των τραπεζών γίνεται με μεθοδικό τρόπο και ο κίνδυνος μαζικών αποσύρσεων καταθέσεων ελαχιστοποιείται. Το δωδεκάμηνο μέχρι τον Ιούλιο του 2012 αποσύρθηκαν συνολικά 325 δισ. ευρώ από τις τράπεζες: της Ισπανίας (-224 δισ. ευρώ), της Πορτογαλίας (-22 δισ. ευρώ), της Ιρλανδίας (-37 δισ. ευρώ) και της Ελλάδας (-42 δισ. ευρώ), γεγονός που αντανakλάται στην αύξηση των καταθέσεων στα πιστωτικά ιδρύματα των κρατών του πυρήνα της ευρωζώνης. Το γεγονός αυτό οδηγεί: α) σε κατακερματισμό της πίστωσης και στην ανάδειξη ενός διπολικού τραπεζικού συστήματος μεταξύ Βορρά-Νότου. Οι τράπεζες του Βορρά έχουν μειώσει την έκθεσή τους στα πιστωτικά ιδρύματα του Νότου, ενώ τα πιστωτικά ιδρύματα του Νότου αγοράζουν κρατικά ομόλογα των δικών τους κρατών, β) σε σημαντικές αποκλίσεις επιτοκίων μεταξύ της περιφέρειας και του πυρήνα, η οποία οδηγεί σε σημαντικές αποκλίσεις στα επίπεδα επιτοκίων όλων των κατηγοριών (στεγαστικά, καταναλωτικά, επιχειρηματικά) υπονομεύοντας ουσιαστικά την ενιαία αγορά χρήματος. Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΚΤ ο μέσος όρος επιτοκίου για τα νέα δάνεια προς μη χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς το καλοκαίρι του 2012 ήταν 7% στην Ελλάδα, 6,5% στην Ισπανία, 6,2% στην Ιταλία και μόλις 4% για τη Γερμανία, τη Γαλλία και την Ολλανδία, γ) σε de facto ακύρωση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Ως εκ τούτου, ο ενιαίος μηχανισμός εποπτείας θα πρέπει να πλαισιώνεται από έναν ενιαίο μηχανισμό εγγύησης καταθέσεων. Η δημιουργία ενός ευρωπαϊκού Ταμείου Εγγύησης Καταθέσεων απαιτεί τη

διάθεση αρκετών κεφαλαίων που θα αναστρέψουν την αρνητική δυναμική της φυγής των καταθέσεων από τις τράπεζες λόγω κλονισμένης εμπιστοσύνης στα εθνικά τραπεζικά συστήματα. Τα κεφάλαια αυτά μπορούν να αντληθούν είτε μέσω της ΕΚΤ είτε μέσω του ESM, εφόσον αυτός αποκτήσει «άδεια τράπεζας». Συμπληρωματικά, προβλέπεται η θέσπιση ενός ευρωπαϊκού μηχανισμού εξυγίανσης των τραπεζών που θα συντονίζει και θα εγγυάται την εφαρμογή των εργαλείων εξυγίανσης των τραπεζών εντός της τραπεζικής ένωσης ενδυναμώνοντας την αποδοτικότητα της τραπεζικής ένωσης. Ο μηχανισμός αυτός θα μπορεί να αποφασίζει την αναβολή πληρωμής των μερισμάτων, να εισηγείται την αλλαγή της διοίκησης, να θέτει τους όρους της ανακεφαλαιοποίησης, να προτείνει την τραπεζική αναδιάρθρωση με την πώληση στοιχείων του ενεργητικού, μέχρι και τη δημιουργία «κακής τράπεζας» (bad bank). Συνεπώς, η δημιουργία ενός ευρωπαϊκού Ταμείου Εγγύησης Καταθέσεων και ενός ευρωπαϊκού μηχανισμού εξυγίανσης τραπεζών λειτουργούν συμπληρωματικά και ενισχυτικά της πορείας προς μια πραγματική τραπεζική ολοκλήρωση.

