ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΓΣΕΕ

ΠΑΡΑΤΗΡΗΤΗΡΙΟ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2011

Μελέτες (Studies) / 17

Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011

ΓΙΑΝΗΣ ΒΑΡΟΥΦΑΚΗΣ, ΤΑΣΟΣ ΠΑΤΩΚΟΣ, ΛΕΥΤΕΡΗΣ ΤΣΕΡΚΕΖΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΣΤΟΣ ΚΟΥΤΣΟΠΕΤΡΟΣ



ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΜΟΝΑΔΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011

Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011

Γιάνης Βαρουφάκης
Τάσος Πατώκος
Λευτέρης Τσερκέζης
Χρήστος Κουτσοπέτρος

Δεκέμβριος 2011

ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΓΣΕΕ

Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων

Εμμανουήλ Μπενάκη 71Α
106 81, Αθήνα
Τηλ. +30 2103327779
Fax +30 2103327770
www.ineobservatory.gr

Οι απόψεις που διατυπώνονται στο παρόν κείμενο
είναι των συγγραφέων και δεν εκφράζουν κατ' ανάγκη
τις θέσεις της ΓΣΕΕ.

Επιμέλεια εξωφύλλου: Βάσω Αβραμοπούλου

Γλωσσική επιμέλεια – Διορθώσεις: Ματίνα Βασιλείου

Φωτογραφία εξωφύλλου: www.shutterstock.com

Ηλεκτρονική σελιδοποίηση: Γιάννης Παπαδημητρόπουλος

Εκτύπωση – Παραγωγή: ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΕΒΕ

© ΙΝΕ ΓΣΕΕ
ISBN: 978-960-9571-29-6

Η παρούσα έρευνα χρηματοδοτήθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο και το Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης στο πλαίσιο του Επιχειρησιακού Προγράμματος «Ανάπτυξη Ανθρώπινου Δυναμικού» 2007-2013.

Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων

Το Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων του Ινστιτούτου Εργασίας της ΓΣΕΕ αποτελεί έναν χώρο έρευνας και δράσης που απευθύνεται στους εργαζομένους, στην ακαδημαϊκή κοινότητα, στους φορείς χάραξης πολιτικής και στο σύνολο των πολιτών. Στόχος του είναι να προσφέρει επιστημονικά τεκμηριωμένες αναλύσεις για μια σειρά κοινωνικών και οικονομικών ζητημάτων που βρίσκονται στο επίκεντρο της τρέχουσας συγκυρίας και που έχουν άμεση σχέση με τα συμφέροντα του κόσμου της εργασίας. Το Παρατηρητήριο είναι σημείο συνάντησης και δημιουργικού διαλόγου πληθώρας ερευνητών, με απώτερο στόχο την ανάδειξη διαστάσεων των σύγχρονων οικονομικών και κοινωνικών φαινομένων που έχουν ιδιαίτερη αξία για την οπτική των εργαζομένων και των συνδικάτων. Παράλληλα, η ερευνητική του δραστηριότητα εντάσσεται σε μια ευρύτερη προσπάθεια καταγραφής πολιτικών που δύνανται να συνεισφέρουν με ουσιαστικό τρόπο στην επίλυση των σημαντικών προβλημάτων που αντιμετωπίζει στην τρέχουσα περίοδο ο κόσμος της εργασίας.

Η δραστηριότητα του Παρατηρητηρίου επικεντρώνεται σε τρεις βασικούς τομείς: α) στην οικονομία και την ανάπτυξη, β) στο κοινωνικό κράτος και το μέλλον της εργασίας και γ) στην ανάπτυξη του ανθρώπινου δυναμικού σε περιβάλλον δημοκρατίας και ισότητας. Ο πρώτος τομέας αφορά τα αίτια και τις επιπτώσεις της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, τις σύγχρονες προκλήσεις που έχει να αντιμετωπίσει ο δημόσιος τομέας και η δημοσιονομική πολιτική στην Ελλάδα, καθώς και τις αλλαγές που είναι αναγκαίο να πραγματοποιηθούν στο αναπτυξιακό πρότυπο της χώρας. Ο δεύτερος τομέας αναφέρεται στην ασκούμενη κοινωνική πολιτική, στα ζητήματα της φτώχειας και των ανισοτήτων, στις εργασιακές σχέσεις και στο θεσμικό πλαίσιο των αγορών εργασίας. Ιδιαίτερη έμφαση δίνει στην ανάλυση της τρέχουσας συγκυρίας και στην αποδόμηση που επιχειρείται σε μια σειρά δικαιω-

μάτων και κατακτήσεων των εργαζομένων. Τέλος, ο τρίτος τομέας επικεντρώνεται σε θέματα που αφορούν την εκπαίδευση και την κατάρτιση των εργαζομένων, τις ποιοτικές και ποσοτικές διαστάσεις της ανεργίας, τον κοινωνικό αποκλεισμό και τον ρατσισμό που βιώνει σημαντική μερίδα των εργαζομένων και των ανέργων στη χώρα.

Είναι προφανές ότι οι τρεις προαναφερθέντες τομείς έχουν επικαλύψεις μεταξύ τους. Μέσα από τα κείμενά του το Παρατηρητήριο επιδιώκει να αναδείξει αυτές τις επικαλύψεις και να φέρει στην επιφάνεια τα οφέλη που μπορεί να προκύψουν από την πολύπλευρη ανάλυση των σύγχρονων οικονομικών και κοινωνικών φαινομένων. Στο πλαίσιο της προσπάθειας που επιχειρείται, θεωρείται ιδιαίτερα σημαντική η κατάθεση παρατηρήσεων, προτάσεων αλλά και εναλλακτικών προσεγγίσεων από όσους και όσες επιθυμούν να συνεισφέρουν στην ερευνητική δραστηριότητα του Παρατηρητηρίου.

Γιάννης Παναγόπουλος
Πρόεδρος ΙΝΕ ΓΣΕΕ

Περιεχόμενα

1	**Εισαγωγή**	**11**
2	**Τα αίτια της διεθνούς κρίσης**	**13**
2.1	Εισαγωγή	13
2.2	Επικρατέστερες εξηγήσεις για την κρίση του 2008	15
2.3	Τα βαθύτερα αίτια της κρίσης και ο «Παγκόσμιος Μινώταυρος»	19
2.4	Επίλογος	27
3	**Η μετάδοση της κρίσης στην Ευρώπη**	**31**
3.1	Εισαγωγή	31
3.2	Η κρίση στην ευρωζώνη	32
3.3	Το ευρωπαϊκό ταμείο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας	34
3.4	Η διαδικασία της αποδόμησης του ευρώ	37
3.5	Η μετάδοση της κρίσης στην Ελλάδα	40
3.6	Επίλογος	45
4	**Συγκριτική μελέτη των περιπτώσεων Ελλάδας, Ιρλανδίας, Πορτογαλίας, Ισπανίας, Ιταλίας και Βελγίου**	**47**
4.1	Εισαγωγή	47
4.2	Δημοσιονομικά στοιχεία	50
4.3	Δημόσιο και ιδιωτικό χρέος	63
4.4	Οικονομική δραστηριότητα και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	75
4.5	Αίτια και συνέπειες της κρίσης	93
4.6	Προσομοιώσεις της εξέλιξης του δημόσιου χρέους	102
4.7	Επίλογος	111
	Παράρτημα Ι: Πηγές στατιστικών και οικονομικών στοιχείων που χρησιμοποιήθηκαν στις προσομοιώσεις της εξέλιξης του δημόσιου χρέους	113

5 Η κρίση του ευρωπαϊκού τραπεζικού τομέα (με ειδική μνεία στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα) 117

5.1 Εισαγωγή - το πρώτο «επεισόδιο»: Οι ιδιαιτερότητες της ευρωπαϊκής τραπεζικής κρίσης και το πρώτο κύμα διασώσεων τραπεζών 117

5.2 Η γερμανική ενοποίηση, το Μέγα Πείραμα και ο ρόλος του τραπεζικού συστήματος στην ευρωζώνη 121

5.3 Το δεύτερο «επεισόδιο»: Η διάσωση των τραπεζών και το τοξικό EFSF 127

5.4 Το τρίτο «επεισόδιο»: Το παρατραπεζικό σύστημα, το ελληνικό PSI και οι ελληνικές τράπεζες 131

5.5 Επίλογος 134

Παράρτημα ΙΙ: Σύντομο χρονικό της παράλληλης κατάρρευσης του αγγλοκελτικού και του ευρωπαϊκού τραπεζικού/χρηματοπιστωτικού συστήματος 137

6 Η μετάδοση της κρίσης από τον τομέα του δημόσιου χρέους στον τραπεζικό τομέα 149

6.1 Εισαγωγή 149

6.2 Η επίδραση της ύφεσης στον τραπεζικό τομέα 152

6.3 Άμεση έκθεση 162

6.4 Έμμεση έκθεση 176

6.5 Η χρηματοδότηση του τραπεζικού συστήματος 190

6.6 Επίλογος 202

7 Ο ρόλος της εφαρμοζόμενης πολιτικής δανεισμού/λιτότητας και του μηχανισμού στήριξης EFSF στη συντήρηση/επιτάχυνση της κρίσης 205

7.1 Εισαγωγή 205

7.2 Τα τρία σενάρια της προσομοίωσης 207

7.3 Η λειτουργία της προσομοίωσης 216

7.4 Υποθέσεις περί των βασικών μεταβλητών 220

7.5 Τα βασικά αποτελέσματα της προσομοίωσης 227

7.6 Ανάλυση ευαισθησίας των βασικών σεναρίων 236

7.7 Η συμφωνία της 21ης Ιουλίου 243

7.8 Επίλογος 255

Παράρτημα ΙΙΙ: Πηγές στατιστικών και οικονομικών στοιχείων 257

8 Εναλλακτικές προτάσεις εξόδου από την κρίση 259
8.1 Εισαγωγή 259
8.2 Επιλεκτική παρουσίαση προτάσεων εξόδου από την κρίση 260
8.3 Η «μετριοπαθής πρόταση» 267
8.4 Συζήτηση 285

9 Επίλογος 295

Βιβλιογραφία 297

1. Εισαγωγή

Το 2011 ήταν η χρονιά που, σύμφωνα με την τρόικα, θα επιτυγχανόταν η σταθεροποίηση στην Ελλάδα, θα απομακρυνόταν η προοπτική της επέκτασης της Κρίσης στην υπόλοιπη περιφέρεια και θα θεμελιωνόταν η επιστροφή των χωρών μας στην ανάπτυξη και στις αγορές. Αντί γι' αυτό, το 2011 είδε την κοινωνική οικονομία της Ελλάδας να βουλιάζει στη δίνη της αποσταθεροποίησης, την Κρίση να επεκτείνεται ακόμα και στον «σκληρό πυρήνα» της ευρωζώνης, και την ευρωπαϊκή οικονομία στο σύνολό της να επιστρέφει στη γενικευμένη ύφεση. Το ότι το 2011 έκλεισε με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα να τυπώνει πακτωλούς χρήματος, το οποίο μοίρασε ανεξέλεγκτα στις τράπεζες ώστε να μην καταρρεύσει το ευρωσύστημα, απλά καταδεικνύει την απελπιστική αποτυχία της Ευρώπης όχι μόνο να αντιμετωπίσει την Κρίση αλλά ακόμα και να συνειδητοποιήσει τη φύση της.

