

Γκίκας Α. Χαρδούβελης¹

**Το χρονικό της διεθνούς και συνακόλουθης
ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης:
Αίτια, επιπτώσεις, αντιδράσεις, προοπτική**

1. Εισαγωγή

Η κρίση που ταλανίζει την παγκόσμια οικονομία από το 2007 δεν έχει κοπάσει. Από χρηματοοικονομική κρίση του δυτικού κόσμου μετατράπηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση της πλειονότητας των χωρών του πλανήτη και στη συνέχεια απέκτησε επικίνδυνες μορφές και διαστάσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, όπως η σημερινή εσωτερική πολιτική και οικονομική κρίση στην Ευρωζώνη και το δραματικό αδιέξοδο της ελληνικής οικονομίας.

Στο εισαγωγικό αυτό άρθρο παρουσιάζεται το ντόμινο των γεγονότων και της συνεχιζόμενης πολλαπλής κρίσης με χρονολογική σειρά, ώστε ο αναγνώστης να μπορεί να τοποθετήσει τις απόψεις των ειδικών αλλά και των συγγραφέων των υπόλοιπων δοκιμίων του βιβλίου σε ένα συγκεκριμένο ιστορικό πλαίσιο. Στην εξιστόρηση που ακολουθεί, παρέχεται σφαιρική πληροφόρηση όχι μόνο για την αιτιατή διασύνδεση των επιμέρους ιστορικών γεγονότων, αλλά και για την αλληλουχία των πολλαπλών και επικαλυπτόμενων κρίσεων. Στο τέλος, μάλιστα, και με βάση τις πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις έως τις αρχές του 2011, γίνεται και μια προσπάθεια πρόβλεψης της μελλοντικής πορείας της ελληνικής, ευρωπαϊκής και διεθνούς οικονομίας.

Στην επόμενη δεύτερη ενότητα παρουσιάζεται το χρονικό της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης. Περιγράφεται πρώτα η αισιοδοξία που επικρατούσε πριν από το 2007, στη συνέχεια αναλύονται σύντομα οι βαθύτερες αιτίες της

1. Επιθυμώ να ευχαριστήσω τους κκ. Φοίβο Καρζή, Θεοδόση Σαμπανιώτη και Θεόδωρο Σταματίου για τα εποικοδομητικά τους σχόλια.

κρίσης και κατόπιν εξιστορούνται τα γεγονότα με χρονολογική σειρά: η έναρξη, οι πρώτες αντιδράσεις, η προσωρινή ηρεμία που ακολούθησε, η κορύφωση της κρίσης με την κατάρρευση της Lehman Brothers και τη διάσωση της AIG, καθώς και η μετέπειτα σταδιακή αποκατάσταση μιας σχετικής ηρεμίας στις διεθνείς αγορές.

Στην τρίτη ενότητα περιγράφονται οι εξελίξεις στην πραγματική οικονομία, πώς οι απώλειες στον τραπεζικό τομέα από τη χρηματοοικονομική κρίση οδήγησαν σε μείωση των πιστώσεων και σε πτώση της οικονομικής δραστηριότητας στη διάρκεια και, ιδιαίτερα, προς το τέλος του 2008. Περιγράφονται, επίσης, τα δημοσιονομικά και νομισματικά μέτρα που ελήφθησαν για την αντιμετώπιση τόσο της χρηματοοικονομικής κρίσης όσο και της ύφεσης στις οικονομίες.

Στην τέταρτη ενότητα παρουσιάζεται η μετεξέλιξη της κρίσης σε κρίση δημόσιου χρέους με επίκεντρο την Ελλάδα. Εκεί περιγράφεται, επίσης, η μετατροπή της ελληνικής σε ευρύτερη ευρωπαϊκή πολιτική και χρηματοοικονομική κρίση, με το μέλλον του ίδιου του ευρώ σε κίνδυνο.

Στην πέμπτη ενότητα επιχειρείται μια σκιαγράφηση των πιθανών μελλοντικών προοπτικών, πρώτα με επίκεντρο την εξελισσόμενη νέα αρχιτεκτονική του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος, στη συνέχεια με προβλέψεις για την τροχιά της παγκόσμιας οικονομίας την επόμενη δεκαετία και, τέλος, με μια ανάλυση των πιθανών εξελίξεων στην Ευρωζώνη και στην Ελλάδα.

Τέλος, στην έκτη ενότητα ανακεφαλαιώνονται τα κύρια συμπεράσματα της ανάλυσης.

2. Η χρηματοοικονομική κρίση του δυτικού κόσμου

Στο παρόν εδάφιο γίνεται μια περιληπτική παράθεση των γεγονότων που σημάδεψαν τη χρηματοοικονομική κρίση, από την αισιοδοξία που επικρατούσε στις αγορές πριν από το 2007 και τις αιτίες που πυροδότησαν την κρίση, στις πρώτες χρεοκοπίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που είχαν εκτεθεί σε στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου σε πολλές περιοχές των ΗΠΑ, στο πρόβλημα της διατραπεζικής αγοράς τον Αύγουστο του 2007, στην κατάρρευση της επενδυτικής εταιρείας Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008 και τον μετέπειτα πανικό έως και την αποκατάσταση σχετικής ηρεμίας. Η αντίδραση των αρχών στην κρίση περιγράφεται με μεγαλύτερη λεπτομέρεια αργότερα, στο επόμενο εδάφιο.

2.1 Η αισιοδοξία πριν από την χρηματοοικονομική κρίση

Έως τις αρχές του 2007, η παγκόσμια οικονομία λειτουργούσε σε ένα περιβάλλον απεριόριστης αισιοδοξίας. Μάλιστα, την περίοδο 2002 - 2007 σημειώθηκε η υψηλότερη μέση παγκόσμια ανάπτυξη των τελευταίων 40 ετών. Το μέγεθος της ετήσιας παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας το 2007 έφτασε τα 55,6 τρισεκατομμύρια δολάρια, 23,9% υψηλότερη σε σταθερές τιμές από το 2000. Το 2007, το 25,3% της συνολικής παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας παραγόταν στις ΗΠΑ, το 29,9% στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 27 χωρών, το 7,8% στην Ιαπωνία, το 13,1% στις 4 μεγάλες αναδυόμενες χώρες, Βραζιλία, Ρωσία, Κίνα και Ινδία, και το υπόλοιπο 23,9% στις υπόλοιπες οικονομίες. Ο O' Neill (2011), σε άρθρο του στον ίδιο τόμο, χαρακτηρίζει την εποχή αυτή ως την εποχή της «υπέρτατης ευδαιμονίας».

Κρίσεις, όπως αυτή της δεκαετίας του 1930, που τότε επηρέασε όλες τις χώρες του πλανήτη και οδήγησε στην αποκαλούμενη Μεγάλη Ύφεση, πυροδοτώντας άμεσα τεράστιες αλλαγές στο κανονιστικό πλαίσιο του χρηματοοικονομικού τομέα και σε σημαντική υποχώρηση της προηγούμενης παγκοσμιοποίησης, αποτελούσαν μακρινό και ξεχασμένο παρελθόν των παππούδων μας. Μια τέτοια κρίση απουσίαζε ολοσχερώς από τις κεραίες των αντιλήψεων και προβλέψεων της δικής μας γενιάς. Το σταδιακό παγκόσμιο άνοιγμα των συνόρων στην κίνηση αγαθών και υπηρεσιών την τελευταία τεσσαρακονταετία, η κατάλυση του υπαρκτού σοσιαλισμού στην Ανατολική Ευρώπη στο τέλος της δεκαετίας του 1980 και οι εντυπωσιακές αναπτυξιακές επιδόσεις των χωρών της Ασίας από τη δεκαετία του 1990 εξέπεμπαν την πεποίθηση ότι η τροχιά της παγκόσμιας ανάπτυξης είναι δεδομένη: ότι τίποτα δεν σταματά το ρου της ελεύθερης οικονομίας· και ότι το μέλλον είναι πάντα καλύτερο από το παρόν.

Η αισιοδοξία ήταν ακόμη μεγαλύτερη στο χρηματοοικονομικό τομέα. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1980, στις αναπτυγμένες οικονομίες της Ευρώπης και των ΗΠΑ, ο χρηματοοικονομικός τομέας είχε εξελιχθεί σε ατμομηχανή της παγκόσμιας ανάπτυξης, με τεράστια έσοδα και αγοραία προστιθέμενη αξία, της οποίας το ειδικό βάρος στην οικονομία διαρκώς αυξανόταν.² Ο χρηματοοικονομικός τομέας μεγεθυνόταν και εμφανιζόταν ατρόμητος, έχοντας ξεπεράσει τα όρια λειτουργίας του ως απλού διαμεσολαβητικού μηχανισμού αλλά και τις δυνατότητες ουσιαστικού ελέγχου από εθνικές κυβερνήσεις, αρχές και

2. Βλ. Χαρδούβελης (2011), Διάγραμμα 3.1., στον ίδιο τόμο.

τους υπάρχοντες διεθνείς οργανισμούς. Οι πιο έξυπνοι απόφοιτοι των πιο ονομαστών σχολών διοίκησης επιχειρήσεων προσλαμβάνονταν με παχυλούς αρχικούς μισθούς από τη Wall Street και το City. Στους ακαδημαϊκούς κύκλους, οι πιο καλοπληρωμένοι καθηγητές πανεπιστημίων ήταν όσοι ασχολούνταν ερευνητικά με τα γνωστικά αντικείμενα της Χρηματοοικονομικής και της Λογιστικής. Είναι μάλιστα χαρακτηριστικό –και εκ των υστέρων ίσως ελαφρώς ειρωνικό– ότι επίκεντρο των συζητήσεων πολλών ακαδημαϊκών μακροοικονομολόγων δεν ήταν το πώς θα επιτύχουμε ένα καλύτερο αύριο για το μέσο πολίτη ή πώς θα βελτιώσουμε την κατανομή εισοδήματος ή τις συνθήκες διαβίωσης σε πολλές χώρες, όπως για παράδειγμα της ξεχασμένης Αφρικής, αλλά ο αυτο-έπαινος, δηλαδή ποια είναι η σωστή κατανομή των ευσήμεων για την καταπληκτική επίτευξη του συνδυασμού υψηλών ρυθμών παγκόσμιας ανάπτυξης, με ταυτόχρονο χαμηλό πληθωρισμό, ή για την περίοδο του «great moderation», όπως ονομάστηκε.

Σε τέτοιες συνθήκες αισιοδοξίας και εφησυχασμού, οι υπερβολές που σήμερα αναγνωρίζουμε τότε φαίνονταν φυσιολογικές, τα ρίσκα που αναλαμβάνονταν από το χρηματοοικονομικό τομέα ήταν μεγάλα, αλλά η αντίληψη για τους κινδύνους αυτούς και η αντίστοιχη τιμολόγησή τους στις διεθνείς αγορές ήταν σχεδόν ανύπαρκτη, ενώ ο έλεγχος των εποπτικών αρχών ελάχιστος και καθησυχαστικός. Η προσγειώση στην πραγματικότητα και η κρίση ξεκίνησαν το 2007 στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (subprime) στις ΗΠΑ. Τον μικρόκοσμο αυτής της αγοράς αναλύει εύστοχα ο Calomiris (2011) στο παρόν βιβλίο. Η κρίση στη συγκεκριμένη αγορά έφερε στην επιφάνεια τους πρώτους ενδοιασμούς, αν η προηγούμενη περίοδος ανάπτυξης βασιζόταν σε γερά θεμέλια και, κυρίως, αν υπήρχαν κουκουλωμένα προβλήματα σε πολλά τμήματα της χρηματοοικονομικής αγοράς.

Η αισιοδοξία ήταν τόσο μεγάλη, που ακόμη και ένα χρόνο μετά το ξέσπασμα της κρίσης το ευρύτερο κοινό αλλά και οι ειδικοί δεν φαίνεται να είχαν πλήρως αντιληφθεί την κρισιμότητα της κατάστασης. Για παράδειγμα, όπως θα δούμε αργότερα, στη διάρκεια του 2007, τα διεθνή χρηματιστήρια είχαν πλήρως αποσυνδεθεί από την απαισιοδοξία που εξέπεμπε η αγορά ομολόγων μετά τον Αύγουστο της ίδιας χρονιάς. Οι ειδικοί αντιλαμβάνονταν τα ρίσκα, αλλά προφανώς αδυνατούσαν να κατανοήσουν ότι η κατάρρευση ήταν προ των πυλών. Γι' αυτό και στις ΗΠΑ αποφάσισαν το Σεπτέμβριο του 2008 να αφήσουν την επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers να χρεοκοπήσει. Η εσπευσμένη διάσωση της πολυεθνικής ασφαλιστικής εταιρίας AIG την επόμενη μέρα

δείχνει και το μέγεθος της έκπληξης που ακολούθησε την απόφαση η Lehman να χρεοκοπήσει.

2.2 Οι βαθύτερες αιτίες της χρηματοοικονομικής κρίσης – προειδοποιήσεις

Η επιστημονική κοινότητα μαζί με τις εποπτικές αρχές αφηνδιάστηκαν από το ξέσπασμα και το μέγεθος της κρίσης, όπως εξηγεί και ο O'Neill (2011) στο άρθρο του σε αυτό τον τόμο. Μάλιστα, οι κεντρικές τράπεζες είχαν τότε επικεντρωθεί στη δραστηριότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού ρίσκου (hedge funds), τα οποία δεν ήταν τα κυρίως ή τα μόνα υπεύθυνα για την κρίση. Τους διέφυγε εντελώς η συμπεριφορά των επενδυτικών τραπεζών, όπως εύκολα διαπιστώνεται από τις προ της κρίσης εκθέσεις τους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι προειδοποιήσεις για την επερχόμενη κρίση, για τις αδυναμίες του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος και για τους κινδύνους που εγκυμονούσαν ήταν τότε ελάχιστες. Οι λιγιστές προειδοποιήσεις ορισμένων αναλυτών και καθηγητών δεν ακούγονταν και, φυσικά, δεν κατάφεραν να πείσουν για την αναγκαιότητα αλλαγής πορείας και την ανάγκη παρέμβασης των αρχών.³

Πιστεύω ότι η κρίση προβλέφθηκε από πολύ λίγους, επειδή δεν οφείλεται σε ένα μεμονωμένο παράγοντα αλλά σε συνδυασμό παραγόντων. Οι παράγοντες αυτοί επέδρασαν πολλαπλασιαστικά ο ένας στον άλλο, δημιουργώντας μια εκρηκτική αρνητική δυναμική και ένα φαύλο κύκλο χρεοκοπιών και πτώσεων των τιμών των περιουσιακών στοιχείων που ξεπέρασε τα όρια των ΗΠΑ και επεκτάθηκε παγκοσμίως, κυρίως στην Ευρώπη. Ορισμένοι μεμονωμένοι παράγοντες και ανισορροπίες στην παγκόσμια οικονομία είχαν επισημανθεί από τους πανεπιστημιακούς. Η συνδυαστική αρνητική επίδρασή τους στο χρηματοοικονομικό τομέα, όμως, δεν είχε εκτιμηθεί πλήρως. Παρακάτω, γίνεται μια

3. Αξίζει να γίνει μνεία στη δουλειά στελεχών της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS), η οποία προειδοποιούσε περιοδικά για τις υπάρχουσες φούσκες και την πιθανότητα κρίσης. Βλ., π.χ., Claudio Borio (2004). Από τους ακαδημαϊκούς οικονομολόγους, αυτός που αναφέρθηκε σε μια πιθανή κρίση ήταν ο Raghuram Rajan (2005) του Πανεπιστημίου του Σικάγο. Ο ίδιος πρόσφατα, Rajan (2010), εξέδωσε και βιβλίο για το ίδιο ζήτημα. Από τους επαγγελματίες οικονομολόγους του ιδιωτικού τομέα, ξεχώρισε ο καθηγητής του NYU Nouriel Roubini (2006), ο οποίος μέσω της εταιρείας του, RGE, είχε επισημάνει τους κινδύνους για την οικονομία πριν από την εκδήλωση της κρίσης και, έτσι, έγινε διάσημος στη διάρκεια της κρίσης, και η εταιρεία του μεγάλωσε. Ο Roubini συνεχίζει να «επενδύει» στην απαισιοδοξία και έτσι, λόγω ελληνικής κρίσης, είναι γνωστός και στην Ελλάδα.

περιληπτική ανάλυση ανά παράγοντα. Για διευκόλυνση του αναγνώστη, οι παράγοντες κατηγοριοποιούνται σε μακροοικονομικούς και χρηματοοικονομικούς.⁴

Στους μακροοικονομικούς παράγοντες εντάσσονται:

- α) Η ανισορροπία ανάμεσα στις χώρες του πλανήτη όσον αφορά το διαφορετικό βαθμό αποταμίευσης και επένδυσης, που εκδηλώθηκε με υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ και υψηλά πλεονάσματα των χωρών της Ασίας, ιδιαίτερα της Κίνας. Οι ανισορροπίες οδήγησαν σε μεταφορά κεφαλαίων από την Ασία προς τις ΗΠΑ, δηλαδή σε φτηνό χρήμα, μεγάλη ρευστότητα και χαμηλά πραγματικά επιτόκια στις ΗΠΑ (Obstfeld and Rogoff, 2009, Caballero and Krishnamurthy, 2009). Τα χαμηλά πραγματικά επιτόκια έδωσαν ώθηση στις ήδη υπάρχουσες ανισορροπίες του χρηματοοικονομικού τομέα.
- β) Η φούσκα των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, οι τιμές των ακινήτων ξεκίνησαν μια ανοδική πορεία η οποία, αν και προβλημάτισε πολλούς αναλυτές, αφέθηκε ελεύθερη να εξαπλωθεί (Χαρδούβελης, 2009). Η άνοδος των τιμών των κατοικιών σταμάτησε στα μέσα του 2006, και έκτοτε οι τιμές άρχισαν να πέφτουν.⁵ Η πτώση των τιμών των κατοικιών οδήγησε σε καθυστερήσεις των δόσεων των νοικοκυριών προς τις τράπεζες. Ορισμένα νοικοκυριά άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι η αξία του σπιτιού που πρόσφατα αγόρασαν έπεσε κάτω από την αξία του δανείου τους και ότι τους συνέφερε απλώς να παραδώσουν τα κλειδιά στην τράπεζα και να φύγουν από το σπίτι. Η χρεοκοπία των νοικοκυριών οδήγησε και σε μειωμένες εισροές στα ταμεία των τιτλοποιημένων δανείων.⁶
- γ) Η πολιτικοοικονομική ιδεολογία που επικρατούσε στις ΗΠΑ και στις υπόλοιπες αναπτυγμένες χώρες, σύμφωνα με την οποία οι αγορές είναι αποτελεσματικές και οι πολίτες ορθολογικοί στην οικονομική συμπεριφορά

4. Για μια λεπτομερέστερη επισκόπηση των αιτιών της κρίσης, βλ. Χαρδούβελης (2009).

5. Οι τιμές φάνηκαν να σταθεροποιούνται από τον Απρίλιο του 2009. Όμως, με τη λήξη των φορολογικών κινήτρων για αγορά κατοικίας, τα οποία είχαν ξεκινήσει τον Απρίλιο του 2008, από τον Σεπτέμβριο του 2010 οι τιμές των ακινήτων στις ΗΠΑ άρχισαν πάλι να πέφτουν.

6. Η άνοδος των τιμών των κατοικιών στις ΗΠΑ από μόνη της δεν μπορεί να εξηγήσει την κρίση. Γνωρίζουμε, άλλωστε, ότι την ίδια περίοδο οι τιμές κατοικιών αυξήθηκαν πολύ περισσότερο στην Ισπανία, στην Ιρλανδία ή στο Ηνωμένο Βασίλειο (βλ. Χαρδούβελης, 2009). Κι όμως, δεν ξεκίνησε σ' αυτές τις χώρες η κρίση. Η κρίση ξεκίνησε στις ΗΠΑ, επειδή εκεί συνέβαλαν και άλλοι παράγοντες.

τους.⁷ Ο Καραμούζης (2011) αναφέρεται εκτεταμένα και με πολλά παραδείγματα στο άρθρο του στον παρόντα τόμο στο ζήτημα αυτό, που το θεωρεί κομβικό της κρίσης. Σημειώσατε ότι η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς είχε καταλήξει να αποτελεί δόγμα, το οποίο σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια την εποχή εκείνη οδήγησε σε ακραίες συμπεριφορές. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις, χωρίς να τιμολογούν σωστά τον κίνδυνο.

δ) Οι εποπτικές αρχές, και αυτές, φαίνεται να είχαν πλήρως ενστερνιστεί την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, ιδιαίτερα ο πρώην επικεφαλής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve) Alan Greenspan, όπως φαίνεται από τις απαντήσεις που έδωσε στην εξέταση του αμερικανικού Κογκρέσου για την κρίση στις 23 Οκτωβρίου 2008.⁸ Συνέπεια αυτού ήταν η απορρύθμιση, δηλαδή η κατάργηση πολλών από τους περιορισμούς στη δράση του χρηματοπιστωτικού τομέα που είχαν επιβληθεί από την εμπειρία της κρίσης στη δεκαετία του '30.⁹ Υπάρχουν, όμως και διαφορετικές –αιρετικές– απόψεις για αυτό το θέμα. Ο Calomiris (2011) στο άρθρο του σε αυτό τον τόμο υπερασπίζεται τις αγορές και τη χρησιμότητα της απορρύθμισης ή αποκανονικοποίησης, επιρρίπτοντας τις ευθύνες στις κρατικές παρεμβάσεις.

Στους χρηματοοικονομικούς παράγοντες που προξένησαν την κρίση, καταλυτικό ρόλο έπαιξαν, ιδίως στις ΗΠΑ, οι ακόλουθοι:

α) Η ραγδαία αύξηση των δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime) χωρίς να επιδεικνύεται η ανάλογη τραπεζική εγκράτεια και ο έλεγχος

7. Βλ. Eugene Fama (1991), για μια ανάλυση της υπόθεσης των ορθολογικών προσδοκιών και της αποτελεσματικής αγοράς και επισκόπησης της βιβλιογραφίας έως το 1991. Ο Eugene Fama είναι αυτός που επινόησε τον όρο της «αποτελεσματικής αγοράς» από τη δεκαετία του 1960.

8. Ανέφερε μεταξύ άλλων ο κ. Greenspan προς τον εκπρόσωπο του Κογκρέσου κ. Henry Waxman: «Έκανα λάθος στην εκτίμησή μου ότι το ιδιωτικό συμφέρον των οργανισμών, συγκεκριμένα των τραπεζών και άλλων, ήταν τέτοιο που θα οδηγούσε με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στην προστασία των μετόχων και της μετοχικής αξίας των εταιρειών τους [...] Έσπασε ένας βασικός πυλώνας του ανταγωνισμού και των ελεύθερων αγορών. Και με σοκάρισε. Ακόμη δεν έχω πλήρως καταλάβει τι ακριβώς συνέβη». Βλ. Greenspan (2008).

9. Η Federal Reserve το 1999 επέτρεψε την τελική επανασύνδεση της παραδοσιακής εμπορικής τραπεζικής με την επενδυτική τραπεζική, δύο πεδία που είχαν διασπαστεί από τη δεκαετία του 1930, με τη γνωστή Glass-Steagall Act. Η Επιτροπή Κεφαλαιοεπιχειρηματικών Αγορών των ΗΠΑ (Securities & Exchange Commission) ελαστικοποίησε τον περιορισμό δανεισμού των επενδυτικών τραπεζών, γεγονός που οδήγησε τις επενδυτικές τράπεζες σε άκρως ριψοκίνδυνες επενδύσεις με δανεικά χρήματα.

για τον πιστωτικό κίνδυνο, που συνέβαλαν στην αύξηση των τιμών των κατοικιών. Την αγορά αυτή περιγράφει ο Calomiris (2011) σε άρθρο του σ' αυτό τον τόμο. Ο Rajan (2010), στο πρόσφατο βιβλίο του, θεωρεί ότι η άκρατη αύξηση του τραπεζικού δανεισμού ενθαρρύνθηκε από τους πολιτικούς στις ΗΠΑ, ως αντίδοτο στη διευρυνόμενη ανισοκατανομή του εισοδήματος και στην οικονομική στασιμότητα και αποδυνάμωση της μεσαίας τάξης.

- β) Οι νέες μορφές τιτλοποιήσεων, με πολύπλοκους δομημένους τίτλους που είχαν διαφορετικές ονομασίες και εκφάνσεις, όπως τα Collateralized Debt Obligations (CDO). Τους τίτλους αυτούς λίγοι καταλάβαιναν σε βάθος και μπορούσαν να τους τιμολογήσουν σωστά, ενώ οι αξιολογικοί οίκοι τούς παρείχαν υψηλές βαθμολογήσεις. Ιδιαίτερα οι επενδυτικές τράπεζες, αυτές που δημιουργούσαν τις τιτλοποιήσεις ή αυτές που υπήρξαν σημαντικές μεσάζουσες στην πρωτογενή αγορά τους, ήταν εκείνες που κυρίως διακρατούσαν το «equity tranche» των τιτλοποιήσεων, δηλαδή το κομμάτι με το μεγαλύτερο ρίσκο απωλειών αλλά και την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση.¹⁰
- γ) Η ενδογενής γένεση ρίσκων από το συνδυασμό των επιμέρους αρνητικών παραγόντων. Η πολλαπλασιαστική εκρηκτική δυναμική που δημιουργείται σε εποχές κρίσης δημιουργεί τα δικά της επιπλέον ρίσκα. Πιστεύω ότι θα επηρεάσει και το μέλλον της εποπτείας του χρηματοοικονομικού χώρου. Άλλωστε, ο συστημικός κίνδυνος που εμφανίστηκε στην κρίση ανέδειξε ότι η προηγούμενη επιμονή των εποπτικών αρχών στον περιορισμό του κινδύνου ανά τράπεζα ή χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή ανά χρηματοοικονομικό προϊόν είναι ανεπαρκής.
- δ) Η νέα κερδοσκοπική κουλτούρα στον τραπεζικό τομέα με βάση τη γένεση προσόδων. Οι αμοιβές των στελεχών σε όλες τις βαθμίδες συνδέονταν με τα βραχυχρόνια έσοδα, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος, ούτε οι μακροχρόνιες επιδόσεις. Αυτή η πρακτική ήταν στενά συνδεδεμένη με την επικράτηση της αντίληψης περί αποτελεσματικότητας της αγοράς και ορθολογικών προσδοκιών (Cai, Cherny and Milbourn, 2010).
- ε) Οι αξιολογικοί οίκοι, οι οποίοι κατηγορήθηκαν για ανεπάρκεια ή/

10. Από το 2006, όταν σταμάτησε η άνοδος στις τιμές των ακινήτων, τότε μειώθηκε και η ζήτηση από τρίτους επενδυτές για το equity tranche του CDO, οπότε οι επενδυτικές τράπεζες σταδιακά άρχισαν οι ίδιες να τα αγοράζουν. Έτσι, όταν ξέσπασε η κρίση βρέθηκαν να κρατούν πολλούς από αυτούς τους τίτλους, των οποίων η αξία μηδενίστηκε.

και για μεροληψία που πιθανόν να πήγαζε από το γεγονός ότι οι εκδότες των τίτλων ήταν αυτοί που πλήρωναν για την αξιολόγηση. Οι οίκοι αυτοί άργησαν να καταλάβουν ή να ενστερνιστούν το μέγεθος του προβλήματος, προφανώς επηρεαζόμενοι από την κερδοφορία που έφεραν οι αξιολογήσεις των τιτλοποιήσεων. Μετά την κρίση, οι εποπτικές αρχές επανεξετάζουν το καθεστώς λειτουργίας τους (SEC, 2008). Δεν συμφωνεί με την κριτική που γίνεται στους αξιολογικούς οίκους ο Calomiris (2011), αλλά πολλοί ειδικοί του χώρου, που γνωρίζουν τις πρακτικές των οίκων αξιολόγησης, τους ενοχοποιούν (Fons, 2008).

- στ) Η υψηλή μόχλευση, που σημαίνει λιγοστά ίδια κεφάλαια και υψηλός δανεισμός σε σχέση με το ενεργητικό ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος (Adrian and Shin, 2009, Crotty 2009). Την άποψη αυτή συμμερίζεται και η Ξαφά (2011) στο άρθρο της σε αυτό τον τόμο. Μάλιστα, ο δανεισμός που χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις την εποχή εκείνη ήταν κυρίως βραχυχρόνιος. Έτσι, όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία είχαν επενδύσει οι επενδυτικές τράπεζες άρχισαν να πέφτουν και οι αγορές αντιλήφθηκαν την κεφαλαιακή απώλεια των δανεισμένων επενδυτικών τραπεζών, τότε δυσκόλεψαν ή και αρνήθηκαν την ανανέωση της βραχυχρόνιας χρηματοδότησης, αναγκάζοντας έτσι τις επενδυτικές τράπεζες να προβαίνουν σε περαιτέρω πωλήσεις άλλων υγιών περιουσιακών στοιχείων, οι οποίες με τη σειρά τους πίεζαν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων ακόμη περισσότερο προς τα κάτω. Η απομόχλευση, δηλαδή η άρνηση στην ουσία νέου δανεισμού στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα που επένδυαν για ίδιο λογαριασμό με δανεικά κεφάλαια, έπαιξε τον κυριότερο ρόλο στην επέκταση της κρίσης πέραν του στενού χώρου των δανείων subprime σε όλες τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες. Η απομόχλευση οδήγησε στη συνέχεια και στο πέρασμα της χρηματοοικονομικής κρίσης στην πραγματική οικονομία.

2.3 Το ιστορικό της χρηματοοικονομικής κρίσης – πρώτες αντιδράσεις και προσωρινή ηρεμία

Παρακάτω γίνεται μια εξιστόρηση των επιμέρους γεγονότων από τα πρώτα προειδοποιητικά σημάδια της επερχόμενης κρίσης έως και ένα χρόνο μετά το

ξεκίνημά της, πριν να φουντώσει και να επεκταθεί σε όλο τον χρηματοοικονομικό χώρο.

Από το 2004 έως το 2006, το επιτόκιο παρέμβασης στις ΗΠΑ αυξήθηκε από το 1% στο 5,25%, κάτι που οδήγησε και σε επιβράδυνση στην αγορά κατοικίας. Τα πρώτα σημάδια της κρίσης εμφανίστηκαν το καλοκαίρι του 2006, όταν οι τιμές των κατοικιών στις ΗΠΑ σταμάτησαν να ανεβαίνουν. Οι χρεοκοπίες πολλών νοικοκυριών που προηγουμένως είχαν πάρει στεγαστικά δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (subprime) άρχισαν να πληθαίνουν σε επίπεδα ρεκόρ, καθώς τα επιτόκια αυξάνονταν. Το μεγαλύτερο μέρος αυτών των δανείων είχε προηγουμένως τιλοποιηθεί και πουληθεί σε αμοιβαία κεφάλαια, άλλες τράπεζες και επενδυτές ανά τον κόσμο. Έτσι, οι πρώτες επιπτώσεις των χρεοκοπιών των νοικοκυριών άρχισαν να γίνονται εμφανείς στην αγορά τιλοποιημένων ομολόγων subprime. Το Δεκέμβριο του 2006, ο αξιολογικός οίκος Fitch προειδοποιούσε ότι ένας μεγάλος αριθμός οφειλετών με στεγαστικά δάνεια subprime θα αντιμετώπιζε προβλήματα την επόμενη χρονιά, το 2007, όταν θα ανανεώνονταν τα συμβόλαιά τους με νέα επιτόκια αγοράς. Στις 28 Δεκεμβρίου η Owit Mortgage Solutions, μια επιθετική μικρή τράπεζα στην Καλιφόρνια που δάνειζε κυρίως στην αγορά των subprime κατέθεσε αίτηση πτώχευσης.

Το Φεβρουάριο του 2007, η γνωστή βρετανική τράπεζα HSBC ανακοίνωσε μια απομείωση ύψους \$10,5 δις, κυρίως λόγω απωλειών της αμερικανικής θυγατρικής της Household Finance Corporation, την οποία είχε αγοράσει το 2003. Λίγο αργότερα, στις αρχές Απριλίου, η γνωστή στεγαστική τράπεζα των ΗΠΑ New Century Financial κατέθεσε αίτηση πτώχευσης. Το Μάιο, η UBS αναγκάζεται να κλείσει το Dillon Reed hedge fund έπειτα από ζημιές \$125 εκ. Τον Ιούνιο του 2007, η επενδυτική τράπεζα Bear Stearns αναγκάστηκε να πριμοδοτήσει με \$3,2 δις ένα δικό της hedge fund το οποίο είχε επενδύσει σε στεγαστικά δάνεια subprime και παρουσίασε μεγάλες απώλειες, ενώ τον Ιούλιο ανακοίνωσε ότι δύο δικά της hedge funds είχαν απολέσει το 90% της αξίας τους, περίπου \$1,4 δις.

Τον Ιούλιο του 2007, οι αξιολογικοί οίκοι Standard & Poor's και Moody's έσπειραν φόβο στις αγορές ανακοινώνοντας την πρόθεσή τους να εξετάσουν την προηγούμενη βαθμολόγηση ενός συνόλου δανείων subprime ύψους περίπου \$18 δις για πιθανή υποβάθμιση. Η Fitch ακολούθησε. Πολλά προϊόντα που βασίζονταν σε δάνεια subprime υποβαθμίστηκαν από AAA σε A+, δηλαδή κατά 4 βαθμίδες, κάτι που μέχρι τότε ήταν εξαιρετικά ασυνήθιστο. Ο ΟΟΣΑ χαρακτήρισε αυτές τις υποβαθμίσεις «αναπάντεχες» και θεώρησε ότι «εξέθεσαν τους οίκους αξιολόγησης σε σημαντική κριτική» (OECD, 2007). Οι οίκοι αξιο-

λόγησης άρχισαν να επανεξετάζουν τις διαδικασίες αξιολόγησης που χρησιμοποιούσαν, προκαλώντας ακόμη μεγαλύτερη αβεβαιότητα στις αγορές.

Στις αρχές Αυγούστου του 2007, οι εξελίξεις επιταχύνθηκαν δραματικά· και η κρίση ξέσπασε πλήρως. Η γερμανική τράπεζα IKB Deutsche Industriebank AG, για να αντιμετωπίσει τις απώλειες ενός αμοιβαίου κεφαλαίου της, αρχικά στράφηκε στη μητρική της για την εξασφάλιση χρηματοδότησης και τελικά διασώθηκε με τη δημιουργία ενός νέου fund που οργάνωσε ο βασικός της μέτοχος, η KfW Bankengruppe, στις 7 Αυγούστου. Στις 9 Αυγούστου του 2007, η γαλλική τράπεζα BNP ανακοίνωσε τη διακοπή των ρευστοποιήσεων των επενδυτών από τρία αμοιβαία κεφάλαιά της τα οποία είχαν επενδύσει σε αμερικανικά στεγαστικά προϊόντα, καθώς «αδυνατούσε» να τιμολογήσει αξιόπιστα την αξία των στοιχείων του ενεργητικού τους. Παρόμοια προβλήματα αντιμετώπισε και άλλη γερμανική τράπεζα, η Sachsen LB, η οποία εξαγοράστηκε από την Landesbank Baden-Württemberg. Την ίδια μέρα τα διεθνή χρηματιστήρια κατακρημνίστηκαν, ενώ η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) παρείχε ρευστότητα ύψους €95 δις.

Την επόμενη μέρα, Παρασκευή, 10 Αυγούστου, οι φόβοι εντάθηκαν. Τα επιτόκια στη διατραπεζική εκτοξεύτηκαν προς τα πάνω· και η ρευστότητα πρακτικά εξαφανίστηκε, αφού στη διατραπεζική αγορά κυριάρχησε ο φόβος για τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου. Οι κεντρικές τράπεζες αναγκάστηκαν να παρέμβουν για να εξασφαλίσουν την απαραίτητη ρευστότητα. Η ΕΚΤ παρείχε την ίδια μέρα περαιτέρω ρευστότητα ύψους €61 δις.

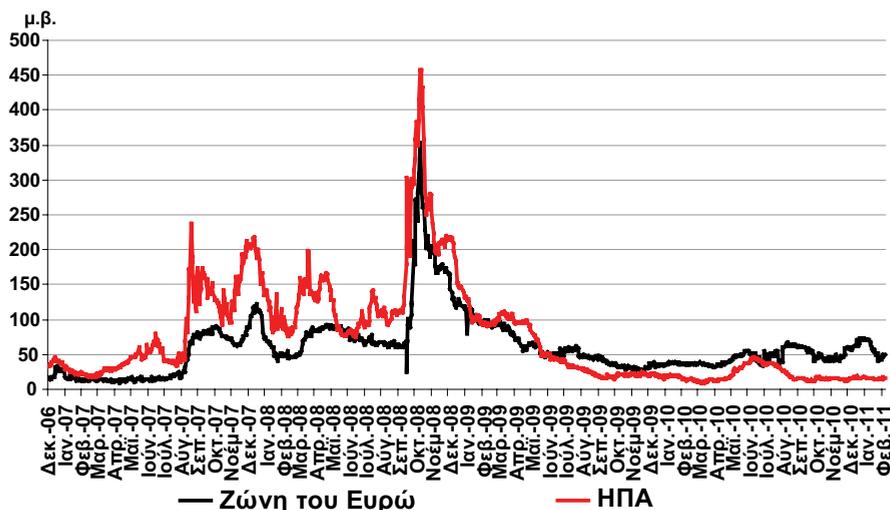
Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε όλο τον κόσμο άρχισαν σταδιακά να αντιλαμβάνονται ότι τα περιουσιακά τους στοιχεία που βασιζόνταν σε στεγαστικά δάνεια subprime δεν άξιζαν όσο πίστευαν, είχαν τιμολογήσει λάθος τον κίνδυνο που συνδεόταν με αυτά και πλέον ήταν πρακτικά αδύνατο να εκτιμήσουν την αξία τους, καθώς οι σχετικές αγορές κατέρρεαν. Οι τράπεζες, αβέβαιες πλέον για τις ίδιες τις κεφαλαιακές τους ανάγκες, σταμάτησαν να δανείζουν. Ουσιαστικά καμία τράπεζα δεν δάνειζε σε καμία άλλη τράπεζα, όσο μικρό και αν ήταν το διάστημα δανεισμού. Πολλοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί άρχισαν να έχουν σοβαρό πρόβλημα να εξασφαλίσουν τη βραχυχρόνια χρηματοδότηση που τους ήταν απαραίτητη για να συνεχίσουν να λειτουργούν— ιδίως οι οργανισμοί με υψηλή μόχλευση.

Στο Διάγραμμα 2.1 περιγράφεται η αυξομείωση στην πίεση που δέχτηκε η διατραπεζική αγορά στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη. Οι μεταβλητές στο διάγραμμα είναι τα περιθώρια στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη αντίστοιχα, ανάμεσα στο επιτόκιο με το οποίο δανείζεται μια τράπεζα για 3 μήνες από μια άλ-

λη τράπεζα και στο επιτόκιο με το οποίο δανείζεται το Δημόσιο για 3 μήνες. Συγκεκριμένα, για τις ΗΠΑ το περιθώριο είναι μεταξύ του επιτοκίου των τριμηνών καταθέσεων σε ευρώδολάρια και των τριμηνών εντόκων γραμματίων του αμερικανικού Δημοσίου (TED spread). Για την Ευρωζώνη, το περιθώριο είναι μεταξύ του τριμήνου Euribor και του σταθμικού μέσου όρου των τριμηνών εντόκων γραμματίων της Ζώνης του Ευρώ. Αύξηση των περιθωρίων οφείλεται είτε σε αύξηση του κινδύνου χρεοκοπίας των τραπεζών –δηλαδή, στον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου– είτε στην καταφυγή των επενδυτών σε περισσότερο ασφαλείς επενδύσεις (flight to quality), και η πιο ασφαλής επένδυση είναι σε τίτλους που εκδίδει το Δημόσιο.

Διάγραμμα 2.1.

Περιθώρια Τριμηνιαίων Επιτοκίων (1/12/2006 - 7/2/2011)
 (ΗΠΑ: $TED\ spread = 3m\ Eurodollar - 3m\ Tbill$,
 Ζώνη Ευρώ: $3m\ Euribor - 3m\ Euro\ Area\ Tbills$)



Σημείωση: Τα επιτόκια είναι ετησιοποιημένα, και η διαφορά τους εκφράζεται σε μονάδες βάσης. Το 3m Euro Area Tbill είναι ο σταθμικός μέσος όρος των κρατικών τριμηνιαίων επιτοκίων στην Ευρωζώνη.

Πηγή: Bloomberg, ECOWIN.

Στις ΗΠΑ η πίεση στη διατραπεζική αγορά ξεκίνησε από το πρώτο εξάμηνο του 2007. Η πρώτη, όμως, μεγάλη εκτίναξη των περιθωρίων έγινε τον Αύγουστο του 2007. Αυτό συνέβη τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρωζώνη. Ακο-

λούθησαν συνεχείς διακυμάνσεις στα περιθώρια, με μια ανοδική τάση λίγο πριν από το κλείσιμο του έτους 2007.

Με το ξέσπασμα της κρίσης τον Αύγουστο του 2007, η αγορά των στεγαστικών δανείων subprime πάγωσε. Πολλές εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, τράπεζες επενδύσεων, ειδικοί οργανισμοί-κελύφη και άλλοι, που ήταν επενδυτές στην αγορά των subprime και είχαν χρηματοδοτήσει την επένδυσή τους με βραχυχρόνιο δανεισμό, δέχτηκαν τηλεφωνήματα από τους δανειστές τους για μεγαλύτερη εγγύηση (margin).¹¹ Για να βρουν την εγγύηση, υποχρεώθηκαν σε πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων, με αποτέλεσμα οι τιμές πολλών περιουσιακών στοιχείων να αρχίσουν να πέφτουν. Οι πρώτοι οργανισμοί που χτυπήθηκαν ήταν οργανισμοί-κελύφη, στημένοι ως θυγατρικές εταιρείες αμερικανικών τραπεζών για να μπορούν να δανείζονται εύκολα, χωρίς υποχρεωτικές κεφαλαιακές απαιτήσεις για το ρίσκο που αναλάμβαναν. Αμέσως, η αγορά αυτών των εταιρειών ειδικού σκοπού (Special Investment Vehicles) εξαφανίστηκε. Η αγορά αυτή χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις σε στεγαστικά προϊόντα εκδίδοντας βραχυπρόθεσμα εταιρικά ομόλογα, τα λεγόμενα Asset-Backed Commercial Paper (ABCP). Λίγοι επιθυμούσαν πλέον να αγοράσουν ABCPs, και έτσι και αυτή η αγορά κατέρρευσε.