Ωστόσο, παρά την ομοφωνία των Ευρωπαίων για την αναγκαιότητα ενός ενιαίου εποπτικού μηχανισμού εκφράζεται συνεχής διαφωνία μεταξύ των ηγετών της Ευρωπαϊκής Ένωσης για: α) το βαθμό ολοκλήρωσης της τραπεζικής ένωσης (δηλ. με ή χωρίς ένα ευρωπαϊκό Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και έναν ευρωπαϊκό Μηχανισμό Εκκαθάρισης Τραπεζών), β) την αναδρομική ισχύ του ESM αναφορικά με την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών που αφορά άμεσα την Ελλάδα, καθώς και γ) ρυθμιστικά ζητήματα του εποπτικού μηχανισμού όπως η απομόνωση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ από τον εποπτικό της ρόλο, ο διαχωρισμός της εποπτικής διορθωτικής παρέμβασης και της εξυγίανσης τράπεζας, η μορφή της συνεργασίας της ΕΚΤ με την Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή, κ.λπ. Η διάσταση απόψεων ως προς τα παραπάνω εγκυμονεί τον κίνδυνο να ανακοπεί η δυναμική πορεία προς την τραπεζική ενοποίηση. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της Γερμανίας, η οποία αν και υπέγραψε τα συμπεράσματα της Συνόδου για την ίδρυση τραπεζικής ένωσης έκτοτε φαίνεται να λαμβάνει σαφείς αποστάσεις. Η Γερμανία προβληματίζεται και με τους τρεις όρους που πρέπει να πληρούνται για να λειτουργήσει μια τραπεζική ένωση. Αναφορικά με την ύπαρξη ενός μοναδικού μηχανισμού εποπτείας όλων των τραπεζών της ευρωζώνης η γερμανική ηγεσία επιθυμεί η εποπτεία να αφορά μόνο τις συστημικά σημαντικές τράπεζες. Σε διαφορετική περίπτωση ο έλεγχος των μη συστημικών

της τραπεζών όπως είναι οι αποταμιευτικές της τράπεζες θα αποκάλυπτε ότι το γερμανικό τραπεζικό σύστημα δεν είναι τελικά απρόσβλητο από την κρίση. Όσον αφορά τους μηχανισμούς εκκαθάρισης τραπεζών και εγγύησης καταθέσεων, η αποτελεσματική τους λειτουργία προϋποθέτει τη δημιουργία μιας μορφής δημοσιονομικής ένωσης. Για τον πρώτο μηχανισμό τα διαθέσιμα κεφάλαια του ESM δεν επαρκούν για την ανακεφαλαιοποίηση ή εκκαθάριση τραπεζών, ενώ ο δεύτερος μηχανισμός συνεπάγεται 'αμοιβαιοποίηση' των υποχρεώσεων. Εύλογα υποστηρίζεται ότι προηγείται η 'αμοιβαιοποίηση' των κρατικών χρεών και έπεται η 'αμοιβαιοποίηση' των τραπεζικών καταθέσεων. Παρά τις όποιες διαφωνίες και τα εκκρεμή τεχνικά ζητήματα, η ταχύτερη δυνατή λειτουργία του εποπτικού μηχανισμού θα επιτρέψει την απευθείας ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών μέσω του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας διευκολύνοντας τη δημοσιονομική προσαρμογή των ήδη υπερχρεωμένων κρατών και συμβάλλοντας στην ορθότερη διαχείριση της τραπεζικής κρίσης.

Συνολικά, η σύσταση μιας τραπεζικής ένωσης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην περαιτέρω θεσμική θωράκιση και οικονομική ολοκλήρωση μετασχηματισμό της ευρωζώνης. Το υφιστάμενο θεσμικό σύστημα με το οποίο λειτουργεί η Ένωση είναι φανερό ότι δεν ανταποκρίνεται στις σημερινές συνθήκες που επικρατούν στην Ευρώπη. Με τη δημιουργία της τραπεζικής ένωσης οι αστοχίες ή ανεπάρκειες των εθνικών τραπεζών θα μπορούν πλέον να προλαμβάνονται, να εντοπίζονται και να αντιμετωπίζονται εγκαίρως σε ευρωπαϊκό επίπεδο, αίροντας τη σημερινή δυσπιστία που επικρατεί στη διατραπεζική αγορά. Για παράδειγμα, η λειτουργία μιας ευρωπαϊκής τραπεζικής ένωσης θα απέτρεπε τον κίνδυνο της κατάρρευσης των ισπανικών τραπεζών διακινδυνεύοντας τη σταθερότητα ολόκληρου του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος. Οι ισπανικές εποπτικές αρχές λειτουργώντας εντός ενός ευρωπαϊκού πλαισίου τραπεζικής εποπτείας δεν θα μπορούσαν να αποκρύψουν την έκταση των επισφαλών δανείων των αποταμιευτικών τραπεζών της χώρας (*cajas*). Παρόλο που οι Ευρωπαίοι ηγέτες δεν έχουν δεσμευτεί αναφανδόν στη δημιουργία ενός ενιαίου μηχανισμού εγγύησης καταθέσεων (λόγω της αμοιβαιοποίησης του τραπεζικού κόστους που αυτός συνεπάγεται) ορθά αναγνώρισαν ότι μόνο η σταδιακή ενοποίηση της ευρωπαϊκής τραπεζικής αγοράς και η περαιτέρω δημοσιονομική και πολιτική ενοποίηση της ΕΕ μπορεί να δημιουργήσει τις κατάλληλες συνθήκες για τη διασφάλιση χρηματοπιστωτικής σταθερότητας για τα ευρωπαϊκά κράτη.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΟΙ ΠΡΩΤΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΣΤΙΣ 13-14 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2012