Η Ερευνητική Μονάδα Οικονομικής Κρίσης του ΙΝΕ ΓΣΕΕ παρακολουθούσε συστηματικά τις εξελίξεις κατά τη διάρκεια του 2011. Στα κείμενα που ακολουθούν ο αναγνώστης αποκτά (α) σφαιρική εικόνα της βασανιστικής αποδόμησης όλων των σχεδιασμών τρόικας και κυβέρνησης, και (β) πρόσβαση σε αναλύσεις των λόγων για τους οποίους η αποτυχία αυτή ήταν προδιαγεγραμμένη.

Οι ενότητες της παρούσας μελέτης έχουν την εξής μορφή: Η Ενότητα 2 ξεκινά, όπως είναι φυσικό, με μια ανάλυση των αιτίων της διεθνούς κρίσης. Αναφερόμενη στην αρχή της δεκαετίας του 1970, τότε που κατέρρευσε το διεθνές νομισματικό σύστημα Bretton Woods και άρχισε να παίζει ολοένα σημαντικότερο ρόλο το διπλό έλλειμμα των ΗΠΑ, αναλύει πώς το τελευταίο απορροφούσε για χρόνια τα εμπορικά πλεονάσματα της Ευρώπης και της Ασίας, δημιουργώντας έτσι την απαραίτητη ζήτηση για τα γερμανικά, ιαπωνικά και κινεζικά προϊόντα. Αυτή η εξέλιξη αποτέλεσε την απαρχή της συστηματικής εισροής τεράστιων κεφαλαί-

ων στις Ηνωμένες Πολιτείες, στην Wall Street συγκεκριμένα, η οποία θα χρησιμοποιούσε την ευκαιρία να παραγάγει για 25 χρόνια το τοξικό-ιδιωτικό χρήμα που οδήγησε στο Κραχ του 2008. Η Ενότητα 3 αναφέρεται στη μετάδοση της Κρίσης από την Wall Street στην Ευρώπη μέσω του βορειοευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος, το οποίο αναγκάστηκαν να διασώσουν με τεράστια αδιαφάνεια και αναποτελεσματικότητα η ΕΚΤ, η Γερμανία και η Γαλλία. Κατόπιν, η Ενότητα 4 εστιάζει στις περιπτώσεις της Ελλάδας, της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας, της Ισπανίας, της Ιταλίας και του Βελγίου, δηλαδή των υπερχρεωμένων κρατών-μελών της ευρωζώνης. Το βασικό συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι τα συσσωρευμένα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των εν λόγω χωρών, τα οποία μάλιστα επιδεινώθηκαν δραματικά ως αποτέλεσμα της υιοθέτησης του κοινού νομίσματος, ήταν η βασική αιτία για το γεγονός ότι οι χώρες αυτές αποτελούν σήμερα τους αδύναμους κρίκους της ευρωζώνης. Όσο για το ρόλο που έπαιξε στην ενίσχυση της κρίσης χρέους των χωρών αυτών το τραπεζικό σύστημα (με ειδική μνεία στις ελληνικές τράπεζες), η Ενότητα 5 αναφέρεται σε αυτόν συνδέοντάς τον με τις εξελίξεις στην αγορά εργασίας της Γερμανίας. Αμέσως μετά, η Ενότητα 6 στρέφεται στην αλληλεπίδραση μεταξύ κρίσης χρέους και κρίσης τραπεζών, αναλύοντας τον τρόπο με τον οποίο η Κρίση, ενισχυόμενη, πέρασε από τον τομέα του δημόσιου χρέους και πάλι στον τραπεζικό τομέα. Έχοντας αναλύσει τα αίτια και τους μηχανισμούς διόγκωσης και μετάδοσης της Κρίσης, η Ενότητα 7 θέτει υπό το φως της κριτικής τη «συνταγή» επίλυσης που επέλεξε η Ευρώπη για να αντιμετωπίσει την Κρίση, δηλαδή το συνδυασμό μεγάλων δανείων και λιτότητας, την ίδρυση του EFSF κλπ. (Σε αυτή την ενότητα παρουσιάζεται το Πρόγραμμα Προσομοίωσης του ελληνικού δημόσιου χρέους.) Πώς θα μπορούσε η Ευρώπη να έχει αντιδράσει διαφορετικά; Τι εναλλακτικές υπήρχαν; Σε αυτό το ερώτημα απαντά η Ενότητα 8.

Ελπίζουμε οι παρακάτω αναλύσεις να αποτελέσουν εργαλεία που θα βοηθήσουν τον αναγνώστη να προσεγγίσει τη γένεση και εξέλιξη της Κρίσης υπό ένα πρίσμα που διαφωτίζει χωρίς να χειραγωγεί.

2. Τα αίτια της διεθνούς κρίσης

2.1 Εισαγωγή

Είναι πλέον σύνηθες η κρίση του 2008 να ταυτίζεται με την κατάρρευση της Lehman Brothers: μιας επενδυτικής τράπεζας που λειτούργησε επί 148 χρόνια, που δεν πτοήθηκε από έναν εμφύλιο πόλεμο, δύο παγκόσμιους πολέμους, από το Κραχ του 1929, καθώς και από τις υπόλοιπες κρίσεις που έπληξαν την Wall Street συνολικά. Αν και η κρίση του 2008 δεν ξεκίνησε από τη Lehman, η κατάρρευσή της συγκλόνισε ολόκληρο τον κόσμο και τον ανάγκασε να αποδεχθεί ότι η μεταπολεμική εποχή είχε τελειώσει και μια νέα περίοδος γενικευμένης ανασφάλειας την είχε διαδεχθεί. Αφήνοντας τη Lehman να καταρρεύσει, η αμερικανική κυβέρνηση έδωσε τη χαριστική βολή στην «ηρωική» εποχή – μια εποχή που χαρακτηρίστηκε από την ακλόνητη πίστη στη σοφία των αγορών και στην ανίκητη ισχύ της Wall Street.

Σπάνια η ανθρωπότητα δοκιμάζει τέτοια μεγάλη έκπληξη. Το 1929 ήταν μια τέτοια στιγμή. Το 2008 ήταν η επόμενη. Πολλά ειπώθηκαν, ακόμα περισσότερα γράφτηκαν και θα γραφτούν για το 2008. Το βέβαιο είναι ότι κανείς δεν θα ξεχάσει εκείνες τις μέρες και τον τρόπο που όλα άλλαξαν: για πρώτη φορά μετά το 1929, προνομιούχοι και μη φοβήθηκαν το ίδιο, οι λίγοι εναπομείναντες αντιφρονούντες (που κι αυτοί είχαν, κατά βάθος, πιστέψει ότι δεν θα ζούσαν για να δουν να πραγματώνεται η προφητεία τους πως ο καπιταλισμός θα αυτοκαταστραφεί) αναθάρρησαν (χωρίς όμως να πολυκαταλαβαίνουν τι συνέβη), οι κυβερνητικοί αξιωματούχοι άρχισαν να ξεσκονίζουν βιβλία και ιδέες που είχαν από καιρό βάλει στην άκρη, οι αντιπολιτευόμενοι με τρόμο προέβλεψαν πως θα κληθούν να είναι εκείνοι οι οποίοι θα πρέπει να δώσουν λύσεις, οι μετανάστες εγκατέλειψαν το Λονδίνο, το Δουβλίνο, τα Εμιράτα ψάχνοντας για δουλειά σε χώρες φτωχότερες αλλά πιο σίγουρες. Στο μεταξύ, πάνω από 50 εκατομμύρια άνθρωποι έχασαν τις

δουλειές τους στις αναπτυγμένες χώρες, τουλάχιστον 10 εκατομμύρια Αμερικανοί, Βρετανοί και Ιρλανδοί ένιωσαν την ντροπή της κατάσχεσης του σπιτιού τους, ενώ στον «αναπτυσσόμενο Νότο» και στην Ανατολική Ασία προστέθηκαν πάνω από 500 εκατομμύρια άνθρωποι στο σύνολο όσων βρίσκονται και επίσημα κάτω από τα όρια της φτώχειας.