Στις 13 Σεπτεμβρίου 2007, αποκαλύπτεται ότι η βρετανική τράπεζα Northern Rock ζήτησε και έλαβε έκτακτη χρηματοδότηση από τη Τράπεζα της Αγγλίας, καθώς βασιζόταν σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση από τη διατραπεζική αγορά, η οποία είχε πλέον διακοπεί. Η έλλειψη λεπτομερειών για το σχέδιο προκάλεσε πανικό στο κοινό και, από την Παρασκευή 14 έως και τη Δευτέρα 17 Σεπτεμβρίου, έσπευσαν να αποσύρουν μαζικά τις καταθέσεις τους (£1δισ αποσύρθηκε σε μία μόνο ημέρα), στην πρώτη τέτοιου μεγέθους περίπτωση (run on the bank) στη Μ. Βρετανία εδώ και έναν αιώνα. Το υπουργείο Οικονομικών αναγκάστηκε να εγγυηθεί το σύνολο των καταθέσεων. Οι όποιες προσπάθειες να βρεθεί αγοραστής απέτυχαν, και η τράπεζα τελικά πέρασε υπό κρατικό έλεγχο το Φεβρουάριο του 2008.

Τον Οκτώβριο, η ελβετική τράπεζα UBS ανακοινώνει απώλειες \$3,4 δισ από τις επενδύσεις της σε subprime προϊόντα. Η διοίκησή της παραιτείται. Το Νοέμβριο η Citigroup αναγκάζεται να αποκαλύψει ότι έχει στον ισολογισμό της περισσότερα από \$50 δισ σε προϊόντα subprime, αντί για τα \$13 δισ όπως υποστήριζε έως τότε. Η Merrill Lynch αποκαλύπτει ότι αναμένει σχετικές απώ-

11. Το margin, ή καταβολή ασφάλειας, λειτουργεί επισήμως στις οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές (βλ. Hardouvelis, 1990) αλλά και χωρίς κρατική εποπτεία σε όλες τις εξωχρηματιστηριακές αγορές.

Λειες ύψους \$7,9 δις, με τη διοίκηση να παραιτείται. Γενικά, όμως, από το Σεπτέμβριο 2007 έως και το Νοέμβριο του ίδιου έτους, χάρη στις παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών, η κατάσταση δεν εκτραχύνθηκε. Έκτοτε, όμως, τα περιθώρια άρχισαν νέα ανοδική πορεία. Τότε ήταν που άρχισε να γίνεται πιο ξεκάθαρο το μέγεθος των πιθανών απωλειών στο χρηματοπιστωτικό τομέα, ενώ τεχνικοί λόγοι επέτειναν την άνοδο.¹² Το Δεκέμβριο του 2007 ανακοινώνονται τα πρώτα σχέδια για στήριξη από την αμερικανική κυβέρνηση στους ιδιοκτήτες ακινήτων που αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο κατάσχεσης. Επίσης, οι πέντε μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες στο δυτικό κόσμο συντονίζονται για να παράσχουν ρευστότητα στις τράπεζες.

Τα διεθνή χρηματιστήρια, αν και αντέδρασαν αρνητικά στην αρχή της κρίσης, τον Αύγουστο του 2007, επανήλθαν γρήγορα στα προηγούμενα επίπεδα. Σε αντίθεση με τις αγορές ομολόγων και χρήματος, δεν είχαν πληγεί ιδιαίτερα, και υπήρχε η εντύπωση σε πολλούς αναλυτές ότι οι καλές μέρες θα συνεχίζονταν και το 2008. Όμως, τον Ιανουάριο του 2008, η κρίση στη διατραπεζική αγορά και στην αγορά ομολόγων μεταδόθηκε και στα χρηματιστήρια. Ο Ιανουάριος σημαδεύτηκε από πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών παγκοσμίως. Ξεκίνησε έτσι μια καθοδική πορεία των χρηματιστηρίων που διήρκεσε περίπου 15 μήνες.

Στις 22 Ιανουαρίου του 2008, η Fed μειώνει το επιτόκιο παρέμβασης στο 3,5% από 4,25%. Η μείωση ήταν η μεγαλύτερη της 25ετίας και η πρώτη επείγουσα μείωση μετά το 2001. Τα διατραπεζικά επιτόκια πέφτουν προσωρινά. Οι ανησυχίες, όμως, μεταφέρονται στην τύχη των εταιρειών ασφάλισης ομολόγων. Συγχρόνως, καθώς οι τράπεζες έχουν ξεκινήσει μια σταδιακή απομόχλευση και οι πιστωτικές συνθήκες δυσκολεύουν, εκφράζονται και οι πρώτες ανησυχίες για την παγκόσμια οικονομία. Η ανάπτυξη στις αναπτυσσόμενες χώρες αναμένεται να πληγεί. Όμως, παρά τις ανησυχίες και πρώτη φορά στη σύγχρονη ιστορία, υποστηρίζεται η θεωρία της αποσύνδεσης των οικονομιών (decoupling), ότι, δηλαδή, οι αναπτυσσόμενες οικονομίες, ιδίως οι χώρες BRIC (Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα), δεν θα ακολουθήσουν την ίδια πορεία. Το Φεβρουάριο του 2008 οι G7 εκτιμούν ότι οι συνολικές απώλειες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος θα φτάσουν τα \$400 δις.

Το Μάρτιο του 2008 η κρίση άρχισε να επιδεινώνεται. Στις 13 Μαρτίου έγι-

12. Οι τράπεζες δεν ήθελαν να εμφανίσουν στον ισολογισμό της 31ης Δεκεμβρίου ότι ήταν δανεισμένες από τη διατραπεζική αγορά, για λόγους σηματοδότησης προς το ευρύτερο κοινό της οικονομικής ευρωστίας τους. Αυτό είχε ως συνέπεια ήδη ένα μήνα πριν από το τέλος του έτους να αρνούνται το δανεισμό βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων.

νε εμφανές ότι η Bear Stearns ήταν έτοιμη να κλείσει, εξαιτίας των τεράστιων απωλειών και της αδυναμίας εξασφάλισης βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. Ένα επείγον δάνειο από τη Fed δεν αποδείχθηκε αρκετό, και στις 17 Μαρτίου εξαγοράστηκε από την JP Morgan Chase για \$1,1 δις (αρχικά το τίμημα ήταν ακόμη χαμηλότερο, στα \$240 εκ.), όταν μόλις ένα χρόνο νωρίτερα η αποτίμησή της ήταν περίπου \$18 δις. Η Fed πρόσφερε χρηματοδότηση \$30 δις για να υποστηρίξει την εξαγορά, καθώς η τράπεζα ήταν μέρος ενός συστήματος αλληλοσυνδεδεμένων χρηματοοικονομικών συναλλαγών που εκτείνονταν σε παγκόσμια κλίμακα και, αν αναγκαζόταν να πουλήσει τα στοιχεία του ενεργητικού της στις αγορές, που είχαν ήδη τεράστια προβλήματα ρευστότητας, θα έριχνε και άλλο τις τιμές, εντείνοντας τις πιέσεις. Εν τω μεταξύ, η αναζήτηση ασφαλούς καταφυγίου από τους επενδυτές οδήγησε στις 19 Μαρτίου του 2008 τις αποδόσεις των εντόκων γραμματίων του αμερικανικού Δημοσίου σε σχεδόν μηδενικά επίπεδα.

Τον Απρίλιο του 2008, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) προειδοποιεί ότι οι απώλειες για το σύνολο του χρηματοοικονομικού τομέα μπορούσαν να φτάσουν το \$1 τρις. Τον Απρίλιο και το Μάιο του 2008 η κατάσταση δείχνει σημάδια βελτίωσης: από τη μια οι εκτεταμένες παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών και, από την άλλη, οι επιτυχημένες αυξήσεις κεφαλαίου μεγάλων τραπεζών καταφέρνουν να ηρεμήσουν προσωρινά τις αγορές. Η Royal Bank of Scotland ανακοινώνει αύξηση κεφαλαίου ύψους £12 δις, η UBS \$15,5 δις και η Barclays £4,5 δις. Η Τράπεζα της Αγγλίας ανακοινώνει σχέδιο ανταλλαγής «επικίνδυνων» στεγαστικών δανείων με «ασφαλή» κρατικά ομόλογα, ύψους £50 δις. Οι αγορές θεωρούν ότι ο συστημικός κίνδυνος είναι ακόμη μικρός, ότι η ύφεση στις ΗΠΑ θα είναι περιορισμένη, ενώ η θεωρία του decoupling, παρά τη διεθνή πτώση των χρηματιστηρίων, υποστηρίζεται ακόμη από πολλούς αναλυτές.

Μέχρι εκείνη τη στιγμή και εφαρμόζοντας τα διδάγματα από την κρίση του 1930, οι κεντρικές τράπεζες είχαν αντιδράσει με τρόπο ώστε η χρηματοοικονομική κρίση να μη μετατραπεί σε οικονομική και να μην καταρρεύσει το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Προέβησαν σε συντονισμένες μειώσεις επιτοκίων και ενέσεις ρευστότητας.¹³ Όμως, ο παραδοσιακός μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής είχε ουσιαστικά παραλύσει: δεν δίνονταν δάνεια σε ιδιώτες. Έτσι, οι κεντρικές τράπεζες προχώρησαν σε εκτεταμένες ενέσεις ρευστότητας, χρησιμοποιώντας και νέα εργαλεία. Η Fed δημιούργησε το Μάρτιο του 2008 το TAF (Term Auction Facility) για το δανεισμό τραπεζών

13. Η ΕΚΤ, σε αντίθεση με τη Fed, δεν προχώρησε σε μείωση των επιτοκίων, καθώς περιορίζεται από τη βασική της αποστολή, που είναι η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού.

ανώνυμα, χωρίς να τιμωρούνται για την ανάγκη τους αυτή από τις αγορές, αλλά και το primary dealer credit facility για τη διευκόλυνση δανεισμού χρηματοοικονομικών φορέων πέραν των τραπεζών από τη Fed, καθώς και ένα μηχανισμό για την ανταλλαγή παράγωγων προϊόντων βασισμένων σε subprime δάνεια με έντοκα γραμμάτια του αμερικανικού Δημοσίου (Cecchetti, 2008). Όμως, παρά τις παρεμβάσεις, οι κεντρικές τράπεζες δεν είχαν καταφέρει να λύσουν το βασικό πρόβλημα της επιδεινούμενης κρίσης. Γινόταν μέρα με τη μέρα ολοένα πιο φανερό ότι η έλλειψη ρευστότητας ήταν απλώς σύμπτωμα και όχι η αιτία των γεγονότων. Το πρόβλημα ήταν η έλλειψη φερεγγυότητας.

Τον Ιούλιο του 2008 η κατάσταση επιδεινώνεται εκ νέου, καθώς οι οργανισμοί Fannie Mae και Freddie Mac, που ήταν ημικρατικοί οργανισμοί και οι μεγαλύτεροι δανειστές στην αγορά στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ, αποδεικνύεται ότι δεν μπορούν να εξασφαλίσουν την απαραίτητη χρηματοδότηση, εκτιμώμενου ύψους \$3 δις, από την αγορά. Καθώς κατέχουν ή είναι εγγυητές στεγαστικών δανείων αξίας περίπου \$5 τρις, οι αρχές εκτιμούν στη συνέχεια ότι δεν μπορούν να τις αφήσουν να καταρρεύσουν και έτσι σπεύδουν να παράσχουν χρηματοδότηση ύψους \$300 δις μέσω της Fed. Τελικά, στις 7 Σεπτεμβρίου του 2008 ανακοινώνεται η διάσωση των δύο τραπεζών από τις ομοσπονδιακές αρχές καθώς, σύμφωνα με τον υπουργό Οικονομικών Henry Paulson, «τα επίπεδα του χρέους των δύο εταιρειών αποτελούν συστημικό κίνδυνο για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα».

2.4 Η χρηματοοικονομική κρίση επιδεινώνεται - κατάρρευση Lehman

Αν και η επιδείνωση της κρίσης υπήρξε σταδιακή, αφού οι εποπτικές αρχές αντιδρούσαν με όλο και μεγαλύτερες παρεμβάσεις, ορόσημο του μεγέθους της αποτελούν τα γεγονότα του Σεπτεμβρίου 2008. Τότε η κρίση έλαβε πλέον δραματικές διαστάσεις, καθώς οι εξελίξεις απέδειξαν ότι τα συμβατικά μέσα πολιτικής αδυνατούσαν να αντιμετωπίσουν τα προβλήματα, ενώ εκ των υστέρων αποδείχθηκε λανθασμένη η πολιτική μη διάσωσης της Lehman Brothers.

Στις 10 Σεπτεμβρίου, η Lehman Brothers ανακοινώνει τεράστιες απώλειες για το τελευταίο τρίμηνο και, έπειτα από ένα πενήνημερο αγωνιώδους αναζήτησης αγοραστή, αναγκάζεται να κηρύξει πτώχευση τη Δευτέρα, 15 Σεπτεμβρίου. Ήταν η πρώτη μεγάλη τράπεζα που χρεοκοπούσε. Είχε προηγηθεί ένα Σαββατοκύριακο έντονων διαβουλεύσεων στο κεντρικό κτίριο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης στη Liberty Street, με παρουσία του επικεφα-

λής της New York Fed και μετέπειτα υπουργού Οικονομικών Timothy Geithner, του Προέδρου της Fed Ben Bernanke, και του υπουργού Οικονομικών Henry Paulson. Δεν βρέθηκε αγοραστής για τη Lehman, αφού ο επιδοξος αγοραστής, που ήταν η Barclays, επέμενε σε παρόμοιες εγγυήσεις με αυτές που είχαν δοθεί στην JP Morgan για την εξαγορά της Bear Stearns τον προηγούμενο Μάρτιο. Έτσι αποφασίστηκε να αφηθεί η Lehman να καταρρεύσει.¹⁴ Στις ίδιες διαβουλεύσεις, όμως, βρέθηκε αγοραστής για τη Merrill Lynch, που αντιμετώπιζε και αυτή την απειλή της χρεοκοπίας, υπό το βάρος συνολικών ζημιών από την κρίση \$51,8 δις (σύμφωνα με το Bloomberg). Την ίδια μέρα, στις 15 Σεπτεμβρίου, η Merrill Lynch ανακοινώνει την εξαγορά της από την Bank of America για \$50 δις. Σε ένα Σαββατοκύριακο δύο από τις μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζες του κόσμου έπαψαν να υπάρχουν. Η χρεοκοπία της Lehman εξαφάνισε την όποια λίγη εμπιστοσύνη είχε μείνει στη διατραπεζική αγορά, και τα επιτόκια εκτοξεύτηκαν σε ιστορικά υψηλά. Η αγορά ουσιαστικά ήταν και πάλι κλειστή και θα παρέμενε έτσι για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Η απόφαση να αφηθεί η Lehman να καταρρεύσει είχε σκοπό να μειώσει τον ηθικό κίνδυνο (moral hazard), αλλά ξαφνικά δημιουργήθηκε ένα ντόμινο ανησυχών. Η ανησυχία μεταφέρθηκε κυρίως στους ασφαλιστικούς οργανισμούς που είχαν πουλήσει ασφάλειες έναντι του κίνδυνου χρεοκοπίας οργανισμών όπως η Lehman, χρησιμοποιώντας παράγωγα προϊόντα (Credit Default Swaps). Μεγαλύτερος κίνδυνος υπήρχε για την αμερικανική AIG, τη μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρία του κόσμου, της οποίας ο κομβικός ρόλος απειλούσε να προκαλέσει την πλήρη κατάρρευση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο συστημικός κίνδυνος ήταν πλέον τεράστιος, αφού το κόστος της κατάρρευσής της ήταν πολύ μεγαλύτερο από ό,τι της διάσωσής της. Έτσι, την επόμενη μέρα μετά τη χρεοκοπία της Lehman, στις 16 Σεπτεμβρίου 2008, η αμερικανική κυβέρνηση ανακοινώνει ένα πακέτο σωτηρίας \$85 δις για την AIG, με αντάλλαγμα το 80% της εταιρείας. Η AIG κρατικοποιείται, κάτι πρωτοφανές για την αμερικανική αγορά.

Το τραπεζικό τοπίο άλλαζε δραματικά, καθώς η λίστα τραπεζών και αμοιβαίων κεφαλαίων που χρεοκοπούσαν ή εξαγοράζονταν μεγάλωνε διαρκώς. Οι μόνες δύο μεγάλες επενδυτικές αμερικανικές τράπεζες που είχαν απομείνει (Goldman Sachs, Morgan Stanley) μετατράπηκαν στις 22 Σεπτεμβρίου 2008 σε εμπορικές (bank holding companies), προκειμένου να αποκτήσουν απρόσκοπτη πρόσβαση σε χρηματοδότηση από τη Fed. Στις 25 Σεπτεμβρίου 2008

14. Ο Alan Greenspan αποκάλυψε το γεγονός «κάτι που συμβαίνει μια φορά στα εκατό χρόνια», και προειδοποίησε ότι μπορεί να ακολουθήσουν και άλλες μεγάλες τράπεζες.

η Washington Mutual, με συνολικά στοιχεία ενεργητικού αξίας \$328 δις (η έκτη μεγαλύτερη τράπεζα στις ΗΠΑ), κλείνει και πωλείται στην JPMorgan Chase. Το ντόμινο συνεχίζεται στην Ευρώπη, καθώς η Fortis, ο πολυεθνικός τραπεζικός και ασφαλιστικός γίγαντας διασπάται και εν μέρει κρατικοποιείται τον Οκτώβριο του 2008. Το ίδιο συμβαίνει και με την αγγλική Bradford & Bingley και τη βελγογαλλική Dexia.

Στα τέλη Σεπτεμβρίου - αρχές Οκτωβρίου του 2008, οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες της Ισλανδίας, η Kaupthing, η Glitnir και η Landsbanki (η οποία λειτουργούσε ως Icesave στη Νορβηγία και στο Ην. Βασίλειο) πτώχευσαν και τέθηκαν υπό καθεστώς ελέγχου από την Ισλανδική Αρχή Χρηματοοικονομικής Εποπτείας. Οι ισλανδικές τράπεζες είχαν θυγατρικές εκτός συνόρων της Ισλανδίας και είχαν προσελκύσει καταθέσεις, προσφέροντας υψηλότερα επιτόκια από τους τοπικούς ανταγωνιστές τους στην Ολλανδία, στο Ην. Βασίλειο και στη Σκανδιναβία. Ο αριθμός των καταθετών τους σε αυτές τις χώρες ξεπερνούσε τον πληθυσμό της Ισλανδίας. Η χρεοκοπία αυτή δημιούργησε κρίση στις σχέσεις της χώρας με τις χώρες δραστηριοποίησης των τραπεζών της, για το αν και πώς θα αποζημιώνονταν οι πελάτες τους στο εξωτερικό. Η διαμάχη,¹⁵ η οποία συνεχιζόταν ως και τις αρχές του 2011, αφορούσε το αν και πώς η Ισλανδία θα αποπληρώσει δάνειο συνολικού ύψους €3,8 δις (44% του ΑΕΠ το 2009) προς την Ολλανδία και το Ην. Βασίλειο, που χρησιμοποιήθηκε για την αποζημίωση των καταθετών.¹⁶

Καθώς η κατάσταση έβαινε εκτός ελέγχου, κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες αποφάσισαν να παρέμβουν δυναμικά. Η σημαντικότερη προσπάθεια ήταν η δημιουργία ταμείου στις ΗΠΑ, του αποκαλούμενου TARP (Troubled Asset Relief Program), ύψους \$700 δις ή 5% του ΑΕΠ των ΗΠΑ, για την αγορά από το υπουργείο Οικονομικών τοξικών προϊόντων από τις τράπεζες. Το σχέδιο εγκρίθηκε από το Κογκρέσο, έπειτα από δύο δραματικές ψηφοφορίες, στις 3 Οκτωβρίου. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι σχετικές ψηφοφορίες καλύφθηκαν ζωντανά παγκοσμίως, ακόμη και από ελληνικά τηλεοπτικά κανάλια.

Στις 30 Σεπτεμβρίου, η Ιρλανδία ανακοινώνει ότι εγγυάται το σύνολο των καταθέσεων στις ιρλανδικές τράπεζες. Αύξηση του ορίου εγγύησης των καταθέσεων ανακοινώνεται και σε πολλές άλλες χώρες. Στις 8 Οκτωβρίου, η Fed, η ΕΚΤ, η Τράπεζα της Αγγλίας και οι κεντρικές τράπεζες του Καναδά, της Σουη-

15. Είναι χαρακτηριστικό της έντασης που δημιουργήθηκε το γεγονός ότι τον Οκτώβριο του 2008 η βρετανική κυβέρνηση «πάγωσε» τα περιουσιακά στοιχεία της Landsbanki στο Ην. Βασίλειο, επικαλούμενη διατάξεις του αντιτρομοκρατικού νόμου.

16. Σχετικό νομοσχέδιο απορρίφθηκε με δημοψήφισμα στην Ισλανδία στις 6 Μαρτίου του 2010.

δίας και της Ελβετίας μειώνουν εκτάκτως και συντονισμένα σε μια πρωτοφανή κίνηση τα επιτόκια κατά 0,5%. Είναι η πρώτη μείωση στην οποία προβαίνει η ΕΚΤ από την αρχή της κρίσης.

Οι πτωχεύσεις / διασώσεις τραπεζών συνεχίζονται σε όλο τον κόσμο το χειμώνα του 2008 - 2009. Αποδεικνύεται ότι με ελάχιστες εξαιρέσεις, όπως το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, όλοι κινδυνεύουν. Στη Γερμανία, η Hyro Real Estate διασώζεται με κόστος €50 δις και με τη συμμετοχή άλλων ιδιωτικών τραπεζών. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, με κόστος £37 δις εθνικοποιείται η Royal Bank of Scotland (το 60% στην ιδιοκτησία του κράτους)¹⁷, ενώ συγχωνεύονται και εθνικοποιούνται η Lloyds TSB και η HBOS (το 40% στην ιδιοκτησία του κράτους). Στις ΗΠΑ, η Wachovia, η τέταρτη μεγαλύτερη τράπεζα, εξαγοράζεται από την Wells Fargo για \$15 δις, χωρίς όμως κρατική βοήθεια. Τον Οκτώβριο του 2008, η κυβέρνηση των ΗΠΑ ανακοινώνει ότι θα χρησιμοποιήσει \$250 δις από το TARP για την εξαγορά μεριδίων σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Αυτό αποτελούσε μερική εθνικοποίηση με σκοπό, όμως, σύμφωνα με τον πρόεδρο Bush, «να σώσει την ελεύθερη αγορά». Στην Ιρλανδία, τους πρώτους μήνες του 2009 εθνικοποιήθηκε η Anglo Irish Bank, η τρίτη μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας.

Παρά τα προηγούμενα μέτρα, η κρίση εντάθηκε τους πρώτους μήνες του 2009, και ο φόβος κατάρρευσης συνέχισε να υπάρχει, καθώς αμφισβητούνταν η βιωσιμότητα όλων των μεγάλων αμερικανικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ταυτόχρονα, η χρηματοοικονομική κρίση περνούσε στην πραγματική οικονομία όλων των χωρών του πλανήτη, διαφεύδοντας έτσι τη θεωρία της αποσύνδεσης των οικονομιών (decoupling).

2.5 Το τέλος της χρηματοοικονομικής κρίσης;

Καμπή στην κρίση αποτέλεσε η απόφαση τότε της αμερικανικής κυβέρνησης να βάλει τέλος στα σενάρια περί χρεοκοπίας του τραπεζικού συστήματος, δημοσιοποιώντας το Μάιο του 2009 τα αποτελέσματα ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων των αμερικανικών τραπεζών (stress tests). Τα αποτελέσματα αυτά, αν και αμφισβητήθηκαν έντονα για την αξιοπιστία τους, κυρίως από μη Αμερικανούς αναλυτές, αποδείχθηκαν πολύ σημαντικά για την αποκατάσταση ως ένα βαθμό της εμπιστοσύνης στο αμερικανικό τραπεζικό σύστημα. Η αγορά έπαυχε τότε απελπισμένα κάποιον αξιόπιστο φορέα να της πει

¹⁷. Στη συνέχεια, με περαιτέρω αύξηση κεφαλαίου και με μετατροπή προνομιούχων σε κοινές μετοχές, η ιδιοκτησία του κράτους στην RBS ανήλθε στα μέσα του 2010 στο ποσοστό του 68,4%.

πού βρίσκεται η πραγματική κατάσταση. Οι ασκήσεις αυτές παρείχαν ένα βαθμό διαφάνειας και πληροφόρησης. Συμμετείχαν 19 αμερικανικές τράπεζες, όσες είχαν ενεργητικό στο τέλος του 2008 άνω των \$100 δις. Οι 19 αυτές τράπεζες άθροιζαν συνολικό ενεργητικό περίπου \$10 τρις και αντιπροσώπευαν το 70% του ενεργητικού του τραπεζικού τομέα των ΗΠΑ.

Οι εκτεταμένες δημοσιονομικές παρεμβάσεις και οι συντονισμένες ενέργειες των κεντρικών τραπεζών, που περιγράφονται με μεγαλύτερη λεπτομέρεια στο επόμενο εδάφιο, βοήθησαν να αποκατασταθεί σταδιακά και σε ένα βαθμό η εμπιστοσύνη και μια σχετική ηρεμία στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Από τα μέσα του 2009, μετά τα stress tests, οι φόβοι για την κατάσταση των τραπεζών αντικαταστάθηκαν από τους φόβους για την οικονομική κατάσταση. Καθώς η κρίση περνούσε στην πραγματική οικονομία (δείτε επόμενη ενότητα), οι κίνδυνοι για το χρηματοπιστωτικό σύστημα αυξάνονταν. Η πιθανότητα να βαθύνει η ύφεση οδηγώντας σε νέο κύκλο προβληματικών δανείων έμοιαζε εφιαλτική. Η σταδιακή όμως ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας το 2010 βοήθησε στο μετριασμό των κινδύνων για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Στην Ευρώπη, η αποκατάσταση μιας αντίστοιχης σχετικής ηρεμίας δεν διήρκεσε πολύ. Η αιτία ήταν το γεγονός ότι μια νέα κρίση χτύπησε την Ευρώπη με αφορμή την Ελλάδα, όπως θα αναλύσουμε αργότερα. Το 2010 αποδείχθηκε δύσκολο για το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα. Και στην Ευρώπη διεξήχθησαν αντίστοιχες ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων των ευρωπαϊκών τραπεζών, όπως είχε γίνει πάνω από ένα χρόνο νωρίτερα για τις τράπεζες στις ΗΠΑ. Οι ασκήσεις αφορούσαν 91 τράπεζες οι οποίες αντιπροσώπευαν το 65% του ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος της ΕΕ και συντονίστηκαν από την Committee of European Banking Supervisors (CEBS), με τη συνεργασία της ΕΚΤ και της ΕΕ. Τα αποτελέσματα ανακοινώθηκαν στις 23 Ιουλίου του 2010 και ήταν συνολικώς θετικά. Μόλις 7 τράπεζες (συμπεριλαμβανμένης και της Αγροτικής Τράπεζας στην Ελλάδα) από τις 91 έπεφταν κάτω από το όριο του 6% για το δείκτη Tier I, και αυτό υπό το δυσμενέστερο σενάριο.¹⁸

Τα ευρωπαϊκά stress tests δεν καθυσάχασαν, όμως, την αγορά πλήρως. Βασική πηγή ανησυχίας ήταν ότι τα tests διεξήχθησαν υπό την υπόθεση ότι καμία χώρα μέλος της Ευρωζώνης δεν θα χρεοκοπήσει. Έτσι, δεν εξετάστηκαν οι επιπτώσεις στην κεφαλαιακή επάρκεια από «κούρεμα» στην αξία των κρατικών ομολόγων που οι τράπεζες κρατούν στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο έως τη λήξη

18. Το όριο του 6% για το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας Tier I συμφωνήθηκε αποκλειστικά για τους σκοπούς αυτής της άσκησης. Σε καμία περίπτωση το όριο αυτό δεν πρέπει να ερμηνευθεί ως εποπτικό ελάχιστο, το οποίο όπως είναι γνωστό ορίζεται σε 4%.

τους (held-to-maturity portfolio ή banking book). Τα tests υπέθεσαν ότι «κούρεμα» θα υπήρχε μόνο στα ομόλογα του χαρτοφυλακίου συναλλαγών (trading book). Αυτά, όμως, αποτελούν μόλις το 17% του συνόλου των κρατικών ομολόγων που έχουν στην κατοχή τους οι ευρωπαϊκές τράπεζες που ελέγχθηκαν (Blundell-Wignall and Slovik, 2010). Έτσι, η ανησυχία στην Ευρώπη διατηρήθηκε και πολύ σύντομα εντάθηκε μετά την κρίση στην Ιρλανδία.

Το 2011 η ένταση της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης φαίνεται να έχει ξεπεραστεί. Όμως, ο χρηματοοικονομικός τομέας παραμένει ευαίσθητος και τα ασφάλιστρα κινδύνου υψηλά. Ορισμένες από τις γενεσιουργικές αιτίες της κρίσης, όπως οι διεθνείς ανισορροπίες στον εξαγωγικό τομέα, εξακολουθούν να υφίστανται, ίσως με μικρότερη ένταση. Στη διάρκεια του 2010, οι αγορές στην Ευρώπη ταλανίστηκαν από ερωτήματα για την τύχη του ευρώ από τα τεράστια χρέη που συσσώρευαν χώρες όπως η Ελλάδα (βλέπετε Ενότητες 4 και 5). Γενικότερα, η μόχλευση στο δυτικό κόσμο είχε πλέον γίνει πολύ μεγάλη, τόσο στον ιδιωτικό όσο και στο δημόσιο τομέα. Αυτή η μόχλευση θα επηρεάσει αρνητικά τους ρυθμούς ανάπτυξης στο μέλλον· και απαιτεί επαγρύπνηση των εποπτικών φορέων διότι διατηρεί τη νευρικότητα στις αγορές. Απαιτεί, επίσης, και ένταση των προσπαθειών για τη δημιουργία μιας νέας αρχιτεκτονικής για το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα η οποία θα εξασφαλίζει μεγαλύτερη σταθερότητα και θα αποτρέπει τη συσσώρευση κινδύνων (βλ. Ενότητα 5).

3. Η διεθνής οικονομική κρίση

Η χρηματοοικονομική κρίση γρήγορα μετασηματίστηκε σε οικονομική κρίση και επηρέασε όλες τις χώρες του πλανήτη. Στο παρόν εδάφιο περιγράφεται η διαδικασία μετάδοσης της κρίσης από το χρηματοοικονομικό τομέα στην πραγματική οικονομία. Εξηγούνται, επίσης, οι αντιδράσεις των κυβερνήσεων, των κεντρικών τραπεζών και άλλων εποπτικών αρχών ενάντια στην ύφεση, καθώς και τα αποτελέσματα των διαρκών παρεμβάσεών τους.

3.1 Η μεταφορά της κρίσης στην πραγματική οικονομία

Ήδη από την αρχή της χρηματοοικονομικής κρίσης άρχισαν να εκφράζονται ανησυχίες για την πιθανή μεταφορά της στην πραγματική οικονομία. Αυτό δεν αποφεύχθηκε. Ιδιαίτερα στο τέταρτο τρίμηνο του 2008, μετά την κατάρρευση

της Lehman Brothers, κατέρρευσε σχεδόν αμέσως το διεθνές εμπόριο και η παραγωγή των χωρών διεθνώς. Επηρεάστηκαν όλες οι χώρες, ανεξάρτητα από την οικονομική πολιτική που στο παρελθόν είχαν ακολουθήσει, διότι όλες οι οικονομίες είναι διεθνοποιημένες. Διαψεύσθηκε έτσι και η θεωρία της αποσύνδεσης, ή decoupling, για τις αναδυόμενες οικονομίες. Έτσι, το 2009 η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, με το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης να γίνεται αρνητικός, - 1,9%, πρώτη φορά μετά το πρώτο μισό της δεκαετίας του 1930 και τη Μεγάλη Ύφεση.

Η μεταφορά της κρίσης στην πραγματική οικονομία έγινε μέσω της απομόχλευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τα προβλήματα φερεγγυότητας από τις κεφαλαιακές απώλειες οδήγησαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε προσπάθεια τόνωσης της κεφαλαιακής τους βάσης ή/και μείωσης του μεγέθους του ενεργητικού τους. Όμως, σε αυτές τις περιπτώσεις η μείωση του ενεργητικού είναι πολλαπλάσια της αρχικής κεφαλαιακής απώλειας. Τράπεζες που στο παρελθόν δάνειζαν 50 φορές τα ίδια κεφάλαιά τους αναγκάστηκαν να περιορίσουν το δανεισμό προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά κατά 50 φορές, για να καλύψουν το χάσμα στα κεφάλαιά τους. Έτσι, θέσπισαν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια και περιόρισαν τις πιστώσεις. Η μείωση στις πιστώσεις οδηγεί στη συνέχεια τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά σε συρρίκνωση των δραστηριοτήτων τους, γεγονός που σημαίνει μείωση του προσωπικού, αύξηση της ανεργίας, λιγότερη παραγωγή, λιγότερο εισόδημα και επιμήκυνση της ύφεσης. Η πολλαπλασιαστική αυτή αρνητική επίδραση από το χάσμα κεφαλαίων στο νέο δανεισμό καθώς και στην ανανέωση των παλαιών δανείων μεταφέρει την κρίση στην πραγματική οικονομία. Ταυτόχρονα, η ύφεση μειώνει τη δυνατότητα επιχειρήσεων και νοικοκυριών να εξυπηρετούν τα δάνειά τους, δημιουργώντας έτσι ένα φαύλο κύκλο.

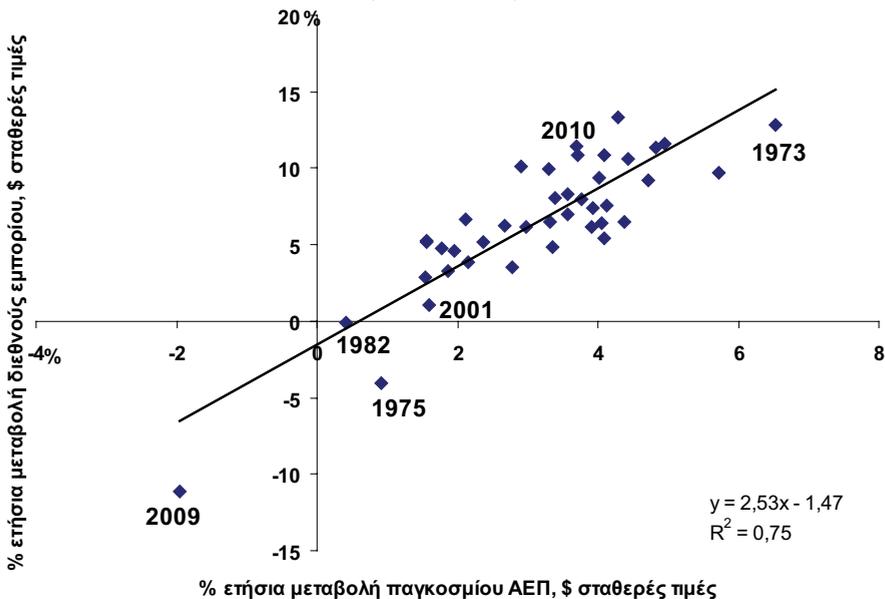
Στο τέλος του 2008, η αμερικανική αυτοκινητοβιομηχανία ουσιαστικά είχε χρεοκοπήσει λόγω της έλλειψης πιστώσεων, της απότομης πτώσης της κατανάλωσης και λανθασμένων επιχειρηματικών επιλογών. Η αμερικανική κυβέρνηση έσπευσε να οργανώσει σχέδιο διάσωσης με χρήματα από το TARP, ύψους \$23,4 δις, για να σώσει τις τρεις μεγαλύτερες αμερικανικές αυτοκινητοβιομηχανίες, GM, Ford και Chrysler. Όμως, η GM και η Chrysler τελικά δεν θα αποφύγουν τη χρεοκοπία, το 2009, και την εθνικοποίηση.

Οι πιστώσεις στο εξαγωγικό εμπόριο υπήρξαν τα πρώτα θύματα, διότι εκεί ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου είναι ο μεγαλύτερος. Ο φόβος των πτωχεύσεων των αντισυμβαλλόμενων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στέρεψε πρώτα τη ρευστότητα και στη συνέχεια τις πιστώσεις στο εξαγωγικό εμπόριο. Η έλλειψη

πιστώσεων συνέβαλε μαζί με την πτώση της καταναλωτικής και επιχειρηματικής εμπιστοσύνης στην κατάρρευση του παγκόσμιου εμπορίου. Το παγκόσμιο εμπόριο έχει σημειώσει σημαντική πτώση σε τρεις περιπτώσεις μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο: κατά τη διάρκεια της πετρελαϊκής κρίσης το 1974-75, το 1982 - 83 και κατά το 2001 - 02, με το σπάσιμο της φούσκας των τεχνολογικών μετοχών και τις επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου. Η επιβράδυνση, όμως, που ξεκίνησε στα μέσα του 2007 μαζί με την χρηματοοικονομική κρίση εξελίχθηκε από το τελευταίο τρίμηνο του 2008 σε κατάρρευση. Οι αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης του εμπορίου συνεχίστηκαν και όλο το 2009. Η κατάρρευση του διεθνούς εμπορίου είναι χαρακτηριστικό σημάδι της ύφεσης και σημαντικός παράγων εμβάθυνσής της. Η πτώση αυτή ήταν συγχρονισμένη, αφορούσε όλες τις οικονομίες και όλες τις κατηγορίες εμπορευμάτων.

Διάγραμμα 3.1.

Συσχέτιση παγκόσμιου ρυθμού μεταβολής ΑΕΠ και Διεθνούς Εμπορίου (1970 - 2010)



Πηγή: OECD, World Bank, IMF.

Σημείωση: Στην εξίσωση παλινδρόμησης, y αντιστοιχεί στην εξηρητημένη μεταβλητή του κάθετου άξονα, και x στην ανεξάρτητη μεταβλητή του οριζόντιου άξονα. R^2 είναι ο συντελεστής πολλαπλού προσδιορισμού, που όσο πιο κοντά βρίσκεται στη μονάδα τόσο πιο στενή είναι η σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών.

Η συγχρονισμένη και αλληλοσυνδεόμενη κατάρρευση εμπορίου και ανάπτυξης φαίνεται καθαρά στο Διάγραμμα 3.1, όπου παρουσιάζονται οι ετήσιοι πραγματικοί ρυθμοί ανάπτυξης του παγκόσμιου ΑΕΠ και του διεθνούς εμπορίου από το 1970 έως και το 2010. Υπάρχει μια σαφής θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών, που περιγράφεται από τη γραμμή παλινδρόμησης: η πτώση της παγκόσμιας πραγματικής οικονομίας κατά μία ποσοστιαία μονάδα συνοδεύεται με πώση του όγκου του διεθνούς εμπορίου σε σταθερές τιμές κατά 2,5 ποσοστιαίες μονάδες. Παρατηρήσατε ότι το 2009 είναι το έτος όχι απλώς με τη μεγαλύτερη πτώση και των δύο δεικτών τα τελευταία 40 χρόνια, αλλά και το έτος που η κατάρρευση του εμπορίου είναι πολύ μεγαλύτερη από την πώση που δικαιολογείται με βάση την προηγούμενη ιστορική εμπειρία πώσης του ρυθμού ανάπτυξης.¹⁹ Στο ίδιο διάγραμμα, παρατηρήσατε επίσης την επέλαση της παγκοσμιοποίησης την περίοδο 1970 - 2010, η οποία φαίνεται και από το γεγονός ότι ο μέσος ρυθμός αύξησης του διεθνούς εμπορίου (6,5%) ήταν υπερδιπλάσιος του αντίστοιχου μέσου ρυθμού αύξησης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας (3,1%).

3.2 Μέτρα αντιμετώπισης της ύφεσης – δημοσιονομικά και νομισματικά

Οι αρχές αντέδρασαν άμεσα και συντονισμένα από το 2008, έχοντας πάρει πολύτιμα μαθήματα από τη Μεγάλη Ύφεση του 1930. Οι προσπάθειες κυβερνήσεων και κεντρικών τραπεζών συντονίστηκαν μέσω των G-20 και του αναβαθμισμένου Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Προσπάθησαν να μη χτίσουν νέα τείχη προστατευτισμού και να ακολουθήσουν μια κοινή πολιτική εξόδου από την κρίση. Μια μεγαλύτερη σε μέγεθος και διάρκεια παγκόσμια ύφεση αποφεύχθηκε χάρη στην επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική. Τα επιτόκια μειώθηκαν δραστικά και υιοθετήθηκαν μεγάλα δημοσιονομικά πακέτα αναζωογόνησης της οικονομίας.

Οι κεντρικές τράπεζες δεν περιορίστηκαν μόνο στη μείωση των επιτοκίων. Εφηύραν νέους τρόπους παροχής ρευστότητας, αύξησαν το ελάχιστο ποσό των εγγυημένων τραπεζικών καταθέσεων, συνέδραμαν τις κυβερνήσεις στον καθορισμό πακέτων διάσωσης των τραπεζών. Στον Πίνακα 3.1 μπορούμε να δούμε το μέγεθος της παρέμβασης των νομισματικών αρχών. Η αύξηση του ενεργη-

¹⁹. Στο Διάγραμμα 3.1, η διαφορά του σημείου του 2009 έχει τη μεγαλύτερη κάθετη απόσταση από τη γραμμή παλινδρόμησης.

τικού τους αντανakλά τα έκτακτα μέτρα που πάρθηκαν για τη διάσωση του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Πίνακας 3.1

Επεκτατική νομισματική πολιτική, αρχές Αυγούστου 2007 – αρχές Φεβρουαρίου 2011

	Μείωση επιτοκίων παρέμβασης	Αύξηση του ενεργητικού της κεντρικής τράπεζας	Ύψος ενεργητικού κεντρικής τράπεζας
ΗΠΑ	- 5,00 %	182,9%	\$2,47 τρις
Ευρωζώνη	- 3,00 %*	68,6%	€2,01 τρις
Ην. Βασίλειο	- 5,25 %	194,6%	£241,1 δις

* Ενδιάμεσα το επιτόκιο αυξήθηκε κατά 0,25% το διάστημα 7/2008 – 10/2008.

Σημείωση: Τα δεδομένα για τη Ζώνη του Ευρώ είναι έως τις 4/2/2011, για τις ΗΠΑ έως τις 2/2/2011 και για το Ην. Βασίλειο έως τις 4/2/2011.