Στη Σύνοδο του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στις 13-14 Δεκεμβρίου 2012 οι Ευρωπαίοι ηγέτες έλαβαν, μεταξύ άλλων, τις πρώτες σημαντικές αποφάσεις για τη σταδιακή δημιουργία μιας τραπεζικής ένωσης με στόχο την περαιτέρω εμβάθυνση και ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης. Συγκεκριμένα, στα συμπεράσματα της Συνόδου περιλαμβάνεται η επικύρωση της συμφωνίας για τη σύσταση ενός Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού (ΕΕΜ) των τραπεζών της ΕΕ στην οποία είχαν καταλήξει μια μέρα νωρίτερα οι Υπουργοί Οικονομικών της Ένωσης (ECOFIN) στις Βρυξέλλες. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θα αναλάβει το ρόλο του ενιαίου εποπτικού μηχανισμού σε συνεργασία με τις εθνικές εποπτικές αρχές. Στην άμεση εποπτεία της ΕΚΤ θα υπάγονται οι τράπεζες που έχουν ενεργητικό μεγαλύτερο των 30 δισ. ευρώ ή 20% του ΑΕΠ της χώρας τους, με εξαίρεση εκείνες με ενεργητικό μικρότερο από 5 δισ. ευρώ. Με βάση το παραπάνω κριτήριο υπολογίζεται ότι η ΕΚΤ θα εποπτεύει τουλάχιστον 187 τράπεζες που καλύπτουν το 92% του συνολικού ενεργητικού των τραπεζών στη ζώνη του ευρώ. Όταν σε ένα κράτος υπάρχουν λιγότερες από τρεις τράπεζες που πληρούν τα παραπάνω κριτήρια, η ΕΚΤ θα επιτηρεί τις τρεις μεγαλύτερες τράπεζες αυτού του κράτους. Γενικότερα, η εποπτεία της ΕΚΤ υπολογίζεται πως θα καλύπτει το 80% του ενεργητικού των τραπεζών μιας χώρας με εξαίρεση την Ελλάδα, την Πορτογαλία, τη Μάλτα, τη Σλοβενία και τη Σλοβακία, όπου μόνο οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες ή οι πέντε στην Ελλάδα και στην Πορτογαλία θα βρίσκονται υπό την άμεση εποπτεία της ΕΚΤ. Στη δε Γαλλία το ποσοστό του ενεργητικού που θα καλύπτει η ΕΚΤ ανέρχεται στο 100%. Ωστόσο, η ΕΚΤ θα μπορεί να παρεμβαίνει και για τις υπόλοιπες 6.000 περίπου ευρωπαϊκές τράπεζες όταν θεωρείται πως συντρέχουν λόγοι συστη-

μικής σταθερότητας κατόπιν αιτήματος του ESM ως προϋπόθεση για την άμεση ανακεφαλαιοποίησή τους. Ο EEM θα καταστεί πλήρως λειτουργικός από την 1^η Μαρτίου 2014 ή σε κάθε περίπτωση ένα χρόνο μετά την ολοκλήρωση της σχετικής νομικής προετοιμασίας το α' τρίμηνο του 2013. Με τη λειτουργία του EEM δύναται ο ESM να ανακεφαλαιοποιεί απευθείας ευρωπαϊκές τράπεζες χωρίς τα χρήματα να προσμετρώνται στο δημόσιο χρέος των κυβερνήσεων. Στον EEM θα μπορούν να συμμετέχουν και οι χώρες εκτός της ευρωζώνης, πλην της Βρετανίας, της Σουηδίας και της Τσεχίας, οι οποίες επέλεξαν να μείνουν εκτός τραπεζικής ένωσης.

Το χρονοδιάγραμμα των επόμενων δράσεων προς την τραπεζική ένωση συνοψίζεται ως εξής:

- **Φεβρουάριος 2013:** Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και τα εθνικά κοινοβούλια θα εγκρίνουν τον EEM.

- **Μάρτιος 2013:** Η ΕΚΤ θα ξεκινήσει την οργάνωση των εποπτικών της καθηκόντων. Η ευρωζώνη θα ανακοινώσει το πλαίσιο για την απευθείας ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Η Ευρωπαϊκή Ένωση θα συμφωνήσει ως προς την εναρμόνιση των εθνικών σχεδίων για την εγγύηση καταθέσεων και την εκκαθάριση τραπεζών. Εντός του ιδίου έτους, η Ευρωπαϊκή Ένωση θα καταθέσει πρόταση για έναν ενιαίο μηχανισμό εκκαθάρισης τραπεζών στην ευρωζώνη.

- **Μάρτιος 2014:** Η ΕΚΤ θα αναλάβει πλήρως τον εποπτικό της ρόλο. Μετά το Μάρτιο και εντός του ιδίου έτους ο ESM θα μπορεί να ανακεφαλαιοποιεί απευθείας τις ευρωπαϊκές τράπεζες.