Τις μέρες του Σεπτέμβρη του 2008 ο καπιταλισμός, για άλλη μία φορά, έφτασε στο όριο της κατάρρευσής του. Και για άλλη μια φορά σώθηκε από τα κράτη τα οποία, υποτίθεται, είχε «υπερβεί» και τα οποία τον κρατούσαν «πίσω». Ξαφνικά, οι ίδιοι οι πολιτικοί που είχαν πιστέψει βαθιά και ειλικρινά ότι ο ρόλος τους ήταν να περιορίσουν το κράτος, να λειτουργούν ως σώφρονες μάνατζερ που δουλειά τους είναι να ισοσκελίζουν τα λογιστικά βιβλία του δημοσίου (έστω και με τη βοήθεια της Goldman Sachs), βρέθηκαν να παίζουν το ρόλο του κυβερνήτη σε φουρτουνιασμένες θάλασσες την ύπαρξη των οποίων αγνοούσαν. Εκεί που έλεγαν ότι «τα κρατικά ταμεία δεν αντέχουν» ούτε την παραμικρή αύξηση στις συντάξεις ή λίγα εκατομμύρια παραπάνω για τα σχολεία ή τα νοσοκομεία, ξαφνικά κατέληξαν να δίνουν σε καθημερινή βάση δεκάδες δισεκατομμύρια στις τράπεζες, στην General Motors, στις κραταιότερες των ασφαλιστικών εταιρειών. Άνθρωποι βαθιά συντηρητικοί και αντικρατιστές αναγκάστηκαν να προβούν σε αστραπιαίες εθνικοποιήσεις που ούτε ο Λένιν δεν είχε τολμήσει.

Τα δύο χρόνια που πέρασαν από τότε που ξεκίνησε η κρίση του 2008, μάθαμε δύο πράγματα: πρώτον, ότι κράτος και τράπεζες είναι συγκοινωνούντα δοχεία και πως η άποψη ότι το κράτος είναι ο εχθρός του ιδιωτικού τομέα δεν αποτελεί παρά ανοησία. Δεύτερον, ότι αν και το κράτος μπορεί να σώσει τον καπιταλισμό, η κρίση απλώς παίρνει άλλες μορφές, διαχέεται, μεταμορφώνεται από οξεία σε βραδυφλεγή, μεταναστεύει σε άλλες ηπείρους, καταστρέφει τις «ζωές των άλλων», εκείνων που νόμιζαν ότι, μη έχοντας εισπράξει τα οφέλη της εμπορευματοποίησης των πάντων, είχαν ανοσία στις κρίσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ένας κόσμος σε κατάσταση εναγώνιας απορίας εγκυμονεί θεωρίες για το τι του συνέβη. Κάθε μεγάλη κρίση, όπως εκείνη του 1770, του 1848, του 1929 κλπ., γεννά κάποιες νέες, μεγάλες, σημαντικές θεωρίες. Η κοινωνική κρίση στις αρχές της βιομηχανικής επανάστασης γέννησε τον Adam Smith, το 1848 μας έφερε τον Marx, το 1929 μας εφοδίασε με τη σκέψη του Keynes. Παρομοίως, περιμένει κανείς ότι νέες θεωρίες θα γεννηθούν και με την κρίση του 2008.

Είναι βέβαια ακόμα πολύ νωρίς για να απαντηθεί το ερώτημα ποιες θα εί-

ναι οι νέες θεωρίες της κρίσης του 2008. Δεν είναι λίγες οι σκόρπιες εξηγήσεις του φαινομένου της κρίσης αυτής που ήρθε στη χώρα μας με ένα-ενάμιση χρόνο καθυστέρηση. Οι πιο δημοφιλείς από αυτές παρατίθενται στην Ενότητα 2.2. Οι «εξηγήσεις» αυτές έχουν όλες μια δόση αλήθειας και αγγίζουν κάποια σημαντική πτυχή της Κρίσης. Όμως καμία από αυτές δεν συλλαμβάνει τη βασική αιτία της ολοκληρωτικής Κατάρρευσης της Μεταπολεμικής Εποχής που εξηγεί ταυτόχρονα το 2008, την πτώχευση της Lehman, τη μετάδοση της Κρίσης στην Ευρώπη, τη δική μας κρίση χρέους κλπ. – γι' αυτό και η λέξη «εξηγήσεις» παρατίθεται σε εισαγωγικά. Με λίγα λόγια, όλες οι εξηγήσεις που αναφέρονται πιο κάτω (2.2) δεν είναι παρά συμπτώματα του προβλήματος, αντί για αίτιά του. Κρίνεται όμως σκόπιμο να αναφερθούμε σε αυτές πριν παραθέσουμε τη βαθύτερη εξήγηση που αναλύεται στην Ενότητα 2.3, αν μη τι άλλο επειδή πρόκειται για τις απόψεις που ασπάζονται οι περισσότεροι και επειδή έχουν ήδη βρει το δρόμο τους στα εγχειρίδια οικονομικής θεωρίας (π.χ. Arnold, 2011 ή Mankiw and Taylor, 2010) με τα οποία εκπαιδεύονται οι οικονομολόγοι των επόμενων γενιών.

2.2 Επικρατέστερες εξηγήσεις για την κρίση του 2008

Η πιο συνηθισμένη αφήγηση για τα αίτια της κρίσης του 2008 επικεντρώνεται στην αγορά κατοικιών στις Ηνωμένες Πολιτείες και στην αδυναμία πολλών δανειστών να αποπληρώσουν τα δάνειά τους. Ως αφετηρία θα μπορούσε να θεωρηθεί η λεγόμενη «απορρύθμιση» του χρηματοπιστωτικού συστήματος που άρχισε τη δεκαετία του 1980 στη Μεγάλη Βρετανία και συνεχίστηκε και στη δεκαετία του 1990 (Mankiw and Taylor, 2010). Με τον όρο απορρύθμιση εννοούμε την αλλαγή στο θεσμικό πλαίσιο ώστε οι κανόνες και οι ρυθμίσεις που αφορούν τη λειτουργία των τραπεζών και των κτηματικών εταιρειών είτε να καταργηθούν είτε να γίνουν πιο ελαστικοί. Στην περίοδο της κυβέρνησης Thatcher στη Μεγάλη Βρετανία, το τραπεζικό σύστημα άλλαξε ριζικά, καθώς καταργήθηκαν μια σειρά από περιορισμούς για τη χρηματοδότηση των τραπεζών. Μέσα στη δεκαετία του 1990, οι περιορισμοί γίνονταν ολοένα ελαστικότεροι, επιτρέποντας στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να λειτουργούν με μεγαλύτερη ελευθερία, ενώ ο νόμος Gramm-Leach-Blilay του 1999 (γνωστός και ως «ο νόμος του εκσυγχρονισμού των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών του 1999») κατήργησε τις διαφορές μεταξύ εμπορικών και κτηματικών τραπεζών, ασφαλιστικών και χρηματιστηριακών εταιρειών.

Ένα από τα αποτελέσματα του νέου αυτού θεσμικού πλαισίου ήταν ότι ο δανεισμός έγινε ευκολότερος για τους δανειστές, ενώ η αισιοδοξία που διέπνεε το οικονομικό κλίμα στις αρχές της δεκαετίας του 2000 ενθάρρυνε τις τράπεζες να αποδεχτούν μεγαλύτερους κινδύνους, δανείζοντας σε πιστωτές με επισφαλή χαρακτηριστικά. Τέτοια άτομα που παρουσιάζουν μεγάλο κίνδυνο ως πιστωτές απαρτίζουν τη λεγόμενη δευτερεύουσα αγορά δανείων – και αποτέλεσαν ευκαιρία για τις τράπεζες να δανείσουν με μεγαλύτερα επιτόκια, αλλά με πολύ ελκυστικούς όρους για τα πρώτα χρόνια αποπληρωμής. Στις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας, οι τράπεζες στις Ηνωμένες Πολιτείες αύξησαν με γρήγορους ρυθμούς την παροχή δανείων στη δευτερεύουσα αγορά κατοικιών, ενώ, όπως ήταν φυσικό, οι ευκολίες δανεισμού στην αγορά κατοικιών οδήγησαν στην αύξηση της ζήτησης και της τιμής τους.

Το καλοκαίρι του 2006 το επιτόκιο της Κεντρικής Τράπεζας των Ηνωμένων Πολιτειών είχε ανέλθει στο 5,25% (από 1% που ήταν τον Ιούνιο του 2004). Αυτή η αύξηση του επιτοκίου έκανε αδύνατη των πληρωμή των δόσεων των επισφαλών στεγαστικών δανείων, όπως και των ομολόγων που ήταν καλυμμένα με τα δάνεια αυτά. Οι κατασχέσεις κατοικιών δεν ήταν αρκετές για να εξυπηρετηθούν τα δάνεια, καθώς η τιμή των ακινήτων είχε ήδη μειωθεί κατά μεγάλο ποσοστό, μια και η ζήτηση ήταν πλέον σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Αυτή η κατάρρευση στην αγορά των ακινήτων οδήγησε τράπεζες στη χρεοκοπία και, ως επακόλουθο, επέφερε μείωση εμπιστοσύνης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, με την κρίση να περνά και στην «πραγματική οικονομία» λόγω της αύξησης της ανεργίας και του περιορισμού των δραστηριοτήτων σε πολλούς κλάδους – και ιδιαίτερα σε εκείνους που σχετίζονται με την αγορά ακινήτων.

Τον Αύγουστο του 2008, το 10% περίπου των στεγαστικών δανείων στις Ηνωμένες Πολιτείες βρίσκονταν είτε σε καθυστέρηση πληρωμής είτε σε διαδικασία πλειστηριασμού, ενώ την προηγούμενη χρονιά οι τράπεζες είχαν προβεί στην κατάσχεση περίπου ενός εκατομμυρίου κατοικιών. Τα στεγαστικά αυτά δάνεια ήταν τιτλοποιημένα – δηλαδή, είχαν μετακινηθεί από τους ισολογισμούς των τραπεζών στους ισολογισμούς διαμεσολαβητικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Οι οργανισμοί αυτοί εξέδιδαν εταιρικά ομόλογα για να καλύψουν τα δάνεια, κατορθώνοντας να πείσουν και τις εταιρείες αξιολόγησης να βαθμολογούν αδικαιολόγητα υψηλά τα ομόλογα που είχαν ως αντίκρισμα τα τιτλοποιημένα επισφαλή δάνεια.