Πηγή: ΕΚΤ, Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, Τράπεζα της Αγγλίας.

Η Fed μείωσε το βασικό της επιτόκιο από 5,25% το Σεπτέμβριο του 2007 στο 0% με 0,25% το Δεκέμβριο του 2008. Πρώτη φορά η Fed έθεσε ως στόχο για το βασικό της επιτόκιο ένα εύρος, παρά ένα συγκεκριμένο νούμερο. Η ΕΚΤ προχώρησε πιο διστακτικά στη μείωση των επιτοκίων, καθώς περιορίζεται από τη βασική της αποστολή, που είναι η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού. Η ΕΚΤ ξεκίνησε τις μειώσεις μόλις τον Οκτώβριο του 2008, από το 4,25% στο 1% τον Ιούνιο του 2009.

Η Fed δεν περιορίστηκε στο εργαλείο των επιτοκίων. Προέβη και στη λήψη μη συμβατικών μέτρων τα οποία ονομάστηκαν «μέτρα ποσοτικής και ποιοτικής χαλάρωσης» ή «quantitative and qualitative easing». Ενώ η ΕΚΤ αναγκάστηκε να καταφύγει και αυτή σε μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, ώστε να διοχετεύσει ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, το ενεργητικό της αυξήθηκε πολύ λιγότερο από το αντίστοιχο ενεργητικό της Fed. Αξίζει επίσης να τονιστεί ότι την περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης, ένα από τα πρώτα μέληματα των κυβερνήσεων ήταν η αύξηση του ελάχιστου ποσού της εγγύησης των καταθέσεων, ώστε να αποφευχθεί η εκδήλωση πανικού.

Μια δεύτερη και επίσης σημαντική πρωτοβουλία των κυβερνήσεων ήταν η

ενεργοποίηση πακέτων διάσωσης και ενίσχυσης των εγχώριων τραπεζών. Το μέγεθος των πακέτων διάσωσης κυμάνθηκε από το 3% του εγχώριου ΑΕΠ, στην Ιταλία, έως το 220% στην Ιρλανδία. Στην Ελλάδα αντιστοιχούσε στο 11% του ΑΕΠ, και αρχικά οι ελληνικές τράπεζες δεν προθυμοποιήθηκαν να το χρησιμοποιήσουν (Χαρδούβελης, 2009). Σε πολλές χώρες κρίθηκε αναγκαία ακόμη και η –έστω και μερική– κρατικοποίηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως έχει ήδη περιγραφεί.

Στις ΗΠΑ, το αρχικό σχέδιο του Οκτωβρίου 2008, το TARP,²⁰ αποδείχθηκε ανεπαρκές και χρειάστηκε η υιοθέτηση ενός νέου σχεδίου, του Financial Stability Plan, με επιπλέον πόρους ύψους \$2 τρις ή 14% του ΑΕΠ των ΗΠΑ. Το FSP περιλαμβάνει προγράμματα κεφαλαιακής στήριξης χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τη δημιουργία ταμείων, και ήταν προϊόν συνεργασίας ιδιωτικού και κρατικού τομέα. Στόχος του ήταν η απομάκρυνση τοξικών περιουσιακών στοιχείων από τους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η παροχή χρηματοδότησης σε ιδιώτες για αγορά δανείων στις δευτερεύουσες αγορές, ώστε να επαναδραστηριοποιηθεί η πιστωτική αγορά και να μειωθούν τα επιτόκια των καταναλωτικών και επιχειρηματικών δανείων, και, τέλος, η υποστήριξη δανειοληπτών με την αναδιάρθρωση στεγαστικών δανείων, ώστε να περιοριστούν οι κατασχέσεις.

Οι κυβερνήσεις αποφάσισαν, επίσης, να εφαρμόσουν επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Πολλές κυβερνήσεις στο τέλος του 2008 υιοθέτησαν επιπλέον δημοσιονομικά πακέτα στήριξης των οικονομιών τους. Η Κίνα ανακοίνωσε ένα διετές πακέτο ύψους \$586 δις, η ΕΕ ένα σχέδιο οικονομικής ανάκαμψης ύψους €200 δις, η Γερμανία ένα πακέτο €50 δις και οι ΗΠΑ ένα πακέτο ύψους \$787 δις, «το μεγαλύτερο στην ιστορία των ΗΠΑ», όπως το χαρακτήρισε τότε ο πρόεδρος Ομπάμα. Ο Σακελλάρης (2011) στο άρθρο του σε αυτό τον τόμο περιγράφει το ρόλο που θα παίξουν οι επενδύσεις στην παγκόσμια οικονομική ανάκαμψη και τις προκλήσεις στην εξασφάλιση επαρκούς χρηματοδότησης.

Εν μέσω κρίσης, ορισμένοι αναλυτές ισχυρίζονταν ότι τα δημοσιονομικά αυτά μέτρα ήταν ανεπαρκή, δεν θα σταματούσαν την κρίση και, απεναντίας, θα έδιναν επιχειρήματα σε όσους αντιδρούν σε κρατικές παρεμβάσεις, καθώς

20. Από τα κεφάλαια του TARP χρησιμοποιήθηκαν \$319 δις για την ενίσχυση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (Citigroup, Bank of America, JPMorgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Wells Fargo, AIG κ.ά.), \$81 δις στις αυτοκινητοβιομηχανίες (GM, Chrysler) και \$27 δις για την ενίσχυση δανειοληπτών. Συνολικά, έως το τέλος Δεκεμβρίου του 2009, είχαν χρησιμοποιηθεί \$454 δις από τα διαθέσιμα κεφάλαια.

αύξαναν τα δημοσιονομικά ελλείμματα. Μάλιστα, για μεγάλο χρονικό διάστημα, οι Αμερικανοί πίεζαν για περαιτέρω επεκτατική δημοσιονομική πολιτική στην Ευρώπη, καθώς θεωρούσαν τα ευρωπαϊκά μέτρα ανεπαρκή. Το ΔΝΤ έσπευσε το Νοέμβριο του 2008 να χρηματοδοτήσει την Ουκρανία με \$16,4 δις.

Η αντιμετώπιση της κρίσης απαιτούσε διεθνή συντονισμό. Το ρόλο του συντονισμού ανέλαβε να παίξει η ομάδα χωρών των G-20, δηλαδή, η ομάδα των 19 σημαντικότερων σε μέγεθος οικονομιών, συν την ΕΕ. Επειδή η κρίση ήταν διεθνής, η ομάδα των G-20 αναδείχτηκε φυσιολογικά ως το κυριότερο όργανο διαβούλευσης και συντονισμού των οικονομικών πολιτικών σε διεθνές επίπεδο. Μια σειρά από σημαντικές αποφάσεις ενίσχυσαν σε μεγάλο βαθμό την εμπιστοσύνη των αγορών και βοήθησαν στην αντιμετώπιση της κρίσης. Οι αποφάσεις αφορούσαν κυρίως το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών, την ενίσχυση του διεθνούς εμπορίου, την ενίσχυση του ΔΝΤ, την ενίσχυση του ρόλου των αναπτυσσόμενων οικονομιών, ιδίως της Κίνας, και την αναπτυξιακή βοήθεια στις φτωχότερες οικονομίες. Το συνολικό ύψος των πόρων που διατέθηκαν από τους G-20 έφτασε τα \$1,1 τρις (\$750 δις για το ΔΝΤ, \$250 δις για τη στήριξη του διεθνούς εμπορίου και \$100 δις αναπτυξιακή βοήθεια σε τρίτες χώρες).

Ιδιαίτερο βάρος δόθηκε παγκοσμίως, επίσης, στις προσπάθειες αναστροφής της τάσης απορρυθμίσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος με τη δημιουργία του Financial Stability Board, με στόχο το διεθνή συντονισμό των προσαθειών. Ο Ορφανίδης (2011) στο άρθρο του σε αυτό τον τόμο αναφέρεται εκτενώς στο μέλλον της χρηματοπιστωτικής εποπτείας. Ο Τριδήςμας (2011) επικεντρώνεται στο δικό του άρθρο στις σχετικές εξελίξεις στην ΕΕ. Ο Χαρδούβελης (2011) εστιάζει στο ζωτικό θέμα του περιορισμού της υπερκυκλικότητας του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος.

Η Fed στη συνεδρίαση της 3ης Νοεμβρίου 2010 αποφάσισε περαιτέρω ποσοτική χαλάρωση, με πρόσθετη αγορά κυβερνητικών ομολόγων αξίας \$600 δις (Quantitative Easing 2). Εφόσον η οικονομία είχε ακόμη πλεονασματικό παραγωγικό δυναμικό και η ανεργία ανέβαινε, ο φόβος του πληθωρισμού ήταν απομακρυσμένος. Έτσι, με την ποσοτική χαλάρωση δεν διακινδύνευε μια αναζωπύρωση του πληθωρισμού, ενώ μπορούσε συγχρόνως να επιτύχει μερική εξαγορά του δημόσιου χρέους (debt monetization), αλλά και μείωση της αξίας του δολαρίου έναντι ξένων νομισμάτων, γεγονός που βοηθά το αμερικανικό εξωτερικό ισοζύγιο. Η έως τότε σθεναρή άρνηση των Κινέζων στις πολιτικές πιέσεις των Αμερικανών, να αφήσουν ελεύθερη τη συναλλαγματική ισοτιμία

του γουάν ώστε να ανατιμηθεί έναντι του δολαρίου, πιθανόν να μην άφηνε και πολλά περιθώρια επιλογής στη Fed.

Εφεξής, η νομισματική και δημοσιονομική πολιτική στις ΗΠΑ γίνεται λιγότερο ξεκάθαρη. Οι ενδιάμεσες εκλογές του Νοεμβρίου 2010 έφεραν ξανά τους Ρεπουμπλικάνους στο προσκήνιο, οι οποίοι ελέγχουν το Κογκρέσο και πιέζουν για ένα φρένο στην επεκτατική νομισματική πολιτική και για μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Το 2011 δεν αναμένεται να είναι έτος μεγάλων αλλαγών σε επιτόκια παρέμβασης ή στην τρέχουσα δημοσιονομική πολιτική στις ΗΠΑ. Πιθανόν το 2012 η αγορά να επικεντρωθεί στο αυξανόμενο δημόσιο χρέος των ΗΠΑ, το οποίο παρουσιάζει ανοδική τροχιά, και το επίπεδο κορύφωσης του παραμένει αβέβαιο.

Οι εκτενείς νομισματικές και δημοσιονομικές παρεμβάσεις βοήθησαν την παγκόσμια οικονομία να μπει σε τροχιά ανάκαμψης το 2010. Για ένα χρονικό διάστημα έως τα μέσα του 2010, στις ΗΠΑ κυριάρχησε ο φόβος της επιστροφής σε ύφεση, της λεγόμενης «διπλής ύφεσης» (double-dip), κάτι που όμως δεν συνέβη. Πάντως, με δεδομένη την ιστορική εμπειρία των ισχυρών ανακάμψεων έπειτα από μια ύφεση, το 2010 απογοήτευσε στις ΗΠΑ, αφού ο ρυθμός ήταν μόνον 2,8%, ενώ θα έπρεπε να ήταν διπλάσιος. Αντίθετα, η Γερμανία αναπτύχθηκε με ρυθμό 3,6%, που για αναπτυγμένη ευρωπαϊκή οικονομία θεωρείται πολύ μεγάλος.

Στις αρχές του 2011, η νομισματική πολιτική των ΗΠΑ εξακολουθούσε να είναι επεκτατική, παρά το γεγονός ότι ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης του 2011 υπολογιζόταν κατ' εκτίμηση σε 3,0%. Γενικότερα, ο παγκόσμιος ρυθμός ανάπτυξης αναμενόταν στα ίδια περίπου ή και χαμηλότερα επίπεδα από αυτόν του 2010, γεγονός που προοιωνιζόταν τους σχετικά χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας την επόμενη δεκαετία, ένα ζήτημα που αναλύεται αργότερα στο Εδάφιο 5.2.

4. Η ελληνική και η ευρωπαϊκή κρίση

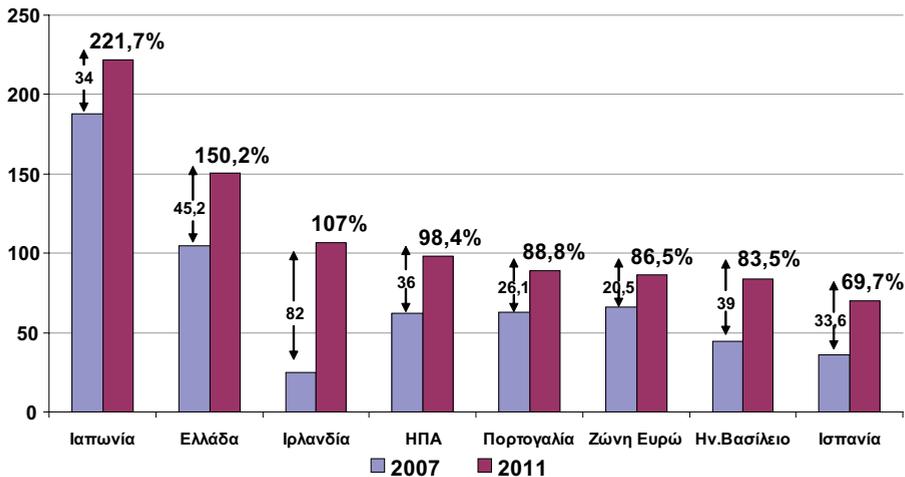
Η ελληνική κρίση ξεκίνησε από την οικονομική δυσπραγία, που εισήχθη στην Ελλάδα λόγω της διεθνούς ύφεσης και φανέρωσε την υπερχρέωση του ελληνικού Δημοσίου και την πιθανή αδυναμία ελέγχου του διογκούμενου χρέους του. Μετατράπηκε σε κρίση της Ευρωζώνης, όταν οι αγορές συνειδητοποίησαν ότι το ελληνικό πρόβλημα είναι η κορυφή του παγόβουνου σε μια νομισματική ένωση η οποία δεν στηρίζεται σε σταθερά δημοσιονομικά θεμέλια. Στο παρόν

εδάφιο περιγράφονται με σχετική χρονολογική σειρά όλα τα σημαντικά γεγονότα που σημάδεψαν την πορεία της κρίσης, από το τέλος του 2009 έως τις αρχές του 2011. Η αντίδραση των Ευρωπαίων πολιτικών στην εξελισσόμενη κρίση περιγράφεται αργότερα, στο επόμενο Εδάφιο 5.

4.1 Δημοσιονομικό χρέος και η ανησυχία των αγορών

Οι άμεσες αρνητικές συνέπειες της διεθνούς οικονομικής κρίσης αποτελούν παρελθόν. Η κρίση, όμως, όπως και όλες οι προηγούμενες,²¹ άφησε πίσω της βάρη για μια πιο μακροχρόνια στασιμότητα στη Δύση. Το κύριο βάρος είναι το υψηλό δημόσιο χρέος, το οποίο περιγράφεται στο Διάγραμμα 4.1.

Διάγραμμα 4.1.
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης
(% ΑΕΠ και μεταβολή μεταξύ 2007 – 2011 σε π.μ. του ΑΕΠ)



Πηγή: European Commission.

Παρατηρήσατε ότι σε τέσσερα μόνο χρόνια, από το τέλος του 2007 έως το τέλος του 2011, το χρέος στις ΗΠΑ αυξάνεται κατά 36 μονάδες του ΑΕΠ, στο Ηνωμένο Βασίλειο 39 μονάδες, και στην Ελλάδα 45,2 μονάδες. Η μεταβολή στο χρέος είναι μεγάλη σε διεθνές επίπεδο, διότι η χρηματοοικονομική κρίση προξένησε την παρέμβαση των αρχών με πακέτα διάσωσης, μείωσε τα φορο-

21. Βλ. Reinhart and Rogoff (2009).

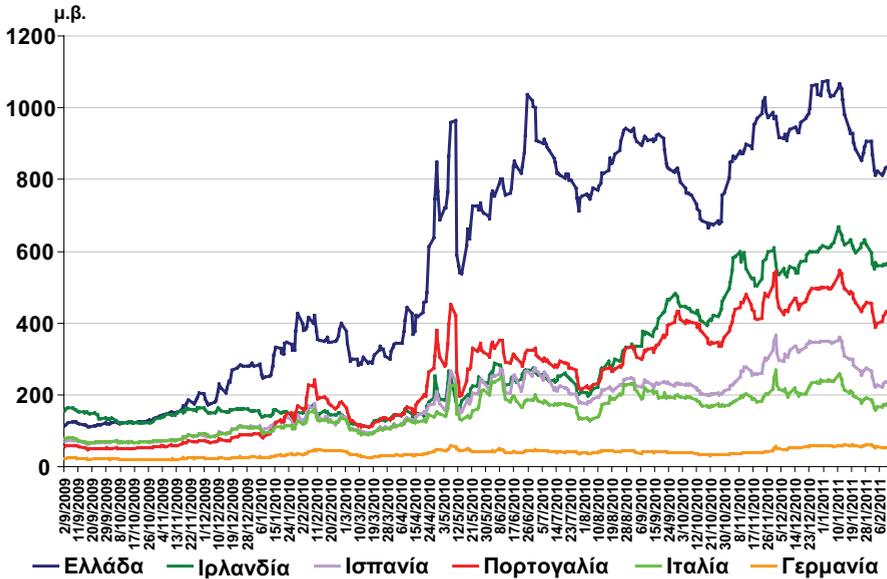
λογικά έσοδα, αλλά και ανάγκασε τις κυβερνήσεις σε επεκτατική δημοσιονομική πολιτική.

Στην Ευρωζώνη, η αύξηση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ δεν είναι συγκριτικά τόσο δραματική. Ούτε και το τελικό αποτέλεσμα, δηλαδή, το χρέος του 2011 είναι δραματικό σε σχέση με τον υπόλοιπο αναπτυγμένο κόσμο, τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο ή την Ιαπωνία. Μάλιστα η Ευρωζώνη είναι μια νομισματική περιοχή με πλεόνασμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Γεννιέται ευλόγως τότε το ερώτημα γιατί στη διάρκεια του 2010 παρατηρήθηκε μια τόσο μεγάλη ένταση στην Ευρωζώνη. Η απάντηση είναι ότι η ένταση δεν αφορούσε το σύνολο της Ευρωζώνης, αλλά επιμέρους χώρες. Οι αμφιβολίες των αγορών επικεντρώθηκαν στην εσωτερική λειτουργία της. Η προηγούμενη χρηματοοικονομική κρίση ευαισθητοποίησε τις αγορές σε οτιδήποτε αρνητικό. Έτσι, ενώ έως την έλευση της κρίσης οι αγορές δεν διαφοροποιούσαν σημαντικά τις χώρες της Ευρωζώνης μεταξύ τους, τώρα τις διαφοροποιούν αναφορικά με τον πιστωτικό κίνδυνο της καθεμίας.

Ο κίνδυνος χώρας, που αντικατοπτρίζεται στα περιθώρια επιτοκίων δανεισμού της κάθε μίας ευρωπαϊκής χώρας σε σχέση με τα αντίστοιχα γερμανικά ή και στα επιτόκια ασφάλισης των δανειστών της χώρας (τα Credit Default Swap rates), είναι τώρα πλέον συνάρτηση του δημόσιου και ιδιωτικού χρέους της κάθε χώρας, αλλά και άλλων παραγόντων, όπως οι πολιτικές εξελίξεις, η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος κ.λπ. (Attinasi et al., 2009, Barrios et al., 2009). Η διαφοροποίηση ανάμεσα στα επιτόκια δανεισμού των χωρών της Ευρωζώνης θέτει σε κίνδυνο τη σταθερότητα αλλά και την ύπαρξη της Ευρωζώνης, όπως τουλάχιστον την ξέρουμε σήμερα. Πηγάζει από τη βαθύτερη αμφιβολία των αγορών για την επάρκεια των υπάρχοντων δημοσιονομικών κανόνων που συγκροτούν τη λειτουργία της Ευρωζώνης, και είναι ένα θέμα που αναλύεται στο επόμενο εδάφιο του άρθρου.

Στο Διάγραμμα 4.2 σκιαγραφείται η εξέλιξη της κρίσης στην περιφέρεια της Ευρωζώνης από τις αρχές Σεπτεμβρίου του 2009. Περιγράφονται τα επιτόκια των εξωχρηματοπιστηριακών προθεσμιακών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου μακροπρόθεσμων ομολόγων πενταετούς διάρκειας της Ελλάδας, Ιρλανδίας, Πορτογαλίας, Ισπανίας, Ιταλίας και Γερμανίας (CDS rates). Στα μέσα του Οκτωβρίου 2009, στη δευτερογενή αυτή αγορά των CDS, η ασφάλιση των αγοραστών ελληνικών ομολόγων κόστιζε το ίδιο με των ιρλανδικών, περίπου 130 μονάδες βάσης ή 1,3%. Αυτό σημαίνει ότι ο αγοραστής ελληνικού πενταετούς ομολόγου ονομαστικής αξίας €10 εκ. έπρεπε να πληρώνει για την ασφάλεια 130 χιλιάδες ευρώ ετησίως για 5 χρόνια. Παρατηρήσατε ότι από το Νοέμβριο του 2009 το κόστος ασφάλισης των αγοραστών ελληνικών ομολόγων σταδιακά εκτοξεύτηκε

Διάγραμμα 4.2.
5ετή CDS από 1/9/2009 έως 10/2/2011



Πηγή: Bloomberg.

και, φυσικά, με πολλά σκαμπανεβάσματα, τα οποία αντικατοπτρίζουν οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη. Για παράδειγμα, την Παρασκευή, 17 Δεκεμβρίου 2010, στη διάρκεια της Ευρωπαϊκής Συνόδου Κορυφής ήταν 970 μονάδες βάσης, ένα κόστος σχεδόν απαγορευτικά υψηλό.

Η Ελλάδα ξεχωρίζει από τις υπόλοιπες χώρες. Από τα μέσα Οκτωβρίου του 2009, κάθε μέρα χωρίς εξαίρεση θεωρείται ως η πλέον επικίνδυνη χώρα. Αντίθετα, η Γερμανία είναι σταθερά η λιγότερο επικίνδυνη. Έως και τον Απρίλιο του 2010, η εικόνα των υπόλοιπων χωρών δεν επιδεινώνεται σημαντικά, παρά για λίγο στις αρχές Φεβρουαρίου, όταν μεταφέρθηκαν στο προσκήνιο ανησυχίες σχετικά με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους σε πολλές χώρες. Η μεγάλη επιδείνωση ξεκινάει από τα τέλη Απριλίου, όταν αποτελεί πλέον κοινή πεποίθηση ότι η Ελλάδα βαίνει προς χρεοκοπία και ότι ένα τέτοιο ενδεχόμενο θα προκαλούσε αναταράξεις και σε πολλές άλλες χώρες της Ευρωζώνης, πιθανόν μέσω της έκθεσης των τραπεζών τους σε ελληνικά κρατικά ομόλογα.²²

²² Τα ελληνικά ομόλογα και οι ελληνικές μετοχές αποτελούν ελάχιστο ποσοστό στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια των ξένων επενδυτών, οι οποίοι κατά συνέπεια στο παρελθόν δεν ασχολούνταν με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής οικονομίας. Στην αρχή της ελληνικής κρί-

Παρατηρήσατε, επίσης, ότι σε όλο το χρονικό διάστημα Σεπτεμβρίου 2009 - Φεβρουαρίου 2011, αν και τα ελληνικά ασφαλιστρα είναι τα υψηλότερα και οι διακυμάνσεις τους μεγαλύτερες, η κατεύθυνση των αυξομειώσεών τους είναι ως επί το πλείστον κοινή με την κατεύθυνση των υπολοίπων. Αυτό σημαίνει ότι κοινοί παράγοντες επηρέαζαν τα ασφαλιστρα στις ευρωπαϊκές χώρες, αλλά με διαφορετική ένταση. Η τύχη της Ελλάδας είναι στο μυαλό των αγορών άμεσα συνδεδεμένη με την τύχη της Ευρωζώνης.

4.2 Οι ανισορροπίες στην Ελλάδα και το τέλος της εποχής της σύγκλισης

Η στασιμότητα / ύφεση στην Ευρώπη το 2008 δεν επηρέασε αμέσως την Ελλάδα. Το 2008 η Ευρωζώνη είχε ανάπτυξη 0,4%, ενώ η Ελλάδα εξακολουθούσε να παρουσιάζει ένα σχετικά ικανοποιητικό ρυθμό 1,0%. Η Ελλάδα έχει μια αρκετά κλειστή οικονομία και δεν είχε τραπεζικά προβλήματα, όπως οι υπόλοιπες οικονομίες της Δυτικής Ευρώπης. Έτσι δεν επηρεάστηκε αμέσως. Από τις αρχές του 2008 όμως ήταν εμφανές ότι, αν η διεθνής οικονομία χειροτέρευε, τότε και η Ελλάδα θα έμπαινε σε στενωπό διαρκείας.²³ Δυστυχώς, η ύφεση στην Ευρώπη και στον κόσμο συνέχισε να βαθαίνει. Οι ελληνικές εξαγωγές επηρεάστηκαν το τελευταίο τρίμηνο του 2008 μαζί με τις εξαγωγές όλων των υπόλοιπων χωρών. Έτσι, το 2009 βρήκε την Ευρωζώνη να συρρικνώνεται κατά -4,1%, και την Ελλάδα κατά -2,0%. Η μικρότερη πτώση του 2009 στην Ελλάδα από την Ευρωζώνη δείχνει ότι και το 2009 η σύγκλιση του ελληνικού βιοτικού επιπέδου προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο συνεχίστηκε για 14η χρονιά. Από το 2010, όμως, ξεκινάει μια νέα εποχή απόκλισης στο βιοτικό επίπεδο, αφού η ευρωπαϊκή οικονομία σταθεροποιήθηκε και ανέκαμψε, ενώ η ελληνική επιδεινώθηκε και το μέλλον της παραμένει αβέβαιο.

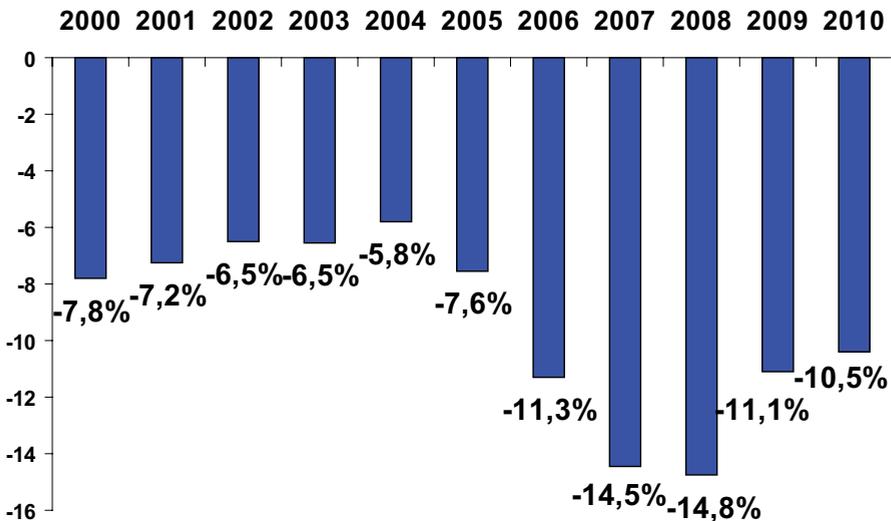
Η κρίση ανέδειξε τις προϋπάρχουσες μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας: το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας και την οργανωτική ανεπάρκεια του κράτους. Οι δύο αυ-

σης, οι επενδυτές αυτοί ήταν ευάλωτοι σε αρνητικές επιφανειακές αναλύσεις της ελληνικής οικονομίας ή και στη βροχή αρνητικών δημοσιευμάτων σε εξειδικευμένες εφημερίδες, όπως οι *Financial Times*. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η μετάδοση λανθασμένων πληροφοριών στα τέλη Ιουνίου του 2010, ότι οι ελληνικές τράπεζες είχαν πουλήσει CDS, κάτι που αν είχε γίνει θα πολλαπλασίαζε την έκθεσή τους σε ελληνικό κρατικό ρίσκο.

23. Βλ., για παράδειγμα, ομιλία του συγγραφέα πολύ πριν από την επέλαση της ελληνικής κρίσης, στο ετήσιο συνέδριο του Ελληνο-Βρετανικού Επιμελητηρίου τον Οκτώβριο του 2008, όπου ανέφερε ότι η Ελλάδα ήταν πιθανό να παραμείνει σε στασιμότητα διαρκείας 7 ετών.

τές ανισορροπίες γίνονται εμφανείς στα μεγάλα «δίδυμα» ελλείμματα, το έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και το δημοσιονομικό έλλειμμα. Γίνονται εμφανείς και στα υψηλά «δίδυμα» χρέη (το δημόσιο και το εξωτερικό), που αποτελούν τη διαχρονική συσσώρευση των αντίστοιχων ετήσιων ελλειμμάτων.²⁴

Διάγραμμα 4.3.
Έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών
(Ελλάδα, % ΑΕΠ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας, ΔΝΤ

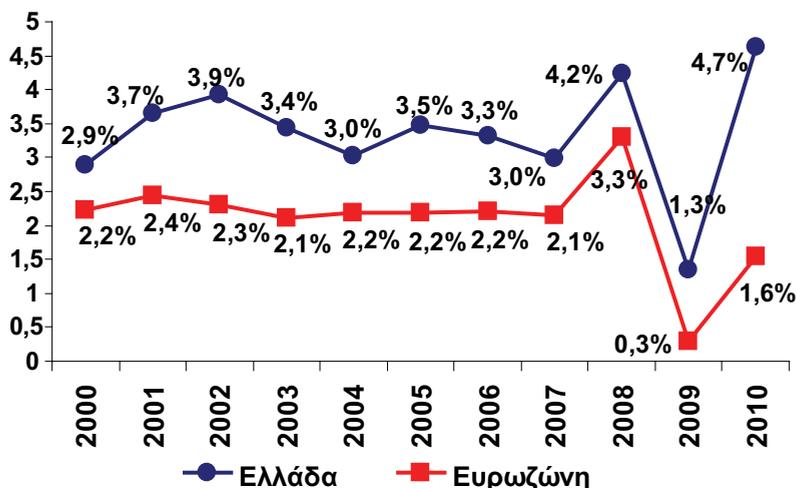
Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας είναι το βαθύτερο πρόβλημα. Οι δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας για την ευκολία του επιχειρείν δείχνουν συνεχή επιδείνωση τα τελευταία χρόνια, ενώ η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία της χώρας διαρκώς ανατιμάται.²⁵ Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας αντικατοπτρίζεται τόσο στο τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών (Διάγραμμα 4.3) όσο

24. Το πρόβλημα των ανισορροπιών της ελληνικής αναπτυξιακής πορείας είχε απασχολήσει πολλούς ερευνητές στο παρελθόν. Βλ. Χαρδούβελης (2007, 2008) για τη σχετική βιβλιογραφία.

25. Η ανάλυση του Malliaropoulos (2010) δείχνει ότι δημοσιευμένοι δείκτες διεθνών οργανισμών και της Τράπεζας της Ελλάδος υπερεκτιμούν την απώλεια ανταγωνιστικότητας, επειδή οι συνολικές σταθμίσεις τους αντικατοπτρίζουν τον ανταγωνισμό από τις άλλες χώρες στον πολύ μικρό για την Ελλάδα τομέα της βιομηχανίας, και όχι των υπηρεσιών.

και στον υψηλότερο ελληνικό πληθωρισμό σε σχέση με άλλες χώρες της Ευρωζώνης (Διάγραμμα 4.4). Αγοράζουμε πολύ περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες από ό,τι πουλάμε στους ξένους. Η ελληνική οικονομία δεν έχει τη δυνατότητα να παράγει ανταγωνιστικά αγαθά και υπηρεσίες. Ως αποτέλεσμα, το εξωτερικό χρέος της χώρας είχε αυξηθεί από 94% του ΑΕΠ, στο τέλος του 2003, στο 187,1% το τρίτο τρίμηνο του 2010.

Διάγραμμα 4.4.
Διαφορά πληθωρισμού με Ευρωζώνη
(Εναρμονισμένοι ΔTK, % ετήσια μεταβολή)



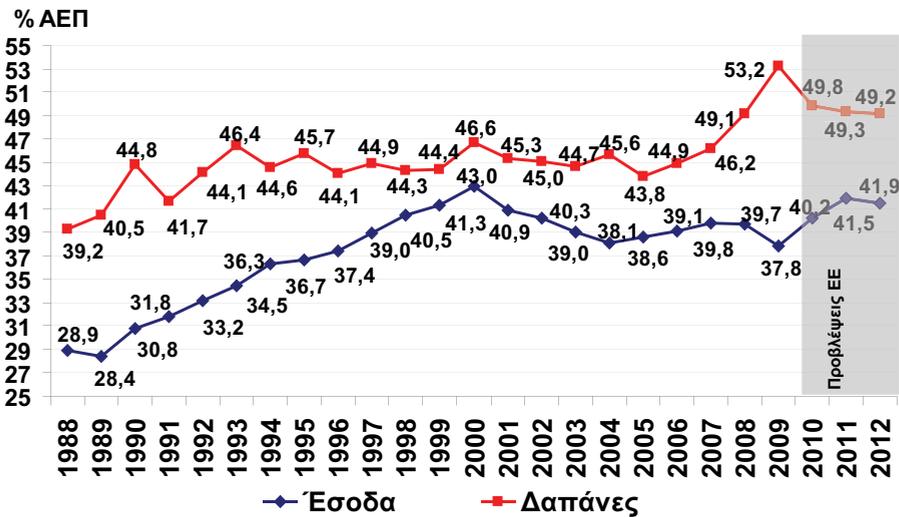
Πηγή: European Commission, Ελληνική Στατιστική Υπηρεσία.

Το δημοσιονομικό πρόβλημα είναι ακόμη πιο εμφανές. Στο χρονικό διάστημα από την είσοδο της στη Ζώνη του Ευρώ έως το 2008, και παρά την ισχυρή ανάπτυξη και το ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον, η Ελλάδα δεν κατάφερε ποτέ να περιορίσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα κάτω από το όριο του 3% του ΑΕΠ. Μάλιστα, για την παράβαση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, μπήκε σε καθεστώς δημοσιονομικής επιτήρησης το 2004, βγήκε για πολύ λίγο το 2007 και ξαναμπήκε τον Απρίλιο του 2009.²⁶ Οι Ράπανος και Καπλάνογλου (2011) στο άρθρο τους σε αυτό τον τόμο παρουσιάζουν τις δημοσιονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα, μετά την είσοδο στην

26. Η έξοδος από την επιτήρηση το 2007 βασίστηκε στην τότε θεωρούμενη επίτευξη ελλείματος κάτω του 3% του ΑΕΠ το 2006. Με την πρόσφατη (Νοέμβριος 2010) αναθεώρηση των δημοσιονομικών στατιστικών στοιχείων, το έλλειμμα του 2006 ανήλθε τελικά στο 5,7%.

ΟΝΕ, και τις πολλές θεσμικές αδυναμίες. Οι Χαρδούβελις, Σαμπανιώτης και Δαβραδάκης (2006) και στη συνέχεια πάλι οι Χαρδούβελις και Σαμπανιώτης (2007) έχουν επισημάνει τις τεράστιες αποκλίσεις μεταξύ των επιδιώξεων στους ετήσιους προϋπολογισμούς και των τελικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων τις προηγούμενες τρεις δεκαετίες, οι οποίες δεν οφείλονταν σε λάθος εκτίμηση για το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας, αλλά σε έλλειψη πολιτικής βούλησης.

Διάγραμμα 4.5.
Έσοδα και Έξοδα Γενικής Κυβέρνησης
(Ελλάδα, % ΑΕΠ)



Πηγή: European Commission.

Στο Διάγραμμα 4.5 παρουσιάζονται τα έσοδα και οι δαπάνες της γενικής κυβέρνησης στην Ελλάδα από το 1988. Παρατηρήσατε ότι ανελλιπώς κάθε χρόνο υπήρχε έλλειμμα, ακόμη και το 1999, που ήταν το έτος αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας για πιθανή είσοδό της στην Ευρωζώνη. Μάλιστα, το έλλειμμα του 1999 παρουσιάζεται να είναι 3,1% του ΑΕΠ, ενώ η Συνθήκη του Μάαστριχτ έχει ως κριτήριο έλλειμμα κάτω του 3% του ΑΕΠ. Το νούμερο αυτό επικαλούνται σήμερα πολλοί επικριτές της χώρας μας όταν επιχειρηματολογούν ότι η Ελλάδα δεν θα έπρεπε να είχε γίνει μέλος της Ευρωζώνης ή, ακόμη χειρότερα, ότι οι Έλληνες εξαπάτησαν τους Ευρωπαίους για να μπουκ στην Ευρωζώνη. Είναι μια στατιστική απεικόνιση της τότε δημοσιονομικής κατά-

στασης που δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα και στους τότε κανόνες της Ευρωπαϊκής Στατιστικής Υπηρεσίας, και λίγοι το γνωρίζουν, ακόμη και στην Ελλάδα.²⁷ Εφόσον όμως δεν διορθωθεί, θα μας εκθέσει επ' αόριστον, όσο διάστημα δηλαδή διαρκεί η νομισματική ένωση στην Ευρώπη.^{28, 29}

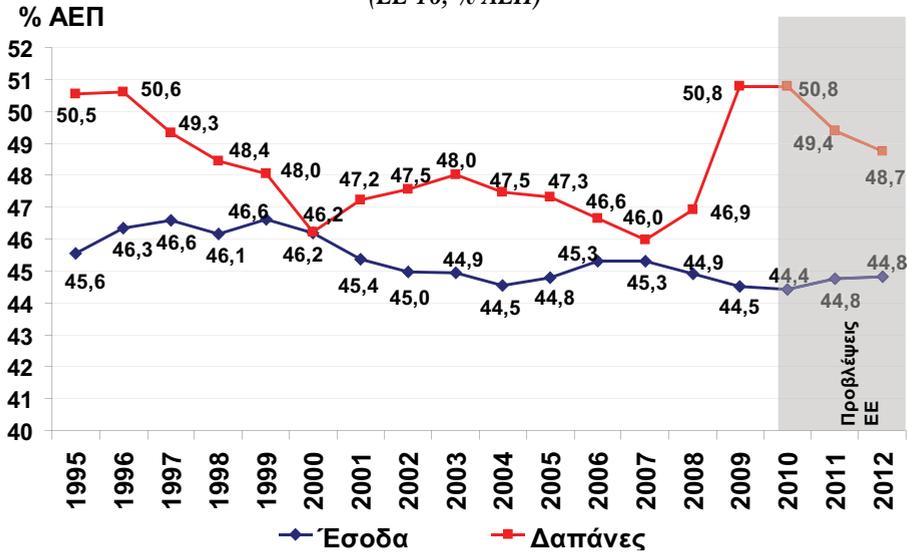
Παρατηρήσατε στο Διάγραμμα 4.5 ότι το 2008 και το 2009 η δημοσιονομική κατάσταση στην Ελλάδα επιδεινώθηκε σημαντικά. Ενώ πριν από το 2008 οι δαπάνες σπάνια ξεπερνούσαν το 45% του ΑΕΠ (ακόμη και την εποχή των Ολυμπιακών Αγώνων), παρατηρείται μια πολύ μεγάλη εκτίναξή τους το 2008 και το 2009. Την ίδια περίοδο, ελλείμματα χαρακτηρίζουν και το σύνολο της Ευρωζώνης, αλλά όχι τόσο μεγάλα (Διάγραμμα 4.6). Η επιδείνωση στην Ευρωζώνη του 2008 και του 2009 είναι σαφώς μικρότερη από την αντίστοιχη στην

27. Το Νοέμβριο του 2004, η Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία αναθεώρησε το ύψος των αμυντικών δαπανών για τα προηγούμενα έτη, από το 1997 έως το 2003, με μια πράξη που εκ των υστέρων άλλαξε τον Κανονισμό λογιστικής καταγραφής των αμυντικών δαπανών για την Ελλάδα και μόνο, από ημερομηνία παράδοσης του πολεμικού υλικού (delivery basis), που τότε ακολουθούσαν οι μισές χώρες της ΕΕ, σε ημερομηνία πληρωμής ακόμη και των –συνήθως τεράστιων– προκαταβολών (cash basis). Η Eurostat επικαλέστηκε ως αιτία της αλλαγής την έλλειψη αξιόπιστων στοιχείων για παραδόσεις πολεμικού υλικού. Με την αναθεώρηση, όμως, στις αμυντικές δαπάνες του 1999 προστέθηκαν € 973,8 εκατ. ή 0,9% του τότε ΑΕΠ (βλ. Eurostat (2004), σελ. 18). Χωρίς την αμφισβητούμενη αναθεώρηση των αμυντικών δαπανών, λοιπόν, το έλλειμμα του 1999 θα ήταν 2,2% του ΑΕΠ. Επιπλέον, αν γνώριζε η τότε κυβέρνηση του 1999 τη μετέπειτα μεταβολή στη λογιστική απεικόνιση των αμυντικών δαπανών δεν θα παράγγελε πολεμικό υλικό την εποχή της αξιολόγησης και έτσι δεν θα υποχρεώνονταν σε πληρωμές προκαταβολών. Δεν είναι λοιπόν σωστή η απεικόνιση του ελλείμματος 3,1% για το 1999. Σημειώστε ότι, από το 2005, η Eurostat καταγράφει πλέον τις αμυντικές δαπάνες με τη λογιστική μέθοδο της παράδοσης για όλες ανεξαιρέτως τις χώρες της ΕΕ, όπως δηλαδή ίσχυε για την Ελλάδα πριν από την αναθεώρηση του 2004! Η Eurostat τότε ζήτησε από τις χώρες να διορθώσουν τις χρονολογικές σειρές τους προς τα πίσω, ώστε να ακολουθούν διαχρονικά τον ίδιο ορισμό. Η Ελλάδα τότε δεν προέβη σε επανόρθωση.

28. Υπάρχει στατιστικός λόγος επανόρθωσης των στοιχείων: Σήμερα πλέον οι χρονολογικές σειρές των δημοσιονομικών ελλειμμάτων των χωρών της ΕΕ περιλαμβάνουν αμυντικές δαπάνες σύμφωνα με τη μέθοδο καταγραφής που βασίζεται στην παράδοση του πολεμικού υλικού (delivery basis). Εξάιρεση αποτελεί η Ελλάδα. Μόνο για την περίοδο 1997 - 2004 και μόνο για την Ελλάδα, οι στρατιωτικές δαπάνες έχουν υπολογιστεί με τη μέθοδο καταγραφής των πληρωμών τη στιγμή που γίνονται (cash basis). Αν λοιπόν διορθωθούν τα στοιχεία ώστε να ακολουθούν διαχρονικά τον ίδιο ορισμό, το μέγεθος των ελληνικών ελλειμμάτων θα γίνει διαχρονικά συγκρίσιμο μεταξύ διαφορετικών ετών, αλλά και επακριβώς συγκρίσιμο ανά έτος με άλλες ευρωπαϊκές χώρες.