Όταν οι περισσότερο επισφαλείς πιστωτές δεν μπορούσαν να πληρώσουν τις δόσεις τους, οι πιο ευέλικτοι και υποψιασμένοι παίκτες στις χρηματαγορές άρχισαν να φοβούνται για την αξία αυτών των εταιρικών ομολόγων –τα οποία ήταν αδιαφανή και περιείχαν άγνωστες φέτες «κακών» χρεών– και άρχισαν να τα ξεφορτώνονται μαζικά ή ακόμα και να στοιχηματίζουν πάνω τους. Ωστόσο, αυτά τα παράγωγα-πακέτα είχαν μετατραπεί στο τοξικό-ιδιωτικό χρήμα που κινούσε το διεθνές τραπεζικό σύστημα. Έτσι, εντός μερικών ημερών, και ιδίως μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers που είχε επενδύσει τεράστια ποσά σε αυτά τα παράγωγα, όλο αυτό το ιδιωτικό χρήμα εξανεμίστηκε. Για να μην καταρρεύσουν οι τράπεζες, οι Ηνωμένες Πολιτείες και η Ευρωπαϊκή Ένωση αποφάσισαν να αναπληρώσουν το ιδιωτικό χρήμα που διέρρευσε από τις τράπεζες με φερέγγυο δημόσιο χρήμα. Για να είναι όμως το δημόσιο χρήμα φερέγγυο, οι κυβερνήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών και της Ευρωπαϊκής Ένωσης αναγκάστηκαν να μην το τυπώσουν, αλλά να το δανειστούν από εκείνους που έχουν αποταμιεύσεις: από τους Κινέζους, τους Ιάπωνες, τους Άραβες και τους Γερμανούς επενδυτές (π.χ. από ασφαλιστικά ταμεία αλλά και αρκετούς ιδιώτες που προτιμούσαν, μετά το «ξεσκέπασμα» των τραπεζών, να δανείζουν κράτη παρά τράπεζες).

Αφού τις διέσωσε το δημόσιο, στις Ηνωμένες Πολιτείες και στην Ευρώπη, οι τράπεζες δεν άλλαξαν τρόπο λειτουργίας: πρώτον, άρχισαν να δανείζουν τα κράτη με τις μεγαλύτερες δανειακές ανάγκες (όπως η Ελλάδα) από το δημόσιο χρήμα που πήραν από εκείνα, και με μεγάλο επιτόκιο. Δεύτερον, άρχισαν να δομούν χαρτιά (CDS) με νέα στοιχήματα του τύπου «ο κάτοχος αυτού του χαρτιού δικαιούται να πάρει ένα x ποσό από την τάδε τράπεζα, εφόσον χρεοκοπήσει το ελληνικό δημόσιο».

Όσοι αγόραζαν αυτά τα χαρτιά κατόπιν τα μεταπωλούσαν σε τιμές που αυξομειώνονταν ανάλογα με το πώς έκριναν οι επενδυτές ότι άλλαζε, μέρα με τη μέρα, η πιθανότητα να χρεοκοπήσει η Ελλάδα ή η Ιρλανδία κλπ. Πολλοί επενδυτές που σκέφτονταν να δανείσουν χρήματα σε χώρες όπως η Ελλάδα, αγόραζαν παράλληλα και αυτά τα χαρτιά με σκοπό να ασφαλίσουν την επένδυσή τους (δηλ. να κερδίσουν κάτι στην περίπτωση που τα δανεικά δεν επιστρέφονταν). Προφανώς, αυτή η διασύνδεση οδήγησε στη συνδιαμόρφωση της αξίας των CDS και των επιτοκίων που έπρεπε να πληρώσει η Ελλάδα ή η Ισπανία ώστε να δανείζεται από ιδιώτες. Όσο ανέβαιναν τα CDS, τόσο ανέβαιναν και τα επιτόκια που κατέβαλλαν τα κράτη στους ιδιώτες για νέα δάνεια. Τα λεγόμενα “spreads” δεν

ήταν τίποτα άλλο από τη διαφορά του επιτοκίου που πλήρωνε η Ελλάδα στους ιδιώτες για να δανείζεται από το επιτόκιο που πλήρωνε η Γερμανία. Χρησιμοποιώντας την ορολογία των αγορών, τα spreads συσχετίζονταν με την αξία των CDS.

Με λίγα λόγια, αφού διασώθηκαν οι τράπεζες από το δημόσιο το οποίο τους αντικατέστησε το χαμένο ιδιωτικό χρήμα με νέο δημόσιο χρήμα, εκείνες άρχισαν να παράγουν νέο τοξικό-ιδιωτικό χρήμα στοιχηματίζοντας ότι μέρη του ευρωπαϊκού δημοσίου (π.χ. το ελληνικό) θα πτωχεύσουν. Δηλαδή, εξακολούθησαν μια παρόμοια τακτική χρησιμοποιώντας ως «μαγιά» το δημόσιο χρήμα που τους παραχώρησαν οι φορολογούμενοι. Φαινομενικά, λοιπόν, οι τράπεζες ισχυρίζονταν ότι ξεπέρασαν την κρίση, κατορθώνοντας μάλιστα να επιστρέψουν και τα δανεικά στα κράτη που είχαν δανείσει σε αυτές. Αυτή η αποπληρωμή όμως δεν έγινε παρά με νέο τοξικό-ιδιωτικό χρήμα, απαράλλακτο με εκείνο το οποίο είχε προκαλέσει την κατάρρευση των αγορών το 2008, οδηγώντας αναπόφευκτα στην ανακύκλωση της Κρίσης.

Η παραπάνω αφήγηση αποτελεί την επικρατέστερη εκδοχή για τα αίτια της κρίσης του 2008 και, πράγματι, πρόκειται για μια έγκυρη καταγραφή των γεγονότων που σημάδεψαν τον χρηματοπιστωτικό τομέα τα τελευταία χρόνια. Ωστόσο, στην ενότητα αυτή αποτυπώνεται η άποψη ότι τα όσα καταγράφηκαν στις προηγούμενες παραγράφους δεν είναι παρά *συμπτώματα* της Κρίσης, και όχι τα πραγματικά της αίτια. Τα παρακάτω σημεία συνοψίζουν τη θέση της Ερευνητικής Μονάδας Οικονομικής Κρίσης – σε αντίθεση με τις ευρέως διαδεδομένες πεποιθήσεις:

- Η κρίση του 2008 δεν ήταν μια κρίση της οποίας τα βαθύτερα αίτια μπορούν να εντοπιστούν στις τράπεζες και στον χρηματοπιστωτικό τομέα (παρά το γεγονός ότι ξέσπασε στον χρηματοπιστωτικό τομέα ο οποίος, είναι αλήθεια, έκανε ό,τι μπορούσε για να εγγυηθεί τη μέγιστη ζημιά μετά το ξέσπασμα της Κρίσης).
- Η κρίση του 2008 δεν οφείλεται σε μια ξαφνική έλλειψη ρευστότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος που διορθώνεται με την παροχή άπλετης ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες (παρά το γεγονός ότι η ρευστότητα εξαφανίστηκε και παραμένει ατροφική παντού).
- Η κρίση του 2008 δεν θα είχε αποσοβηθεί αν οι εποπτικές αρχές των οποίων καθήκον ήταν ο έλεγχος του τραπεζικού συστήματος έκαναν τη δουλειά τους (παρά το γεγονός ότι οι εποπτικές αρχές, είτε από αμέλεια είτε επειδή

είχαν ξεπουληθεί στις τράπεζες που υποτίθεται ήλεγχαν, δεν επόπτευαν κανέναν και έτσι το μέγεθος των ζημιών με το ξέσπασμα της Κρίσης ήταν τεράστιο).

- Η κρίση του 2008 δεν οφείλεται στα λάθη οικονομικής πολιτικής των κυβερνήσεων της περιόδου 1998-2007, π.χ. υπερβολικά χαμηλά επιτόκια (παρά το γεγονός ότι η οικονομική πολιτική της περιόδου μπορεί να χαρακτηριστεί ως παράλογη και αήθης).
- Η κρίση του 2008 δεν είναι περαστική. Δεν μοιάζει σε τίποτα με το 1973, το 1979, το 1981, το 1987, το 1991 ή το 2001. Αντίθετα με εκείνες τις κρίσεις, η κρίση του 2008 δεν μπορεί να αντιμετωπιστεί με τις παραδοσιακές συνταγές που συνήθως προτείνουν οι κεντρικές τράπεζες και τα υπουργεία Οικονομικών, και οι οποίες αναλύονται στα επικρατέστερα εγχειρίδια οικονομικής θεωρίας και χάραξης οικονομικής πολιτικής. Σε αντιδιαστολή και σε πείσμα αυτών των συνταγών, η κρίση του 2008 θα αφήσει ανεξίτηλο το σημάδι της στην ανθρώπινη ιστορία, όπως έκανε το 1848 ή το 1929, δίνοντας έναυσμα για να αρχίσει μια νέα εποχή, τα χαρακτηριστικά της οποίας είναι αδύνατον να διακριθούν από τώρα μέσα σε αυτό το σύννεφο σκόνης που δημιούργησε η Κρίση γύρω μας.

Σε αντίθεση με τις παραπάνω απόψεις που επικρατούν για τα αίτια της κρίσης του 2008, η Ενότητα 2.3 επιχειρεί να διεισδύσει στα βαθύτερα αίτιά της, αντλώντας υλικό από τα βιβλία *The Global Minotaur* του Γ. Βαρουφάκη (Varoufakis, 2011a) και *Modern Political Economics: Making Sense of the post-2008 World* των Βαρουφάκη, Halevi και Θεοχαράκη (Varoufakis et al., 2011).

2.3 Τα βαθύτερα αίτια της κρίσης και ο «Παγκόσμιος Μινώταυρος»

Στην παρούσα αφήγηση, στην οποία επιχειρείται ο εντοπισμός των βαθύτερων αιτιών της κρίσης του 2008, κεντρικό ρόλο παίζουν οι Ηνωμένες Πολιτείες και ο τρόπος με τον οποίο αντιμετώπισαν το τραύμα του 1929 στη μεταπολεμική περίοδο. Καθώς ο Β΄ Παγκόσμιος Πόλεμος έφτανε στο τέλος του, σοβαροί άνθρωποι που κινούσαν τα νήματα της αμερικανικής οικονομικής και εξωτερικής πολιτικής (αναφέρουμε ενδεικτικά τους James Forrestal, James Byrnes, George Kennan, Dean Acheson), αντί να νιώσουν ευφορία που ο πόλεμος κερδήθηκε, άρχισαν να πανικοβάλλονται. Ο λόγος ήταν ότι το δολάριο απέμεινε, ουσιαστικά, το

μοναδικό μετατρέψιμο νόμισμα της οικουμένης. Αυτό σήμαινε ότι μια νέα κρίση όπως εκείνη του 1929 ήταν πιθανό να μεταδοθεί άμεσα ως μια νέα επιδημία επιθετικής πανώλης από άκρου εις άκρον του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος. Η ανησυχία ήταν ότι δεν θα υπήρχαν αναχώματα που να καθυστερήσουν την εξάπλωση της επόμενης μεγάλης κρίσης, με αποτέλεσμα την κατάρρευση όλων των αγορών (την ώρα που η Σοβιετία καιροφυλακτούσε), καθώς δεν έμενε κανένας να απορροφήσει τα πλεονάσματα των αμερικανικών αγρών και εργοστασίων τώρα που δεν θα υπήρχε καν η ζήτηση εκ μέρους των ενόπλων δυνάμεων της χώρας.

Οι συγκεκριμένοι ιθύνοντες δεν ήταν τυχαίοι. Είχαν γαλουχηθεί από τα πολλαπλά μαθήματα της δεκαετίας του 1930 και ήξεραν ότι μετά από μια καθίζηση όπως εκείνη του 1929 οι αγορές δεν συνέρχονται από μόνες τους. Γνώριζαν καλά ότι η αντανακλαστική αντίδραση των κυβερνήσεων να μειώσουν τα συσσωρευόμενα χρέη μέσω περικοπών μόνο κακό κάνει καθώς εντείνει την κρίση και, εντέλει, μεγαλώνει τα χρέη. Είχαν κατανοήσει ότι αυτού του είδους οι αστοχίες των κυβερνήσεων φέρνουν το ένα κράτος αντιμέτωπο με το άλλο, πρώτα μέσα από συναλλαγματικό πόλεμο (καθώς ο καθένας προσπαθεί να υποτιμήσει το νόμισμά του για να εισάγει ζήτηση από τον άλλο, με αποτέλεσμα να βυθίζονται όλοι μαζί) και πολύ γρήγορα μέσα από εμπορικό πόλεμο (με την κάθε χώρα να υψώνει τείχη στις εξαγωγές της άλλης). Ακόμα σημαντικότερο ήταν το γεγονός ότι επρόκειτο για ανθρώπους που, καθώς είχαν βιώσει την ανεργία και τη δυστυχία του μεσοπολέμου, ήταν αποφασισμένοι να μην αφήσουν τις θυσίες του πολέμου να πάνε χαμένες. Κατανόησαν εξαρχής την ανάγκη κεντρικού προγραμματισμού της παγκόσμιας καπιταλιστικής οικονομίας, έχοντας τη σύνεση να απορρίψουν από νωρίς την ιδέα ότι το κράτος είναι εχθρός του καπιταλισμού.

Αποφασισμένοι, λοιπόν, ότι η μεταπολεμική εποχή πρέπει να αποφύγει πάση θυσία ένα νέο 1929, έκατσαν και σχεδίασαν ένα σύστημα διαχείρισης του παγκόσμιου καπιταλισμού. Αυτό το σύστημα, το οποίο από εδώ και στο εξής θα το αποκαλούμε το «Παγκόσμιο Σχέδιο», είχε πολλές πτυχές. Οι δύο σημαντικότερες ήταν οι ακόλουθες:

- Το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods, το οποίο στόχο είχε (α) την αποτροπή ενός πολέμου νομισμάτων σε περίπτωση κρίσης και (β) την προβλεψιμότητα των ισοτιμιών, κάτι που ενισχύει τις μακροπρόθεσμες εμπορικές ανταλλαγές.

- Μεγαλεπήβολες δράσεις που στόχο είχαν τη δημιουργία και τη στήριξη δύο άλλων ισχυρών διεθνών νομισμάτων (του γιεν και του μάρκου) τα οποία θα δρούσαν υποστηρικτικά προς το δολάριο. Για να κάνουμε μια μεταφορά, αυτό θα ήταν κάτι σαν «αμορτισέρ» που, σε περίπτωση κρίσης στις ΗΠΑ, θα μείωνε τον αντίκτυπο στην Ευρώπη και στην Ασία. Τέτοιες δράσεις ήταν το Σχέδιο Marshall στην Ευρώπη (που στόχο είχε την ενίσχυση της γερμανικής και γαλλικής βιομηχανίας καθώς και την επιδότηση ευρωπαϊκών εισαγωγών από τις ΗΠΑ), η ενθάρρυνση της δημιουργίας της ΕΟΚ (που αργότερα μετατράπηκε σε ΕΕ), το αντίστοιχο σχέδιο στήριξης της Ιαπωνίας, οι περιοδικές μεταφορές πλούτου από την Ουάσιγκτον στο Τόκυο και στη Βόννη με στόχο τη σταθεροποίηση αυτών των χωρών σε περιόδους τοπικών μίνι κρίσεων.

Η πεμπτουσία του Παγκόσμιου Σχεδίου, το οποίο επέζησε ως το 1971, ήταν απλή: το δολάριο θα παρέμενε το κεντρικό παγκόσμιο νόμισμα και θα ήταν το μόνο ανταλλάξιμο με χρυσό. Οι ΗΠΑ θα διατηρούσαν, κατά μέσο όρο, εμπορικά πλεονάσματα με την Ευρώπη και την Ιαπωνία ενώ παράλληλα: (α) θα εξήγαν κεφάλαια στις προστατευόμενες χώρες τους (ιδίως στη Γερμανία και την Ιαπωνία) έτσι ώστε να διατηρείται η παγκόσμια οικονομική ισορροπία, και (β) θα ενίσχυαν τις προσπάθειες της Γερμανίας και της Ιαπωνίας να αποκτήσουν δεσπόζουσα θέση στις δικές τους περιφέρειες (στην Ευρώπη για τη Γερμανία και στη Νοτιοανατολική Ασία για την Ιαπωνία).

Το Παγκόσμιο Σχέδιο πέτυχε παρά τις πολλές απρόοπτες αντιξοότητες που δημιούργησε ο ρους του χρόνου (π.χ. την επικράτηση του Μάο στην Κίνα). Για είκοσι χρόνια ο διεθνής καπιταλισμός βίωσε τη μακρύτερη περίοδο ανάπτυξης στην ιστορία του, καταφέρνοντας να ξεπερνάει τις κρίσεις. Όμως, μετά από μια μεγάλη περίοδο σταθερότητας, δεν θα μπορούσε παρά να ακολουθήσει μια περίοδος αστάθειας. Δύο ήταν οι παράγοντες που αποσταθεροποίησαν το Παγκόσμιο Σχέδιο και που προέκυψαν ακούσια στη δεκαετία του 1960 από την κυριαρχία των ΗΠΑ στο παγκόσμιο οικονομικό στερέωμα:

(α) Οι αμερικανικές πολυεθνικές άρχισαν να χάνουν ανταγωνιστικότητα σε σχέση με τις γερμανικές και ιαπωνικές ανταγωνίστριές τους οι οποίες, μη διαθέτοντας την ισχύ των αμερικανικών, επένδυαν στην τεχνολογία και τη δημιουργία ελκυστικότερων αγαθών (ιδίως αυτοκινήτων και ηλεκτρονικών).

(β) Η αμερικανική κυβέρνηση, θεωρώντας ανεξάντλητη τη δυνατότητά της να τυπώνει διεθνώς αποδεκτό χρήμα, άφησε τον εαυτό της να συρθεί σε έναν πόλεμο (το Βιετνάμ) που αποδείχθηκε «Μαύρη Τρύπα». Παράλληλα, προσπάθησε να μειώσει τις εσωτερικές κοινωνικές συγκρούσεις με ακριβά προγράμματα (τα οποία δεν τόλμησε να τα πληρώσει αυξάνοντας τους φόρους στους πλουσιότερους Αμερικανούς) όπως εκείνο του "Great Society" του προέδρου Lyndon Johnson.

Λόγω του (β) η παγκόσμια οικονομία πλημμύρισε με δολάρια, ενώ λόγω του (α) το εμπορικό ισοζύγιο των ΗΠΑ έγινε ελλειμματικό (αντίθετα με τις επιταγές του Παγκόσμιου Σχεδίου που το ήθελε πλεονασματικό). Σύντομα, πλούσιοι Ευρωπαίοι, Ιάπωνες και Άραβες επιχειρηματίες, αλλά και κράτη που κρατούσαν στα χέρια τους μεγάλες ποσότητες δολαρίων, άρχισαν να ανησυχούν ότι το δολάριο δεν θα είναι πλέον μετατρέψιμο σε χρυσό (καθώς ο αριθμός των δολαρίων ήταν τέτοιος που δεν θα αρκούσε όλος ο χρυσός του πλανήτη). Έτσι, άρχισαν να ζητούν τη μετατροπή των δολαρίων τους σε χρυσό με αποτέλεσμα, στις 15 Αυγούστου του 1971, ο πρόεδρος Nixon να αναγκαστεί να άρει τόσο τη μετατρεψιμότητα σε χρυσό, όσο και τους περιορισμούς στις μεταφορές κεφαλαίων από τη μία χώρα στην άλλη, αλλά και τη σταθερή ισοτιμία του δολαρίου. Με αυτές λοιπόν τις σοκαριστικές για την εποχή αλλαγές, καταργήθηκε το σύστημα Bretton Woods – και πλέον ο καθένας ήταν «μόνος του», με την έννοια ότι το κάθε νόμισμα ήταν πλέον ανεξάρτητο, και όποιος ήθελε να μετατρέψει τα δολάριά του θα το έκανε σε τιμή που θα αποφάσιζε η ελεύθερη πλέον αγορά νομισμάτων στη βάση της ζήτησης και της προσφοράς δολαρίων.