29. Μετέπειτα αναθεωρήσεις των στοιχείων δείχνουν και άλλες χώρες να υπερβαίνουν το δημοσιονομικό έλλειμμα του 3% κατά την περίοδο αξιολόγησης. Έτσι, το 1997, που είναι το έτος αξιολόγησης για τις πρώτες χώρες που έγιναν μέλη της Ευρωζώνης, το έλλειμμα της Γαλλίας ήταν 3,3%, της Ισπανίας 3,4% και της Πορτογαλίας 3,4%.

Διάγραμμα 4.6.
Έσοδα και Έξοδα Γενικής Κυβέρνησης
(ΕΕ-16, % ΑΕΠ)



Πηγή: European Commission.

Ελλάδα, και αυτό παρά το γεγονός ότι η ύφεση εκεί ήταν μεγαλύτερη από την ύφεση στην Ελλάδα.³⁰ Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η περίοδος πριν από την ένταξη στην Ευρωζώνη. Τότε η Ελλάδα δεν κατάφερε να μειώσει τις δαπάνες της, αλλά αύξησε τα έσοδα. Αντίθετα, στις υπόλοιπες χώρες μειώθηκαν κυρίως οι δαπάνες.

4.3 Η ανάδειξη του ελληνικού δημοσιονομικού προβλήματος και η πορεία προς χρεοκοπία

Στο πρώτο μισό του 2009, οι αδυναμίες των δίδυμων ελλειμμάτων πέρασαν απαραίτητες από τις αγορές, καθώς το ενδιαφέρον ήταν στραμμένο αλλού. Καθώς, όμως, οι διεθνείς αγορές άρχισαν να εστιάζουν στα μεγάλα δημοσιονομικά βάρη που ανέλαβαν οι κυβερνήσεις για να σώσουν πρώτα το χρηματοπιστωτικό τομέα και έπειτα τις οικονομίες τους, χώρες όπως η Ελλάδα, που

³⁰. Προσοχή κατά τη σύγκριση στη διαφορετική κλίμακα που χρησιμοποιείται στα δύο διαγράμματα.

ήταν σε χειρότερη δημοσιονομική θέση, άρχισαν να νιώθουν τις επιπτώσεις. Οι Buiter και Rahbari (2011) στο άρθρο τους σε αυτό τον τόμο εξετάζουν την ελληνική κρίση στο πλαίσιο της ΟΝΕ και τονίζουν ότι δεν φταίει η διεθνής ύφεση για τα προβλήματα της Ελλάδας. Φταίνε οι ανισορροπίες της Ελλάδας, τις οποίες η κρίση ξεσκέπασε.

Οι εκλογές του Οκτωβρίου του 2009 αποτέλεσαν το έναυσμα για να αποκαλυφθεί το πραγματικό μέγεθος του προβλήματος. Στις 19 Οκτωβρίου ο υπουργός Οικονομικών ενημέρωσε το ECOFIN ότι το έλλειμμα της Ελλάδας το 2009 θα έφτανε τελικά το 12,5% αντί για 6%, όπως ήταν η προηγούμενη ενημέρωση προς το ECOFIN στις αρχές Οκτωβρίου. Ακολούθησαν και άλλες αναθεωρήσεις, για να καταλήξουμε τελικά σε ένα έλλειμμα 15,4% του ΑΕΠ με την τελευταία αναθεώρηση των στοιχείων από την Eurostat στις 15 Νοεμβρίου 2011. Παρόμοια ήταν και η εξέλιξη για τα στοιχεία του χρέους (Πίνακας 4.1). Το χρέος του 2009 σύμφωνα με την τελευταία ανακοίνωση της Eurostat τελικά έφτασε το 126,8% του ΑΕΠ.

Πίνακας 4.1.
*Διαδοχικές εκτιμήσεις για το Έλλειμμα και το Χρέος
της Γενικής Κυβέρνησης για το έτος 2009*

2009	Έλλειμμα		Χρέος	
	Ποσό (δισ. €)	% ΑΕΠ	Ποσό (δισ. €)	% ΑΕΠ
Προϋπολογισμός 2009 (Δεκέμβριος 2008)	5,2	2,0	237,9	91,4
Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας & Ανάπτυξης (Ιανουάριος 2009)	9,2	3,7	239,4	96,3
EDP ειδοποίηση Απρίλιος 2009	9,3	3,7	251,2	99,6
EDP ειδοποίηση 2 Οκτωβρίου 2009	14,4	6,0	257,9	107,2
EDP ειδοποίηση 21 Οκτωβρίου 2009	30,0	12,5	272,3	113,4
EDP ειδοποίηση Απρίλιος 2010	32,3	13,6	273,4	115,1
Eurostat Νοέμβριος 2011*	36,2	15,4	298,0	126,8

* Η ειδοποίηση EDP του Οκτωβρίου 2010 δεν περιλάμβανε αλλαγές για την Ελλάδα που πιθανόν να αναβλήθηκαν λόγω των δημοτικών εκλογών.

Σημείωση: Ταυτόχρονα με τις αναθεωρήσεις για το απόλυτο ύψος ελλείμματος και χρέους, είχαμε συνήθως και αναθεωρήσεις για το ύψος του ονομαστικού ΑΕΠ. Κατά συνέπεια, τα ποσοστά ΑΕΠ διαφοροποιούνται ελαφρώς ανά περίπτωση.

Πηγή: ΥΠΟΙΚΟ.

Η αποκάλυψη για την ελληνική δημοσιονομική εκτροπή προκάλεσε αλυσιδωτές αντιδράσεις. Οι πρώτοι που αντέδρασαν ήταν οι οίκοι αξιολόγησης, οι οποίοι, έχοντας υποστεί κριτική για την ανεπάρκεια των εκτιμήσεών τους πριν από τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση, έσπευσαν να επανεξετάσουν την περίπτωση της Ελλάδας. Οι υποβαθμίσεις της Ελλάδας ήταν διαδοχικές. Η Fitch μάς υποβάθμισε πρώτη στις 22 Οκτωβρίου, μία μέρα μετά τη γνωστοποίηση του διπλάσιου ελλείμματος για το 2009, κατά μία βαθμίδα, σε A- από A. Στις 8 Δεκεμβρίου η Fitch μάς υποβαθμίζει εκ νέου κατά μία βαθμίδα σε BBB+. ³¹ Η S&P ακολουθεί, υποβαθμίζοντάς μας στις 16 Δεκεμβρίου από A- σε BBB+. Η Moody's επίσης μας υποβαθμίζει στις 22 Δεκεμβρίου σε A2 από A1.

Η Ελλάδα συγκέντρωσε τότε το ενδιαφέρον των αγορών. Η αξιοπιστία της κλονίστηκε. Μάλιστα αργότερα οι αγορές άρχισαν να αμφισβητούν την ικανότητα και των υπόλοιπων οικονομιών της ευρωπαϊκής περιφέρειας να αντεπεξέλθουν: της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας και της Ισπανίας. Οι αγορές έβλεπαν μέσω της Ελλάδας και την αρχή μιας πιθανής τελικής διάλυσης της Ευρωζώνης.

Ορισμένοι ισχυρίζονταν ακόμη και στο τέλος του 2010 ότι η υπερβολική αντίδραση των αγορών, από το Νοέμβριο του 2009 και μετά, οφείλεται όχι τόσο στο πραγματικό μέγεθος του δημοσιονομικού προβλήματος που σωρεύτηκε για δεκαετίες, όσο κυρίως στο σοκ της ίδιας της αποκάλυψης των ελλειμμάτων του 2009! Σύμφωνα με αυτούς τους αναλυτές, το σοκ δημιούργησε ένα κύμα απαισιοδοξίας για την Ελλάδα που πλέον δεν ελέγχεται. ³² Αν, δηλαδή, είχαμε διαχειριστεί καλύτερα τη δημοσιοποίηση των στοιχείων και δεν ξαφνιάσαμε τις αγορές, ίσως να μη φτάναμε στα υψηλά επιτόκια δανεισμού που βλέπουμε. Το επιχείρημα φαίνεται να είναι περισσότερο πολιτικό, παρά οικονομικό, αφού καταρρίπεται από το γεγονός ότι η κρίση συνεχίζεται περισσότερο από ένα χρόνο μετά την ανακοίνωση των στοιχείων, ενώ επεκτάθηκε και εκτός Ελλάδας. Πάντως, μια ανάγνωση της *Έκθεσης της Επιτροπής για την Αξιοπιστία των Δημοσιονομικών Στοιχείων*, η οποία κατατέθηκε στη Βουλή των Ελλήνων το Φεβρουάριο του 2010, δείχνει ότι το όποιο πρόβλημα δεν ήταν η ξαφνική δημοσιοποίηση των στοιχείων, αλλά η προηγού-

31. Ανάμεσα στις δύο υποβαθμίσεις της Fitch, στις 5 Νοεμβρίου ανακοινώνεται το προσχέδιο του νέου προϋπολογισμού, ενώ στις 25 Νοεμβρίου το Ντουμπάι ανακοινώνει την παύση πληρωμών για την εξυπηρέτηση του χρέους του μεγαλύτερου κρατικού αμοιβαίου κεφαλαίου Dubai World, εκτοξεύοντας την διεθνή ανησυχία στα ύψη.

32. Βλ., για παράδειγμα, την εκπομπή «Νέοι Φάκελοι» στο Σκάι, Δευτέρα, 20/12/2010, <http://folders.skai.gr/main/theme?locale=el&id=159> και <http://folders.skai.gr/main/theme?locale=el&id=158>.

μενη ατελής διοχέτευσή τους στην Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία.³³ Το ίδιο συμπέρασμα τεκμαίρεται και από αντίστοιχη Έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, που δημοσιεύτηκε τον Ιανουάριο του 2010.³⁴

Ο Προϋπολογισμός του 2010, που κατατέθηκε το Δεκέμβριο του 2009, περιλάμβανε μια σειρά από μέτρα για τον περιορισμό του ελλείμματος, κατά 3,3 ποσοστιαίες μονάδες, και για την ενίσχυση της ανάπτυξης. Τα μέτρα περιλάμβαναν πάγωμα νέων προσλήψεων (εκτός Υγείας, Ασφάλειας και εκπαίδευσης) για το 2010· και 1 πρόσληψη για κάθε 5 αποχωρήσεις στο δημόσιο τομέα από το 2011· περιορισμό των συμβασιούχων· πάγωμα μισθών πάνω από τα € 2.000· και εξαγγελίες για πάταξη της φοροδιαφυγής και της διαφθοράς. Περιλάμβαναν, όμως, και αυξήσεις των συντάξεων και των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων ελαφρώς πάνω από τον πληθωρισμό, ως μέρος ενός πακέτου €2,6 δις ή 1,1% του ΑΕΠ, για τη στήριξη των κατώτερων εισοδηματικά στρωμάτων και την ενίσχυση της συνολικής ζήτησης.

Με το νέο έτος, το κόστος δανεισμού συνεχώς αυξάνεται. Στις 15 Ιανουαρίου του 2010, η ελληνική κυβέρνηση ανακοινώνει το νέο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΠΣΑ 2009 - 2013). Το πρόγραμμα προβλέπει μείωση του ελλείμματος κατά 4 ποσοστιαίες μονάδες το 2010· και ένα τελικό επίπεδο κάτω από το 3% έως το τέλος του 2012. Πέραν των προηγούμενων μέτρων του Προϋπολογισμού του 2010, το ΠΣΑ περιλαμβάνει επιπλέον μέτρα για αύξηση

33. Σύμφωνα με τον Κανονισμό της Eurostat, η ΕΣΥΕ έπρεπε να ενημερώσει τη Eurostat για τα δημοσιονομικά στοιχεία έως τις 2 Οκτωβρίου, ημέρα Παρασκευή. Φαίνεται, όμως, να αποφεύχθηκε η παροχή στοιχείων που θα μπορούσαν να δημοσιοποιηθούν στην Ελλάδα πριν από τις εκλογές της Κυριακής, 4 Οκτωβρίου. Στην Έκθεση αναφέρεται, μεταξύ άλλων, το εξής (σελ. 28 - 29):

«[...] Στις 30 Σεπτεμβρίου, οι πίνακες απεστάλησαν στην Eurostat, αλλά οι στήλες του 2008 και του 2009 ήταν κενές [...] τα στοιχεία που περιλαμβάνονταν στη γνωστοποίηση της 2ας Οκτωβρίου δεν αντιστοιχούσαν στα στοιχεία που είχαν στείλει στην ΕΣΥΕ οι διάφοροι φορείς και υπηρεσίες. Αυτό δηλαδή που άλλαξε στη γνωστοποίηση της 21ης Οκτωβρίου είναι ότι καταχωρήθηκαν τα πραγματικά στοιχεία των διάφορων φορέων και υπηρεσιών».

Σημειώνεται ότι αποστολή κενών πινάκων στην εξαμηνιαία διαδικασία ενημέρωσης της Eurostat αποτέλεσε καινοφανή ενέργεια μιας χώρας στην ιστορία του θεσμού της Ευρωπαϊκής Στατιστικής Υπηρεσίας.

34. Βλέπετε European Commission (2010a). Οι αναλυτές της Eurostat εμφανίζονται διαρκώς στο κείμενο να ενεργούν ως ντετέκτιβ για το ποια υπηρεσία διοχέτευε εσκεμμένα λάθος στοιχεία. Για παράδειγμα, στη σελ. 9 του Παραρτήματος I, περιγράφουν το ακόλουθο: «[...] It was revealed in the November methodological visit that the Public Debt Directorate of the GAO transmitted the correct information to the hierarchy of the GAO, but it seems that this information was withheld by the hierarchy of the GAO and did not reach the NSSG».

των εσόδων, μέσω αύξησης των έμμεσων φόρων (ΦΠΑ και φόροι σε τσιγάρα, αλκοόλ κ.τ.λ.)· και μείωση των δαπανών, μέσω παγώματος των προσλήψεων καθώς και μείωσης των επιδομάτων των δημοσίων υπαλλήλων. Εξακολουθεί να περιλαμβάνει αυξήσεις για τους μισθούς κάτω των €2.000. Περιλαμβάνει, επίσης, διαρθρωτικά μέτρα, όπως την ανεξαρτητοποίηση της Στατιστικής Υπηρεσίας, νέο τρόπο σχεδιασμού και παρακολούθησης της εκτέλεσης του προϋπολογισμού, ένα νέο φορολογικό σύστημα και μέτρα για την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής. Παρ' όλα αυτά, οι αγορές δεν φαίνεται να πείθονται, καθώς υπάρχει διάχυτη η αίσθηση ότι δίνεται έμφαση στα έσοδα, και όχι τόσο στις ανεξέλεγκτες δαπάνες. Τα επιτόκια συνεχίζουν την ανοδική τους πορεία. Η αγορά φαίνεται να πιέζει για πιο δραστικά και μόνιμα μέτρα. Το σχηματιζόμενο αδιέξοδο γίνεται όλο και πιο ξεκάθαρο.

Στις 2 Φεβρουαρίου ο πρωθυπουργός επιστρέφει από το Νταβός της Ελβετίας, όπου συμμετείχε στο World Economic Forum και άκουσε από πρώτο χέρι τις ανησυχίες των ξένων ηγετών για πιθανή χρεοκοπία της Ελλάδας. Το Νταβός αποτέλεσε την κορύφωση των πολιτικών και οικονομικών πιέσεων. Τότε φαίνεται ότι «ο κύβος ερρίφθη». Στο δίλημμα «πρώτα ανάπτυξη και μετά σταθεροποίηση» ή «πρώτα σταθεροποίηση και μετά ανάπτυξη», η απόφαση είναι για το δεύτερο, αυτό που ζητούσαν όσοι δάνειζαν το ελληνικό Δημόσιο. Ο ίδιος ο πρωθυπουργός ανακοινώνει πρόσθετα δημοσιονομικά μέτρα για τον περιορισμό του ελλείμματος που περιλαμβάνουν πάγωμα μισθών στο δημόσιο τομέα, αυξήσεις στα όρια συνταξιοδότησης και αύξηση στο φόρο των καυσίμων. Όλες οι δημοσκοπήσεις δείχνουν ότι δύο στους τρεις Έλληνες επικροτούν την απόφαση αυτή, ένα ποσοστό πολύ μεγαλύτερο από το ποσοστό της εκλογικής του νίκης, τέσσερις μήνες νωρίτερα. Οι αγορές ηρεμούν· και τα επιτόκια πέφτουν λίγο. Στις 3 Φεβρουαρίου η ΕΕ εγκρίνει το ΠΣΑ και στις 16 Φεβρουαρίου εγκρίνεται και από το ECOFIN. Ταυτόχρονα, η ελληνική πλευρά δεσμεύεται να υποβάλει έως τις 16 Μαρτίου σχέδιο δημοσιονομικών μέτρων για την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων του 2010, και έως τις 15 Μαΐου για το σύνολο της δημοσιονομικής προσαρμογής, καθώς και για την υιοθέτηση όσο το δυνατόν συντομότερα ενός προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων – στο συνταξιοδοτικό, στην Υγεία, στη δημόσια διοίκηση, στο επιχειρηματικό περιβάλλον κτλ.

Το πρώτο δεκαήμερο του Φεβρουαρίου, παρατηρείται αυξητική τάση των περιθωρίων των CDS, που οφείλεται στην αρνητική αξιολόγηση της αγοράς σχετικά με τα μέτρα που περιλαμβάνονταν τόσο στο ΠΣΑ (ημερομηνία ανακοίνωσης 15/01/10) όσο και στο πρώτο πακέτο επιπρόσθετων μέτρων (ημερο-

μηνία ανακοίνωσης 02/02/10). Η αρνητική αξιολόγηση των αγορών μεταβλήθηκε, προσωρινά μόνο, με την έγκριση του ΠΣΑ και των επιπρόσθετων μέτρων από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (03/02/10). Στο τέλος Φεβρουαρίου τα περιθώρια των CDS αυξήθηκαν σημαντικά μετά τις φήμες για τις ανταλλαγές (swaps) που είχαν συνάψει οι ελληνικές κυβερνήσεις την περίοδο 2001 - 2009 και τη συζήτηση που άρχισε σε διεθνές επίπεδο σχετικά με την αξιοπιστία των στοιχείων για το χρέος.

Ακολουθεί μια περίοδος σχετικής ηρεμίας των αγορών (βλ. Διάγραμμα 4.2), αλλά και αδράνειας της ΕΕ για συγκεκριμένη παροχή βοήθειας προς την Ελλάδα. Την αδράνεια αυτή επισημαίνει από νωρίς ο Διοικητής της Τράπεζας της Αγγλίας κ. Μέρβιν Κίνγκ. Στις 17 Φεβρουαρίου ανέφερε: «Η Γαλλία και η Γερμανία δεν έχουν άλλη επιλογή από το να δώσουν ρητές εγγυήσεις για το ελληνικό χρέος».

Στις 3 Μαρτίου, με έναυσμα τις προηγούμενες δεσμεύσεις της, η ελληνική κυβέρνηση ανακοινώνει νέο πακέτο μέτρων. Περιλαμβάνει αύξηση του ΦΠΑ κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες, στο 21%, νέες αυξήσεις έμμεσων φόρων, νέους φόρους στην περιουσία, περικοπή του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων, περικοπές 30% στα δώρα Χριστουγέννων, Πάσχα και καλοκαιρινής αδειάς των δημοσίων υπαλλήλων, πάγωμα των συντάξεων του Δημοσίου και άλλα πρωτοφανή για την εποχή εκείνη μέτρα. Συνολικά μέτρα ύψους €4,8 δις ή 2% του ΑΕΠ. Τα μέτρα έδειξαν να έχουν και την υποστήριξη της κοινής γνώμης. Οι αγορές συνεχίζουν να παραμένουν σχετικά ήρεμες και στάσιμες.

Στις 15 Μαρτίου, στη συνάντηση των υπουργών Οικονομικών της Ευρωζώνης ανακοινώνεται η απόφαση δημιουργίας μηχανισμού στήριξης των μελών της Ζώνης του Ευρώ. Περισσότερες λεπτομέρειες ανακοινώνονται στις 25 Μαρτίου, έπειτα από δραματικές διαβουλεύσεις. Η ΕΕ ανακοινώνει ότι θα δημιουργηθεί μηχανισμός χρηματοδότησης, με τη συμμετοχή του ΔΝΤ, για να βοηθήσει την Ελλάδα ή όποιο άλλο μέλος της Ευρωζώνης χρειαστεί. Στις συζητήσεις ακούγεται και η πρόταση για τη δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου, στα πρότυπα του ΔΝΤ, λύση την οποία είχε προηγουμένως προτείνει και παρουσιάζει στο άρθρο του σε αυτό τον τόμο ο Mayer (2011). Παράλληλα, η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι θα συνεχίσει να δέχεται κρατικά ομόλογα πιστοληπτικής αξιολόγησης BBB- και μετά το 2010, με έκπτωση όμως στον υπολογισμό της αξίας τους ως εχεγγύων.

Προς έκπληξη όλων, οι αγορές δεν κατευνάζονται. Απεναντίας, η απουσία διευκρινιστικών λεπτομερειών για το μέγεθος του πακέτου και τον τρόπο λειτουργίας του μηχανισμού προκαλεί νέες εντάσεις, με τα επιτόκια να ξεκινούν

νέα ανοδική πορεία (βλέπετε Διάγραμμα 4.2). Δημιουργούνται σοβαρές αμφιβολίες και στο εσωτερικό της ΕΕ για το αν η Ελλάδα θα καταφέρει να αντεπεξέλθει. Κάποιοι θεωρούν ότι η ΕΕ δεν θα καταφέρει να βοηθήσει την Ελλάδα, ενώ και οι πιέσεις στο εσωτερικό της Γερμανίας εντείνονται. Σταδιακά αρχίζει να γίνεται κατανοητό ότι δεν κινδυνεύει μόνο η Ελλάδα, αλλά το ίδιο το ευρώ.

Στις 9 Απριλίου η Fitch υποβαθμίζει την Ελλάδα περαιτέρω κατά δύο βαθμίδες, σε BBB-. Στις 11 Απριλίου νέες λεπτομέρειες για το μηχανισμό ΕΕ/ΔΝΤ ανακοινώνονται, χωρίς όμως να πείθουν τις αγορές, καθώς το μέγεθος των πόρων κρίνεται μικρό. Στις 22 Απριλίου η Moody's μάς υποβαθμίζει κατά μία βαθμίδα, σε A3. Ο καταγιγισμός των αρνητικών νέων επηρεάζει την αγορά. Σε διάστημα δύο μόλις εβδομάδων, τα περιθώρια των CDS αυξήθηκαν κατά 103% (από 386 μονάδες βάσης, στις 12/04/2010, στις 846 μονάδες βάσης στις 27/4/2010).

Στις 23 Απριλίου, η Ελλάδα επισήμως ζητά την ένταξή της στο μηχανισμό στήριξης, αφού το κόστος δανεισμού εκτοξεύεται σε μη αποδεκτά ύψη. Η Ελλάδα ουσιαστικά αδυνατεί να βρει χρηματοδότηση από την αγορά και απειλείται με χρεοκοπία. Στις 27 Απριλίου η S&P μάς υποβαθμίζει κατά 3 βαθμίδες, σε BB-, που είναι ένα επίπεδο απίστευτα χαμηλό. Τα ομόλογα του ελληνικού κράτους, πρώτη φορά στη ιστορία των αξιολογήσεών τους, κατατάσσονται από έναν αξιολογικό οίκο στην επενδυτική κατηγορία των «σκουπιδιών» ή junk. Ο φόβος χρεοκοπίας είναι μεγάλος, αφού οι αξιολογήσεις των οίκων αξιολόγησης έχουν επιστρέψει σε ένα παρελθόν που είναι άγνωστο, πριν από την έναρξη των επίσημων αξιολογήσεων της Ελλάδας.

4.4 Δάνειο στην Ελλάδα με προϋποθέσεις

Ο Απρίλιος του 2010 ήταν μια περίοδος έντονων διαπραγματεύσεων μεταξύ Ελλάδας, ΕΕ(κυρίως Γερμανίας) και του ΔΝΤ, για το ύψος της απαιτούμενης βοήθειας και, κυρίως, τους όρους. Οι Ευρωπαίοι εταίροι πιθανόν κινήθηκαν να διασώσουν την Ελλάδα φοβούμενοι κυρίως για την τύχη των δικών τους τραπεζικών συστημάτων, αφού τα περισσότερα ελληνικά κρατικά ομόλογα βρίσκονταν στα θησαυροφυλάκια ιδιωτικών τραπεζών της Ευρωζώνης. Μια νέα τραπεζική κρίση στην Ευρωζώνη έθετε σε κίνδυνο και το ίδιο το ευρώ. Η καγκελάρια Μέρκελ, υπερασπιζόμενη την απόφαση διάσωσης της Ελλάδας και απευθυνόμενη κυρίως στο εσωτερικό της χώρας της, δήλωσε: «Η απόφαση δεν αφορά τίποτα λιγότερο από το μέλλον της Ευρώπης και το μέλλον της Γερμα-

νίας στην Ευρώπη». ³⁵ Την ίδια περίοδο, η ΕΚΤ στις 3 Μαΐου ανακοίνωσε ότι αναστέλλει επ' αόριστον το όριο πιστοληπτικής αξιολόγησης για τα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου που δέχεται ως εγγύηση.

Το Μνημόνιο (Memorandum of Understanding) υπογράφηκε στις 5 Μαΐου του 2010. Η παρέμβαση της ΕΕ και του ΔΝΤ οδήγησε στη σύνταξη ενός προγράμματος που έχει ως βασικό στόχο τόσο την κάλυψη των δανειακών αναγκών της Ελλάδας για περίπου τρία χρόνια όσο και στη δημιουργία ενός νέου αναπτυξιακού προτύπου που θα επιτρέπει την έξοδο της χώρας από την κρίση και την επιστροφή της σε διατηρήσιμους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Το Μνημόνιο περιλαμβάνει πόρους €80 δις διακρατικών δανείων από τους εταίρους της Ευρωζώνης (πλην Σλοβακίας) και €30 δις από το ΔΝΤ. Τα χρήματα θα δίνονται με δόσεις, αφού πρώτα θα αξιολογείται η πορεία υλοποίησης των μέτρων που περιλαμβάνονται στο Μνημόνιο. Το κόστος δανεισμού από την ΕΕ είναι περίπου 4% – 5%· το κόστος δανεισμού από το ΔΝΤ είναι μικρότερο, περίπου 3,3%. ³⁶

Προϋπόθεση για την άντληση των δόσεων του δανείου είναι η επίτευξη δημοσιονομικής πειθαρχίας και ουσιαστικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Το μεγαλύτερο μέρος των μεταρρυθμίσεων προβλέπεται να υλοποιηθεί τα πρώτα δύο χρόνια του προγράμματος. Η αξιολόγηση είναι τριμηνιαία, και οι στόχοι καταγράφησαν λεπτομερώς, ώστε να ενισχυθεί η πειθαρχία. Περιλαμβάνονται μεταρρυθμίσεις στο ασφαλιστικό, στις εργασιακές σχέσεις, στο δημόσιο τομέα και στο σύστημα Υγείας. Οι Ράπανος και Καπλάνογλου (2010) στο άρθρο τους σε αυτό τον τόμο παρουσιάζουν τις δημοσιονομικές πτυχές του προγράμματος. ³⁷

Στις 9 Μαΐου ανακοινώθηκε η δημιουργία ενός μόνιμου μηχανισμού στήριξης για τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης. Ο μηχανισμός θα διαθέτει πόρους ύψους €750 δις για τη χρηματοδότηση όποιου κράτους-μέλους εκτός της

35. Deutsche Welle, 5/5/2010, «Chancellor Merkel defends position as parliament debates Greece bailout», Editor: Chuck Penfold: <http://www.dw-world.de/dw/article/0,,5537752,00.html>.

36. Σύμφωνα με το Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής, στο δάνειο των Ευρωπαίων: «Ο τόκος υπολογίζεται με βάση κυμαινόμενο επιτόκιο (Euribor τριών μηνών) με περιθώριο 300 μονάδων βάσης για τα πρώτα τρία έτη (400 μονάδων βάσης μετέπειτα). Τα κράτη μέλη θα χρεώσουν επίσης προκαταβαλλόμενη προμήθεια ίση με 50 μονάδες βάσης». Λεπτομέρειες για τον τρόπο υπολογισμού του κόστους δανεισμού από το ΔΝΤ βρίσκονται στις ιστοσελίδες: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sba.htm> και <http://www.imf.org/external/np/exr/faq/greecefaqs.htm#q25>

37. Για μια λεπτομερή παρουσίαση του προγράμματος, βλ., επίσης, το τεύχος Ιουνίου 2010 του *Economy & Markets* της Eurobank Research (Hardouvelis et al., 2010).

Ελλάδας αντιμετωπίζει πρόβλημα εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους του. Οι λεπτομέρειες του μηχανισμού περιγράφονται στον Πίνακα 5.1 στο επόμενο εδάφιο. Ανακοινώθηκε, επίσης, ο διπλασιασμός της χρηματοδότησης των προβλημάτων που προκύπτουν από τα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών (Balance of Payments Facility) στα € 50 δις (το Δεκέμβριο του 2008 είχε επίσης διπλασιαστεί, από τα €12 δις στα € 25 δις). Αργότερα η ΕΚΤ ανακοίνωσε, επίσης, ότι θα προχωρήσει σε πρόγραμμα αγοράς κρατικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά, για τη σταθεροποίησή της, όταν κρίνει ότι οι περιστάσεις το απαιτούν.

Η ανακοίνωση των λεπτομερειών του μηχανισμού μείωσε τα επιτόκια στις αγορές, τόσο τα επιτόκια ομολόγων όσο και τα ασφάλιστρα κινδύνου στα CDS (βλ. Διάγραμμα 4.2). Η πτώση, όμως, αποδείχθηκε προσωρινή. Σύντομα οι προβληματισμοί για την Ελλάδα και το μέλλον της Ευρωζώνης εντάθηκαν. Οι αγορές συνεχίζουν μέχρι σήμερα να είναι επιφυλακτικές, παρά την ικανοποιητική εκτέλεση των προδιαγραφών του Μνημονίου και την προώθηση σημαντικών μεταρρυθμίσεων (ασφαλιστικό, εργασιακό, δημοσιονομικό). Οι αποδόσεις στα CDS προεξοφλούν υψηλή πιθανότητα αναδιάρθρωσης του χρέους ή ακόμη και χρεοκοπίας.

Στις 14 Ιουνίου, η Moody's προχώρησε σε νέα υποβάθμιση κατά 4 βαθμίδες, σε Ba1, που είναι κατηγορία «σκουπιδιών» (junk ή non investment grade bond). Στις 24 Ιουνίου, το περιθώριο των CDS έφτασε τις 1037 μονάδες βάσης – υψηλότερα και από την περίοδο των αρχών Μαΐου 2010, πριν δηλαδή από την πλήρη εξασφάλιση του πακέτου στήριξης. Η συγκεκριμένη αύξηση οφείλεται και στις πωλήσεις ελληνικών ομολόγων, εξαιτίας της προτεραιότητας (seniority) του δανείου ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ σε περίπτωση χρεοκοπίας (default) έναντι των υπόλοιπων κατόχων ελληνικού χρέους, καθώς και σε συζητήσεις σχετικά με τη δυνατότητα πραγματοποίησης των όρων του Προγράμματος Σταθερότητας ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ από την ελληνική κυβέρνηση ή και τα πιθανά αποτελέσματα των ελέγχων ακραίων καταστάσεων (stress tests) των ελληνικών τραπεζών.

Από τα τέλη Ιουλίου, το περιθώριο των CDS άρχισε να αυξάνεται εκ νέου, για να φτάσει τις 941 μ.β. στις 26 Αυγούστου. Η συγκεκριμένη αύξηση πιθανώς αποδίδεται στη στροφή των επενδυτών προς τα γερμανικά ομόλογα μετά τις εξελίξεις που άρχισαν να διαφαίνονται σχετικά με την Ιρλανδία. Σημειώνουμε εδώ ότι στις 24 Αυγούστου 2010 η S&P υποβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση των μακροπρόθεσμων τίτλων του ιρλανδικού Δημοσίου από AA σε AA-. Οι πιέσεις αυτές μειώθηκαν στις αρχές του φθινοπώρου. Τότε η διατρα-

πεζική αγορά άνοιξε για λίγο για τις ελληνικές τράπεζες, αν και με υψηλά επιτόκια.

Η σχετική ευφορία του Σεπτεμβρίου - Οκτωβρίου, όμως, δεν διήρκεσε. Οι δηλώσεις της καγκελαρίου Μέρκελ (πρώτες δηλώσεις στις 20 Οκτωβρίου) ότι, σε πιθανή χρεοκοπία χώρας που θα συμμετέχει στο μηχανισμό στήριξης, το κόστος θα το επωμιστούν και ιδιώτες επενδυτές, επιδείνωσαν το κλίμα. Οι αποφάσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της 28ης και 29ης Οκτωβρίου 2010 (λεπτομέρειες στο Εδάφιο 5.3) για τη θέσπιση ενός μόνιμου ευρωπαϊκού μηχανισμού στήριξης ήταν ασαφείς και συνοδεύτηκαν από διαφωνίες για τους όρους και τις προϋποθέσεις ενεργοποίησης. Χαρακτηριστικές του κλίματος ήταν οι διαφωνίες για την απώλεια του δικαιώματος ψήφου στα ευρωπαϊκά συμβούλια για τις χώρες που θα κατέφευγαν στο μηχανισμό. Οι ανησυχίες αναζωπυρώθηκαν και από το προεκλογικό κλίμα των αυτοδιοικητικών εκλογών του Νοεμβρίου στην Ελλάδα, με τις εύλογες καθυστερήσεις υλοποίησης των προδιαγραφών του Μνημονίου. Οι εξελίξεις στην Ιρλανδία επέτειναν τα προβλήματα. Η απαισιοδοξία δεν μετριάστηκε ούτε όταν οι υπουργοί Οικονομικών το Νοέμβριο ατύπως συμφώνησαν επί της αρχής ότι το ελληνικό δάνειο των €110 δις θα μπορούσε να παραταθεί ανάλογα με τους όρους του δανείου της Ιρλανδίας.

Το Δεκέμβριο του 2010, οι αξιολογικοί οίκοι ξεκίνησαν ένα νέο γύρο υποβαθμίσεων. Στις 3 Δεκεμβρίου, η Standard & Poor's ανακοίνωσε ότι μέσα στο επόμενο τρίμηνο πιθανόν να υποβαθμίσει κι άλλο την πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδας, αν καταστεί σαφές ότι ο προτεινόμενος Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) θα ευνοήσει τους δημόσιους πιστωτές σε βάρος των ιδιωτών που κατέχουν κρατικά ομόλογα. Στις 16 Δεκεμβρίου, η Moody's έθεσε υπό αναθεώρηση για πιθανή υποβάθμιση την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας, βασιζόμενη στην αυξημένη αβεβαιότητα για την ικανότητα της χώρας να μειώσει το χρέος της – το οποίο είχε αναθεωρηθεί το Νοέμβριο σημαντικά προς τα πάνω (Πίνακας 4.1)³⁸ - και την υστέρηση που παρατηρούνταν στα έσοδα του 2010. Ένας επιπλέον λόγος είναι η αμφισβήτηση της δυνατό-

38. Μεγάλο μέρος της αναθεώρησης του χρέους το Νοέμβριο του 2010 οφείλεται στο γεγονός ότι πολλές υπερχρεωμένες ΔΕΚΟ μπήκαν στον ορισμό της γενικής κυβέρνησης. Αντίστοιχες ΔΕΚΟ στα περισσότερα υπόλοιπα κράτη δεν αποτελούν μέρος της γενικής κυβέρνησης. Μέρος της αναθεώρησης οφείλεται και σε ανταλλαγές (swaps) στις οποίες προέβησαν ελληνικές κυβερνήσεις από το 2001 έως το 2008 και των οποίων το χρέος δεν είχε καταγραφεί πλήρως, αφού η σχετική νομοθεσία της Eurostat για τον τρόπο καταγραφής των παράγωγων προϊόντων δημιουργήθηκε το 2008, και τότε φαίνεται ότι η Ελλάδα δεν προέβη στις απαραίτητες τελειωτικές διορθώσεις (βλ. European Commission, 2010a, Eurostat, 2008, Eurostat, 2010).

τητα επιβολής νέων περιοριστικών μέτρων της τάξης του 5% του ΑΕΠ το 2012-2014, που αναφέρεται στο Μνημόνιο.

Στις 21 Δεκεμβρίου 2010, η Fitch, ο μόνος από τους τρεις μεγάλους αξιολογικούς οίκους που ακόμα διατηρούσε την Ελλάδα σε αξιολόγηση εκτός κατηγορίας σκουπιδιών (investment grade), ανακοινώνει την προοπτική υποβάθμισης της Ελλάδας τον Ιανουάριο. Αυτό τελικά το πράττει στις 14 Ιανουαρίου 2011, υποβαθμίζοντας την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας κατά μια μόνο βαθμίδα, από BBB+ σε BB+ (junk bond). Αναγνωρίζει τη μεγάλη δημοσιονομική προσαρμογή και τις σημαντικές μεταρρυθμίσεις που επιτεύχθηκαν το 2010, αλλά ισχυρίζεται ότι βασικός λόγος είναι η μακροχρόνια βιωσιμότητα των δημοσιονομικών, οι οικονομικές προοπτικές και η πολιτική βούληση της κυβέρνησης να φέρει σε πέρας τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις. Σημαντικός επιβαρυντικός παράγοντας παραμένει επίσης η αβεβαιότητα που επικρατεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο για τη διαχείριση της ευρύτερης ευρωπαϊκής κρίσης (βλ. Ενότητα 5).

Νωρίτερα, το Σεπτέμβριο του 2010, οι Buitter και Rahbari (2011) σε άρθρο τους για τον παρόντα τόμο δεν είναι αισιόδοξοι για την εξέλιξη της ελληνικής κρίσης. Ο Collignon (2011) στο δικό του άρθρο του παρόντος τόμου εξετάζει τη δυνατότητα επίλυσης κρίσεων, όπως η ελληνική, με την έκδοση ιδιωτικών ομολόγων της ΕΕ (ευρωομολόγου). Βεβαίως, σταδιακά η κατάσταση έγινε ακόμη πιο δύσκολη, καθώς η κρίση παρ' όλες τις προσπάθειες μετακινήθηκε προς τις υπόλοιπες ευάλωτες οικονομίες της Ευρωζώνης.

Το κλίμα στην αγορά βελτιώθηκε από τα μέσα Ιανουαρίου και, ιδιαίτερα, στη διάρκεια των συναντήσεων του Νταβός στα τέλη Ιανουαρίου του 2011. Ευρωπαίοι αξιωματούχοι διέρρεαν ότι το ελληνικό δάνειο θα μπορούσε να παραταθεί στα 30 χρόνια, ότι ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας θα μπορούσε να εξαγοράσει μέρος του χρέους σε περίπου τιμές αγοράς και να το πουλήσει στη συνέχεια στην Ελλάδα, ώστε η Ελλάδα να μειώσει το χρέος της κ.λπ. Οι διαρροές μαζί με την επιτυχή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας Πειραιώς και την πώληση από την Eurobank μεγάλου ποσοστού της θυγατρικής της στην Πολωνία άρχισαν να ενισχύουν και το ελληνικό χρηματιστήριο. Στη Συνάντηση Κορυφής του Φεβρουαρίου, έγιναν και οι πρώτες ζυμώσεις για το εκκολλαπτόμενο δημοσιονομικό πλαίσιο στην Ευρωζώνη, κάτι που αναλύεται στο επόμενο κεφάλαιο, και, όσο η διαπραγμάτευση για την αρχιτεκτονική του διαρκεί, η διακύμανση στις αγορές παραμένει.

4.5 Η κρίση επεκτείνεται στην Ευρώπη

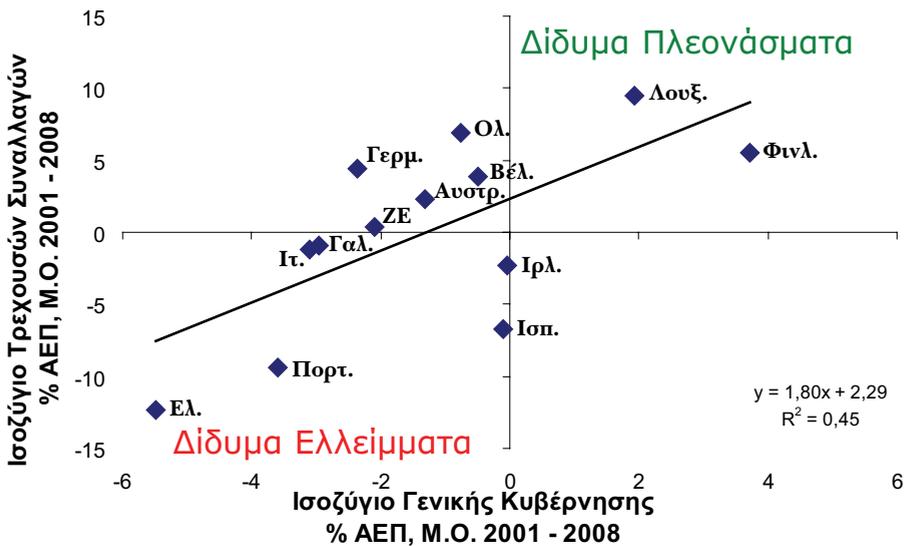
Από τα μέσα του 2009, οι διεθνείς αγορές άρχισαν σταδιακά να γίνονται όλο και περισσότερο νευρικές για την πορεία της Ευρωζώνης, τη στιγμή που συγχρόνως φαίνονταν να καθησυχάζαν από τη βελτιωμένη εικόνα του χρηματοοικονομικού συστήματος στις ΗΠΑ. Η διαφοροποίηση είναι εμφανής στο προηγούμενο Διάγραμμα 2.1. Παρατηρήσατε ότι στα μέσα του 2009 πρώτη φορά τα περιθώρια τριμηνιαίου δανεισμού στη διατραπεζική αγορά γίνονται υψηλότερα στην Ευρωζώνη από τα αντίστοιχα αμερικανικά και παραμένουν υψηλότερα στη συνέχεια. Η νευρικότητα για τις προοπτικές στην Ευρωζώνη εντάθηκε το πρώτο τρίμηνο του 2010, όταν η ελληνική κρίση ευαισθητοποίησε ακόμη περισσότερο τις αγορές σε συγκεκριμένα αδύναμα σημεία των οικονομιών της Ευρωζώνης. Η νευρικότητα αρχικά περιορίστηκε σε συγκεκριμένες χώρες της ευρωπαϊκής περιφέρειας, με προεξάρχουσα την Ελλάδα, όπως φαίνεται ξεκάθαρα στο προηγούμενο Διάγραμμα 4.2. Μάλιστα, τον Απρίλιο - Μάιο του 2010, με την κορύφωση της ελληνικής κρίσης, αυξήθηκαν δραματικά τα επιτόκια ασφάλισης (CDS) και για την Ιρλανδία, ενώ η αύξηση ήταν μικρότερη για την Πορτογαλία και τις υπόλοιπες χώρες (βλ. Διάγραμμα 4.2). Έτσι, από τις αρχές του 2010 άρχισε να μπαίνει σταδιακά ένα τέλος στην προηγούμενη ανέμελη περίοδο λειτουργίας του ευρώ, όταν δεν γινόταν μεγάλη διάκριση ανάμεσα στα ομόλογα διαφορετικών χωρών της Ευρωζώνης.