Ο πανικός που, φυσιολογικά, ακολούθησε έστρεψε τους έχοντες προς το μοναδικό παγκόσμιο νόμισμα: το δολάριο, το οποίο ξεπήδησε μέσα από τις στάχτες του ενισχυμένο. Κάπως έτσι, λοιπόν, το Παγκόσμιο Σχέδιο έδωσε τη θέση του σε αυτό που αναφέρουμε ως ο «Παγκόσμιος Μινώταυρος» – η εξήγηση του όρου παρατίθεται παρακάτω (Varoufakis, 2011a· Varoufakis et al., 2011· Βαρουφάκης, 2011).

Κάπου εκεί, στις αρχές της δεκαετίας του 1970, ξεκίνησε η δεύτερη μεταπολεμική φάση. Οι ΗΠΑ βρέθηκαν αντιμέτωπες με ένα απλό δίλημμα: είτε έπρεπε να μειώσουν τα δύο τους ελλείμματα (εμπορικό και κρατικού προϋπολογισμού) είτε έπρεπε να βρουν τρόπο να τα καλύπτουν. Όχι μόνο επέλεξαν το δεύτερο αλλά μάλιστα αποφάσισαν ότι η καλύτερη άμυνα είναι η επίθεση: αντί να μειώσουν

τα δύο ελλείμματα, η νέα στρατηγική ήταν να τα αυξήσουν! Το εύλογο, βέβαια, ερώτημα που θα μπορούσε να θέσει κανείς ήταν πώς θα καλύπτονταν τα ελλείμματα αυτά και ποιος θα πλήρωνε για τις εισαγωγές των Αμερικανών ιδιωτών και τις δαπάνες του αμερικανικού κράτους. Η απάντηση ήταν απλή: οι άλλες χώρες.

Αυτή η απάντηση καθαυτή δεν είναι πρωτόγνωρη. Και οι Βρετανοί, επί Αυτοκρατορίας, κάλυπταν τα ελλείμματά τους χρησιμοποιώντας τα εμπορικά πλεονάσματα της Ινδίας. Όμως εδώ έχουμε το εξής πρωτοφανές: οι Ηνωμένες Πολιτείες, αντίθετα με τους Ρωμαίους ή τους Βρετανούς αποικιοκράτες, δεν χρειάστηκε να χρησιμοποιήσουν την απειλή βίας για να κάνουν τους ξένους να πληρώνουν τα ελλείμματά τους. Αντί γι' αυτό, απλά δημιούργησαν τις συνθήκες ώστε οι ξένοι κεφαλαιοκράτες να επιθυμούν από μόνοι τους να στέλνουν τα κεφάλαιά τους στις ΗΠΑ.

Οι βασικές «συνθήκες» που έπεισαν το παγκόσμιο κεφάλαιο να μεταναστεύει μαζικά προς τις Ηνωμένες Πολιτείες από τότε (το 1971-73) που οι αγορές συναλλάγματος απορρυθμίστηκαν και οι μεταφορές κεφαλαίων έπαψαν να περιορίζονται είναι οι εξής δύο:

(1) Εκτίναξη του κόστους παραγωγής παγκοσμίως, η οποία έπληξε λιγότερο τις αμερικανικές από ό,τι τις γερμανικές και ιαπωνικές επιχειρήσεις, καθιστώντας το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης ελκυστικότερο από τα υπόλοιπα.

(2) Εκτίναξη προς τα πάνω των αμερικανικών επιτοκίων, με αποκορύφωμα τα δυσθεώρητα επίπεδα που επέβαλε η Fed (η Κεντρική Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών) υπό τον διοικητή Paul Volcker (βλ. την αναφορά σε αυτόν στον επίλογο (2.4) της Ενότητας 2.

Ένα εύλογο ερώτημα που θα μπορούσε να γεννηθεί στο σημείο αυτό είναι το εξής: τα (1) και (2) ήταν προϊόν ηθελημένης πολιτικής των ΗΠΑ ή αποτέλεσμα της τότε κρίσης; Η απάντηση είναι σαφής: επρόκειτο για ηθελημένη πολιτική. Μπορεί ο ΟΡΕC και οι Άραβες να χρεώθηκαν την αύξηση της τιμής του πετρελαίου, όμως είναι πλέον σίγουρο (και αποδείξιμο) ότι πίσω από την πετρελαϊκή κρίση κρύβονταν Αμερικανοί αξιωματούχοι που στόχο είχαν τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των αμερικανικών εταιρειών· και η βελτίωση προέκυψε πράγματι όταν η τιμή της ενέργειας αυξήθηκε περισσότερο στη Γερμανία και στην Ιαπωνία

παρά στις ΗΠΑ (οι οποίες όχι μόνο είχαν δικά τους κοιτάσματα, αλλά και στο έδαφός τους έδρευαν οι πολυεθνικές που διακινούσαν το πετρέλαιο).

Αυτό που δημιούργησε ένα τσουνάμι κεφαλαίων από την Ευρώπη, τις αραβικές χώρες και την Ιαπωνία προς τη Νέα Υόρκη ήταν ο συνδυασμός: (α) της αύξησης της σχετικής ανταγωνιστικότητας των αμερικανικών επιχειρήσεων, (β) των υψηλών αμερικανικών επιτοκίων, (γ) του χαμηλότερου αμερικανικού πληθωρισμού τιμών και μισθών και (δ) των δαπανών του αμερικανικού κράτους που κατευθύνθηκαν προς τις εταιρείες επί αμερικανικού εδάφους που παρήγαν προϊόντα του ενδιαφέροντος του αμερικανικού Πενταγώνου (ιδίως υψηλής τεχνολογίας και μεγάλης προστιθέμενης αξίας).

Είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρον να προσέξει κανείς πώς αυτές οι αλλαγές διαμόρφωσαν το μεταπολεμικό σκηνικό. Το Παγκόσμιο Σχέδιο κατέρρευσε και τη θέση του πήρε ένα νέο παγκόσμιο σύστημα, σχεδόν το αντίθετο του προηγουμένου. Το μεταναστεύον ξένο κεφάλαιο σιγά-σιγά μετατράπηκε σε τσουνάμι ξένων κεφαλαίων που κατέκλυσαν την Wall Street. Σύντομα φτάσαμε στο σημείο να παρατηρούμε 5 δισ. δολάρια καθαρές μεταβιβάσεις κεφαλαίων από τον υπόλοιπο κόσμο στις ΗΠΑ κάθε μέρα. Προφανώς, σε ένα τέτοιο σκηνικό δεν υπήρχε κανένας λόγος να περιορίσουν οι Αμερικανοί τις εισαγωγές τους και το κράτος τους να μειώσει το έλλειμμά του. Όπως οι Αθηναίοι, σύμφωνα τουλάχιστον με το μύθο, ανά τακτά χρονικά διαστήματα έτρεφαν από τις σάρκες τους τον Μινώταυρο, ως αντίτιμο της Μινωικής Ειρήνης, έτσι και ο υπόλοιπος κόσμος συντηρούσε εθελοντικά τα ολοένα αυξανόμενα ελλείμματα των ΗΠΑ – από εκεί προέρχεται και η ονομασία «Παγκόσμιος Μινώταυρος». Στην εποχή του «κτήνους» αυτού (1973-2008), η οικουμένη πέτυχε μια ενδιαφέρουσα «σταθερή ανισορροπία»: μια περίοδο άνισου πλουτισμού που βελτίωνε τους δείκτες εντυπωσιακά, παρήγε ταυτόχρονα εντυπωσιακό πλούτο και μεγάλη δυστυχία, αύξανε τις ανισορροπίες και έχτιζε διαφόρων ειδών «παλάτια στην άμμο».

Θα αναφερθούμε σε δύο από τα εν λόγω «παλάτια». Το ένα ήταν το χρηματοπιστωτικό σύστημα το οποίο, ενώ το 1971 αντιστοιχούσε στο 3% της αμερικανικής οικονομικής δραστηριότητας, το 2007 έφτασε στο 42%. Από τη στιγμή που η οικουμένη έστελνε καθημερινά στους τραπεζίτες της Wall Street δισεκατομμύρια δολάρια για να τα μεταφέρουν αλλού, ήταν επόμενο εκείνοι να σκαρφιστούν τρόπους ώστε αυτά χρήματα να γεννούν νέο χρήμα για όσο τα κρατούσαν στα χέρια τους (κάτι που αναφέρεται κομψά με τον όρο “financial engineering”). Έτσι

η αγορά «χρηματοοικονομικών προϊόντων» άρχισε να γεννά νέο ιδιωτικό χρήμα: τα παράγωγα, δομημένα ομόλογα κλπ. Παράλληλα, οι Αμερικανοί εργαζόμενοι έμεναν άναυδοι, καθώς ζούσαν σε μια οικονομία που πλούτιζε, αλλά οι δικοί τους μισθοί μειώνονταν και ποτέ δεν έφτασαν το επίπεδο του 1973. Ήταν και αυτό μέρος της πολιτικής προσέλκυσης ξένων κεφαλαίων: η συρρίκνωση του εργατικού κόστους στις ΗΠΑ, δηλαδή η καθίζηση, με απλά λόγια, των μισθών των σκληρά εργαζόμενων Αμερικανών. Οπότε εκείνοι άρχισαν να δανείζονται χρησιμοποιώντας ως εγγύηση τα σπίτια τους. Έτσι, η Wall Street κατέληξε να διαχειρίζεται, από τη μία, τεράστια ξένα κεφάλαια που έμπαιναν στη χώρα και, από την άλλη, ένα κύμα χρεών που δημιουργείτο εντός αυτής.

Το δεύτερο «παλάτι» που χτίστηκε σε άμμο την εποχή του Παγκόσμιου Μινώταυρου ήταν η αγορά ακινήτων, καθώς η Wall Street χρησιμοποίησε τα εισρέοντα από το εξωτερικό κεφάλαια και παρείχε αφειδώς στεγαστικά δάνεια. Όσο περισσότερα χρήματα δάνειζαν οι τράπεζες για αγορά σπιτιών σε εργαζόμενους με παγωμένους μισθούς, τόσο ανέβαιναν οι τιμές τους, τόσο πιο πολλά χρήματα δανείζονταν οι εργαζόμενοι, τόσο ανέβαιναν κι άλλο οι τιμές των σπιτιών κοκ. Έτσι το «παλάτι» της αγοράς ακινήτων ψήλωνε όσο γιγαντωνόταν το «παλάτι» του χρηματοπιστωτικού τομέα. Κι όταν ο τελευταίος διαπίστωσε ότι τα κέρδη του μεγαλώνουν κι άλλο με τη μετατροπή των χρεών των εργαζομένων σε παράγωγα, τα δύο αυτά «παλάτια» γιγαντώθηκαν στηριζόμενα το ένα στο άλλο, έχοντας ωστόσο και τα δύο σαθρά θεμέλια.

Με πολύ απλά λόγια, ο λόγος που τα θεμέλια ήταν σαθρά ήταν ότι ο πλανήτης δεν ήταν αρκετά μεγάλος για να χωρέσει αυτές τις εκφάνσεις «άνισου πλουτισμού» που προαναφέραμε. Το 2001 το παγκόσμιο εισόδημα ήταν 49 τρισεκατομμύρια δολάρια. Την ίδια χρονιά τα παράγωγα κυμαίνονταν στα 85 τρισεκατομμύρια δολάρια. Έξι χρόνια μετά, το παγκόσμιο εισόδημα ανήλθε σε 85 τρισεκατομμύρια δολάρια την ώρα που η «αξία» των παραγώγων είχε εκτιναχθεί στα 670 τρισεκατομμύρια δολάρια. Την ίδια εποχή, οι τιμές των ακινήτων στις Ηνωμένες Πολιτείες αυξήθηκαν περίπου κατά 125%, σε μια περίοδο σχεδόν μηδενικών αυξήσεων στους μισθούς του μέσου εργαζόμενου. Μια απλή ματιά σε αυτούς τους αριθμούς είναι αρκετή για να αντιληφθεί κανείς ότι αυτά τα οικοδομήματα, ακινήτων και παραγώγων, δεν μπορούσαν παρά να καταρρεύσουν με τις πρώτες αναταράξεις.

Η κατάρρευση άρχισε στα τέλη του 2007, αργά αλλά σταθερά, μέχρι που η

πτώχευση της Lehman Bros το φθινόπωρο του 2008 και το παρ' ολίγον τέλος της Wall Street δεν άφησε καμία αμφιβολία για το μέγεθος της καταστροφής. Ο λόγος που η κρίση δεν έμεινε περιχαρακωμένη στο χώρο των ακινήτων και στον χρηματοπιστωτικό τομέα ήταν ότι αυτά τα 670 τρισεκατομμύρια δολάρια παραγώγων είχαν αρχίσει να παίζουν το ρόλο χρήματος – ενός ιδιωτικού χρήματος που οι τράπεζες και οι μεγάλες εταιρείες χρησιμοποιούσαν για τις μεταξύ τους συναλλαγές ως κανονικό, δημόσιο χρήμα. Όταν το 2008 αυτές οι τεράστιες ποσότητες χρήματος μετατράπηκαν σε στάχτες σε μερικές μόνο μέρες, ο παγκόσμιος καπιταλισμός κλονίστηκε. Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, χρειάστηκε η επέμβαση των κρατών, τα οποία, υπό καθεστώς πανικού, αντικατέστησαν τις στάχτες αυτές με νέο, δημόσιο χρήμα. Γρήγορα η κρίση εξαπλώθηκε και στην αγορά δημόσιου χρέους (θύμα της οποίας είναι η Ελλάδα σήμερα).

Από την παραπάνω αφήγηση, είναι φανερό ότι όσα συνέβησαν στον κλάδο των ακινήτων και στον χρηματοπιστωτικό τομέα συνδέονται μεν άρρηκτα με την κρίση του 2008, αλλά δεν είναι τόσο τα αίτιά της, όπως ευρέως πιστεύεται, όσο συμπτώματά της. Αν θέλει κανείς να εξερευνήσει τα βαθύτερα αίτια της Κρίσης, θα πρέπει να πάει πιο πίσω και να εντοπίσει την αφετηρία στις αρχές της δεκαετίας του 1970, στην κατάργηση του Bretton Woods και στην παγκόσμια κυριαρχία αυτού που ονομάσαμε «Παγκόσμιο Μινώταυρο». Με λίγα λόγια, ο «Παγκόσμιος Μινώταυρος» ήταν ένας μηχανισμός ανακύκλωσης πλεονασμάτων, σύμφωνα με τον οποίο οι Ηνωμένες Πολιτείες αύξαναν όλο και περισσότερο το διπλό τους έλλειμμα απορροφώντας με αυτόν τον τρόπο τα εμπορικά πλεονάσματα της Ευρώπης και της Ασίας, δημιουργώντας έτσι την απαραίτητη ζήτηση για τα γερμανικά, ιαπωνικά και κινεζικά προϊόντα. Όμως, η Wall Street παρήγε τόσο πολύ τοξικό χρήμα που ο μηχανισμός του «Παγκόσμιου Μινώταυρου» κατέρρευσε. Από το Κραχ του 2008, και χωρίς αυτόν το μηχανισμό να ανακυκλώνει τα πλεονάσματα της υφηλίου, η διεθνής οικονομία καρκινοβατεί και πηγαίνει από τη μία κρίση στην άλλη.

Από όσα γράφτηκαν παραπάνω, είναι φανερός επίσης και ο λόγος για τον οποίο σήμερα, μετά την κρίση του 2008, γίνεται και πάλι συζήτηση για τη συνδιάσκεψη του Bretton Woods. Μετά από τα γεγονότα των τελευταίων χρόνων, είναι διαδεδομένη πλέον η αντίληψη ότι αυτό που λείπει από την παγκόσμια οικονομία σήμερα είναι ένα διεθνές σύστημα κανόνων που να ρυθμίζουν τις νομισματικές ισοτιμίες, τις ροές κεφαλαίων και τα ισοζύγια πληρωμών μεταξύ των

μεγάλων οικονομικών δυνάμεων – ακριβώς, δηλαδή, ό,τι συζητήθηκε και συμφωνήθηκε στο Bretton Woods το 1944. Πολύ συχνά, μάλιστα, οι απόψεις αυτές παίρνουν τη μορφή προτροπών για ένα «νέο Bretton Woods».

2.4 Επίλογος

Από τα περιεχόμενα των Ενοτήτων 2.2 και 2.3, μπορεί κανείς να συμπεράνει ότι είναι πολύ εύκολο να επικεντρωνόμαστε στα συμπτώματα και να μην βλέπουμε τα βαθύτερα αίτια της Κρίσης. Οπωσδήποτε υπάρχει μερίδιο ευθύνης στις εποπτικές αρχές που άφησαν την Wall Street να κάνει ό,τι θέλει – ιδίως επί θητείας Clinton στη δεκαετία του 1990, τότε που οι αρχές αυτές είχαν ουσιαστικά γίνει έρμαια των τραπεζιτών. Παρομοίως, μερίδιο ευθύνης αναλογεί και στον Alan Greenspan (πρόεδρος της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ από το 1987 έως το 2006) και στους υπόλοιπους κεντρικούς τραπεζίτες που δεν αύξησαν τα επιτόκια έγκαιρα ώστε να ξεφουσκώσουν πιο ομαλά οι φούσκες – οι κεντρικοί τραπεζίτες δεν κατάλαβαν τι συνέβαινε παρά μόνο όταν ήταν ήδη πολύ αργά. Είναι επίσης αλήθεια ότι οι τραπεζίτες και τα τεχνάσματά τους (τα επονομαζόμενα "financial engineering") οδήγησαν τις τράπεζές τους στη χρεοκοπία και τον κόσμο στην ύφεση.

Όμως, αν ξαναδούμε το ζήτημα υπό το πρίσμα της αφήγησης της Ενότητας 2.3, δεν θα ήταν ορθολογικό να περιμένει κανείς κάτι διαφορετικό από τραπεζίτες που δέχονται καθημερινά τεράστιες ποσότητες ξένου κεφαλαίου. Η δημιουργία κερδοφόρων «προϊόντων» ήταν το αναπόφευκτο επακόλουθο, ειδικά σε ένα σύστημα όπου ήταν κραταιά η κουλτούρα των μεγάλων αμοιβών ("bonus") για τα στελέχη του χρηματοπιστωτικού τομέα, δίνοντας περισσότερη σημασία στη βραχυπρόθεσμη από ό,τι στη μακροπρόθεσμη κερδοφορία. Παρομοίως, δεν θα μπορούσε κανείς να περιμένει κάτι διαφορετικό από τον Greenspan, ο οποίος διαπίστωσε πως κάθε φορά που αύξανε τα επιτόκια, αντί να ξεφουσκώνει τη φούσκα των ακινήτων μείωνε την ανάπτυξη. Επίσης, καμία εποπτική αρχή δεν θα επιβίωνε για πολύ αν σε μια περίοδο θετικού οικονομικού κλίματος ανακοίνωνε ότι θα επενέβαινε στην αγορά παραγώγων της Goldman Sachs (που εξάλλου είχε τον έλεγχο όχι μόνο της εποπτικής αρχής, αλλά και του ίδιου του Υπουργείου Οικονομικών στο οποίο ο επικεφαλής ήταν πρώην διευθύνων σύμβουλός της).