Οι περισσότερες ανισορροπίες και αδυναμίες των χωρών της ευρωπαϊκής περιφέρειας διαφέρουν από χώρα σε χώρα. Άλλες είναι κοινές. Στο Διάγραμμα 4.7 περιγράφονται δύο μεταβλητές που απεικονίζουν την εσωτερική και εξωτερική ισορροπία των χωρών της Ευρωζώνης. Εκεί διαχωρίζονται οι χώρες της Ευρωζώνης σύμφωνα με το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (κάθετος άξονας) και το δημοσιονομικό ισοζύγιο (οριζόντιος άξονας). Οι μεταβλητές απεικονίζουν τον ετήσιο μέσο όρο της περιόδου 2001 - 2008, δηλαδή, της εποχής του ευρώ για την Ελλάδα πριν από την ελληνική κρίση. Είναι φανερό ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεγεθών.

Το δημοσιονομικό είναι το μεγαλύτερο από τα δύο προβλήματα για το σύνολο σχεδόν των χωρών της Ζώνης του Ευρώ. Η Ελλάδα και η Πορτογαλία έχουν τα μεγαλύτερα δημοσιονομικά ελλείμματα, αλλά και τα μεγαλύτερα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών. Αντιθέτως, η Ιρλανδία, που χτυπήθηκε μετά την Ελλάδα από τις αγορές και αναγκάστηκε να ζητήσει και αυτή τη βοήθεια της Ευρωζώνης και του ΔΝΤ, δείχνει να μην έχει πρόβλημα σε κανέναν

από τους δύο τομείς.³⁹ Η Ισπανία, που επίσης βρέθηκε στο στόχαστρο των αγορών, δεν έχει διαχρονικό δημοσιονομικό πρόβλημα. Αντιμετωπίζει μόνο πρόβλημα ανταγωνιστικότητας.

Διάγραμμα 4.7.
Ισοζύγια Τρεχουσών Συναλλαγών και Γενικής Κυβέρνησης των κρατών-μελών της Ευρωζώνης



Πηγή: European Commission.

Στη διάρκεια Μαΐου - Ιουλίου 2010, παρόλο που τα ασφάλιστρα παραμένουν υψηλά, δείχνουν να σταθεροποιούνται. Όχι όμως για πολύ, καθώς τον Αύγουστο εγείρονται νέες ανησυχίες για την επάρκεια των πόρων του μηχανισμού στήριξης σε περίπτωση χρεοκοπίας μεγάλων οικονομιών όπως η Ισπανία. Είναι η σειρά της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας να διαφοροποιηθούν έντονα από τις υπόλοιπες χώρες.

Το Φθινόπωρο του 2010, η Ιρλανδία βρέθηκε στο στόχαστρο των αγορών. Η ιρλανδική οικονομία είχε σημειώσει θεαματικούς ρυθμούς ανάπτυξης από το 1994 έως το 2007. Η ανάπτυξη αυτή βασίστηκε στη δημιουργία ενός ευνοϊκού επιχειρηματικού περιβάλλοντος που προσέλκυσε μεγάλες ξένες επενδύ-

39. Τα πρόβλημα της Ιρλανδίας εμφανίστηκε μετά το 2007, με το ξέσπασμα της διεθνούς κρίσης. Παρατηρήσατε, στο προηγούμενο Διάγραμμα 4.1, ότι το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε από το τέλος του 2007 έως το τέλος του 2011 κατά 82 ποσοστιαίες μονάδες.

σεις. Μεγάλες διεθνείς εταιρείες, μεταξύ άλλων κολοσσοί της πληροφορικής, των επικοινωνιών και φαρμακευτικές εταιρείες, επέλεξαν να εγκαταστήσουν μονάδες παραγωγής και έρευνας στην Ιρλανδία. Ταυτόχρονα, μεγάλη ανάπτυξη γνώρισε ο κατασκευαστικός τομέας και οι τράπεζες.⁴⁰ Οι δύο τελευταίοι τομείς αποδείχθηκαν και οι πιο προβληματικοί.

Με την έναρξη της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, η ιρλανδική φούσκα στην αγορά ακινήτων, ιδίως στην αγορά κατοικιών, κατέρρευσε. Οι τιμές νέων κατοικιών έπεσαν στα μέσα του 2010 28% σε σχέση με τα μέσα του 2007, και των μεταχειρισμένων κατά 38%. Οι τράπεζες, που με τη σειρά τους είχαν προβεί σε επισφαλή δανεισμό στην αγορά ακινήτων,⁴¹ με την κατάρρευση της διεθνούς διατραπεζικής αγοράς βρέθηκαν στα πρόθυρα της χρεοκοπίας. Η ιρλανδική κυβέρνηση ήταν η πρώτη που προέβη σε πλήρη εγγύηση του συνόλου των καταθέσεων στις ιρλανδικές τράπεζες και αργότερα έσπευσε να κρατικοποιήσει τις προβληματικές από αυτές, καθώς αποδείχθηκε ότι τα τοξικά δάνεια στην ιρλανδική αγορά ακινήτων ήταν πολύ περισσότερα από τις αρχικές εκτιμήσεις. Συγχρόνως, οι υψηλές αυξήσεις μισθών στα χρόνια της ανάπτυξης είχαν διαβρώσει την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Έτσι, και με δεδομένο ότι η ιρλανδική οικονομία είναι μια πολύ ανοικτή οικονομία, η χρηματοοικονομική κρίση και η παγκόσμια ύφεση οδήγησαν άμεσα σε βαθιά εγχώρια ύφεση. Το 2009 ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν -7,6%, ενώ η ανεργία εκτοξεύτηκε στο 13% το πρώτο τρίμηνο του 2010, από μόλις 4,5% το 2007.

Οι ταυτόχρονες προσπάθειες για αύξηση των δημόσιων δαπανών προκειμένου να αμβλυθούν οι επιπτώσεις της ύφεσης, αλλά και κυρίως οι προσπάθειες για διάσωση του τραπεζικού τομέα, οδήγησαν σε υπερβολική αύξηση του χρέους της γενικής κυβέρνησης, από μόλις 25% του ΑΕΠ το 2007 στο εκπληκτικό 97,4% το 2010, το οποίο αναμένεται να φτάσει το 107% στο τέλος του 2011 (βλ. Διάγραμμα 4.1). Όταν το Σεπτέμβριο του 2010 ανακοινώθηκε ότι τελικά η διάσωση του ιρλανδικού τραπεζικού συστήματος θα έφτανε το ποσό των

40. Στα τέλη Σεπτεμβρίου 2010, το συνολικό ενεργητικό του ιρλανδικού τραπεζικού συστήματος έφτανε το 490% του ιρλανδικού ΑΕΠ.

41. Μόνο τα δάνεια προς νοικοκυριά για την αγορά κατοικίας εκτοξεύτηκαν από το περίπου 36,5% του ΑΕΠ, στις αρχές του 2003, στο 83% στα τέλη του 2008. Εξίσου μεγάλη ήταν η πιστωτική επέκταση προς τον κατασκευαστικό τομέα. Στα πλαίσια εξυγίανσης του τραπεζικού τομέα και στήριξης του κατασκευαστικού, δημιουργήθηκε το National Asset Management Agency, το οποίο είχε αγοράσει έως το τέλος του 2010 κατασκευαστικά δάνεια ονομαστικής αξίας €71,2 δις (45,5% του ΑΕΠ) δίνοντας στις τράπεζες ομόλογα έκδοσης του, ονομαστικής αξίας €30,2 δις, με ένα «κούρεμα», δηλαδή, 58% (NAMA, (2010).

€35 δις, εκτοξεύοντας το έλλειμμα για το 2010 στο 32,3% του ΑΕΠ, ουσιαστικά η πορεία ήταν προδιαγεγραμμένη.

Η ιρλανδική κυβέρνηση αναγκάστηκε να ζητήσει τη ένταξή της στον ευρωπαϊκό μηχανισμό στήριξης το Νοέμβριο, παρά τις προηγούμενες έντονες διαφεύσεις παραγόντων τόσο της ιρλανδικής κυβέρνησης όσο και της ΕΕ για την μη ανάγκη προσφυγής. Το Δεκέμβριο, έπειτα από διαπραγματεύσεις, συμφωνήθηκε η Ιρλανδία να λάβει συνολικά € 85 δις: €22,5 δις από το ΔΝΤ, € 45 δις από την ΕΕ (όχι μόνο από τα κράτη μέλη της Ζώνης του Ευρώ, αλλά και από τη Σουηδία, τη Δανία και το Ην. Βασίλειο) και € 17,5 δις από ιρλανδικές πηγές⁴². Το επιτόκιο διαμορφώνεται στο 5,8%. Η περίοδος αποπληρωμής ορίστηκε στα 7,5 χρόνια, κάτι που άνοιξε και το δρόμο για την επέκταση της αποπληρωμής και του αντίστοιχου ελληνικού πακέτου στήριξης. Οι πόροι αυτοί θα διατεθούν ώστε να εξυγιανθεί ο τραπεζικός τομέας και να επιτύχει το πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής.

Αξίζει να σημειωθεί ότι στο πλαίσιο των διαπραγματεύσεων ετέθη το θέμα αύξησης του φορολογικού συντελεστή για τις επιχειρήσεις από το ισχύον 12,5%. Η ιρλανδική πλευρά αρνήθηκε κατηγορηματικά, καθώς η προσέλκυση επιχειρήσεων μέσω ενός ευνοϊκού επιχειρηματικού περιβάλλοντος αποτελεί βασικό πυλώνα της ανταγωνιστικότητας και της προσπάθειας επανεκκίνησης της οικονομίας μέσω της αύξησης των εξαγωγών.

Ένα δεύτερο ενδιαφέρον στοιχείο της ιρλανδικής περιπέτειας είναι η συμπεριφορά των ιρλανδικών επιτοκίων και των αγορών γενικότερα. Η συμπεριφορά αυτή δείχνει ότι ο μηχανισμός διάσωσης δεν θεωρήθηκε επαρκής για τη σταθεροποίηση της Ευρωζώνης. Συνέβη το ίδιο περίπου που είχε συμβεί τον προηγούμενο Μάιο με τα ελληνικά και τα υπόλοιπα ευρωπαϊκά επιτόκια της περιφέρειας, όταν δημιουργήθηκαν το πακέτο στήριξης για την Ελλάδα και ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Στήριξης για τα υπόλοιπα κράτη. Τα ιρλανδικά επιτόκια μειώθηκαν μόνον προσωρινά. Μετά την ανακοίνωση ότι η ιρλανδική κυβέρνηση ζήτησε τη στήριξη από τον υπάρχοντα Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης την Κυριακή 21 Νοεμβρίου, τα πενταετή ιρλανδικά CDS του προηγούμενου Διαγράμματος 4.2, που αυξάνονταν συνεχώς από τον Ιούλιο (202,4 μονάδες βάσης στις 28/7), συνέχισαν να ανεβαίνουν, καθώς οι αγορές περίμεναν την οριστικοποίηση των όρων της συμφωνίας, για να φτάσουν στις 30/11 τις 610,8 μ.β. Η οριστικοποίηση των όρων μείωσε ελάχιστα μόνο τα ασφάλιστρα, τα οποία στις 24/1/2011 ήταν στις 608,9 μ.β. Η πτώση των ασφαλίσεων στη

42. €12,5 δις. από τα αποθεματικά του Εθνικού Συστήματος Συντάξεων (National Pension Reserve Fund) και €5 δις. από τα ρευστά διαθέσιμα της κυβέρνησης.

διάρκεια Ιανουαρίου - Φεβρουαρίου του 2011 ακολούθησε απλώς τη γενικότερη τάση αποκλιμάκωσης της κρίσης στην Ευρωζώνη.

Στις 17 Δεκεμβρίου, η Moody's υποβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της Ιρλανδίας – από Aa2 σε Βαα1. Το βασικό επιχείρημα της υποβάθμισης σχετίζεται με τις αρνητικές προοπτικές σχετικά με τη διατηρησιμότητα του δημόσιου χρέους της Ιρλανδίας. Ταυτόχρονα, οι αντιδράσεις στο εσωτερικό της χώρας για τη συμφωνία με το ΔΝΤ και την ΕΕ οδήγησαν σε προκήρυξη πρόωρων εκλογών για το Μάρτιο του 2011.

Το Δεκέμβριο του 2010, οι ανησυχίες και τα βέλη των αγορών στράφηκαν προς την Ιβηρική χερσόνησο. Η Πορτογαλία είχε αναιμικούς ρυθμούς ανάπτυξης ήδη από το 2002, και έτσι πολλοί προεξοφλούσαν ως βέβαιη την προσφυγή της στο μηχανισμό. Στις 23 Δεκεμβρίου 2010, η Fitch υποβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της Πορτογαλίας –από AA- σε A+ με αρνητικές προοπτικές–, εξαιτίας της αργής μείωσης του ελλείμματός της και των συνεχώς επιδεινούμενων συνθηκών για τη χρηματοδότηση της χώρας και των τραπεζών της.

Η Ισπανία, η 4η μεγαλύτερη οικονομία της Ζώνης του Ευρώ και η 5η μεγαλύτερη στην ΕΕ-27, βρέθηκε τότε στο επίκεντρο της προσοχής. Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία μαζί αποτελούν το 4,8% της οικονομικής δραστηριότητας στην ΕΕ-27, ενώ η Ισπανία από μόνη της το 8,9%. Η Ισπανία είχε λοιπόν κομβική σημασία για την εξέλιξη της κρίσης, τόσο λόγω του μεγέθους της όσο και του υψηλού βαθμού διασύνδεσης της οικονομίας της με τις υπόλοιπες οικονομίες της Ευρωζώνης. Έπειτα από μια δεκαετία υψηλής ανάπτυξης, εισήλθε το 2008 σε βαθιά ύφεση. Η αναιμική ανάπτυξη που σημειώθηκε το 2010 συνέχιζε να απειλείται από τις εξελίξεις στην αγορά ακινήτων και από το υψηλό χρέος του ιδιωτικού τομέα.

Η Ισπανία είχε πολλά ισχυρά σημεία για να στηρίξει την ανάκαμψη. Η δημοσιονομική κατάσταση προ της κρίσης ήταν θετική, αλλά η επιδείνωση θεαματική: από πλεόνασμα 1,9% του ΑΕΠ, το 2007, σε έλλειμμα -11,1% το 2009. Το χρέος ήταν χαμηλότερο της Γερμανίας, στο 36% του ΑΕΠ το 2007, αλλά αυξήθηκε στο 64,4% το 2010. Το τραπεζικό σύστημα, παρά τις ανησυχίες για την έκθεσή του στην αγορά ακινήτων, αποδείχθηκε ιδιαίτερα ανθεκτικό στην κρίση, χάρη και στην αποτελεσματική εποπτεία και στις ενέργειες της κεντρικής τράπεζας.⁴³ Έτσι, η φούσκα στην αγορά ακινήτων δεν επηρέασε τις μεγάλες

43. Η ισπανική κεντρική τράπεζα φοβούμενη από νωρίς τη φούσκα των ακινήτων είχε επιβάλει στις τράπεζες από τις αρχές της δεκαετίας υψηλότερες προβλέψεις με βάση τις αναμενόμενες απώλειες στο μέλλον. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. το άλλο άρθρο του συγγραφέα στον παρόντα τόμο (Χαρδούβελης, 2011).

τράπεζες. Υπό την αδιάλειπτη πίεση των αγορών, η ισπανική κυβέρνηση έσπευσε να λάβει δραστικά μέτρα για τη μείωση του ελλείμματος, κάτω του 3% έως το 2013, συμπεριλαμβανομένων μειώσεων 5% στους μισθούς των δημοσίων υπαλλήλων και προσλήψεις με αναλογία 1 για κάθε 10 αποχωρήσεις. Επιπλέον, ανακοινώθηκαν μέτρα για τον αποτελεσματικότερο δημοσιονομικό έλεγχο των περιφερειακών κυβερνήσεων.

Για μεγάλο χρονικό διάστημα, οι κύριες ανησυχίες στην Ισπανία πήγαιναν από την ανάγκη για άμεση μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος και για προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και στην αγορά εργασίας. Η ανεργία στη Ισπανία αυξήθηκε πιο απότομα από ό,τι σε οποιαδήποτε άλλη χώρα του ΟΟΣΑ κατά τη διάρκεια της κρίσης, αναδεικνύοντας προφανώς τα διαρθρωτικά προβλήματα της αγοράς εργασίας. Το ισπανικό τραπεζικό σύστημα έχει μεγάλη έκθεση στην Πορτογαλία, γεγονός που προκαλεί νευρικότητα στις αγορές. Η Moody's ανακοίνωσε το Δεκέμβριο ότι εξετάζει το ενδεχόμενο αρνητικής αναθεώρησης της αξιολόγησης των ισπανικών τραπεζών. Το Φεβρουάριο του 2011, η ισπανική κυβέρνηση ήρθε σε συμφωνία με τα συνδικάτα για αύξηση της ηλικίας συνταξιοδότησης στα 67 χρόνια.

Στο τέλος του 2010, το γαϊτανάκι του τρόμου συνεχιζόταν, με πολλούς αναλυτές να εκτιμούν ότι, εκτός του ότι οι πόροι του μηχανισμού δεν επαρκούν για τη διάσωση της Ισπανίας, το κόστος για χώρες όπως η Ιταλία και το Βέλγιο, με τα μεγαλύτερα ποσοστά δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ στην Ευρωζώνη (μετά την Ελλάδα), θα είναι αδύνατον να γίνει ανεκτό. Άλλωστε, η Ιταλία αποτελεί το 12,9% της οικονομικής δραστηριότητας στην ΕΕ-27, και το Βέλγιο το 2,9%. Εν τω μεταξύ, ακόμη και οι πιο ισχυρές ευρωπαϊκές οικονομίες δεν έμειναν πλέον στο απυρόβλητο. Είναι χαρακτηριστικό ότι τα γαλλικά CDS στις 20/12/2010 βρέθηκαν υψηλότερα των αντίστοιχων της Τσεχίας και της Χιλής, με κυριότερο επιχείρημα των αναλυτών την υψηλή έκθεση των γαλλικών τραπεζών σε χώρες της ευρωπαϊκής περιφέρειας. Στο τέλος του 2010, τα σενάρια πλέον έφτασαν μέχρι τη διάσπαση της Ευρωζώνης.

Στις αρχές Ιανουαρίου του 2011, τα περιθώρια των CDS έφτασαν στο υψηλότερο σημείο από την αρχή της κρίσης, για να αποκλιμακωθούν στη συνέχεια. Οι επιτυχημένες, αν και με αυξημένο κόστος, εκδόσεις ομολόγων από την Ισπανία και την Πορτογαλία σηματοδότησαν μια μικρή ανάπαυλα που ενισχύθηκε από τη συνεχιζόμενη φημολογία και τις προσδοκίες για μια συνολική λύση της κρίσης χρέους. Το Φεβρουάριο του 2011, παρουσιάστηκαν οι προτάσεις των Γάλλων και των Γερμανών για τη μελλοντική μορφή της ΕΕ και της

Ευρωζώνης, που θα αποτελέσουν αντικείμενο σκληρών διαπραγματεύσεων. Γίνεται έτσι αναγκαία η περιγραφή της αντίδρασης των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων στην εξελισσόμενη κρίση, και αποκτά ιδιαίτερη βαρύτητα η συζήτηση για τη μελλοντική μορφή της Ευρωζώνης και του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αυτά είναι θέματα του επόμενου εδαφίου.

5. Η μελλοντική πορεία

Έχοντας ήδη περιγράψει το ιστορικό των κρίσεων τα τελευταία χρόνια, στο παρόν εδάφιο γίνεται μια ανάλυση σχετικά με το μέλλον του χρηματοοικονομικού συστήματος, της παγκόσμιας οικονομίας, καθώς και της Ευρωζώνης και της Ελλάδας ειδικότερα.

5.1 Το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα στο μέλλον

Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση, η οποία ακόμη δεν έχει οριστικά απομακρυνθεί, δημιούργησε ένα νέο και πολύ διαφορετικό χρηματοπιστωτικό τοπίο. Πέρα από τις τεράστιες αλλαγές στον αριθμό, το είδος και τον τρόπο λειτουργίας των επιμέρους χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων (ΧΙ), έκανε φανερή την ανάγκη δημιουργίας μιας νέας αρχιτεκτονικής στη δομή και, κυρίως, στον έλεγχο και στην εποπτεία του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η προσπάθεια να βρεθεί μια κοινή συνισταμένη για τη δημιουργία της νέας αυτής αρχιτεκτονικής ξεκίνησε δυνατά και προχώρησε αρκετά, όσο η κρίση βρισκόταν στον αρχικό παροξυσμό της τα δύο πρώτα χρόνια. Αργότερα κάπως ατόνησε. Συνεχίζεται όμως, και έτσι δεν έχει χαθεί η ελπίδα ότι οι πολιτικές δυνάμεις στις επιμέρους χώρες θα μπορέσουν να καταλήξουν από κοινού σε ένα χρηματοοικονομικό πλαίσιο ικανό να διασφαλίσει τη σταθερότητα της παγκόσμιας ανάπτυξης.

Η κρίση αποκάλυψε με δραματικό τρόπο τα ευάλωτα και τρωτά σημεία του συστήματος. Στις κυριότερες αδυναμίες περιλαμβάνονται: (1) η λειτουργία ενός τεράστιου «σκιάδους» τραπεζικού συστήματος που, ενώ ήταν στενά συνδεδεμένο με το υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό σύστημα, λειτουργούσε ουσιαστικά χωρίς κανένα εποπτικό έλεγχο, (2) ο ηθικός κίνδυνος από την λειτουργία ΧΙ «πολύ μεγάλων για να αφεθούν να χρεοκοπήσουν» (too big to fail), (3) η αδυναμία αναγνώρισης συστημικών κινδύνων, (4) η έλλειψη επαρκούς και αξιόπι-

στου πλαισίου εποπτείας και ελέγχου ιδίως μεγάλων χρηματοπιστωτικών ομίλων με διασυνοριακή παρουσία, και (5) η ανυπαρξία ενός αποτελεσματικού μηχανισμού επίλυσης κρίσεων. Στο άρθρο του Ορφανίδη (2011) στον παρόντα τόμο, αναλύονται οι αλλαγές που θα πρέπει να γίνουν για την πρόληψη, διαχείριση και επίλυση κρίσεων. Γενικότερα, η μεταρρύθμιση του διεθνούς χρηματοοικονομικού τομέα είναι αναγκαία, καθώς οι αποτυχίες των συστημάτων ελέγχου και εποπτείας ήταν, όπως είδαμε, ένας σημαντικός παράγοντας για την εκδήλωση της κρίσης.

Όπως ήδη προαναφέρθηκε στο Εδάφιο 3.2, οι προσπάθειες μεταρρύθμισης του εποπτικού πλαισίου του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος συντονίζονται από την Ομάδα των 20 πλουσιότερων κρατών (G-20) και, ειδικότερα, από το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (FSB), το οποίο αναφέρεται στην Ομάδα των G-20. Στα πλαίσια της ίδιας μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, η Επιτροπή της Βασιλείας (Basel Committee on Banking Supervision ή BCBS) διαμορφώνει βελτιωμένους ρυθμιστικούς κανόνες, την αποκαλούμενη Βασιλεία III. Ταυτόχρονα, στις επιμέρους περιοχές του πλανήτη προχωρούν παράλληλες τοπικές ρυθμίσεις. Η ΕΕ-27, αντλώντας μαθήματα από την κρίση, έθεσε σε ισχύ ένα νέο πλαίσιο εποπτείας του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος από τον Ιανουάριο του 2011. Αντίστοιχα, στις ΗΠΑ ψηφίστηκε μια ριζική αναμόρφωση του κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου.

Οι μεταρρυθμίσεις που προωθεί το FSB έχουν ως στόχο τη δημιουργία ενός πιο πειθαρχημένου και λιγότερο υπερκυκλικού παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος το οποίο θα στηρίζει μια πιο ισορροπημένη και διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη. Το ζήτημα της υπερκυκλικότητας είναι πολύ σημαντικό και αναλύεται εκτενώς στον παρόντα τόμο από τον υπογράφοντα (Χαρδούβελης, 2011). Εκεί αναλύονται και οι παράγοντες που επιτείνουν την υπερκυκλικότητα, τα ζητήματα πολιτικού σχεδιασμού που ανακύπτουν, προτείνονται τρόποι για την αντιμετώπισή τους και παρουσιάζεται η κατάσταση των σημερινών ρυθμιστικών προσπαθειών.

Στα ίδια πλαίσια, η Βασιλεία III, όπως προτάθηκε από την BCBS και πιο συγκεκριμένα από την εποπτεύουσα την BCBS, Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision (GHOS), περιλαμβάνει μέτρα με σκοπό τη βελτίωση της ικανότητας του τραπεζικού συστήματος να απορροφά τις επιπτώσεις μακροοικονομικών και πιστωτικών κρίσεων, τη βελτίωση της διαχείρισης κινδύνου, τη βελτίωση των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης και την ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας. Οι μεταρρυθμίσεις στοχεύουν

στην αύξηση της αντοχής των χρηματοοικονομικών οργανισμών σε κρίσεις τόσο στο μικροοικονομικό επίπεδο –ανά τράπεζα– όσο και στο μακροοικονομικό επίπεδο, δηλαδή, στην αναγνώριση και αντιμετώπιση συστημικών κινδύνων και της υπερκυκλικότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Στο πλαίσιο αυτό, στόχος είναι να επιτευχθεί ισορροπία μεταξύ, αφενός, του επιπέδου των κεφαλαίων που προωθεί τη μακροπρόθεσμη οικονομική σταθερότητα και ανάπτυξη και, αφετέρου, του κόστους και της αποτελεσματικότητας του τραπεζικού τομέα.

Το ευρύτερο πλαίσιο των προτάσεων της Βασιλείας III συμφωνήθηκε το Σεπτέμβριο του 2009. Συγκεκριμένα μέτρα προτάθηκαν το Δεκέμβριο του 2009. Η GHOS συγκεκριμενοποίησε τα κύρια σημεία του μεταρρυθμιστικού σχεδίου τον Ιούλιο του 2010, και οι τελευταίες λεπτομέρειες καθώς και ο τρόπος μετάβασης από τη Βασιλεία II στη Βασιλεία III συμφωνήθηκαν και ανακοινώθηκαν το Σεπτέμβριο του 2010.⁴⁴ Οι κύριες μεταβολές περιλαμβάνουν:

- i. υψηλότερες και καλύτερης ποιότητας κεφαλαιακές απαιτήσεις,
- ii. πιο περιοριστικό ορισμό του κεφαλαίου,
- iii. ενίσχυση του πλαισίου κεφαλαιακών απαιτήσεων ως προς την κάλυψη των κινδύνων, ιδίως του κινδύνου αντισυμβαλλομένου, προκειμένου να εξασφαλιστεί η συνολική κάλυψη κινδύνων,
- iv. πρόσθετα μέτρα για την αντιμετώπιση συστημικών κινδύνων και κινδύνων σχετικών με την αντίληψη ότι το μεγάλο μέγεθος αποκλείει την πιθανότητα χρεοκοπίας,
- v. αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση της απορροφητικότητας ζημιών των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, για να μειωθεί ο ηθικός κίνδυνος,
- vi. έλεγχο της μόχλευσης, μέσω της κατάρτισης ενός απλού δείκτη,
- vii. εισαγωγή ενός νέου παγκόσμιου πλαισίου για τη ρευστότητα,
- viii. δυνατότητα απορρόφησης ζημιών, πέρα από τα πρότυπα που ανακοινώθηκαν, για τράπεζες που έχουν συστημική σημασία. Οι αλλαγές που συμφωνήθηκαν καθώς και το χρονοδιάγραμμα εφαρμογής τους περιγράφονται συνοπτικά και στο άρθρο του υπογράφοντος στον παρόντα τόμο (Χαρδούβελης, 2011).

Στις επιμέρους χώρες, ενδιαφέρουσες είναι οι εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση και, κατά δεύτερο λόγο, στις ΗΠΑ. Το Σεπτέμβριο του 2010, το Ευρω-

⁴⁴. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλ. τα BCBS, 2010a και BCBS, 2010b.

παϊκό Κοινοβούλιο, έπειτα από την επίτευξη συμφωνίας όλων των κρατών-μελών, υπερψήφισε ένα νέο εποπτικό και ρυθμιστικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού τομέα, το οποίο τέθηκε σε ισχύ τον Ιανουάριο του 2011 (European Commission, 2009a, 2009b, Council of the European Union, 2010). Ο Τριδής (2011) στο άρθρο του στον παρόντα τόμο παρουσιάζει μία άλλη πτυχή του ευρωπαϊκού μηχανισμού χρηματοπιστωτικής εποπτείας: την εξέλιξη της χρηματοπιστωτικής νομοθεσίας στο δίκαιο της ΕΕ, εντοπίζει τα βασικά χαρακτηριστικά της και εξετάζει επιλεκτικά την αντίδραση της ΕΕ στη χρηματοπιστωτική κρίση.

Το νέο πλαίσιο στην ΕΕ-27 αποτελείται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Board, ESRB) και τρεις νέες εποπτικές αρχές (European Supervisory Authorities, ESA). Στο ESRB ανατίθεται η μακροπροληπτική εποπτεία. Η κύρια αποστολή του ESRB θα είναι ο εντοπισμός, η παρακολούθηση και η αξιολόγηση των πιθανών κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην ΕΕ, που προκύπτουν από το μακροοικονομικό περιβάλλον, καθώς και από τις εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αν οποιοσδήποτε κίνδυνος φαίνεται να είναι σημαντικός, το ESRB θα εκδίδει προειδοποιήσεις και θα κάνει συστάσεις.

Το μικροεπίπεδο προληπτικής εποπτείας αναλαμβάνουν οι τρεις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές (ESAs):

- i. European Banking Authority (EBA), με έδρα το Λονδίνο, για την εποπτεία των τραπεζών,
- ii. European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), με έδρα τη Φρανκφούρτη, για την εποπτεία των ασφαλιστικών εταιρειών και των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών ταμείων,
- iii. European Securities and Markets Authority (ESMA), με έδρα το Παρίσι, για την εποπτεία χρηματιστηριακών και επενδυτικών εταιρειών, αλλά και με αρμοδιότητες για τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (Credit Rating Agencies).

Οι ESAs θα λειτουργούν ως δίκτυο και σε συγχρονισμό με τους υπάρχοντες εθνικούς επόπτες. Οι ESAs θα παρέχουν συντονισμό σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ώστε να προωθήσουν την εναρμόνιση των Κανονισμών, την αποτελεσματική και συνεπή εποπτεία και επιβολή των κανόνων. Οι ESAs δεν θα ασχολούνται με την καθημερινή εποπτική λειτουργία. Αυτή θα ασκείται από τους εθνικούς επόπτες, οι οποίοι βρίσκονται επιτόπου και έχουν και τη σχετική εξειδίκευση.

Οι ESAs θα έχουν τη δυνατότητα, μεταξύ άλλων:

- i. να ορίζουν συγκεκριμένους κανόνες για τους εθνικούς επόπτες και τα ΧΠΠ,
- ii. να επιβλέπουν τη σωστή εφαρμογή των κανόνων από τους εθνικούς επόπτες,
- iii. να αναλαμβάνουν δράση σε επείγουσες καταστάσεις, ακόμη και απαγορεύοντας τη διάθεση συγκεκριμένων προϊόντων,
- iv. να διαιτητεύουν και να επιλύουν διαφορές μεταξύ εθνικών εποπτών.

Στην ΕΕ-27 θα δημιουργηθεί, επίσης, μία Κοινή Επιτροπή για το συντονισμό των παραπάνω νέων εποπτικών αρχών. Πρέπει να τονιστεί ότι εναρμόνιση δεν σημαίνει υποχρεωτικά ότι η νομοθεσία σε όλες τις χώρες θα είναι ίδια, αλλά ότι θα ακολουθούν κάποιες βασικές κοινές αρχές. Η αναγνώριση και η εξάλειψη από τις εθνικές νομοθεσίες διαφορών που παραβιάζουν αυτές τις κοινές αρχές θα είναι μια μάλλον χρονοβόρα και δύσκολη άσκηση ισορροπίας. Οι ESAs θα παρέχουν τις τεχνικές προδιαγραφές για αυτή τη διαδικασία. Ένα κοινό ευρωπαϊκό σύνολο κανόνων θα παρέχει κοινή νομική βάση για την εποπτική λειτουργία των ESAs, διασφαλίζοντας σταθερότητα, ισότιμη μεταχείριση, μικρότερο κόστος κανονιστικής συμμόρφωσης, και θα εξαλείψει τη δυνατότητα κανονιστικού arbitrage.

Μεταρρυθμίσεις γίνονται και στις ΗΠΑ. Εκεί, τον Ιούλιο του 2010 ψηφίστηκε ο νόμος για τη μεταρρύθμιση της Wall Street και την προστασία των καταναλωτών (Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), γνωστός ως Dodd- Frank από τα επίθετα των δύο πολιτικών που τον σχεδίασαν.⁴⁵ Ο νόμος φέρνει αλλαγές στη δομή του εποπτικού και ελεγκτικού μηχανισμού του χρηματοοικονομικού τομέα στις ΗΠΑ. Η ψήφισή του φαίνεται να σταματάει και, πιθανόν, να αντιστρέφει μια πορεία αποκανονικοποίησης, που ξεκίνησε τη δεκαετία του 1980 και η οποία, λόγω της κρίσης, θεωρήθηκε από το πολιτικό σύστημα στις ΗΠΑ επιβλαβής για την οικονομία.⁴⁶ Ο νόμος ορίζει ένα πολύ πιο ξεκάθαρο και τακτικό πλαίσιο άσκησης του εποπτικού ελέγχου από ό,τι ίσχυε μέχρι σήμερα.

Ο νόμος Dodd- Frank αυξάνει τη διαφάνεια και ενισχύει τον έλεγχο και την

45. Ο Christopher John Dodd είναι Δημοκρατικός γερουσιαστής από το Κονέκτικατ. Ο Barney Frank είναι Δημοκρατικός, μέλος της Βουλής των Αντιπροσώπων από τη Μασαχουσέτη.

46. Ο Calomiris (2011) στο άρθρο του στον παρόντα τόμο έχει αντίθετη άποψη για το ρόλο της αποκανονικοποίησης. Θεωρεί ότι βοήθησε να αποφευχθούν τα χειρότερα της κρίσης.

εποπτεία στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα εκείνα που αυξάνουν το συστημικό κίνδυνο. Επεκτείνει το εύρος εφαρμογής των κανόνων και της εποπτείας συμπεριλαμβάνοντας φορείς και παράγοντες της αγοράς που μέχρι σήμερα δρούσαν εκτός του πλαισίου: επενδυτικούς συμβούλους, αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου (hedge funds), επενδυτικές τράπεζες κ.ά. Με λίγα λόγια, θέτει υπό καθεστώς ελέγχου και εποπτείας το σκιώδες τραπεζικό σύστημα. Επιβάλλει, επίσης, σε νέους και παλιούς εποπτικούς φορείς να υποβάλλουν αναφορές, ετήσιες ή και συχνότερες, στο Κογκρέσο για την πορεία των εργασιών τους. Η πλήρης εφαρμογή του νόμου θα απαιτήσει εύλογο χρονικό διάστημα, καθώς προϋποθέτει πλήθος αποφάσεων, μελετών και συμπληρωματικών διατάξεων.

Ο νόμος Dodd- Frank έχει και ορισμένες επιπτώσεις στον τρόπο λειτουργίας όλων των ομοσπονδιακών εποπτικών αρχών στις ΗΠΑ. Καταργεί έναν (Office of Thrift Supervision) και δημιουργεί αριθμό νέων καθώς και υπηρεσίες προστασίας του καταναλωτή. Από τους νέους φορείς, σημαντικό είναι το Financial Stability Oversight Council, που έχει ως σκοπό την αναγνώριση απειλών για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, κυρίως την παρακολούθηση του συστημικού κινδύνου, τόσο από χρηματοπιστωτικούς όσο και από μη χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Συγχρόνως, το Office of Financial Research στο υπουργείο Οικονομικών παρέχει διοικητική, τεχνική και ερευνητική υποστήριξη. Στους νέους οργανισμούς περιλαμβάνεται επίσης η Αρχή Ελεγχόμενης Χρεοκοπίας (Orderly Liquidation Authority), που θα εποπτεύει τις διαδικασίες ρευστοποίησης XI τα οποία σήμερα δεν καλύπτονται από τις υπάρχουσες αρχές και οργανισμούς, όπως ασφαλιστικές εταιρείες και μη τραπεζικά XI. Ιδρύεται, επίσης, το Federal Insurance Office στο υπουργείο Οικονομικών, για την εποπτεία του ασφαλιστικού κλάδου, καθώς και Υπηρεσία Προστασίας Καταναλωτών (Bureau of Consumer Financial Protection) στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα.

Ο νόμος Dodd- Frank περιέχει σημαντικές προβλέψεις για τη διεύρυνση των μηχανισμών εποπτείας. Πρώτη φορά εισάγονται κανόνες λειτουργίας και ελέγχου των hedge funds και άλλων παρόμοιων επενδυτικών σχημάτων. Εισάγει τον αποκαλούμενο κανόνα Volcker,⁴⁷ που, τηρουμένων των αναλογιών και λαμβάνοντας υπόψη ότι μιλάμε για διαφορετικές εποχές με δραματικά διαφο-

47. Ο κανόνας πήρε το όνομα του από τον πρώην πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ Paul Volcker (1979 – 1987), που ως πρόεδρος του Προεδρικού Συμβουλευτικού Συμβουλίου Οικονομικής Ανάκαμψης (President’s Economic Recovery Advisory Board) του Προέδρου Barack Obama πρότεινε την απαγόρευση σε τράπεζες να προβαίνουν σε συγκεκριμένου είδους κερδοσκοπικές επενδύσεις, αν αυτές δεν γίνονται για λογαριασμό πελατών τους.

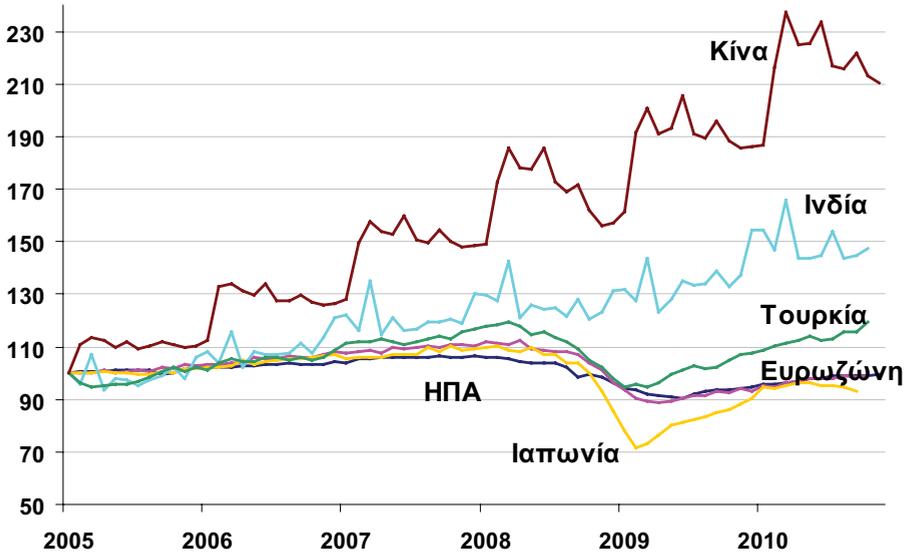
ρετικό τρόπο λειτουργίας των ΧΙ, προσομοιάζει στην παλιά νομοθεσία Glass-Steagall για το διαχωρισμό επενδυτικών και εμπορικών τραπεζών. Ο κανόνας Volcker σκοπεύει στον περιορισμό συγκέντρωσης κινδύνων στο χαρτοφυλάκιο των ΧΙ, περιορίζοντας το ύψος των επενδύσεων των ΧΙ σε hedge funds και private equity funds στο 3% του Tier I κεφαλαίου του ΧΙ. Ο νόμος ενισχύει το κανονιστικό πλαίσιο και τον έλεγχο των εξωχρηματοστηριακών αγορών παραγώγων, συμπεριλαμβανομένων των Credit Default Swaps (CDS), και προωθεί την αλλαγή των αγορών αυτών σε οργανωμένες χρηματοστηριακές αγορές. Περιλαμβάνει, επίσης, αυστηρότερους κανόνες λειτουργίας των αξιολογικών οίκων (NRSROs) και νέο πλαίσιο εποπτείας και ελέγχου τους. Η U.S. Securities and Exchange Commission θα ιδρύσει υπηρεσία για την εποπτεία των NRSROs, το Office of Credit Ratings.

5.2 Η παγκόσμια οικονομία στο μέλλον

Πέραν των επερχόμενων μεταβολών στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα, σημαντικές ανακατατάξεις γίνονται και στις οικονομίες των χωρών του πλανήτη. Τα τελευταία χρόνια, γίνεται ολοένα πιο ξεκάθαρη η σχετική αύξηση της οικονομικής δύναμης των αναπτυσσόμενων χωρών. Στο Διάγραμμα 5.1 περιγράφεται ενδεικτικά η πορεία του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής από τις αρχές του 2005 έως τα τέλη του 2010 σε ΗΠΑ, Ευρωζώνη, Ιαπωνία, Τουρκία, Ινδία και Κίνα. Παρατηρήστε τη στασιμότητα στις αναπτυγμένες περιοχές, αλλά την ταυτόχρονη γρήγορη άνοδο στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, ιδιαίτερα στην Κίνα. Αυτή η διαφοροποίηση αναμένεται να συνεχιστεί, ιδιαίτερα μετά τη χρηματοοικονομική κρίση, η οποία έπληξε κυρίως το δυτικό κόσμο.

Η διεθνής κρίση έχει οδηγήσει σε υπερχρέωση των κρατών στη Δύση, σε αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου και των πραγματικών επιτοκίων, σε μεγάλη νευρικότητα στις αγορές και σε πολλά ερωτηματικά για την πορεία των αναπτυσσόμενων οικονομιών. Η κρίση οδηγεί σε μια ακόμη πιο γρήγορη μετατόπιση της οικονομικής δύναμης προς την Ασία και τη Λατινική Αμερική, καθώς καθηλώνει τις χώρες της Δύσης σε μια περίοδο εύθραυστης ανάπτυξης. Ακόμη και αν υποθέσουμε ότι ο χρηματοοικονομικός τομέας θα μπορέσει να εξυγιανθεί και σταδιακά σταθεροποιηθεί, τα βάρη της μόχλευσης επιβραδύνουν τις αναπτυξιακές προοπτικές, ενώ πολλές παλαιότερες ανισορροπίες εξακολουθούν να υφίστανται.

Διάγραμμα 5.1.
Εξέλιξη Βιομηχανικής Παραγωγής
(Ιανουάριος 2005 - Νοέμβριος 2010)
(Δείκτης, Ιανουάριος 2005 = 100)



Σημείωση: Λόγω εορτών (Chinese Spring Festival), στην Κίνα ο αριθμός των εργασίμων ημερών τον Ιανουάριο και Φεβρουάριο είναι μικρότερος από ό,τι τους άλλους μήνες. Σε αυτό οφείλεται και η περίεργη διακύμανση. Επίσης για την Κίνα δεν υπάρχουν στοιχεία για τον Ιανουάριο για πολλά έτη, οπότε χρησιμοποιείται για λόγους διαγραμματικής απεικόνισης ο μέσος όρος των μηνών Δεκεμβρίου και Φεβρουαρίου.

Πηγή: ECOWIN.

Σήμερα, οι εκτιμήσεις συγκλίνουν ότι εισερχόμαστε σε μια περίοδο χαμηλότερης παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης από ό,τι την περίοδο που μας οδήγησε στην κρίση. Άλλωστε, η εμπειρία από παρελθούσες χρηματοοικονομικές κρίσεις δείχνει ότι αυτές ακολουθούνται από μειωμένους ρυθμούς ανάπτυξης (IMF, 2009). Πέρα από τις όποιες τριβές στο παγκόσμιο οικονομικό και χρηματοοικονομικό σύστημα, υπάρχουν σημαντικοί παράγοντες που αναμένεται να οδηγήσουν σε πτώση του ρυθμού ανάπτυξης. Τρεις τέτοιοι παράγοντες είναι: η αναμενόμενη άνοδος των πραγματικών επιτοκίων· η περιοριστική δημοσιονομική πολιτική· και η αποκατάσταση των παγκόσμιων ανισορροπιών.

Ο πρώτος παράγοντας, το κόστος χρήματος, αναμένεται να αυξηθεί ως συνέπεια ενός αριθμού αιτιών:

- α) Τα απαιτούμενα ασφάλιστρα κινδύνου θα παραμείνουν αυξημένα σε σχέση με τα –όπως αποδείχτηκαν– μη κανονικά επίπεδα προ της κρίσης.
- β) Θα αυξηθεί το κόστος διαμεσολάβησης λόγω υψηλής ζήτησης από τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα για νέα κεφάλαια, ώστε να αντισταθμίσουν τις απώλειες τους, αλλά και εξαιτίας των απαιτήσεων της αναμενόμενης αυστηρότερης νομοθεσίας για υψηλότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας.
- γ) Η αύξηση του δημόσιου χρέους διεθνώς –που ήταν απαραίτητη για την οικονομική σταθεροποίηση και την αποφυγή ολικής κατάρρευσης– έχει ως συνέπεια την αύξηση του ανταγωνισμού με τον ιδιωτικό τομέα για προσέλκυση πόρων (crowding out effect).
- δ) Η επεκτατική νομισματική πολιτική που ακολουθούν οι κεντρικές τράπεζες κάποια στιγμή θα σταματήσει και θα αντιστραφεί, όταν γίνει σαφές ότι οι μεγάλες οικονομίες έχουν ξεκάθαρα βγει από τη στασιμότητα.
- ε) Η στροφή πολλών αναδυόμενων χωρών στα έργα υποδομής και άλλες επενδύσεις συνεπάγεται αύξηση της ζήτησης για μακροπρόθεσμα κεφάλαια, γεγονός που πιέζει τα πραγματικά επιτόκια προς τα πάνω.

Τον κώδωνα του κινδύνου για την επερχόμενη αύξηση των επιτοκίων έκρουσε η άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων από τις αρχές Οκτωβρίου του 2010. Στις 7/10/2010 τα δεκαετή ομόλογα στις ΗΠΑ είχαν απόδοση 2,40%, στη Γερμανία 2,22% και στην Ιαπωνία 0,85%. Τα ίδια ομόλογα στις 15/12/2010 είχαν φτάσει στο 3,53% στις ΗΠΑ (αύξηση 113 μονάδων βάσης), 3,03% στη Γερμανία (αύξηση 81 μονάδων βάση) και 1,26% στην Ιαπωνία (αύξηση 41 μονάδων βάσης). Το απόλυτο μέγεθος των μεταβολών μπορεί να φαίνεται μικρό, αλλά οι μεταβολές είναι τεράστιες σε σχέση με το μέγεθος του αρχικού επιτοκίου. Μάλιστα, στις ΗΠΑ η αγορά πανικοβλήθηκε από την ξαφνική άνοδο στις αρχές Δεκεμβρίου, με τις αρνητικές εκτιμήσεις των αναλυτών να επικεντρώνονται σε πλειάδα παραγόντων.

Ο δεύτερος αρνητικός παράγοντας είναι οι προοπτικές για τη δημοσιονομική πολιτική. Η μελλοντική οικονομική ανάπτυξη δεν θα μπορεί να στηριχθεί, στο βαθμό που συμβαίνει σήμερα, στη δημοσιονομική επέκταση. Στη διάρκεια της κρίσης, οι κυβερνήσεις άσκησαν επεκτατική δημοσιονομική πο-

λιτική αυξάνοντας σημαντικά τα δημοσιονομικά ελλείμματα και το δημόσιο χρέος, σε μια προσπάθεια να διοχετεύσουν κεφάλαια στην οικονομία και να αποφύγουν μια ύφεση διαρκείας. Όμως δεν μπορούν να συνεχίσουν για πολύ ακόμη αυτή την πολιτική, είτε λόγω περιορισμών που στην Ευρώπη πηγάζουν από ένα ενισχυμένο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης είτε και λόγω της πειθαρχίας που επιβάλλουν οι αγορές, καθώς το κόστος χρηματοδότησης των ελλειμμάτων αυξάνεται. Τα επόμενα χρόνια στόχος θα είναι η επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων, για να μειωθεί το δημόσιο χρέος (βλ. προηγούμενο Διάγραμμα 4.1).

Ο τρίτος αρνητικός παράγοντας σχετίζεται με την επάνοδο σε βελτιωμένη διεθνή μακροοικονομική ισορροπία. Το μοντέλο οικονομικής ανάπτυξης των τελευταίων ετών στηρίχθηκε σε μια σειρά από παράγοντες οι οποίοι σήμερα δεν μπορούν να συνεχίσουν να αποτελούν τις βάσεις στήριξης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας. Κάποιοι από αυτούς ήταν αποτέλεσμα ανισορροπιών οι οποίες δεν είναι πλέον διατηρήσιμες, και αναμένεται να αποκατασταθούν σταδιακά. Το μοντέλο ανάπτυξης πολλών χωρών στηρίχθηκε στην κατανάλωση, κυρίως στις ΗΠΑ και στη Νέα Ευρώπη. Ο αμερικανός καταναλωτής είναι αναγκασμένος να μειώσει τη μόχλευσή του και να αυξήσει την αποταμίευση, όπως άλλωστε συμβαίνει και σε πολλές άλλες οικονομίες με υψηλά ποσοστά δανειακής επιβάρυνσης των νοικοκυριών.

Η παγκόσμια οικονομία θα είναι πιο ισορροπημένη, με τις ΗΠΑ να μην έχουν τεράστια ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και την Ασία να μην τα χρηματοδοτεί με τα δικά της τεράστια πλεονάσματα. Η άμβλυση των ανισορροπιών, όμως, θα δημιουργήσει πρόβλημα στις χώρες που εξάγουν προς τις ΗΠΑ, διότι αναγκάζονται να μειώσουν την παραγωγή τους, αφού δεν βρίσκουν εύκολη διέξοδο εξαγωγών προς τρίτες χώρες. Αιτία είναι το γεγονός ότι δεν αναπληρώνεται γρήγορα και εύκολα η πώση στη ζήτηση που αφήνει πίσω του ο αμερικανός καταναλωτής. Ο κινέζος καταναλωτής δεν είναι ακόμη έτοιμος να αναλάβει τέτοιο ρόλο. Η Ινδία παραμένει μια σχετικά κλειστή οικονομία, ενώ στην Ευρώπη η χώρα-άγκυρα με τους υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης, η Γερμανία, δεν φαίνεται να προσπαθεί να τονώσει την εγχώρια κατανάλωση.

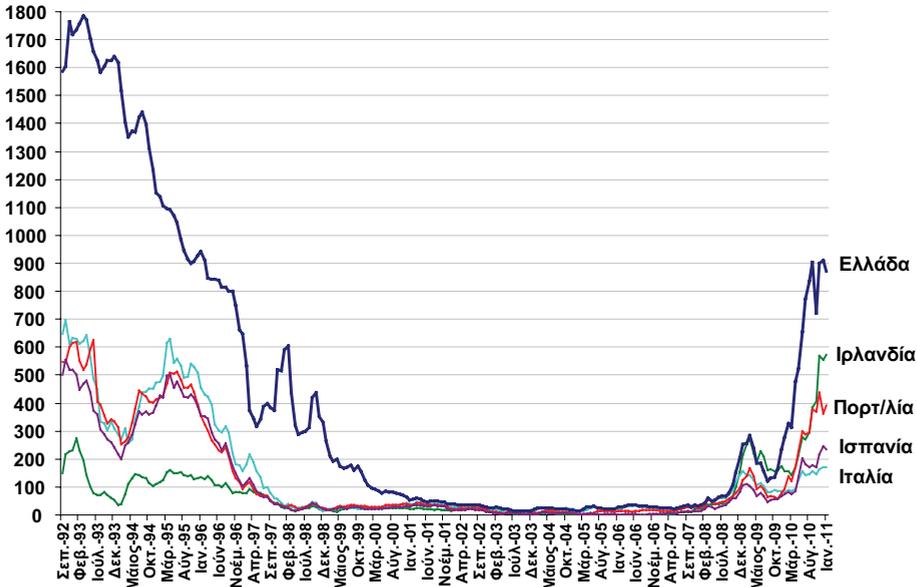
5.3 Η αντίδραση των Ευρωπαίων πολιτικών και το μέλλον της ευρωζώνης

Η κρίση στην Ευρωζώνη εκδηλώθηκε ως αποτέλεσμα της διεθνούς κρίσης, επειδή η τελευταία ευαισθητοποίησε τις αγορές στο πρόβλημα του υπερ-

δανεισμού. Η Ευρωζώνη, όμως, δεν είναι περισσότερο υπερδανεισμένη από το Ηνωμένο Βασίλειο, τις ΗΠΑ ή την Ιαπωνία (βλ. προηγούμενο Διάγραμμα 4.1). Ωστόσο, υπάρχουν χώρες, όπως η Ελλάδα, που τα δημοσιονομικά τους βρέθηκαν εκτός ελέγχου. Στη διάρκεια του 2010, οι αγορές βαθμιαία διαπίστωσαν ότι οι διαφοροποιήσεις ανάμεσα στις χώρες της Ευρωζώνης είναι μεγάλες, όσον αφορά την υγεία του δημοσιονομικού τους τομέα αλλά και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας τους. Σταδιακά η συνοχή της Ευρωζώνης τέθηκε σε αμφισβήτηση. Οι απαιτούμενες αποδόσεις στα 5ετή CDS άρχισαν να διαφοροποιούνται σημαντικά από το Νοέμβριο του 2009, όταν γνωστοποιήθηκε η ελληνική δημοσιονομική εκτροπή και οι αξιολογικοί οίκοι υποβάθμισαν την ελληνική οικονομία (βλ. προηγούμενο Διάγραμμα 4.2 και Πίνακα 4.1).

Η διαφορά με το χθες στις αντιλήψεις των αγορών για την Ευρωζώνη είναι τεράστια. Πριν από τη δημιουργία της Ευρωζώνης, ένα από τα κριτήρια της Συνθήκης του Μάαστριχτ για είσοδο στην Ευρωζώνη ήταν και τα περιθώρια των σταθερών επιτοκίων στα δεκαετή ομόλογα. Ποτέ όμως το κριτήριο δεν λειτούργησε στην πράξη. Στα τέλη της δεκαετίας του 1990, όταν τα κράτη αξιολογούνταν με βάση τα κριτήρια του Μάαστριχτ, το κριτήριο των επιτοκιακών περιθωρίων αποδείχθηκε μη δεσμευτικό. Αν μια χώρα ικανοποιούσε το κριτήριο του πληθωρισμού και το κριτήριο του δημοσιονομικού ελλείμματος, τότε και οι αγορές θεωρούσαν ότι η χώρα θα γινόταν μέλος της Ευρωζώνης και, κατά συνέπεια, τα επιτοκιακά περιθώρια της χώρας αυτής με τα αντίστοιχα γερμανικά μειώνονταν αυτόματα λόγω αρμπιτράζ. Στις τότε αντιλήψεις των αγορών δεν υπήρχε πιστωτικός κίνδυνος ανά χώρα, παρά ελάχιστος. Μάλιστα, η διαφορά στα 10ετή επιτόκια με τα αντίστοιχα επιτόκια της Γερμανίας κατέληξε τότε να είναι απλός προγνωστικός δείκτης της εισόδου μιας χώρας στην Ευρωζώνη, αφού αντικατόπτριζε την πιθανότητα εισόδου σ' αυτήν (Hardouvelis, Malliaropoulos and Priestley, 2006, 2007). Μετά τη δημιουργία της Ευρωζώνης, η αγορά συνέχισε να τιμολογεί τα ομόλογα των χωρών με δημοσιονομικά προβλήματα με τον ίδιο σχεδόν τρόπο που τιμολογούσε και τα γερμανικά, δηλαδή, με πολύ μικρά περιθώρια (Διάγραμμα 5.2).

Διάγραμμα 5.2.
Η διαχρονική εξέλιξη των Περιθωρίων Απόδοσης Δεκαετών Ομολόγων
(Σεπτέμβριος 1992 - Ιανουάριος 2011)



Σημείωση: Τα στοιχεία είναι μηνιαίοι μέσοι όροι. Η Eurostat για το διάστημα όπου δεν υπήρχαν δεκαετή ομόλογα για κάποιες χώρες έχει χρησιμοποιήσει δικές της εκτιμήσεις, με βάση τα υπάρχοντα ομόλογα.

Πηγή: Eurostat.

Το 2010 η αγορά μετατοπίστηκε στο άλλο άκρο και φαίνεται να υπερ-αντιδρά. Στο τέλος της Συνόδου Κορυφής, στις 17 Δεκεμβρίου του 2010, τα δεκαετή γερμανικά ομόλογα είχαν απόδοση 3,03%, ενώ τα αντίστοιχα ελληνικά 11,90%, τα ιρλανδικά 8,43%, τα πορτογαλικά 6,46%, τα ισπανικά 5,52% και τα ιταλικά 4,60%. Παρατηρήστε στο Διάγραμμα 5.2 ότι τα ιρλανδικά περιθώρια αποδόσεων δεκαετών ομολόγων σε σχέση με τις αποδόσεις αντίστοιχων ομολόγων στη Γερμανία υπερέβησαν τα αντίστοιχα περιθώρια της ίδιας χώρας πριν από τη δημιουργία της Ευρωζώνης. Αυτό είναι ιδιαίτερα εκπληκτικό, διότι σήμερα δεν υπάρχει πληθωριστικός και συναλλαγματικός κίνδυνος όπως την εποχή πριν από τη δημιουργία της Ευρωζώνης, όταν οι χώρες εξεδίδαν ομόλογα σε εγχώριο και όχι στο κοινό νόμισμα.

Οι υψηλές αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων των χωρών της ευρωπαϊκής περιφέρειας συνοδεύτηκαν με αντίστοιχες υψηλές αποδόσεις και στην υπόλοιπη

καμπύλη επιτοκίων. Για παράδειγμα, την ίδια μέρα, στις 17/12/2010, οι αποδόσεις των διетών ομολόγων ήταν στη Γερμανία 1,06%, στην Ελλάδα 11,8%, στην Ιρλανδία 4,55%, στην Πορτογαλία 4,24% και στην Ισπανία 3,66%. Υπήρχε μια αντίστοιχη τεράστια διαφορά με τη Γερμανία στα επιτόκια και των βραχυπρόθεσμων ομολόγων, που έδειχνε ότι οι αγορές αμφισβητούσαν έντονα ακόμη και τη διατηρησιμότητα του Συμφώνου Σταθεροποίησης, αφού βάσει του Συμφώνου οι χώρες θα μπορούσαν να αντλήσουν πόρους από το Ταμείο για το χρονικό διάστημα έως το 2013· χρονικό διάστημα που υπερβαίνει την ημερομηνία λήξης των διетών ομολόγων. Όπως αναφέρθηκε ωρίτερα στο Εδάφιο 4.5, η αμφιβολία για τη επάρκεια του μηχανισμού στήριξης φάνηκε ξεκάθαρα και από το γεγονός ότι, μετά τη διάσωση της Ιρλανδίας, τα ιρλανδικά επιτόκια παρέμειναν υψηλά.

Η κρίση στην Ευρωζώνη έφερε στην επιφάνεια το δίλημμα της επιθυμητής μορφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης: θα διατηρηθεί η Ένωση ως έχει, δηλαδή, ως μια διακυβερνητική συνεργασία ή θα πάρει έναν ομοσπονδιακό χαρακτήρα σε θέματα οικονομικής πολιτικής; Οι περισσότερες χώρες, συμπεριλαμβανομένης της Γερμανίας, θεωρούν ότι η Ένωση πρέπει να παραμείνει ως μια, πιθανόν ενισχυμένη, διακυβερνητική συνεργασία. Γι' αυτό και από την αρχή της κρίσης στην Ευρωζώνη η αντίδραση των ευρωπαϊκών πολιτικών ηγεσιών αποδείχθηκε, τηρουμένων των περιστάσεων, ιδιαίτερα χαλαρή. Οι πολιτικές ηγεσίες φάνηκαν να τρέχουν με καθυστέρηση πίσω από τις εξελίξεις στις αγορές. Δεν μπόρεσαν να πάρουν την πρωτοβουλία των ενεργειών.⁴⁸ Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την ακόμη μεγαλύτερη ανησυχία των αγορών και την άνοδο των επιτοκίων της ευρωπαϊκής περιφέρειας. Όπως διαπιστώσαμε ήδη στο Εδάφιο 4.5, η αργοπορία της ευρωπαϊκής πολιτικής ηγεσίας φάνηκε ξεκάθαρα το Μάρτιο και τον Απρίλιο του 2010 με την περίπτωση της Ελλάδας, αλλά και στη συνέχεια. Άλλωστε, το ίδιο το γεγονός ότι τα επιτόκια χωρών όπως η Ισπανία αυξήθηκαν λόγω των ελληνικών προβλημάτων δείχνει ότι το ζήτημα αγγίζει την καρδιά της ευρωπαϊκής ενοποίησης.⁴⁹

Η κρίση κατέστησε σαφές ότι η προηγούμενη απλή διακυβερνητική συνεργασία δεν λειτουργεί, ότι δηλαδή η Ευρωζώνη παραμένει μια νομισματική ένω-

48. Βλ. μια ενδιαφέρουσα ανάλυση του θέματος από τον τέως πρωθυπουργό κ. Σημίτη (*Το Βήμα*, 24/12/2010), ο οποίος θεωρεί ότι υπάρχει κενό πολιτικής ηγεσίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

49. Για μια τελευταία επισκόπηση της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας πάνω στο θέμα του ισοζυγίου κόστους-ωφέλειας από τη δημιουργία του ενιαίου νομίσματος, της σχέσης μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στην Ευρωζώνη και της επίδρασης της νομισματικής ενοποίησης στην αναγκαιότητα των διαρθρωτικών αλλαγών, βλ. Beetsma and Giuliodi (2010). Η επίδραση της ONE στην αναγκαιότητα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων αναλύεται και από τον Χαρδούβελη (2007, 2008).

ση χωρών χωρίς επαρκή δημοσιονομικό συντονισμό. Το Σύμφωνο Ανάπτυξης και Σταθερότητας δεν μπόρεσε να επιβάλει την απαιτούμενη και προσδοκώμενη δημοσιονομική πειθαρχία στην Ένωση. Όπως αναφέρει και ο Mayer (2011) στο άρθρο του στον παρόντα τόμο, αρχικά τη δεκαετία του 1990 θεωρήθηκε ότι η σταθερότητα της Ευρωζώνης θα βασιζόταν σε δύο πυλώνες: στην ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα και στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Ο πρώτος πυλώνας πέτυχε. Ο δεύτερος απέτυχε. Και απέτυχε όχι μόνο επειδή ορισμένες χώρες, όπως η Ελλάδα, δεν ακολούθησαν το Σύμφωνο εκ του ασφαλούς, δηλαδή, χωρίς να τους επιβληθούν ποινές, αλλά κυρίως επειδή η ίδια η Γερμανία δεν ακολούθησε τους κανόνες όταν χρειάστηκε, κάτι που έχει σημασία να συμπληρωθεί στην ανάλυση του Mayer.

Η Γερμανία είναι η χώρα-άγκυρα για την τιμολόγηση στις αγορές και προσφέρει περίπου το 20% της συνολικής χρηματοδότησης της Ευρωπαϊκής Ένωσης (European Commission, 2010b). Μαζί με τη Γαλλία παρέκαμψαν το Σύμφωνο το 2003, όταν η ύφεση στις οικονομίες τους έκανε κοινωνικά μη αποδεκτή μια δημοσιονομική συρρίκνωση. Μάλιστα, τόσο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή όσο και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο επέτρεψαν στις δύο χώρες να μειώσουν τα δημοσιονομικά ελλείμματά τους σε περίοδο δύο ετών, αντί του ενός έτους που προβλέπεται από το Σύμφωνο. Σύμφωνα με τη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (Excessive Deficit Procedure) του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, η υπέρβαση του ορίου ελλείμματος (3% του ΑΕΠ) συνεπάγεται χρηματικές ποινές για τις χώρες που δεν λαμβάνουν μέτρα για τη μείωσή του. Τέτοιες ποινές δεν επιβλήθηκαν στις δύο χώρες –αλλά ούτε και στην Ελλάδα το 2010 –, επειδή κρίθηκε ότι θα επιβάρυναν την ήδη δυσχερή θέση της οικονομίας τους.

Η ενισχυμένη διακυβερνητική συνεργασία προϋποθέτει τη δημιουργία ενός αξιόπιστου μηχανισμού κινήτρων ο οποίος, από τη μια μεριά, να πειθαρχεί τις επιμέρους χώρες στην τήρηση σχεδόν μηδενικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων και, από την άλλη, να μην τις καταδικάζει με υπέρογκα επιτόκια δανεισμού. Σε μια εποχή αστάθειας και φόβου, ο συνδυασμός των δύο επιδιώξεων είναι μεν επιτεύξιμος, αλλά ιδιαίτερα δύσκολος. Τα υψηλά επιτόκια δανεισμού οδηγούν μεν σε πίεση για δημοσιονομική προσαρμογή και πειθαρχία, αλλά συγχρόνως κοστίζουν και επιδεινώνουν τα ελλείμματα. Συνεπώς, οι διαπραγματεύσεις για τη δημιουργία του μηχανισμού είναι έντονες και πολλές φορές παρασκηνιακές, ενώ οι προτάσεις των ειδικών και των πολιτικών πολλαπλασιάζονται με την πάροδο του χρόνου.

Με απόφαση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στις 25 - 26 Μαρτίου 2010, την ευθύνη για συγκεκριμένες προτάσεις δημιουργίας ενός νέου μηχανισμού δια-

κυβερνητικής συνεργασίας ανέλαβε επιτροπή (Task Force), με μέλη τους υπουργούς Οικονομικών των 27 χωρών, την ΕΚΤ και επικεφαλής τον Πρόεδρο του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου κ. Herman Van Rompuy.⁵⁰ Η επιτροπή δημοσιοποίησε τις τελικές προτάσεις της τον Οκτώβριο του 2010. Λίγο νωρίτερα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στα τέλη Σεπτεμβρίου του 2010, βασιζόμενη στα γενικά συμπεράσματα της επιτροπής Van Rompuy, παρουσίασε ως προπομπό έξι πιο συγκεκριμένες προτάσεις για την ενίσχυση της δημοσιονομικής πειθαρχίας στην Ευρωζώνη. Οι προτάσεις περιλάμβαναν την υιοθέτηση δημοσιονομικών στόχων ακόμη και σε χώρες που δεν παρουσιάζουν μεγάλα ελλείμματα, την αναγκαστική ετήσια μείωση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ για τις χώρες των οποίων το χρέος υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ, αυτόματες χρηματοοικονομικές κυρώσεις με βάση αντικειμενικό κανόνα δημοσιονομικής εκτροπής, οι οποίες για να αντιστραφούν (και όχι να επιβληθούν) απαιτούν ψηφοφορία στην ΕΕ, έλεγχο των ετήσιων προϋπολογισμών της κάθε χώρας από την υπόλοιπη ΕΕ, ακόμη και Διαδικασία Υπερβολικών Εξωτερικών Ελλειμμάτων, με κυρώσεις.

Οι προτάσεις Σεπτεμβρίου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ήταν λογικές και αρχικά φάνηκε να είχαν προσυμφωνηθεί πλήρως. Αντέδρασε, όμως, σε πολλά σημεία τους η Γερμανία, ιδίως στις αυτόματες ποινές και για χώρες με μηδενικά ελλείμματα που συγχρόνως έχουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με την οποία συμφώνησε και η Γαλλία. Έτσι πολλές λεπτομέρειες διεγράφησαν, αν και το πνεύμα του συνόλου των προτάσεων παρέμεινε και ανακοινώθηκε τον Οκτώβριο, ως τα Συμπεράσματα της Επιτροπής Van Rompuy. Οι προτάσεις αυτές δεν απαιτούν αλλαγή στη Συνθήκη και έγιναν στη συνέχεια αποδεκτές από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της 28ης και 29ης Οκτωβρίου του 2010, το οποίο έδωσε χρονικό περιθώριο έως τον Ιούνιο του 2011 για την πλήρη εξειδίκευσή τους.

Στο ίδιο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, οι αρχηγοί των κρατών-μελών συμφώνησαν επιπλέον για τη θέσπιση ενός μόνιμου μηχανισμού στήριξης με σκοπό να διαφυλάξει την χρηματοοικονομική ισορροπία της Ευρωζώνης, αφού ο μηχανισμός που είχε συμφωνηθεί τον προηγούμενο Μάιο θα έληγε το 2013 (Πίνακας 5.1). Στην απόφαση του Συμβουλίου, επίσης, ενσωματώθηκε η απαίτηση της Γερμανίας σχετικά με την ανάγκη για τροποποίηση της Συνθήκης της Λισαβόνας για τη δημιουργία του μηχανισμού στήριξης. Σημειώστε εδώ πως η τροποποίηση της Συνθήκης απαιτεί δημοψήφισμα ή ψηφοφορία στα κοινοβούλια όλων των κρατών-μελών. Είναι συνεπώς χρονοβόρα και δεν έχει εξασφαλισμένο αποτέλεσμα.

50. Επίσης, πολλές χώρες της ΕΕ-27 έστειλαν στην επιτροπή Van Rompuy και τις δικές τους απόψεις για την επιθυμητή αρχιτεκτονική του μηχανισμού.

Πίνακας 5.1
Βασικά χαρακτηριστικά Ευρωπαϊκών Μηχανισμών Στήριξης

	Σημερινό EFSM	Σημερινό EFSF	Μελλοντικό ESM
Διαδικασία Έγκρισης Μηχανισμού	ECOFIN, ενισχυμένη πλειοψηφία	Eurogroup, απαιτεί έγκριση από τα εθνικά κοινοβούλια των χωρών-μελών	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, τροποποίηση της Συνθήκης της Λισσαβόνας (έγκριση από εθνικά κοινοβούλια των κρατών-μελών για τροποποίηση της Συνθήκης)
Ημερομηνία Ενεργοποίησης Μηχανισμού	Από 5/2010	8/2010 - 6/2013	Μόνιμος μηχανισμός που θα ενεργοποιηθεί από 1/1/2013. Θα αντικαταστήσει τους δύο υπάρχοντες μηχανισμούς.
Μέγεθος	€ 60 δις	€ 440 δις	Δεν έχει καθοριστεί ακόμη
Πάροχος Χρηματοδότησης - Εγγυήσεων	Προϋπολογισμός ΕΕ, Έκδοση διμερών δανείων	Χώρες της Ευρωζώνης, Έκδοση Ομολόγων EFSF	Δεν έχει καθοριστεί ακόμη
Σε ποιους απευθύνεται	Σε όλα τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης	Σε όλα τα μέλη της Ευρωζώνης	Σε όλα τα μέλη της Ευρωζώνης
Διαδικασία ενεργοποίησης του Μηχανισμού	ECOFIN, ενισχυμένη πλειοψηφία, έπειτα από κοινή πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της ΕΚΤ	Eurogroup, ομόφωνη απόφαση, έπειτα από κοινή πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της ΕΚΤ και του ΔΝΤ	Ομόφωνη απόφαση των χωρών-μελών της Ευρωζώνης
Προτεραιότητα εξόφλησης χρέους έναντι τρίτων	Εξόφληση κατά προτεραιότητα, ανώτερο μόνο το ΔΝΤ	Δεν υπάρχει προτεραιότητα: Ό,τι ισχύει για τους ιδιώτες πιστωτές	Εξόφληση κατά προτεραιότητα, ανώτερο μόνο το ΔΝΤ, Εισαγωγή Ρητρών Συλλογικής Δράσης (Collective Action Clauses) συνεπών με τις αντίστοιχες ρήτρες των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου

Σημείωση: EFSM: European Financial Stabilization Mechanism, EFSF: European Financial Stability Facility, ESM: European Stability Mechanism.

Πηγή: Euro Weekly, Συμπεράσματα Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Δεκεμβρίου 2010.

Στο μεσοδιάστημα των δύο Ευρωπαϊκών Συμβουλίων Οκτωβρίου - Δεκεμβρίου 2010, η εκδήλωση της κρίσης στην Ιρλανδία και ο φόβος ότι η κρίση μπορεί να μεταδοθεί και σε άλλες χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου (Πορτογαλία και Ισπανία) αναζωπύρωσαν τη συζήτηση για α) την κεντρική έκδοση ευρωομολόγων (E-bonds)⁵¹ σε συνδυασμό με τη δημιουργία του Μηχανισμού Στήριξης, και β) την πιθανολογούμενη παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την παροχή της απαραίτητης ρευστότητας στις αγορές.

Πιο συγκεκριμένα, δύο εβδομάδες πριν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Δεκεμβρίου ο Πρωθυπουργός και υπουργός Οικονομικών του Λουξεμβούργου κ. Jean-Claude Juncker, μαζί με τον υπουργό Οικονομικών της Ιταλίας κ. Giulio Tremonti, με κοινό άρθρο τους στους *Financial Times*, πρότειναν την έκδοση ευρωομολόγων από μια νέα αρχή, που την ονόμασαν European Debt Agency (EDA).⁵² Τα E-bonds, στα οποία επικεντρώνεται και το χρονικά πολύ προηγούμενο άρθρο του Collignon (2011) στον παρόντα τόμο, θα υποστηρίζουν το χρέος της κάθε χώρας έως το 40% του ΑΕΠ της.⁵³ Για χώρες με πρόβλημα δανεισμού, θα μπορούν να υποστηρίζουν έως και το 100% των εκδόσεών τους.

Η πρόταση για το ευρωομολόγο των Γιούνκερ-Τρεμόντι φαίνεται να ωφελεί τις χώρες με υψηλό χρέος. Ορισμένοι όμως πιστεύουν ότι, αντιθέτως, η πρόταση βοηθά κυρίως τους μεγάλους χρηματοδότες της ΕΕ (Cabral, 2010). Το επιχείρημα του Cabral βασίζεται στο γεγονός ότι χώρες που αποδέχονται να χρηματοδοτηθούν μέσω του ευρωομολόγου χάνουν το δικαίωμα «κουρέματος» ή οποιουδήποτε άλλου είδους αναδιάρθρωσης του χρέους τους, αφού το Δίκαιο που στηρίζει την έκδοση των νέων ομολόγων είναι Κοινοτικό και όχι τοπικό, εκάστης χώρας. Σύμφωνα με τον Cabral, οι Γερμανοί θα έπρεπε να είναι ένθερμοι υποστηρικτές του ευρωομολόγου, αφού μειώνει αντί να αυξάνει το κόστος δανεισμού της Γερμανίας. Τελικά, έπειτα από μια άτυπη συνάντηση του κ. Γιούνκερ με την καγκελάρια της Γερμανίας κυρία Μέρκελ, λίγο πριν από τη Σύνοδο Κορυφής του Δεκεμβρίου 2010, η πρόταση των ευρωομολόγων απεσύρθη.

Δύο μέρες πριν από την έναρξη της Συνόδου Κορυφής του Δεκεμβρίου, στις 14 Δεκεμβρίου, ο πρώην Επίτροπος Μάριο Μόντι δημοσίευσε πέντε προτάσεις

51. Για την ανάλυση σχετικά με τα ευρωομολόγα, βλ. το άρθρο του Collignon (2011) στην παρούσα έκδοση.

52. Juncker and Tremonti (2010).

53. Η πρόταση των Γιούνκερ-Τρεμόντι, για ευρωομολόγα που θα στηρίζουν τις χώρες έως το 40% του χρέους τους, είναι παραπλήσια προηγούμενης πρότασης για blue bond - red bond των Delpla και Weizsäcker, για το 60% του χρέους (Delpla and Weizsäcker, 2010). Προφανώς, οι ανωτέρω Ευρωπαίοι πολιτικοί ήθελαν να ασυτηροποιήσουν τον κανόνα για να τον κάνουν αποδεκτό από τους Γερμανούς.

βελτίωσης της λειτουργίας της Ευρωζώνης.⁵⁴ Αν και ο Μόντι δεν επηρεάζει πλέον άμεσα τις πολιτικές εξελίξεις, οι προτάσεις του αντανakλούν τις σκέψεις πολλών ευρωπαϊστών. Οι προτάσεις αυτές περιλαμβάνουν:

- i. Περισσότερη δύναμη στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή· και λιγότερη πολιτική παρέμβαση από το Συμβούλιο αρχηγών κρατών για την εύρεση λύσεων.
- ii. Μεγαλύτερη μακροπρόθεσμη πειθαρχία με μηδενικά ελλείμματα στα οποία, όμως, να μην προσμετρούνται οι επενδύσεις οι οποίες βελτιώνουν το δυνητικό προϊόν της κάθε χώρας.
- iii. Μείωση του χρέους σε ετήσια βάση.
- iv. Έκδοση ευρωομολόγων, τα οποία βελτιώνουν την πειθαρχία· δεν ανεβάζουν το κόστος για τους Γερμανούς· και μειώνουν την ανάγκη παρέμβασης από την ΕΚΤ.
- v. Περισσότερη έμφαση σε πολιτικές οικονομικής ανάπτυξης.

Την επόμενη μέρα, 15 Δεκεμβρίου, και μία μέρα πριν από τη Σύνοδο Κορυφής του Δεκεμβρίου, δύο προβεβλημένοι Γερμανοί σοσιαλδημοκράτες, ο πρώην υπουργός Εξωτερικών της Γερμανίας Frank-Walter Steinmeier και ο πρώην υπουργός Οικονομικών Peer Steinbrück σε κοινό άρθρο τους στους *Financial Times*⁵⁵ προτείνουν:

- i. «Κούρεμα» στο χρέος της Ελλάδας, Ιρλανδίας και Πορτογαλίας.
- ii. Στήριξη μέσω πιθανής έκδοσης ευρωομολόγου ή ενίσχυσης του EFSF σε χώρες που δεν έχουν πρόβλημα φερεγγυότητας, όπως η Ισπανία και η Ιταλία.
- iii. Μεγαλύτερη εποπτεία στους προϋπολογισμούς των χωρών της Ευρωζώνης.
- iv. Ελάχιστες κοινές προδιαγραφές στη μισθολογική και κοινωνική πολιτική, καθώς και στους φορολογικούς συντελεστές κεφαλαίου και κερδών επιχειρήσεων.

Το άρθρο των δύο σημαντικών πρώην υπουργών φανέρωσε ότι μέσα στην ίδια τη Γερμανία υπάρχει μεγάλη γκάμα αντιλήψεων για την προοπτική ομοσπονδopoίησης της Ευρωζώνης ή/και το μηχανισμό διακυβερνητικής συνεργασίας. Μά-

54. Monti (2010).

55. Steinmeier and Steinbrück (2010).

λιστα, οι προτάσεις των Steinmeier - Steinbrück στα φορολογικά είναι ιδιαίτερα προχωρημένες. Είδαμε, για παράδειγμα, την πρόσφατη σθεναρή άρνηση των Ιρλανδών σε μια τέτοια προοπτική. Το άρθρο, επίσης, φανερώνει ότι το ευρωομολόγο, αν και προσωρινά μπήκε στο ψυγείο, έχει πιθανότητες υλοποίησης.

Η ιδέα του ευρωομολόγου συναντά αντιρρήσεις, με το σκεπτικό ότι η εφαρμογή κοινού επιτοκίου για όλες τις χώρες, ανεξαρτήτως της υγείας των μακροοικονομικών και δημοσιονομικών μεγεθών τους, μειώνει το κίνητρο συμμόρφωσης των προβληματικών χωρών. Η ιδέα θα μπορούσε να επανέλθει όταν έχει εξασφαλιστεί η αποφυγή ανισορροπιών, μέσω της δόμησης ενός σχετικού μηχανισμού. Πάντως, πρέπει να τονιστεί ότι το EFSF εκδίδει στην ουσία ευρωομολόγα όταν δανειζεται από τις αγορές. Συνεπώς, τα ευρωομολόγα ήδη υπάρχουν, αλλά σε μικρές ποσότητες.

Στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 16 - 17 Δεκεμβρίου του 2010, οι αρχηγοί των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης επιβεβαίωσαν ότι ο νέος ευρωπαϊκός μηχανισμός στήριξης θα αντικαταστήσει από το 2013 το υπάρχον πλαίσιο στήριξης (European Financial Stability Facility (EFSF) & European Financial Stabilization Mechanism (EFSM)), που θα παραμείνει σε ισχύ ως τον Ιούνιο του 2013 (Πίνακας 5.1). Απαραίτητη προϋπόθεση για τη δημιουργία του νέου μηχανισμού είναι η τροποποίηση της Συνθήκης της Λισσαβόνας, χωρίς όμως τη χρονοβόρα και πολιτικά απρόβλεπτη προσφυγή σε δημοψηφίσματα. Στόχος του χρονοδιαγράμματος που καθορίστηκε στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο είναι η αναθεώρηση της Συνθήκης και να ολοκληρωθούν ως το τέλος του 2012 όλες οι υπόλοιπες διαδικασίες που απαιτούνται για τη δημιουργία του νέου μηχανισμού στήριξης. Αν και οι λεπτομέρειες σχετικά με τη δομή του νέου μηχανισμού στήριξης δεν είναι ακόμη πλήρως ξεκαθαρισμένες, σίγουρο είναι ότι αυτός θα βασιστεί στις έξι αρχές για την ενίσχυση της δημοσιονομικής πειθαρχίας που παρουσιάστηκαν νωρίτερα. Παράλληλα, το Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι υποστηρίζει την προώθηση της διαμόρφωσης ενός πολυετούς προϋπολογισμού για την Ευρωπαϊκή Ένωση. Στην ατζέντα του Συμβουλίου δεν μπήκε η πρόταση για περαιτέρω ενίσχυση του υπάρχοντος μηχανισμού στήριξης με επιπλέον κεφάλαια, ούτε το θέμα του ευρωομολόγου.

Το Ιανουάριο του 2011, η συζήτηση επικεντρώθηκε στο μέλλον της ΕΕ και της Ζώνης του Ευρώ, καθώς και στην επεξεργασία ενός συνολικού σχεδίου οριστικής επίλυσης του προβλήματος χρέους. Ήρθαν στο φως της δημοσιότητας διάφορες προτάσεις, σενάρια και εναλλακτικές λύσεις που περιλάμβαναν, πέρα από την επιμήκυνση του χρέους από το μηχανισμό στήριξης, και τη μείωση του επιτοκίου. Επιπλέον, η πρόθεση της ΕΚΤ να απεμπλακεί από την αγο-

ρά ομολόγων στη δευτερογενή αγορά και η ανάληψη αυτού του ρόλου από τον EFSF πυροδότησαν σενάρια και προβληματισμούς. Τα σενάρια αυτά περιλάμβαναν πιθανή αγορά από τον EFSF των ομολόγων που έχει στην κατοχή της η ΕΚΤ, σε συνδυασμό με επιπλέον αγορές από τη δευτερογενή αγορά, και τη μετέπειτα αντικατάστασή τους με νέα ομόλογα, δηλαδή, ουσιαστικά μείωση της ονομαστικής αξίας του χρέους ή/και επιμήκυνση ή/και χαμηλότερο επιτόκιο.

Στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της 4ης Φεβρουάριου 2011, όλοι οι ηγέτες συμφώνησαν πως θα πρέπει να ενισχυθεί περαιτέρω ο συντονισμός της οικονομικής πολιτικής των κρατών-μελών της Ευρωζώνης, ιδιαίτερα όσον αφορά την ανταγωνιστικότητά τους. Παρουσιάστηκε πρόταση της Γερμανίας και της Γαλλίας για τη μελλοντική μορφή της Ζώνης του Ευρώ. Σε αντάλλαγμα για την περαιτέρω ενίσχυση του EFSF και τη δημιουργία μόνιμου μηχανισμού επίλυσης κρίσεων χρέους, οι δύο χώρες απαίτησαν μια ουσιαστικότερη παρακολούθηση, εναρμόνιση και συντονισμό των πολιτικών οι οποίες καθορίζουν την πραγματική σύγκλιση και την ανταγωνιστικότητα, μέσω της υιοθέτησης ενός Συμφώνου Ανταγωνιστικότητας. Ήδη το Van Rompuy Task Force έβαζε κανόνες επί του δημοσιονομικού χρέους και του ελλείμματος, οι οποίοι αναμένεται να εξειδικευτούν έως τον Ιούνιο του 2011. Το Σύμφωνο Ανταγωνιστικότητας επιβάλλει περαιτέρω κανόνες. Βασικά χαρακτηριστικά του Συμφώνου, που δεν ήταν επίσημο αλλά διάρρηυσε στον Τύπο, είναι:

- ✓ η συστηματική παρακολούθηση δεικτών που αφορούν τη συνολική ανταγωνιστικότητα κάθε χώρας (διαφορές πληθωρισμού και κόστους παραγωγής έναντι εταίρων, πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, εξωτερικό χρέος),
- ✓ η αυστηροποίηση των διαδικασιών ελέγχου, αποτροπής και καταστολής των δημοσιονομικών υπερβάσεων, πιθανώς και με τη συμπερίληψη σχετικών ρητρών στα συντάγματα των χωρών,
- ✓ καθορισμός ελάχιστων ορίων επενδύσεων σε έρευνα και ανάπτυξη, εκπαίδευση και υποδομές,
- ✓ αποσύνδεση μισθών από τον πληθωρισμό,
- ✓ υιοθέτηση ελάχιστου φορολογικού συντελεστή για τις επιχειρήσεις,
- ✓ μηχανισμός προσαρμογής των ασφαλιστικών συστημάτων στις δημογραφικές εξελίξεις.

Καθώς πολλά από τα προτεινόμενα επιμέρους μέτρα συναντούν τις αντιδράσεις χωρών μελών, όπως π.χ. της Ιρλανδίας για τον ελάχιστο φορολογικό συντε-

λεστή των επιχειρήσεων, οι διαπραγματεύσεις είναι σκληρές για την επίτευξη συμφωνίας. Το πρώτο δεκαπενθήμερο του Μαρτίου πραγματοποιείται έκτακτη σύνοδος κορυφής, και ως στόχος τέθηκε η επίτευξη συμφωνίας και η επικύρωσή της στην τακτική σύνοδο κορυφής στις 24 - 25 Μαρτίου. Όσο η αβεβαιότητα διαρκεί, η διακύμανση στις αγορές θα είναι μεγάλη.⁵⁶ Η τελική συμφωνία θα αποτελεί ένα συμβιβασμό μεταξύ των χωρών-μελών, ένα υποσύνολο των παραπάνω προτάσεων.

5.4 Ο κομβικός ρόλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει ως μοναδικό μακροοικονομικό στόχο τη σταθερότητα των τιμών. Συγχρόνως, έχει και την ευθύνη της σταθερότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος στην Ευρωζώνη. Στη διάρκεια της κρίσης κλήθηκε να υπερασπιστεί τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος. Πράγματι, όπως συζητήσαμε στο Εδάφιο 2, ήταν η πρώτη κεντρική τράπεζα στον κόσμο που τον Αύγουστο του 2007 παρενέβη στη διατραπεζική αγορά, παρέχοντας ρευστότητα. Βεβαίως, ακόμη και τότε πίστευε ότι ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη ήταν το κύριο πρόβλημα, αφού ένα χρόνο μετά το ξεκίνημα της χρηματοοικονομικής κρίσης, τον Ιούλιο του 2008, λίγο πριν από την κατάρρευση της Lehman Brothers, αύξησε το επιτόκιο παρέμβασης από 4% στο 4,25%. Έκτοτε ακολούθησε τη Fed και μείωσε γρήγορα το επιτόκιο παρέμβασης, ενώ συγχρόνως αύξησε το μέγεθος του ενεργητικού της, αλλά πολύ λιγότερο από τη Fed ή την Τράπεζα της Αγγλίας (βλ. προηγούμενο Πίνακα 3.1). Έχει ήδη αναφερθεί ο ρόλος που έπαιξε η διεξαγωγή των stress tests των ευρωπαϊκών τραπεζών (Εδάφιο 2.5).

Στη διάρκεια της πρώτης χρηματοοικονομικής κρίσης της Δύσης και συνέχεια της δεύτερης κρίσης στην Ελλάδα και στην Ευρωζώνη, η ΕΚΤ στάθηκε αρωγός του χρηματοοικονομικού συστήματος στην Ευρωζώνη. Αυτή αντέδρασε άλλωστε πρώτη από τις κεντρικές τράπεζες στην κρίση, στις 9 Αυγούστου του 2007, με την παροχή έκτακτης ρευστότητας ύψους €95 δις με σταθερό επιτόκιο. Στις 17 Δεκεμβρίου 2007 επέκτεινε τη χρονική διάρκεια των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης από 1 σε 2 εβδομάδες (εκτάκτως μόνο σε αυτή τη δημοπρασία), παρέχοντας μάλιστα απεριόριστη ρευστότητα. Η ΕΚΤ αναγκάστηκε στη συνέχεια να καταφύγει, όπως και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των

56. Πολλοί έχουν ισχυριστεί ότι η διάλυση της Ευρωζώνης πιθανόν να έρθει από την ίδια τη Γερμανία, η οποία θα φτιάξει τη δική της μικρότερη νομισματική ένωση, πιο κοντά στα μέτρα της.

ΗΠΑ, σε μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, πέρα από τα επιτόκια και τις κανονικές πράξεις αναχρηματοδότησης,⁵⁷ ώστε να διοχετεύσει ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.⁵⁸

- i. Διάρκεια: Αρχικά το Μάρτιο του 2008 επέκτεινε τη χρονική διάρκεια των πράξεων μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης από 3 μήνες σε έως και 6 μήνες. Το Μάιο του 2009 επέκτεινε εκ νέου τη χρονική διάρκεια σε έως και 1 χρόνο, με σταθερό επιτόκιο.
- ii. Επιτόκιο: Από τον Οκτώβριο του 2008 παρέχει απεριόριστη χρηματοδότηση μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης με σταθερό επιτόκιο.
- iii. Νόμισμα: Επιπλέον, η ΕΚΤ παρέχει και ρευστότητα σε δολάρια, σε συνεργασία με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ.
- iv. Εγγυήσεις: Η ΕΚΤ, που ήδη πριν από την κρίση δεχόταν ένα μεγάλο αριθμό τίτλων (κρατικών και μη) ως εγγύηση, στα πλαίσια της παροχής ρευστότητας μέσω των πράξεων κύριας και μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης, διεύρυνε και άλλο τη σχετική λίστα. Οι κρατικές ομολογίες αποτελούν το μισό της ονομαστικής αξίας των τίτλων αυτής της λίστας.⁵⁹ Όπως ήδη αναφέρθηκε, το Μάιο του 2010 η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι θα συνεχίσει να αποδέχεται ελληνικά κρατικά ομόλογα ως εγγύηση για την παροχή ρευστότητας στις τράπεζες, ασχέτως της πιστοληπτικής τους αξιολόγησης. Αν και αυτή η εξέλιξη είναι θετική, δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι η ΕΚΤ δέχεται τα ομόλογα στην αγοραία τους αξία, και όχι την ονομαστική. Η πτώση των τιμών των ελληνικών ομολόγων επηρεάζει άμεσα τις δυνατότητες άντλησης ρευστότητας. Επιπλέον, η ΕΚΤ επιβάλλει επιπλέον «κούρεμα» στην αξία των ομολόγων που αποδέχεται ως εγγύηση, ανάλογα με την πιστοληπτική τους αξιολόγηση⁶⁰. Αυτό σημαίνει ότι στη διάρκεια της

57. Η χρονική διάρκεια των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ είναι, υπό κανονικές συνθήκες, εβδομαδιαίας και τρίμηνης διάρκειας.

58. Η ΕΚΤ αποκαλεί το πλαίσιο παροχής έκτακτης ρευστότητας «enhanced credit support», στην Ισπανία η επέκταση της νομισματικής βάσης ονομάζεται «quantitative easing», ενώ στις ΗΠΑ αποκαλείται «credit easing».

59. Τον Ιούλιο του 2009 η ονομαστική αξία όλων των τίτλων που μπορούν να γίνουν δεκτοί από την ΕΚΤ ως εγγύηση για την παροχή ρευστότητας έφτανε τα €12,2 τρις ή το 130% του ΑΕΠ της Ζώνης του Ευρώ.

60. Η ΕΚΤ επιβάλλει κλιμακωτά «κούρεμα» στην αξία των τίτλων που αποδέχεται ως εγγύηση, ανάλογα με το είδος (κρατικοί ή μη), αν είναι διαπραγματεύσιμοι σε οργανωμένη αγορά ή όχι, το είδος του κουπονιού (σταθερού, μεταβλητού ή μηδενικού επιτοκίου) και τη διάρκειά τους.

- κρίσης έγινε ακριβότερος ο δανεισμός για τις ελληνικές τράπεζες.
- v. Καλυμμένες Ομολογίες: Το Μάιο του 2009, η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι θα προχωρήσει σε αγορές καλυμμένων ομολογιών (Covered Bonds Purchase Programme), με σκοπό τη διευκόλυνση της χρηματοδότησης τραπεζών και επιχειρήσεων, τη μείωση των επιτοκίων στις χρηματαγορές, τη διευκόλυνση της πιστωτικής επέκτασης και τη βελτίωση της ρευστότητας στη σχετική αγορά. Ως ανώτερο όριο τέθηκε το ποσό συνολικής ονομαστικής αξίας έως €60 δις. Οι τράπεζες με πρόβλημα ρευστότητας, όπως οι ελληνικές, εξέδωσαν καλυμμένες ομολογίες με αποκλειστικό αποδέκτη την ΕΚΤ. Οι αγορές των ομολόγων αυτών από την ΕΚΤ ολοκληρώθηκαν το διάστημα Ιουλίου 2009 - Ιουνίου 2010.
 - vi. Πρόγραμμα αγοράς κρατικών ομολόγων (βλ. παρακάτω).

Τα μέτρα αυτά αποσύρονται σταδιακά, με την ομαλοποίηση των συνθηκών στις αγορές. Από τον Απρίλιο του 2010 το επιτόκιο παροχής ρευστότητας είναι πάλι κυμαινόμενο. Η τελευταία πράξη αναχρηματοδότησης με διάρκεια ενός έτους πραγματοποιήθηκε στις 17/12/2009, και εξαμηνιαίας διάρκειας στις 13/5/2010.

Το ενεργητικό της ΕΚΤ στις 4 Φεβρουαρίου 2011 ήταν €2,01 τρις (Πίνακας 3.1). Από το ποσό αυτό, τα €543 δις αφορούν δανεισμό σε πιστωτικά ιδρύματα της Ευρωζώνης στα πλαίσια άσκησης νομισματικής πολιτικής. Στην επόμενη παράγραφο παρουσιάζεται η εξέλιξη αυτής της χρηματοδότησης κατά τη διάρκεια της κρίσης. Από αυτά, τα €214 δις αφορούσαν πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (διάρκειας 1 εβδομάδας), και €329 δις πράξεις πιο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης (διάρκειας από 3 έως 12 μήνες). Μέρος των κεφαλαίων αυτών οι εμπορικές τράπεζες τα επανακαταθέτουν στην ΕΚΤ. Το ύψος αυτών των καταθέσεων έφτανε στις 4/2/2011 τα €140 δις, διαμορφώνοντας το ύψος της καθαρής χρηματοδότησης στα €403 δις. Επιπλέον αυτών, η ΕΚΤ κατείχε κρατικά ομόλογα ονομαστικής αξίας €76,5 δις στα πλαίσια του προγράμματος αγοράς κρατικών ομολόγων (Διάγραμμα 5.3) και €60,7 δις στα πλαίσια του προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογιών (βλ. παραπάνω).

Η χρηματοδότηση των ευρωπαϊκών τραπεζών από την ΕΚΤ αυξήθηκε στη διάρκεια της κρίσης και υπήρξε ιδιαίτερα μεγάλη στη διάρκεια της ελληνικής κρίσης. Στον Πίνακα 5.2 παρουσιάζεται το ιστορικό της χρηματοδότησης ανά εξάμηνο, από τον Ιούνιο του 2007, πριν να ξεσπάσει η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση, έως το τέλος του 2010. Τον Ιούνιο του 2007, το ήμισυ των δανείων

Για παράδειγμα, το «κούρεμα» που επιβάλλει στην αγοραία αξία ενός ελληνικού ομολόγου σταθερού κουπονιού διάρκειας 1 έτους είναι 5,5 π.μ. (ECB, 2011a).

της ΕΚΤ διοχετευόταν σε γερμανικές τράπεζες. Στο τέλος του 2007, η αύξηση των δανείων της ΕΚΤ ήταν μεγαλύτερη του 50%. Συγκεκριμένα, η αύξηση ήταν €273 δις (από €464 δις σε €637 δις), από τα οποία, €25 δις διοχετεύτηκαν σε γερμανικές τράπεζες, €44 σε γαλλικές, €19 σε βελγικές και €14 σε ιρλανδικές. Στη συνέχεια, ο δανεισμός μειώθηκε έως τα μέσα του 2008, για να ανέβει πολύ περισσότερο στο τέλος του 2008 και να παραμείνει σε υψηλά επίπεδα έως το πρώτο εξάμηνο του 2010 (€870 δις). Παρατηρήστε ότι οι ελληνικές τράπεζες δεν επηρεάστηκαν στην αρχή της κρίσης. Αύξησαν το δανεισμό τους ένα χρόνο αργότερα, από τον Ιούνιο του 2008 έως το Δεκέμβριο του 2008, και από τον Δεκέμβριο του 2009 έως τον Ιούνιο του 2010. Οι αυστριακές πείστηκαν στο τέλος του 2008, όταν η κρίση χτύπησε τη Νέα Ευρώπη, όπου έχουν μεγάλη έκθεση.

Πίνακας 5.2

Η χρηματοδότηση των ευρωπαϊκών τραπεζών από την ΕΚΤ

(α) Συνολική χρηματοδότηση (€δις), (β) Ενεργητικό τραπεζικού τομέα (€δις), (γ) Λόγος των δύο ως ποσοστό

	ΕΕ-16			Ελλάδα			Ιρλανδία			Πορτογαλία		
	α	β	γ	α	β	γ	α	β	γ	α	β	γ
Ιούν.-07	464	28.026	1,7	4,3	353	1,2	25,5	1.604	1,6	0,2	416	0,1
Δεκ.-07	637	29.494	2,2	8,8	391	2,2	39,5	1.663	2,4	2,5	440	0,6
Ιούν.-08	483	30.839	1,6	11,6	425	2,7	38,4	1.787	2,1	2,5	457	0,5
Δεκ.-08	843	31.830	2,6	40,6	465	8,7	88,6	1.731	5,1	10	482	2,1
Ιούν.-09	897	31.803	2,8	54,0	491	11,0	130	1.713	7,6	11	507	2,1
Δεκ.-09	729	31.145	2,3	49,7	492	10,1	91,9	1.634	5,6	16	520	3,1
Ιούν.-10	870	32.569	2,7	94,3	543	17,4	94,8	1.690	5,6	40,2	549	7,3
Δεκ.-10	547	32.211	1,7	97,8	514	19,0	132,0	1.527	8,6	40,1	562	7,3

	Ισπανία			Βέλγιο			Αυστρία		
	α	β	γ	α	β	γ	α	β	γ
Ιούν.-07	18,2	2.761	0,7	37,5	1.220	3,1	14,8	848	1,7
Δεκ.-07	44,1	3.005	1,5	56,3	1.302	4,3	14,8	885	1,7
Ιούν.-08	47,1	3.221	1,5	38,5	1.368	2,8	14,2	955	1,5
Δεκ.-08	63,6	3.409	1,9	58,0	1.276	4,5	41,3	1.060	3,9
Ιούν.-09	70,7	3.485	2,0	54,5	1.194	4,6	28,1	1.048	2,7
Δεκ.-09	76,1	3.447	2,2	41,3	1.157	3,6	21,7	1.030	2,1
Ιούν.-10	126,3	3.488	3,6	36,3	1.217	3,0	24,2	1.035	2,3
Δεκ.-10	67,0	3.475	1,9	7,2	1.136	0,6	9,5	979	1,0

	Γερμανία			Γαλλία			Ιταλία		
	α	β	γ	α	β	γ	α	β	γ
Ιούν.-07	243	7.381	3,3	39,0	6.879	0,6	20,8	3.092	0,7
Δεκ.-07	268	7.592	3,5	82,9	7.120	1,2	28,1	3.407	0,8
Ιούν.-08	192	7.689	2,5	75,4	7.316	1,0	16,6	3.583	0,5
Δεκ.-08	278	7.893	3,5	190,6	7.711	2,5	50,3	3.694	1,4
Ιούν.-09	274	7.711	3,5	130,7	7.798	1,7	34,2	3.752	0,9
Δεκ.-09	224	7.436	3,0	129,0	7.657	1,7	27,1	3.748	0,7
Ιούν.-10	226	7.641	3,0	133,1	8.191	1,6	35,5	3.991	0,9
Δεκ.-10	93*	8.305	1,1	40,9*	7.830	0,5	47,6	3.796	1,3

* Νοέμβριος 2010.

Σημείωση: Τα στοιχεία για το ενεργητικό είναι από την ΕΚΤ. Τα στοιχεία για τη χρηματοδότηση είναι από τους ισολογισμούς των κεντρικών τραπεζών: Ενεργητικό / Lending to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated in euro.

Πηγή: ΕΚΤ, ΤτΕ, Central Bank of Ireland, Banco de Portugal, Bank of Spain, National Bank of Belgium, ONB, Bundesbank, Banque de France, Banca d'Italia.

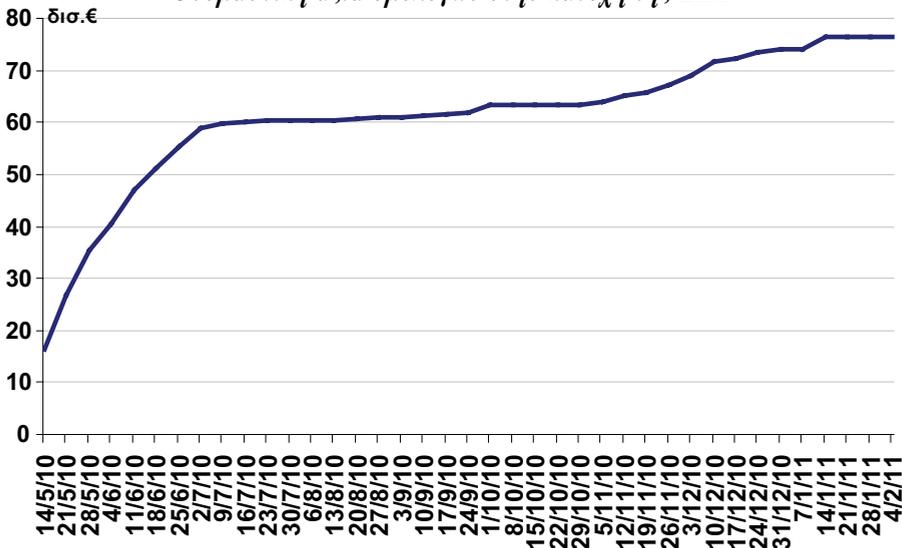
Παρατηρήστε μια μεγάλη μείωση του δανεισμού στο δεύτερο ήμισυ του 2010, η οποία μας φέρνει κοντά στα επίπεδα του Ιουνίου του 2007. Οι γερμανικές και οι γαλλικές τράπεζες έχουν μειώσει δραστικά την προσφυγή τους στην ΕΚΤ. Αντίθετα, οι ελληνικές και οι πορτογαλικές διατηρούν σταθερό το δανεισμό τους, ενώ οι ιρλανδικές τον έχουν αυξήσει. Στο τέλος του 2010, οι ελληνικές τράπεζες δανείζονταν από την ΕΚΤ περίπου €98 δις. Το ποσό αυτό είναι σε απόλυτα μεγέθη το δεύτερο υψηλότερο στην Ευρωζώνη, μετά την Ιρλανδία, αλλά το υψηλότερο ως ποσοστό του ενεργητικού των εγχώριων τραπεζών. Αντιστοιχεί περίπου στο 19% του ενεργητικού τους και ισοδυναμεί με το 43% του ελληνικού ΑΕΠ. Είναι συνεπώς προφανές ότι η μελλοντική πορεία της Ελλάδας και των τραπεζών της είναι άμεσα συνδεδεμένη με την πολιτική χορήγησης ρευστότητας από την ΕΚΤ. Το ίδιο συμβαίνει και με την Ιρλανδία. Ο κίνδυνος η πολιτική της ΕΚΤ να αυστηροποιηθεί στο μέλλον έχει συνεπώς μεγαλύτερη επίδραση σε πολιτικά αδύναμες χώρες της Ευρωζώνης.

Στη διάρκεια του 2010, η κρίση στην Ελλάδα, στην Ιρλανδία και στην υπόλοιπη περιφέρεια της Ευρωζώνης, σε συνδυασμό με την προφανή έλλειψη σύγκλισης απόψεων μεταξύ των πολιτικών ηγετών στην Ευρωζώνη, έφερε την ΕΚΤ σε δύσκολη θέση. Χωρίς να παρεκκλίνει από το στόχο του πληθωρισμού, έπρεπε συγχρόνως να καταφέρει να καθησυχάσει τις αγορές μέσα στη δίνη των διαφωνιών των πολιτικών ηγεσιών των διαφορετικών χωρών, ώστε να μην απο-

σταθεροποιηθεί το χρηματοοικονομικό σύστημα. Ευτυχώς για την ΕΚΤ και για τις χώρες της ευρωπαϊκής περιφέρειας, το 2010 δεν χαρακτηρίστηκε από πληθωριστικές πιέσεις. Έτσι, όπως είδαμε παραπάνω, παρείχε άφθονη ρευστότητα στις επιμέρους τράπεζες.

Το Μάιο του 2010, με τον πληθωρισμό να κινείται σε χαμηλά επίπεδα, η ΕΚΤ ξεκίνησε να χρησιμοποιεί τη λεγόμενη «πυρηνική της πολιτική» (nuclear option), δηλαδή την απευθείας αγορά κυβερνητικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά - Securities Markets Programme. Στο Διάγραμμα 5.3 παρουσιάζεται ανά εβδομάδα το υπόλοιπο της ονομαστικής αξίας των ομολόγων που είχε στην κατοχή της η ΕΚΤ μετά το ξεκίνημα αυτής της παρέμβασης. Η ΕΚΤ δεν ανακοινώνει λεπτομέρειες για την προέλευση των ομολόγων που αγοράζει, αλλά σύμφωνα με δημοσιογραφικές πληροφορίες οι αγορές αυτές αφορούν κυρίως τις «προβληματικές» οικονομίες της Ελλάδας, της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας⁶¹. Μετά τις συναντήσεις του Νταβός στα τέλη Ιανουαρίου του 2011 και τη διαρροή ότι το EFSF πρόκειται να αποκτήσει την ικανότητα εξαγοράς κρατικών ομολόγων των χωρών της Ευρωζώνης, η ΕΚΤ σταμάτησε τις αγορές. Στις 4 Φεβρουαρίου, η ονομαστική αξία των ομολόγων που είχαν αγοραστεί από την ΕΚΤ έφτανε τα €76,5 δις (ECB, 2011b).

Διάγραμμα 5.3.
Securities Markets Programme
Ονομαστική αξία ομολόγων στην κατοχή της ΕΚΤ



Πηγή: ΕΚΤ.

61. Atkins (2010).

Τους τελευταίους μήνες του 2010 είχαν ενταθεί οι πιέσεις για παροχή περισσότερης ρευστότητας στην αγορά. Υποστηριζόταν η δημιουργία ενός προγράμματος παροχής ρευστότητας ανάλογου της «δεύτερης ποσοτικής χαλάρωσης» (ή «QE 2»), που πρόσφατα εφαρμόστηκε στις ΗΠΑ από τη Fed. Τόσο η πιθανολογούμενη νέα παρέμβαση όσο και το ήδη υπάρχον πρόγραμμα αγοράς ομολόγων έχουν δεχτεί κριτική από τους υπερμάχους της ανεξαρτησίας της ΕΚΤ. Το βασικό τους επιχείρημα σχετίζεται με την παρέκκλιση της Κεντρικής Τράπεζας από το βασικό της στόχο, που είναι η διατήρηση του πληθωρισμού της Ευρωζώνης σε χαμηλά επίπεδα και η έμμεση συστηματική ενασχόλησή της με θέματα δημοσιονομικής πολιτικής.

Προσπαθώντας να αντιμετωπίσει τη συγκεκριμένη κριτική, η ΕΚΤ στις 2 Δεκεμβρίου 2010 ανακοίνωσε ότι δεν θα ήταν αντίθετη σε μία αύξηση των € 750 δις του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης. Το επιχείρημα αυτό έρχεται να ενισχύσει την άποψη ότι η ΕΚΤ επιδιώκει την εξοδό της από τη διαδικασία παροχής ρευστότητας στην αγορά και την επιστροφή της στο βασικό της στόχο, που είναι η επιδίωξη χαμηλού πληθωρισμού. Δεν είναι τυχαίο ότι μόλις τρεις ημέρες πριν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Δεκεμβρίου ο Πρόεδρος της ΕΚΤ Jean-Claude Trichet, σε συνέντευξή του, ανακοίνωσε ότι υποστηρίζει τη μεγέθυνση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης τόσο όσον αφορά το ύψος των διαθέσιμων κεφαλαίων όσο και τους σκοπούς του. Η συγκεκριμένη δήλωση –που ήρθε τότε σε αντίθεση με τις αντίστοιχες προθέσεις των κυβερνήσεων της Γερμανίας και της Γαλλίας– εκλήφθηκε ως προσπάθεια της ΕΚΤ να απεμπλακεί από την παροχή ρευστότητας στις αγορές και να επιστρέψει στον απλό μακροοικονομικό της ρόλο, που είναι η άσκηση νομισματικής πολιτικής και η διαφύλαξη χαμηλού πληθωρισμού στην Ευρωζώνη.

Η ΕΚΤ, στην προγραμματισμένη συνάντηση του Διοικητικού της Συμβουλίου στις 15 Δεκεμβρίου 2010, αποφάσισε να αυξήσει τα διαθέσιμα κεφάλαια της κατά € 5 δις (από € 5,76 δις σε € 10,76 δις). Βασικός σκοπός του συγκεκριμένου μέτρου φαίνεται να είναι η θωράκιση του ισολογισμού της ΕΚΤ έναντι πιθανών ζημιών από το πρόγραμμα αγοράς ελληνικών, ιρλανδικών πορτογαλικών και άλλων ομολόγων.

Το 2011, εφόσον τα χειρότερα της ευρωπαϊκής κρίσης παρέλθουν, η πολιτική της ΕΚΤ αναμένεται να γίνει περισσότερο περιοριστική και με περισσότερο εμφανή τη στροφή προς το μακροοικονομικό στόχο του πληθωρισμού. Ήδη, ο κ. Trichet έχει μιλήσει δημοσίως για τη αναγκαστική αυτή στροφή, γεγονός που επιταχύνεται και από τη λήξη της θητείας του, τον Οκτώβριο του 2011, και την προφανή επιθυμία του να αφήσει πίσω του την ΕΚΤ απόλυτο κυρίαρχο του

πληθωριστικού στόχου. Η σχετική θέση της Ελλάδας και των ελληνικών τραπεζών αναγκαστικά θα δυσκολευτεί, αν συνεχίσουν να έχουν την ίδια ανάγκη ρευστότητας που είχαν στη διάρκεια του 2009 και του 2010. Βεβαίως, η σταθεροποίηση των προσδοκιών και η μείωση των ελληνικών επιτοκίων αναμένεται να μειώσουν την ανάγκη προσφυγής στην ΕΚΤ, αφού οι καταθέσεις θα σταθεροποιηθούν, η αξία των ελληνικών ομολόγων ως ενεχύρου θα αυξηθεί και η διατραπεζική αγορά σταδιακά θα ανοίξει και για τις ελληνικές τράπεζες.

5.5 Η Ελλάδα μπροστά σε πολυετή περιπέτεια

Στο πρώτο τρίμηνο του 2011, η κρίση εξακολουθεί να επηρεάζει την πορεία της ελληνικής οικονομίας. Οι προβλέψεις της Τρόικας για τους μελλοντικούς ρυθμούς ανάπτυξης, που γίνονται θετικοί από το 2012 και ύστερα, δεν καθυστεράζουν εύκολα τις αγορές. Και αυτό, διότι μια απλή αριθμητική με βάση τις προβλέψεις του θετικού σεναρίου της Τρόικας για το ΑΕΠ, τον πληθωρισμό, τα περιθώρια επιτοκίων με τα αντίστοιχα γερμανικά, αλλά και τα σημαντικά πρωτογενή πλεονάσματα της τάξης του 6% του ΑΕΠ, δείχνει το χρέος να πιάνει το 158% του ΑΕΠ το 2012 και το 2013, προτού αρχίσει να μειώνεται σταδιακά ώστε να φτάσει περίπου στο 131% το 2020.

Στον Πίνακα 5.3 περιέχονται οι προβλέψεις Νοεμβρίου - Δεκεμβρίου 2010 του ΔΝΤ για την περίοδο έως το 2020. Ο πληθωρισμός προβλέπεται να είναι μικρού ύψους, μικρότερος του στόχου του 2% της ΕΚΤ. Το ΔΝΤ και, γενικότερα, η Τρόικα υποθέτουν ότι οι διαθρωτικές μεταρρυθμίσεις θα αυξήσουν τον ανταγωνισμό στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών, ενώ θα συγκρατήσουν την αύξηση των πραγματικών μισθών κάτω από την αντίστοιχη αύξηση της παραγωγικότητας. Έτσι, οι τιμές δεν θα ανεβαίνουν γρήγορα, και θα ανακτηθεί μέρος της απολεσθείσας στο παρελθόν ανταγωνιστικότητας.

Στον Πίνακα 5.3, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ φτάνει το 2,7% το 2015 και στη συνέχεια παραμένει σταθερός. Είναι ένας ρυθμός προσιτός, με δεδομένη την πρόσφατη ιστορική εμπειρία ρυθμών της τάξης του 4%. Αν, παρεμπιπτόντως, ο ρυθμός επιταχυνθεί κατά μία ποσοστιαία μονάδα, τότε ο λόγος χρέους ως προς ΑΕΠ μπορεί να πέσει στο 91% το 2020 από το 131%, που είναι το σενάριο βάσης.⁶² Φυσικά, ακόμη και τότε, μια δεκαετία αργότερα, το χρέος

62. Το σενάριο αυτό της ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ φαίνεται να κρύβει και επιπλέον θετικές υποθέσεις, διότι από μόνη της η μεγέθυνση του ρυθμού ανάπτυξης κατά μία ποσοστιαία μονάδα δεν αρκεί για να μειωθεί ο λόγος χρέους ως προς ΑΕΠ κατά 40 ποσοστιαίες μονάδες.

είναι μεγάλο, πολύ μεγαλύτερο για παράδειγμα από το χρέος του 2010 της Ισπανίας, την οποία η αγορά πίεζε με μεγάλες απαιτούμενες αποδόσεις. Αν αντιστρόφως, στο μέλλον η αγορά επιμένει σε υψηλότερες αποδόσεις από τα νέα εκδιδόμενα ελληνικά ομόλογα, περίπου 2% παραπάνω από τις προβλέψεις του σεναρίου βάσης, τότε ο λόγος του χρέους ως προς το ΑΕΠ το 2020 επιδεινώνεται στο 145%. Η επιδείνωση δεν είναι πολύ μεγάλη, επειδή η Ελλάδα δεν χρειάζεται να βγει στην αγορά να δανειστεί πριν από το δεύτερο εξάμηνο του 2013.

Πίνακας 5.3
Οι προβλέψεις της ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ για την Ελλάδα

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2020
ΑΕΠ πραγματικό (% μεταβολή)	-2,6	-4,2	-3,0	1,1	2,1	2,1	2,7	2,7
ΑΕΠ αποπληθωριστής (%)	1,8	3,0	1,5	0,4	0,8	1,2	1,3	1,8
ΑΕΠ ονομαστικό (€ δις)	235	230	227	230	237	244	254	311
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-11,1	-10,4	-7,1	-6,1	-5,2	-4,3	-3,3	---
Ονομαστικό Επιτόκιο Δημόσιου Χρέους (% μέσος όρος)	4,8	4,9	4,6	5,0	5,4	5,7	5,7	5,7
Επιτόκιο 10ετούς γερμανικού ομολόγου (μονάδες βάσης)		225	275	350	350	350	350	350
Περιθώριο επιτοκίου επιπλέον 10ετούς γερμανικού ομολόγου (μονάδες βάσης)		550	525	350	300	300	300	250
Δαπάνες για τόκους (€ δις)	12,4	14,6	14,9	17,2	19,6	21,3	21,4	23,1
Δαπάνες για τόκους (% ΑΕΠ)	5,3	6,4	6,6	7,5	8,3	8,7	8,4	7,4
Πρωτογενείς Δαπάνες (% ΑΕΠ)	47,9	43,1	43,2	42,2	40,7	37,3	36,1	34,4
Έσοδα Γ.Κ. (% ΑΕΠ)	37,8	39,8	42,4	43,2	44,2	43,4	42,0	40,3
Πρωτογενές Ισοζύγιο (% ΑΕΠ)	-10,1	-3,3	-0,8	1,1	3,5	6,0	6,0	6,0
Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	-15,4	-9,6	-7,4	-6,4	-4,8	-2,7	-2,4	-1,4
Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρνησης (€ δις)	-36,1	-22,2	-16,7	-14,7	-11,3	-6,6	-6,2	-4,4
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)	127	141	152	158	158	154	150	131
Δημόσιο Χρέος (€ δις)	298	324	344	363	374	376	381	408
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ με 2% υψηλότερο επιτόκιο)	127	141	152	158	159	155	153	145
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ με 1% υψηλότερη ανάπτυξη)	127	139	148	151	147	140	132	91

Πηγή: IMF, *Country Report* No. 10/372, December 2010, υπολογισμοί Eurobank EFG Research.

Παρατηρήστε στον Πίνακα 5.3 ότι, ενώ το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώθηκε κατά περίπου €14 δις το 2010, το 2011 η αντίστοιχη πτώση είναι μόνον €5,5 δις, και το 2012 €2 δις. Αυτό είναι ένα εμφανές μαξιλάρι στη δημοσιονομική πολιτική, ώστε να μπορέσει η οικονομία να ξεφύγει από τη βαθεία ύφεση του 2009 - 2011. Βεβαίως, στις προβλέψεις της Τρόικας θεωρείται δεδομένο ότι η εποχή της δημοσιονομικής λιτότητας δεν τελειώνει το 2011 ή 2012. Μπορεί η δημοσιονομική προσαρμογή να είναι μικρότερη μετά το 2010, αλλά εξακολουθεί να υφίσταται. Για παράδειγμα, μετά το 2012 οι πρωτογενείς δαπάνες ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώνονται πολύ γρήγορα. Από 42,2% το 2012, πέφτουν στο 36,1% το 2015. Για να συμβεί κάτι τέτοιο η οποιαδήποτε αύξηση των δημόσιων δαπανών στο μέλλον πρέπει να υπολείπεται σημαντικά της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ. Έτσι μόνο θα δημιουργηθούν πρωτογενή πλεονάσματα περίπου 6% του ΑΕΠ, ικανά να μειώνουν το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Μάλιστα, στο Μνημόνιο γίνεται σαφής αναφορά για συγκεκριμένα επιπλέον μέτρα την περίοδο 2012 - 2014 της τάξης του 5% του ΑΕΠ.⁶³

Ένα εύλογο ερώτημα που προκύπτει είναι πώς σε μια τέτοια εποχή λιτότητας θα μπορέσει να υπάρξει ανάπτυξη. Η απάντηση είναι ότι η ανάπτυξη δεν αναμένεται να βασίζεται πλέον στις δαπάνες του Δημοσίου. Αντίθετα, η ανάπτυξη αναμένεται να έρθει από τη μείωση του ειδικού βάρους του Δημοσίου στην οικονομία· και από την αντίστοιχη αύξηση της ανταγωνιστικότητας του ιδιωτικού τομέα. Παρατηρήστε ότι, αν οι πρωτογενείς δαπάνες περιγράφουν σωστά το ειδικό βάρος του δημοσίου τομέα στην ελληνική οικονομία, τότε σύμφωνα με τις προβλέψεις του Πίνακα 5.3 αυτό το ειδικό βάρος μειώνεται από 47,9%, το 2009, στο 34,4% το 2010. Στο μέλλον, το Δημόσιο προσδοκάται να λειτουργεί ως απλός θεματοφύλακας σταθερών κανόνων σε μια οικονομία με περισσή διαφάνεια και μειούμενη διαφθορά. Φυσικά, αυτή η αναμενόμενη συρρίκνωση του Δημοσίου δεν αντικαθίσταται εύκολα και γρήγορα από ένα μεγαλύτερο και πιο ανταγωνιστικό ιδιωτικό τομέα και, συνεπώς, έχει σημαντικές παρενέργειες στην ανεργία και στο βιοτικό επίπεδο. Ελπίζουμε ότι η ελληνική κοινωνία θα αντέξει αυτή τη δραματική προσαρμογή.

Στο σχετικά αισιόδοξο αλλά ρεαλιστικό σενάριο του Πίνακα 5.3, υπάρχουν σημαντικά ρίσκα. Το πρώτο ρίσκο έχει να κάνει με τη δυνατότητα της σημερινής οικονομίας να απεγκλωβιστεί από την ύφεση σχετικά σύντομα, προς το τέλος του 2011. Αυτό μπορεί να γίνει μόνον αν το κακό κλίμα στις επιχειρήσεις και στα νοικοκυριά αντιστραφεί· οι επενδύσεις σταματήσουν την καθοδι-

63. Στην επιτυχή εφαρμογή ακριβώς αυτών των μέτρων έβαλε ερωτηματικά ο αξιολογικός οίκος Moody's το Δεκέμβριο του 2010.

κή τους πορεία· και οι εξαγωγές ανακάμψουν. Προϋπόθεση για αυτό είναι να κινητοποιηθούν οι πόροι του ΕΣΠΑ· να προχωρήσουν νέα ΣΔΙΤ· και να επιταχυνθούν κάποιες ιδιωτικοποιήσεις. Επίσης, να αρχίσουν να αποδίδουν σταδιακά οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, βελτιώνοντας την ανταγωνιστικότητα. Ο απεγκλωβισμός επιταχύνεται ιδιαίτερα, αν οι Ευρωπαίοι πολιτικοί δώσουν μια αξιόπιστη και οριστική λύση στον ατελή ευρωπαϊκό δημοσιονομικό μηχανισμό που περιγράφεται στο άρθρο των Buiters & Rahbari (2011) στον παρόντα τόμο. Αν, για παράδειγμα, ξεκαθαριστεί το τοπίο του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης, θα μειωθούν τα ελληνικά επιτόκια και θα αυξηθεί η ρευστότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, ενισχύοντας την πιστωτική επέκταση και τις παραγωγικές δραστηριότητες του ιδιωτικού τομέα.

Το δεύτερο μεγάλο ρίσκο εντοπίζεται στον χρηματοοικονομικό τομέα. Τον Ιανουάριο του 2011, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα συνέχιζε να δανείζεται από την ΕΚΤ ένα ποσό μεγαλύτερο των €90 δις, όταν το συνολικό ενεργητικό του ήταν λίγο μεγαλύτερο από τα €500 δις (Πίνακας 5.2). Το ποσό δανεισμού από την ΕΚΤ διπλασιάστηκε στη διάρκεια της ελληνικής κρίσης. Μια κύρια αιτία ήταν η απώλεια καταθέσεων στη διάρκεια του 2010 της τάξης των €30 δις και, κυρίως, του παγώματος της διατραπεζικής αγοράς για τις ελληνικές τράπεζες. Στις αρχές του 2011, οι ελληνικές τράπεζες απορροφούσαν περίπου το ένα πέμπτο των συνολικών δανείων της ΕΚΤ, και μόνον οι ιρλανδικές τράπεζες δανείζονταν περισσότερο. Αν λοιπόν η ΕΚΤ αποφασίσει να περιορίσει την παροχή ρευστότητας, οι ελληνικές τράπεζες πιθανόν να αναγκαστούν να ρευστοποιήσουν τμήμα του ενεργητικού τους. Επιπλέον, ο κίνδυνος να απολεσθούν ακόμη περισσότερες καταθέσεις δεν είναι ευκαταφρόνητος, αφού τα αρνητικά γεγονότα για την Ευρωζώνη πολλαπλασιάζονται, και οι Έλληνες αντιδρούν αυθόρμητα και γρήγορα. Συγχρόνως, όπως συνήθως γίνεται σε περιόδους ύφεσης, το ποσοστό των δανείων σε καθυστέρηση αυξάνεται, πιέζοντας έτσι την κερδοφορία και την κεφαλαιακή βάση των τραπεζών.

Ναι μεν υπάρχουν ρίσκα για το τραπεζικό σύστημα και την οικονομία γενικότερα, τα ρίσκα όμως παραμένουν διαχειρίσιμα. Οι ελληνικές τράπεζες ήταν και συνεχίζουν να είναι σωστά οργανωμένες. Δεν πάσχουν από πρόβλημα φερεγγυότητας, αλλά από πρόβλημα ρευστότητας. Διαθέτουν ακόμη μαξιλάρια για την περίπτωση επιδείνωσης των συνθηκών χρηματοδότησής τους.⁶⁴

64. Τα stress tests του Ιουλίου 2010 για τις ελληνικές τράπεζες έδειξαν ότι οι μεγάλοι ελληνικοί ιδιωτικοί τραπεζικοί όμιλοι είχαν επαρκή κεφαλαιακή επάρκεια (Tier I ratio), ακόμη και στο δυσμενέστερο υπό εξέταση σενάριο. Το τεστ προέβλεπε ένα «κούρεμα» για τα ελληνικά ομόλογα της τάξης του 23,1% για τα ομόλογα στο χαρτοφυλάκιο συναλλαγών. Αυτά αποτελούσαν το

Μεγάλο μέρος των εργασιών τους, ένα ποσοστό περίπου 25%, προέρχεται από το εξωτερικό, από χώρες όπου οι οικονομικές συνθήκες είναι καλύτερες. Οι περισσότερες από τις τράπεζες έχουν, επίσης, μειώσει τα λειτουργικά κόσθη τους σημαντικά, ενώ έχουν προβεί και σε διάφορες μορφές κεφαλαιακής ενίσχυσης. Σημειώστε, επίσης, ότι από το δάνειο των €110 δις, ένα ποσό €10 δις έχει καθοριστεί για την κεφαλαιακή ενίσχυση όσων τραπεζών βρεθούν σε ανάγκη. Επιπλέον, η οποιαδήποτε μελλοντική πίεση από την ΕΚΤ για μείωση του δανεισμού αναμένεται να γίνει μόνο αν στο ίδιο χρονικό διάστημα η διατραπεζική αγορά ξεκινήσει σταδιακά να ανοίγει για τις ελληνικές τράπεζες, έστω και με υψηλό κόστος.

Ένα τρίτο ρίσκο στο σενάριο της Τρόικας έχει να κάνει με τη δυνατότητα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων να αυξήσουν μακροπρόθεσμα το δυνητικό προϊόν της χώρας. Πολλές ακαδημαϊκές μελέτες δείχνουν ότι η επίδραση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων είναι μεγάλη. Ο Ζόνζηλος (2010) εκτιμά ότι ένα πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην αγορά των μη εμπορεύσιμων αγαθών (κυρίως υπηρεσιών) και στην αγορά εργασίας που θα μειώσει το περιθώριο (mark up) στις τιμές μακροχρόνια θα έχει σωρευτική επίδραση στο πραγματικό ΑΕΠ 17 π.μ. Έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (European Commission, 2010c) εκτιμά ότι μια μόνιμη μείωση των πραγματικών μισθών κατά 1% θα οδηγήσει σε μια αύξηση του ΑΕΠ κατά 4%, σε τέσσερα χρόνια. Η ίδια έκθεση εκτιμά ότι μια μείωση κατά 5% στο mark up στις τιμές θα οδηγήσει σε μια αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,5%, σε πέντε χρόνια. Επίσης εκτιμά ότι μια μείωση στο περιθώριο των ελληνικών ομολόγων κατά 100 μ.β. θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,5% το ίδιο έτος. Οι Buis & Duval (2011) εκτιμούν ότι η σωρευτική επίδραση στο κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδας, σε δέκα χρόνια μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και εργασίας αλλά και στο φορολογικό και ασφαλιστικό σύστημα, είναι περίπου 17 π.μ., η δεύτερη υψηλότερη εκτιμώμενη επίδραση στις χώρες του ΟΟΣΑ.

Παρά τις μελέτες, πολλοί αναλυτές με δυσκολία αποδέχονται την περίπτωση η Ελλάδα να μπορέσει να αναδιαρθρώσει την οικονομία της. Πιστεύω ότι οι απαισιόδοξοι αναλυτές υποεκτιμούν το μέγεθος της προσπάθειας. Οι μεταρρυθμίσεις του 2010 αποτελούν επανάσταση στο ελληνικό κατεστημένο, που για δεκαετίες αρνήθηκε να κάνει το παραμικρό που θα ενοχλούσε συγκεκριμένες οργανωμένες μειοψηφίες και συμφέροντα. Το ασφαλιστικό, το εργασια-

6,7% του συνόλου των ελληνικών κρατικών ομολόγων στην κατοχή τους. Η συνολική ονομαστική αξία της έκθεσης των ελληνικών υπό έλεγχο τραπεζών σε ελληνικά ομόλογα ήταν €56,15 δις (Blundell-Wignall and Slovik, 2010).

κό, το δημοσιονομικό, η απελευθέρωση των επαγγελματιών και η μείωση της σπατάλης στις ΔΕΚΟ, στα νοσοκομεία και στους ΟΤΑ αποτελούν μεγάλες μεταρρυθμίσεις οι οποίες μπορούν να αυξήσουν το δυνητικό προϊόν σημαντικά και να επαναφέρουν τη χώρα σε μια νέα μακροχρόνια αλλά ισορροπημένη αναπτυξιακή τροχιά.

Ένα τελευταίο ζήτημα έχει να κάνει με το υπέρογκο ύψος του χρέους. Πολλοί αναλυτές, ακόμη και όταν παραμερίζουν τα παραπάνω ρίσκα και τον κίνδυνο να μην επαληθευτούν οι θετικές προβλέψεις της Τρόικας, θεωρούν το βάρος ενός χρέους 131% του ΑΕΠ το 2020 δυσβάστακτο. Επιμένουν λοιπόν στο σενάριο της χρεοκοπίας, δηλαδή, της άρνησης από το ελληνικό Δημόσιο επιστροφής του συνολικού ποσού της ονομαστικής αξίας των ομολόγων όταν αυτά λήγουν, και της επιστροφής ενός κλάσματος μόνον, έπειτα από σημαντικό «κούρεμα» της οφειλής. Βεβαίως, σε μια ελεύθερη αγορά και οικονομία, η χρεοκοπία είναι εφικτή μόνο εφόσον η Ελλάδα πάψει να χρειάζεται ξανά δανεικά στο μέλλον, όταν, με άλλα λόγια, αποκτήσει την ικανότητα να εισπράττει τα έσοδα που καλύπτουν τις συνολικές δαπάνες πλην των τόκων, αν έχει δηλαδή πρωτογενή πλεονάσματα κάθε χρόνο, χωρίς εξαίρεση, στο διηνεκές (ή ωστόσο ξεχαστεί η χρεοκοπία από τη θύμηση των επενδυτών).⁶⁵ Σύμφωνα με τον Πίνακα 5.3, η Ελλάδα θα μπορεί από το 2012 να έχει πρωτογενή πλεονάσματα και συνεπώς τότε μόνο, και εφόσον το περιβάλλον της Ευρωζώνης το επιτρέπει, θα έχει τη δυνατότητα να χρεοκοπήσει.

Το περιβάλλον όμως της Ευρωζώνης δεν επιτρέπει τη χρεοκοπία. Στην περίπτωση της Ελλάδας, το ζήτημα της χρεοκοπίας περιπλέκεται από το γεγονός ότι η χώρα έχει ήδη δεσμευτεί για δάνειο €110 δις από χώρες της Ευρωζώνης και το ΔΝΤ. Σε αυτό το δάνειο η Ελλάδα δεν μπορεί να αρνηθεί αποπληρωμή στο ακέραιο. Επιπλέον, οι ιδιώτες που διακρατούν σήμερα ελληνικά ομόλογα είναι κατά κύριο λόγο τράπεζες της Ευρωζώνης. Κατά συνέπεια, η απόφαση χρεοκοπίας είναι μια απόφαση που θα ληφθεί από κοινού με τα υπόλοιπα κράτη της Ευρωζώνης, και δεν αποτελεί μια καθαρά ελληνική απόφαση.⁶⁶ Αν γινόταν καθαρά ελληνική απόφαση, τότε η πόρτα εξόδου από την Ευ-

65. Η χρεοκοπία δεν σημαίνει ότι οι καταθέτες θα χάσουν τα χρήματά τους. Σημαίνει, όμως, ότι οι ομολογιούχοι θα χάσουν μέρος της επένδυσής τους.

66. Είναι δύσκολο να φανταστεί κανείς την επιλογή της χρεοκοπίας από την ίδια την Ελλάδα, ακόμη και για ιδιοτελείς λόγους. Στην Ελλάδα, ομολογιούχοι είναι κυρίως τα ασφαλιστικά ταμεία και οι τράπεζες. Σε περίπτωση «κουρέματος», θα έπρεπε την επομένη το κράτος να διασώσει τα ασφαλιστικά του ταμεία και πιθανόν ορισμένες τράπεζες, κυρίως υπό κρατικό έλεγχο. Τα ομόλογα στην κυριότητα των Ελλήνων πιθανόν να φτάνουν γύρω στα €80 δις ή περισσότερο.

ρωπαϊκή Ένωση και την Ευρωζώνη θα άνοιγε διάπλατα. Δεν συμφέρει την Ελλάδα αυτή η λύση, ούτε πολιτικά ούτε και οικονομικά.⁶⁷ Ο Καραμούζης (2011) στο άρθρο του στον παρόντα τόμο παραθέτει λεπτομερώς τους λόγους γιατί μια χρεοκοπία θα είχε καταστρεπτικές συνέπειες για την Ελλάδα.

Οι Cottarelli, Forni, Gottschalk και Mauro (2010) αναλύουν όλα τα επιχειρήματα που αναφέραμε παραπάνω για χρεοκοπία και, όπως και η παραπάνω ανάλυση, τα αντικρούουν ως ανεδαφικά. Σύμφωνα με την άποψή τους, το ζητούμενο είναι το ισοζύγιο κόστους-ωφέλειας από μια χρεοκοπία. Το κόστος είναι τεράστιο, οικονομικό και πολιτικό. Η ωφέλεια όμως είναι μικρή, ακόμη και με «κούρεμα» της τάξης του 60%. Αν, για παράδειγμα, η ετήσια επιβάρυνση τόκων είναι 7% του ΑΕΠ πριν από το «κούρεμα», η ετήσια ωφέλεια έχει μια οροφή της τάξης 4,2% του ΑΕΠ. Για την ωφέλεια αυτή, όμως, θα πρέπει τα μελλοντικά επιτόκια δανεισμού να μην επηρεαστούν αρνητικά από την απώλεια αξιοπιστίας που θα επιφέρει το ίδιο το «κούρεμα». Στη συζήτηση που γίνεται στην Ελλάδα, οι αναλυτές ξεχνούν το επιπλέον κόστος του «κουρέματος» στα επιτόκια που πληρώνει ο ιδιωτικός τομέας, τα οποία εύκολα μπορεί να υπερβούν τις πέντε ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, γεγονός που επηρεάζει την οικονομική ανάπτυξη στο διηνεκές. Άλλωστε, στο παρελθόν, πριν να ενταχθούμε στην Ευρωζώνη, τα επιτόκια δανεισμού ήταν πάρα πολύ υψηλά. Χωρίς λοιπόν να συνυπολογίζουμε άλλες αρνητικές οικονομικές και πολιτικές παραμέτρους, η καθαρή ωφέλεια από ένα «κούρεμα» είναι αρνητική.

Υπάρχουν, φυσικά, και πολλές αντίθετες απόψεις. Οι Buiter και Rahbari (2010), σε μελέτη της Citigroup, αμφισβήτησαν την παραπάνω άποψη, ότι το ενδεχόμενο κήρυξης πτώχευσης από ένα αναπτυσσόμενο κράτος είναι αδιανόητο. Μια ανάλυση κόστους-ωφέλειας μπορεί να αποδεικνύει ως πιο ωφέλιμη τη χρεοκοπία για μια υπερχρεωμένη χώρα, από την επώδυνη δημοσιονομική προσαρμογή που απαιτείται. Υποστηρίζουν, επίσης, ότι η μελέτη των Cottarelli et al. χρησιμοποιεί μέσους όρους, ενώ αντίθετα το πρόβλημα είναι το τι είναι πιθανό να συμβεί σε χώρες που ξεφεύγουν κατά πολύ από το μ.ό. Επιπλέον, κατ' αυτούς, θα πρέπει να εξετάζεται το ενδεχόμενο όχι μόνο πλήρους αλλά και μερικής χρεοκοπίας, το οποίο είναι πολύ πιθανότερο. Θεωρούν δε την Ελλάδα

67. Ορισμένοι προτείνουν την έξοδο από την Ευρωζώνη ως τη λύση στο πρόβλημα ανταγωνιστικότητας, διότι τότε η Ελλάδα θα μπορεί να επανέλθει στη δραχμή με μια μεγάλη υποτίμηση. Η υποτίμηση όμως δεν μεταβάλλει τις δανειακές υποχρεώσεις. Ούτε λύνει το πρόβλημα ανταγωνιστικότητας, αφού απλώς θα φέρει πληθωρισμό. Αντίθετα, η έξοδος από την Ευρωζώνη θα επιφέρει απώλεια στους καταθέτες. Ίσως είναι και ο μόνος τρόπος να χάσουν τα χρήματά τους οι καταθέτες.

ως την αναπτυγμένη χώρα η οποία είναι πιο πιθανόν να χρεοκοπήσει, με την Ιρλανδία να ακολουθεί.⁶⁸

Μια πιθανή λύση στο υπερβολικό ύψος του χρέους στην Ελλάδα είναι η αναδιάρθρωσή του, χωρίς κάποιο «κούρεμα», αλλά με επιμήκυνση της ημερομηνίας λήξης και με χαμηλά επιτόκια, που να πλησιάζουν αυτά της Γερμανίας. Για τους δανειστές, αυτό σημαίνει ότι παραμένουν εγκλωβισμένοι στην επένδυση των ελληνικών ομολόγων για μακρότερο χρονικό διάστημα, χωρίς όμως να χάνουν ένα μέρος του κεφαλαίου τους. Μια τέτοια λύση ήδη προωθείται για το δάνειο των €110 δις. Δεν είναι αδιανόητο να ακολουθήσει κάτι παρόμοιο και για το υπόλοιπο τμήμα του χρέους, κάτι που θα εξαρτηθεί από τη διαπραγμάτευση ανάμεσα στις χώρες της Ευρωζώνης και στους τελικούς κανόνες λειτουργίας του EFSF.

Είναι σημαντικό να επισημανθεί ότι μια αναδιάρθρωση χωρίς «κούρεμα» δεν φέρνει γρήγορη αποκλιμάκωση του χρέους. Μια τέτοια αναδιάρθρωση του χρέους δεν λύνει το πρόβλημα επιστροφής των δανεικών. Απλώς το παρατείνει και έτσι διευκολύνει την αποπληρωμή του, καθώς η χώρα αναπτύσσεται. Διότι, ενώ το ύψος του χρέους παραμένει στα ίδια περίπου επίπεδα, το μέγεθος της οικονομίας αυξάνεται γρηγορότερα και, κατ' επέκταση, μεγαλώνει και η δυνατότητα συλλογής εσόδων. Γρήγορη αποκλιμάκωση θα έφερνε η πώληση ή η μακροχρόνια μίσθωση περιουσιακών στοιχείων του Δημοσίου.

Συμπέρασμα: Μια νέα εποχή για τον κόσμο, την Ευρώπη και την Ελλάδα

Η πρώτη δεκαετία του 21ου αιώνα σηματοδεύτηκε πρώτα από μια παγκόσμια πολιτική κρίση, με αφετηρία την 11η Σεπτεμβρίου, και μετά από μια παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, που όμοιά της δεν έχει ζήσει ο μεταπολεμικός κόσμος. Η χρηματοοικονομική κρίση ξεκίνησε από ένα συνδυασμό πολλαπλών παραγόντων, με κυριότερο την υψηλή μόχλευση και την υποτίμηση των κινδύνων στη συμπεριφορά των επενδυτών, αλλά κυρίως των επενδυτικών τραπεζών και πολλών άλλων χρηματοοικονομικών μεσαζόντων, με την άκρατη επιδίωξη για γρήγορο κέρδος. Οι παράγοντες αυτοί οδήγησαν σε φούσκες στις αγορές ακινήτων και σε πλειάδα περίπλοκων χρηματοοικονομικών προϊό-

68. Την ίδια άποψη υιοθετεί η πλειονότητα των αναλυτών. Βλ., για παράδειγμα, Gros and Mayer (2011), ή Darvas, Pisani-Feri and Sapir (2011), οι οποίοι προτείνουν το συναινετικό με την Ευρωζώνη «κούρεμα» ως τη μόνη προοπτική για τη βιωσιμότητα του χρέους της Ελλάδας.

ντων τα οποία, αντί να διαφοροποιούν τον κίνδυνο, τον απέκρυβαν. Η κρίση χτύπησε κυρίως το δυτικό κόσμο, επειδή στις χώρες αυτές παρατηρήθηκαν φούσκες, ενώ οι αμερικανικές και ευρωπαϊκές τράπεζες ήταν εκείνες που είχαν επενδύσει σε τοξικά προϊόντα. Η κρίση εμφανίστηκε πρώτα στη διατραπεζική αγορά τον Αύγουστο του 2007, μαζί με τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου, και στη συνέχεια κορυφώθηκε μετά την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers και την εσπευσμένη διάσωση της ασφαλιστικής εταιρείας AIG το Σεπτέμβριο του 2008.

Η χρηματοοικονομική κρίση μετασηματίστηκε σε οικονομική κρίση, όταν οι τράπεζες περιόρισαν τις πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, αφού η μείωση των κεφαλαίων τους από τις απώλειες στην αξία των περιουσιακών τους στοιχείων επέφερε πολλαπλασιαστική αναγκαστική μείωση του μεγέθους του ενεργητικού τους, ώστε να διατηρηθεί η κεφαλαιακή τους επάρκεια. Αυτό έγινε ιδιαίτερα εμφανές στη χρηματοδότηση του διεθνούς εμπορίου, το οποίο κατέρρευσε το τελευταίο τρίμηνο του 2008 και το πρώτο τρίμηνο του 2009. Όλος ο πλανήτης επηρεάστηκε τότε, διότι ο πλανήτης είναι πλέον συνδεδεμένος με στενές εμπορικές σχέσεις. Επηρεάστηκε η γειτονική μας Νέα Ευρώπη, αλλά ακόμη και οι χώρες με σταθερό χρηματοπιστωτικό τομέα και με θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, όπως η Κίνα, η Βραζιλία, η Ινδία και η Ελλάδα.

Οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες έσπευσαν να διασώσουν τις χώρες τους με επεκτατικές πολιτικές. Οι πολιτικές ήταν ιδιαίτερα επιθετικές και ξέφυγαν από τα στενά όρια της καθιερωμένης αντικυκλικής πολιτικής. Τα δημοσιονομικά πακέτα για τη διάσωση των τραπεζών και της οικονομικής δραστηριότητας αφθόνησαν, ενώ οι νομισματικές αρχές, με προεξάρχουσα τη Fed, καινοτόμησαν με νέες ευρηματικές μεθόδους παροχής ρευστότητας. Τελικά οι αρχές τα κατάφεραν, αποφεύγοντας μια βαθειά και μακρόχρονη ύφεση, μια εφιαλτική επανάληψη των δραματικών γεγονότων της δεκαετίας του 1930. Στις αναπτυγμένες οικονομίες, το 2010 ήταν έτος σταθεροποίησης και μικρής ανάκαμψης. Στις αναπτυσσόμενες, ήταν έτος σημαντικής αύξησης των ρυθμών ανάπτυξης.

Παρά την ανάκαμψη, ο δυτικός κόσμος σήμερα βρίσκεται αντιμέτωπος με τα απόνερα της κρίσης, με υψηλή μόχλευση των κρατών, με ευάλωτο χρηματοοικονομικό τομέα, με υψηλά πραγματικά επιτόκια του ιδιωτικού τομέα και με τις προ κρίσης ανισορροπίες να συνεχίζουν να υφίστανται σε παγκόσμιο επίπεδο. Κατά συνέπεια, την επόμενη δεκαετία η οικονομική ανάπτυξη των αναπτυγμένων χωρών αναμένεται να είναι μικρότερη από αυτή που συνηθίσαμε στη δεκαετία πριν από την κρίση, ενώ η οικονομική και πολιτική δύναμη

μετατοπίζεται προς τις αναπτυσσόμενες χώρες γρηγορότερα από πριν. Συγχρόνως, υπό την αιγίδα των G-20 χωρών και την παλαιότερη ομάδα των κρατών της Βασιλείας, αναμορφώνεται το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα και το κανονιστικό του πλαίσιο, ώστε στο μέλλον να είναι πιο σταθερό, λιγότερο μοχλευμένο, πιο ευαίσθητο στους κινδύνους και, γενικότερα, λιγότερο επιρρεπές σε εξάρσεις. Εφαρμόζονται ήδη νέες κανονιστικές ρυθμίσεις στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ, και έχουν πλέον δρομολογηθεί νέοι και πιο αυστηροί διεθνείς κανονισμοί για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, οι επονομαζόμενοι Συμφωνία της Βασιλείας III.

Πέρα από την κρίση, η δεκαετία που πέρασε χαρακτηρίστηκε και από ένα άλλο σημαντικό γεγονός: Το πείραμα του κοινού νομίσματος στην Ευρώπη. Το κοινό νόμισμα έφερε πολλά οφέλη στην οικονομική συνεργασία των κρατών της ΕΕ-16, η οικονομική ανάπτυξη ήταν γρήγορη και χωρίς ιδιαίτερους κραδασμούς, ενώ ο στόχος της σταθερότητας των τιμών από την κοινή κεντρική τράπεζα, την ΕΚΤ, επετεύχθη. Η ανάπτυξη, όμως, αποδείχθηκε ετεροβαρής, με τον Ευρωπαϊκό Νότο να χάνει ανταγωνιστικότητα και το Βορρά να κερδίζει. Ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών στο Νότο, πλεονάσματα στο Βορρά, και με το σύνολο της Ευρωζώνης με μηδενικό ή ελαφρώς πλεονασματικό ισοζύγιο απέναντι στον υπόλοιπο κόσμο. Το πρόβλημα είναι γνωστό: η εισοδος στην Ευρωζώνη απαιτούσε σύγκλιση ονομαστικών μεγεθών μόνο, όπως ο πληθωρισμός και τα δημοσιονομικά ελλείμματα, και όχι σύγκλιση της πραγματικής οικονομίας.

Το 2010, το πείραμα του ενιαίου νομίσματος πιέστηκε έντονα από τις αγορές, που ήταν ιδιαίτερα ευαίσθητοποιημένες από την προηγούμενη χρηματοοικονομική κρίση σε οποιαδήποτε ατέλεια και απαιτούσαν υψηλά ασφάλιστρα κινδύνου. Με έναυσμα το ελληνικό δημοσιονομικό πρόβλημα και το δραματικό αδιέξοδο της οικονομίας της, οι αγορές ανακάλυψαν ότι η κοινή νομισματική πολιτική στην Ευρωζώνη βασίστηκε σε ένα ημιτελές δημοσιονομικό οικοδόμημα. Έτσι, πολλά αμοιβαία κεφάλαια με τεράστιους πόρους υπό διαχείριση, αρνούμενα ίσως να αντιληφθούν το πολιτικό διακύβευμα της ενωμένης Ευρώπης, είτε απέφευγαν την έκθεση σε ευρωπαϊκό ρίσκο είτε επένδυναν με καθαρά οικονομοτεχνικά κριτήρια στην πιθανότητα διάλυσης της Ευρωζώνης. Η προηγούμενη διεθνής κρίση μεταλλάχθηκε σε μια βαθειά κρίση συνοχής της Ευρωζώνης. Μάλιστα, για κάποιες χώρες της Ευρωζώνης και για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, τα περιθώρια επιτοκίων με τα αντίστοιχα γερμανικά έγιναν πολύ μεγαλύτερα ακόμη και από την εποχή πριν από τη δημιουργία της ΟΝΕ, όταν οι χώρες δεν εξέδιδαν ομόλογα στο κοινό νόμισμα!

Στη διάρκεια του 2010, οι πολιτικές ηγεσίες στις χώρες της Ευρωζώνης εμφανίστηκαν να τρέχουν πίσω από τα γεγονότα, χωρίς να μπορούν να συμφωνήσουν στο εύρος της απαιτούμενης διακυβερνητικής συνεργασίας. Η ροή των εξελίξεων δεν πρέπει να εκπλήσσει, αφού από τη μια μεριά οι αγορές θέλουν αποτελέσματα εδώ και τώρα, και από την άλλη η πολιτική κουλτούρα στην Ευρωπαϊκή Ένωση απαιτεί συναίνεση και ομοφωνία. Με καθυστέρηση, λοιπόν, το Μάιο του 2010, οι ηγέτες της Ευρωπαϊκής Ένωσης έσωσαν την Ελλάδα από τη χρεοκοπία, παρέχοντας τριετές δάνειο €110 δις, και στη συνέχεια δημιούργησαν ένα κοινό ταμείο ύψους €750 δις με λήξη το 2013, για πιθανή βοήθεια σε οποιαδήποτε χώρα της Ευρωζώνης τη χρειαστεί.

Από το Μάιο του 2010, οι πολιτικές ηγεσίες διαπραγματεύονται τον κοινό παρονομαστή στη διακυβερνητική τους συνεργασία. Μετά τη Σύνοδο Κορυφής του Δεκεμβρίου του 2010, υπάρχει ήδη συμφωνία στις αρχές του Πορίσματος Van Rompuy, που συνεπάγεται ένα στενότερο έλεγχο στα δημοσιονομικά του κάθε κράτους-μέλους της Ευρωζώνης· μεγαλύτερη έμφαση στην μείωση του δημοσίου χρέους· έλεγχο στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κάθε χώρας· αλλά και την αρχή της «αντίστροφης ψηφοφορίας», δηλαδή, κανόνες αυτόματης υπαγωγής σε καθεστώτα επιτήρησης και ποινών η έξοδος από τα οποία προϋποθέτει ψηφοφορία. Υπάρχει, επίσης, συμφωνία για τη μελλοντική προσαρμογή της Συνθήκης της Λισαβόνας, ώστε να επιτρέπεται η δημιουργία μόνιμου ταμείου διάσωσης των χωρών υπό προϋποθέσεις. Το ζήτημα έκδοσης κοινού ευρωομολόγου έχει μπει προς το παρόν στο ψυγείο, αλλά δεν αποκλείεται το θέμα να επανέλθει με διαφορετική ίσως μορφή, μέσω των δυνατοτήτων παρέμβασης που θα έχει το κοινό ταμείο EFSF.

Το Φεβρουάριο του 2011 οι Ευρωπαίοι ηγέτες επέκτειναν το συντονισμό των πολιτικών. Οι κύριοι χρηματοδότες της Ευρωζώνης, που είναι η Γερμανία και η Γαλλία, με διαπραγματευτικό όπλο τη μεγέθυνση του EFSF και το βαθμό ευελιξίας του ώστε να αντιμετωπίζει κρίσεις, επιμένουν σε ένα Σύμφωνο Ανταγωνιστικότητας, για τις χώρες της Ευρωζώνης, που να περιέχει κοινά αποδεκτούς περιορισμούς στην πολιτική μισθών και εισοδημάτων, στο ασφαλιστικό ή στη φορολογική πολιτική. Είναι δύσκολο να εκτιμηθεί η λεπτομερής τελική κατάληξη των παρασκηνιακών διαπραγματεύσεων. Το τελικό αποτέλεσμα, που αναγκαστικά θα είναι ένα υποσύνολο των επιμέρους προτάσεων, ενισχύει τη συνοχή της Ευρωζώνης σε σχέση με το υπάρχον πλαίσιο και παρέχει περισσότερες εγγυήσεις για το απρόσκοπτο μέλλον του κοινού νομίσματος.

Η Ελλάδα δεν διεκδικεί ιδιαίτερα εύσημα για τη δεκαετία της παραμονής της στην Ευρωζώνη. Με στόχο την είσοδό μας στην Ευρωζώνη καταφέραμε

και μειώσαμε τον πληθωρισμό και περιορίσαμε τα δημοσιονομικά ελλείμματα. Απολαύσαμε έτσι χαμηλά πραγματικά επιτόκια και άνθηση των επενδύσεων και της κατανάλωσης. Η προηγούμενη απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος και η έξοδος του στην ευρύτερη γεωγραφική περιοχή μαζί με το πιο υγιές δυναμικό του ελληνικού επιχειρηματικού κόσμου είχαν δώσει μια νέα αυτοπεποίθηση στη χώρα μας. Όμως, μετά την επιτυχία της εισόδου στην Ευρωζώνη και τη σκληρή δουλειά για την προετοιμασία των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004, επαναπαυθήκαμε.

Η Ελλάδα όχι μόνο δεν προχώρησε σε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, που ήταν για την οικονομία της μέσα στην ΟΝΕ μια πολιτική-μονόδρομος, αλλά, απεναντίας, σταδιακά φούσκωσε το κράτος με δαπάνες και υπαλλήλους, χωρίς αντίστοιχη βελτίωση των υπηρεσιών του. Τα εσωτερικά και εξωτερικά ελλείμματα επιδεινώθηκαν. Το 2009 η κατάσταση έφτασε στο απροχώρητο, αφού καταλήξαμε να λειτουργούμε με ένα κράτος του οποίου οι δαπάνες ήταν 41% υψηλότερες από τα έσοδα, δηλαδή κατά €36 δις ή 15,6% του ΑΕΠ! Γι' αυτό και οι δανειστές μας, όταν το αντελήφθησαν στο τέλος του 2009, αρνήθηκαν να μας δανείσουν παραπάνω. Η άρνηση της αγοράς μάς επέβαλε πάραυτα να συνετιστούμε, και έσπρωξε τα υπόλοιπα μέλη της Ευρωζώνης να μας δανείσουν αυτά, φοβούμενα μεταξύ άλλων ότι μια χρεοκοπία της Ελλάδος θα κατακρήμιζε τις τράπεζές τους, που στα χαρτοφυλάκια τους έχουν τα περισσότερα ελληνικά ομόλογα.

Η διεθνής κρίση έφερε την ύφεση στην Ελλάδα και τον πανικό στις αγορές. Οι βαθύτερες όμως αιτίες της ελληνικής κρίσης είναι αυτόχρονες. Δεν έχουν κοινές ρίζες με τη διεθνή κρίση. Η διεθνής κρίση απλώς ξεσκεπάσε το εγχώριο δημοσιονομικό πρόβλημα, που γιγαντώθηκε εν μέσω εγχώριας ύφεσης. Η διεθνής κρίση έσπασε τη φούσκα μιας περιόδου ελληνικής ανάπτυξης με δανεικά και υψηλές απαιτήσεις της ελληνικής κοινωνίας για ένα βιοτικό επίπεδο που δεν μπορούσε να στηρίξει η εγχώρια παραγωγή. Η φούσκα θα έσπαζε και με οποιαδήποτε άλλη διατάραξη που θα προξενούσε ύφεση στην Ελλάδα. Η διεθνής κρίση απλώς έσπασε την εγχώρια φούσκα μια ώρα αρχύτερα. Εμφανίζεται ίσως περιέργο και ειρωνικό, αλλά η διεθνής κρίση είχε και ένα θετικό αποτέλεσμα για τη χώρα μας, αφού όσο νωρίτερα σπάζει μια διογκούμενη φούσκα τόσο μικρότερη είναι σε μέγεθος και, συνεπώς, τόσο ελαφρύτερες οι συνέπειες του σπασίματός της.

Στην Ελλάδα το 2010 ξεκίνησε μια μεγάλη προσαρμογή, με γνώμονα τη σταδιακή μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και την αναμόρφωση των δομών της οικονομίας. Η οικονομία δεν μπορεί πλέον να κινείται στη βάση

της προ ΟΝΕ εξυγίανσης, και το 2020 το κράτος αναμένεται να αποτελεί μικρότερο κλάσμα της οικονομίας, από το 2009. Η πρόκληση είναι συνεπώς μεγάλη, καθώς ο ιδιωτικός τομέας καλείται να συμπληρώσει το κενό της σταδιακής απόσυρσης του δημόσιου τομέα από την παραγωγή υπηρεσιών, χωρίς ταυτόχρονες σημαντικές παράπλευρες απώλειες στην απασχόληση και στο βιοτικό επίπεδο. Πράγματι, το κράτος εκλογικεύει σταδιακά τη λειτουργία του, μειώνοντας τη σπατάλη και τη γραφειοκρατία και προχωρώντας σε σοβαρές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις (ασφαλιστικό, εργασιακό, δημοσιονομικό, κλειστά επαγγέλματα, παραοικονομία, κ.λπ.). Ο ιδιωτικός τομέας καλείται να γίνει πιο εξωστρεφής και περισσότερο ανταγωνιστικός, με έμφαση στην ποιότητα των προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών, αλλά και ο δημόσιος τομέας πιο λειτουργικός. Βεβαίως, η αλλαγή στη δομή της οικονομίας και η αλλαγή κουλτούρας στον πληθυσμό παίρνουν χρόνο. Χρειάζεται υπομονή και ελαφρά αισιοδοξία.

Βιβλιογραφικές αναφορές

Ξενόγλωσσες

- Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2009), «Money, Liquidity, and Monetary Policy», Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, Staff Report no.360, January.
- Atkins, Ralph (2010), «ECB increases intervention in bond markets», *Financial Times*, December 27.
- Attinasi, Maria-Grazia, Cristina Checherita and Christiane Nickel (2009), «What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-2009?», European Central Bank, Working Paper Series, No 1131, December.
- Barrios, Salvador, Per Iversen, Magdalena Lewandowska and Ralph Setzer (2009), «Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis», European Commission, European Economy, Economic Papers 338, November.
- Beetsma, Roel and Massimo Giuliodori (2010), «The Macroeconomic Costs and Benefits of the EMU and other Monetary Unions: An Overview of Recent Research», *Journal of Economic Literature*, vol. XLVIII, No. 3, September, pp. 603-41.
- Blundell-Wignall, Adrian and Patrick Slovik (2010), «The EU Stress Test and Sovereign Debt Exposures», OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No 4, OECD Financial Affairs Division, www.oecd.org/daf/fin.
- Borio, Claudio (2004), «Market distress and vanishing liquidity: Anatomy and policy options», BIS Working Paper No. 158, July.
- Buis, Romain and Romain Duval (2011), «Raising Potential Growth after the Crisis: A Quantitative Assessment of the Potential Gains from various Structural Reforms in the OECD Area and beyond», OECD Economics Department, Working Papers No. 835.
- Buiter, Willem and Ebrahim Rahbari (2010), «Is Sovereign Default “Unnecessary, Undesirable and Unlikely” For All Advanced Economies?», Citi Economics, Global Economic View, September 16.
- Caballero, Ricardo and Arvind Krishnamurthy (2009), «Global Imbalances and Financial Fragility», *American Economic Review Papers and Proceedings*, May, pp. 584-88.
- Cabral, Ricardo (2010), «E-bonds: Europe’s own subprime teaser rates», VoxEU.org, December 15.
- Cai, Jian, Kent Cherny and Todd Milbourn (2010), «Compensation and Risk Incentives

- in Banking and Finance», Federal Reserve Bank of Cleveland, *Economic Commentary*, Number 2010 - 13, September 14.
- Cecchetti, Stephen G. (2008), «Crisis and Responses: The Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008», NBER, Working Paper 14134, June.
- Cottarelli, Carlo, Lorenzo Forni, Jan Gottschalk and Paolo Mauro, (2010), «Default in Today's advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely», IMF staff position note, SPN/10/12, September 1.
- Council of the European Union (2010), «Financial supervision: Council adopts legal texts establishing the European Systemic Risk Board and three new supervisory authorities», 16452/10, PRESSE 303, Brussels, November 17.
- Crotty, James (2009), «Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the “new financial architecture”», *Cambridge Journal of Economics* 2009, 33, pp. 563–580.
- Darvas, Zsolt, Jean Pisani-Feri and André Sapir (2011), «A comprehensive approach to the Euro Area debt crisis», Bruegel Policy Brief No. 2011/2, February.
- Delpla, Jacques and Jakob von Weizsäcker (2010), «The Blue Bond proposal», Bruegel policy brief, Issue 2010/03, May.
- European Central Bank (2011a), «The implementation of monetary policy in the euro area», *General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, February.
- _____ (2011b), «Consolidated financial statement of the Eurosystem as at 4 February 2011», Press Release, February 8.
- European Commission (2009a), «Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board», COM (2009) 499 final, Brussels, September 23.
- _____ (2009b), «European Financial Supervision», COM (2009) 252 final, Brussels, May 27.
- _____ (2010a), «Report on Greek Government Deficit and Debt Statistics», January.
- _____ (2010b), «Definitive adoption of the European Union's general budget for the financial year 2010», *Official Journal of the European Union*, Volume 53, March.
- _____ (2010c), «The Economic Adjustment Programme for Greece. Second Review – autumn 2010», *European Economy, Occasional Papers* 72.
- Eurostat (2004), «Report by Eurostat on the Revision of the Greek Government Deficit and Debt Statistics», November 22.
- _____ (2008), «Eurostat Guidance on accounting rules for EDP», March 13.
- _____ (2010), «Information Note on Greece», February 24.
- Fama, Eugene (1991), «Efficient Markets: II», Presidential Address at the American Finance Association, Fiftieth Anniversary Invited Paper, *Journal of Finance*, 46 (December), pp. 1575 - 1617.
- Fons, Jerome (2008), «Testimony of Jerome S. Fons before the Committee on Oversight and Government Reform», United States House of Representatives, October 22.

- Greenspan, Alan (2008), «Testimony in front of the Committee on Oversight and Government Reform», United States House of Representatives, October 23.
- Gros, Daniel and Thomas Mayer (2011), «Debt reduction without default?», CEPS Policy Brief No. 233/ February.
- Hardouvelis, Gikas A. (1990), «Margin Requirements, Volatility and the Transitory Component of Stock Prices», *The American Economic Review*, September, Vol. 80, No. 4, pp. 736 - 762.
- _____ Dimitrios Malliaropoulos, Platon Monokroussos, Tasos Anastasatos, Theodoros Stamatiou and Theodosios Sampaniotis (2010), «The Greek Economy & its Stability Programme», *Economy & Markets*, Eurobank Research, Volume 5, Issue 3, June.
- _____ and Richard Priestley (2006), «EMU and European Stock Market Integration», *Journal of Business*, 79:1, pp 365 -392.
- _____ (2007), «The impact of EMU on the equity cost of capital», *Journal of International Money and Finance*, 26:2, pp.305-327.
- International Monetary Fund, (2009), *World Economic Outlook*, «Sustaining the Recovery», Chapter 4, pp. 121 – 151, October.
- Juncker, Jean-Claude and Giulio Tremonti (2010), «E-bonds would end the crisis» *Financial Times*, December 5.
- Malliaropoulos, Dimitrios (2010), «How much did competitiveness of the Greek economy decline since EMU entry?» *Economy & Markets*, Eurobank Research, Volume 5, Issue 4, July.
- Monti, Mario (2010), «Europe must buck short-term tendencies», *Financial Times*, December 14.
- National Asset Management Agency (2010), «NAMA Chairman provides update on 2010 progress», December 20.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (2009), «Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes», Federal Reserve Bank of San Francisco, Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara, October 2.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2007), *Financial Market Trends*, November 2007, 93(2), p. 21.
- Rajan, Raghuram (2005), «Has Financial Development made the World Riskier?», Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, August, pp. 313-370.
- _____ (2010), *Fault Lines: How Hidden Fractures still Threaten the World Economy*, Princeton University Press, Princeton, NJ 08540.
- Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff (2009), *This time is different: Eight centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Roubini, Nouriel (2006), «U.S. Hard Landing and Recession Steaming Ahead: Now More Likely than a 70% Probability», September, www.roubini.com.
- Securities and Exchange Commission (2008), «Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations».
- Steinmeier, Frank-Walter and Peer Steinbrück (2010), «Germany must lead fightback», *Financial Times*, December 15.

Στην ελληνική γλώσσα

- Buiter, Willem και Ebrahim Rahbari (2011), «Η Ελλάδα και η δημοσιονομική κρίση στην ΟΝΕ», Άρθρο Δ.3, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*; Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- Calomiris, Charles W. (2011), «Αίτια της κρίσης στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου», Άρθρο Α.1, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*; Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- Collignon, Stefan (2011), «Η έκδοση ιδιωτικών ομολόγων της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως διεξοδος από το ελληνικό δράμα», Άρθρο Δ.2, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*; Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- Mayer, Thomas (2011), «Διδάγματα από την κρίση χρέους στην Ελλάδα», Άρθρο Δ.1, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*; Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- O'Neill, Jim (2011), «Κρίση και οικονομικός κύκλος: η άποψη της αγοράς», Άρθρο Α.2, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*; Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- Επιτροπή για την Αξιοπιστία των Στατιστικών Στοιχείων (2010), *Έκθεση*, Βουλή των Ελλήνων, Ιανουάριος.
- Ζόντζηλος, Νικόλαος Γ. (2010), «Οι μακροοικονομικές επιπτώσεις των διαρθρωτικών πολιτικών ενίσχυσης του ανταγωνισμού στην αγορά των μη εμπορεύσιμων αγαθών-υπηρεσιών και στην αγορά εργασίας», IOBE, Ειδικές Μελέτες, Μάιος.
- Καραμούζης, Νικόλαος Β. (2011), «Από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση στην ελληνική δημοσιονομική εκτροπή και την κρίση της Ευρωζώνης: οι προκλήσεις για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα», Επίλογος, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*; Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- Ξαφά, Μιράντα (2011), «Το μέλλον της διαχείρισης των αποταμιεύσεων», Άρθρο Β.1, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*; Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- Ορφανίδης, Αθανάσιος (2011), «Η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα: προβληματισμοί και συμπεράσματα από την κρίση για την Ευρώπη», Άρθρο Γ.1, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*; Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

- Ράπανος, Βασίλειος και Γεωργία Καπλάνογλου (2011), «Οικονομική κρίση και δημοσιονομική πολιτική: η περίπτωση της Ελλάδας», Άρθρο Β.3, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*; Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- Σακελλάρης, Πλούταρχος (2011), «Η χρηματοδότηση επενδύσεων στην Ευρώπη: η κρίση και το μέλλον», Άρθρο Β.2, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*; Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- Σημίτης, Κώστας (2010), «Χωρίς κοινή θέληση η ηγεσία της ΕΕ», *Το Βήμα της Κυριακής*, Δεκέμβριος 24.
- Τριδιάμας, Τάκης (2011), «Το μέλλον της εποπτείας του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ευρώπη», Άρθρο Γ.2, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*; Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- Χαρδούβελης, Γκίκας Α. (2007), «Μακροοικονομική Διαχείριση και η Ανάγκη Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων μετά την Είσοδο στη Νομισματική Ένωση», *Οικονομία & Αγορές*, Eurobank Research, Τόμος II, Τεύχος 8, Οκτώβριος.
- _____ (2008), «Η Ελλάδα εν μέσω διεθνούς κρίσης», Ομιλία στο ετήσιο συνέδριο του Ελληνο-Αμερικανικού Επιμελητηρίου: Η Ώρα της Ελληνικής Οικονομίας, Νοέμβριος 24. <http://www.hardouvelis.gr/GET.asp?id=SPEE>
- _____ (2009), «Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας», *Οικονομία & Αγορές*, Eurobank Research, Τόμος IV, Τεύχος 8, Δεκέμβριος.
- _____ (2011), «Η υπερκυκλικότητα του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος: ενέργειες για τη μείωσή της», Άρθρο Γ.3, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον*; Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- _____ και Θεοδόσιος Σαμπανιώτης, (2007), «Ο Προϋπολογισμός του κράτους και οι αποκλίσεις στην εκτέλεση του: 1992 – 2007», *Focus Notes*, Eurobank Research, Δεκέμβριος.
- _____ και Μανώλης Δαβραδάκης, (2006), «Ο Προϋπολογισμός του Κράτους και οι αποκλίσεις στην εκτέλεσή του», *Οικονομία & Αγορές*, Eurobank Research, Τόμος I, Τεύχος 9, Δεκέμβριος.