Σε τελική ανάλυση, όλα αυτά είναι επιφαινόμενα του κρυφού αιτίου, που

δεν είναι άλλο από την κυριαρχία του «Παγκόσμιου Μινώταυρου». Όσο αυτός ο μηχανισμός της ανακύκλωσης των πλεονασμάτων ήταν σε ισχύ, συντηρούσε τη συνολική ζήτηση σε Ανατολή και Δύση. Όμως το σύστημα αυτό δεν μπορούσε να έχει διάρκεια. Η μετάβαση από το Παγκόσμιο Σχέδιο στον «Παγκόσμιο Μινώταυρο» άλλαξε τον κόσμο: τον έκανε μεν πιο δυναμικό, αλλά και παράλληλα πιο άνισο, τραχύ, ασταθή. Το χειρότερο από όλα είναι ότι τον έβαλε σε έναν δρόμο που θα οδηγούσε αναπόφευκτα στην κατάρρευση. Κάποια στιγμή, ο «Παγκόσμιος Μινώταυρος» θα καμπτόταν υπό το βάρος των ανισορροπιών που έσπερνε σε όλα τα μήκη και πλάτη της υφηλίου, και τότε η παγκόσμια οικονομία θα έμπαινε στη μεγαλύτερη περιπέτειά της από το 1929.

Εν είδει επιλόγου, είναι ενδιαφέρον να παραθέσουμε τα λόγια του Paul Volcker, του διοικητή της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ πριν τον Greenspan (1979-1987), με τα οποία προσπάθησε να προϊδεάσει την ανθρωπότητα εν έτει 1978, τότε που ο «Παγκόσμιος Μινώταυρος» ήταν ακόμα στα σπάργανα. Οι επιθετικές κινήσεις του Volcker για να δαμάσει τον πληθωρισμό της δεκαετίας του 1980 έπαιξαν ίσως τον πιο σημαντικό ρόλο στην επιτυχία των Ηνωμένων Πολιτειών να παραμείνουν κυρίαρχες, όχι *παρά* το γεγονός ότι τα αμερικανικά ελλείμματα μεγάλωναν, αλλά *επειδή* τα αμερικανικά ελλείμματα μεγάλωναν.

Αναφερόμενος, ως τεχνοκράτης, στη στρατηγική της αμερικανικής διακυβέρνησης ο Volcker είχε πει: «Αντιμέτωποι με το δίλημμα της εξισορρόπησης των αναγκών ενός σταθερού διεθνούς συστήματος από τη μία και, από την άλλη, της επιθυμίας μας να διατηρήσουμε την ανεξαρτησία επιλογών μας με γνώμονα τα δικά μας συμφέροντα, επιλέξαμε το δεύτερο». Και για να μην αφήσει καμία αμφιβολία για το τι μέλλει γενέσθαι, ο κ. Volcker είχε προσθέσει: «Μια ελεγχόμενη διάλυση της παγκόσμιας οικονομίας αποτελεί νόμιμο στόχο μας για τη δεκαετία του 1980». Το κόστος αυτής της ελεγχόμενης διάλυσης και της αντικατάστασης του Παγκόσμιου Σχεδίου από τον «Παγκόσμιο Μινώταυρο», είναι αυτό ακριβώς που πληρώνουμε σήμερα.

Έχει ενδιαφέρον να αναφέρουμε –και είναι και ενδεικτικό της «τραπεζοκρατίας» που επικρατεί στην εποχή μας– ότι τρεις δεκατίες μετά, όταν ο πρόεδρος Obama ζήτησε το 2009 από τον Volcker να ηγηθεί μιας συμβουλευτικής επιτροπής για την οικονομική ανάκαμψη, ο Volcker δέχτηκε με ενθουσιασμό. Βασικός του στόχος ήταν να επαναφέρει το διαχωρισμό μεταξύ κανονικών τραπεζών και «τραπεζών-καζίνο» που οι Rubin-Summers-Geithner είχαν καταργήσει καταρ-

γώντας το νόμο Glass-Steagall Act (βλ. τα περί «απορρύθμισης» στην Ενότητα 2.2). Η πρόταση αυτή του Volcker ονομάστηκε "Volcker Rule". Όπως ήταν αναμενόμενο, η πρόταση του Volcker προσέκρουσε στην αντίσταση των τραπεζιτών, οι οποίοι ισχυρίζονταν πως το "Volcker Rule" θα κατέστρεφε την ικανότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα να καινοτομεί (και να παράγει τα γνωστά «τοξικά» προϊόντα). Τον Ιανουάριο του 2011 ήταν πλέον προφανές ότι το Volcker Rule δεν θα περνούσε, καθώς η Wall Street θα επέβαλλε για ακόμα μια φορά τη θέλησή της, και ο Volcker παραιτήθηκε.

3. Η μετάδοση της κρίσης στην Ευρώπη

3.1 Εισαγωγή

Στην προηγούμενη ενότητα αναπτύσσεται η άποψη πως όσα συνέβησαν στον κλάδο των ακινήτων και στον χρηματοπιστωτικό τομέα συνδέονται μεν στενά με την κρίση του 2008, δεν αποτελούν όμως, παρά την ευρέως διαδεδομένη πεποίθηση, τα άμεσα αίτιά της αλλά τα κύρια συμπτώματά της. Για να εντοπίσει κανείς τα βαθύτερα αίτια της Κρίσης, θα πρέπει να πάει στις αρχές της δεκαετίας του 1970, στην κατάργηση του Bretton Woods και στην παγκόσμια κυριαρχία του λεγόμενου «Παγκόσμιου Μινώταυρου» (Varoufakis, 2011a· Varoufakis et al., 2011· Βαρουφάκης, 2011), δηλαδή του μηχανισμού ανακύκλωσης πλεονασμάτων σύμφωνα με τον οποίο οι Ηνωμένες Πολιτείες αύξαναν όλο και περισσότερο το διπλό τους έλλειμμα (εμπορικό και κρατικού προϋπολογισμού) απορροφώντας έτσι τα εμπορικά πλεονάσματα της Ευρώπης και της Ασίας.

Όπως όμως αποτυπώθηκε στην Ενότητα 2 , ο μηχανισμός αυτός κατέρρευσε υπό το βάρος της τεράστιας ποσότητας τοξικού χρήματος που παρήγαγε η Wall Street. Στην ενότητα αυτή καταγράφεται πώς η κατάρρευση του μηχανισμού ανακύκλωσης πλεονασμάτων οδήγησε στην ευρωπαϊκή οικονομική κρίση, διαψεύδοντας πολύ γρήγορα όσους είχαν σπεύσει να χαρακτηρίσουν την κρίση του 2008 ως παροδική, ισχυριζόμενοι ότι δεν θα άγγιζε την Ευρώπη.

Η Ενότητα 3.2 αποτυπώνει τη μετάδοση της κρίσης στην ευρωζώνη, συγκρίνοντας παράλληλα και τους χειρισμούς της Ευρώπης με τους αντίστοιχους χειρισμούς των Ηνωμένων Πολιτειών. Στην Ενότητα 3.3 εξετάζεται ο θεσμός του ευρωπαϊκού ταμείου χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (EFSF) και αναλύεται η άποψη πως ο μηχανισμός αυτός όχι μόνο δεν θα οδηγήσει την Ευρώπη στην έξοδο από την κρίση, αλλά θα προκαλέσει δυνητικά ακόμα μεγαλύτερη καταστροφή. Η Ενότητα 3.4 καταγράφει τη διαδικασία αποδόμησης του ευρώ, με το

βασικό επιχείρημα να είναι ότι το ουσιαστικό πρόβλημα της ευρωζώνης είναι πολύ βαθύτερο από το μη διαχειρίσιμο ελληνικό χρέος. Στην Ενότητα 3.5 γίνεται αναφορά στη μετάδοση της κρίσης στην Ελλάδα, ενώ ο επίλογος παρατίθεται στην Ενότητα 3.6.

3.2 Η κρίση στην ευρωζώνη

Όταν το Κραχ του 2008 χτύπησε την Wall Street, ο ευρωπαϊκός καπιταλισμός δέχτηκε ισχυρό πλήγμα. Με την κατάρρευση των καταναλωτικών αγορών των Ηνωμένων Πολιτειών και του μηχανισμού ανακύκλωσης πλεονασμάτων (ο επονομαζόμενος «Παγκόσμιος Μινώταυρος»), η Ευρώπη όχι μόνο έχασε μια σημαντική πηγή ζήτησης για τα προϊόντα της, αλλά συνειδητοποίησε και ότι οι ίδιες οι τράπεζές της αντιμετώπιζαν την καταστροφή, καθώς τα CDO της Αμερικής μετατρέπονταν σε στάχτη. Παρά τους ισχυρισμούς των Ευρωπαίων ότι η κρίση δεν θα άγγιζε την Ευρώπη και ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες δεν ήταν εκτεθειμένες σε κίνδυνο, έγινε σύντομα φανερό ότι ίσχυε ακριβώς το αντίθετο. Τότε, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), η Ευρωπαϊκή Επιτροπή (η «κυβέρνηση» ουσιαστικά της Ευρωπαϊκής Ένωσης) και τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης έσπευσαν να κάνουν για τις ευρωπαϊκές τράπεζες ό,τι είχε κάνει η αμερικανική κυβέρνηση για την Wall Street: να τις προμηθεύσουν με τεράστιες ποσότητες δημόσιου χρήματος ώστε να αντικαταστήσουν το τοξικό-ιδιωτικό χρήμα με δημόσιο χρήμα από τα κράτη-μέλη. Μέχρι αυτό το σημείο, η τακτική ήταν ίδια με αυτή των Ηνωμένων Πολιτειών. Υπάρχουν όμως τρεις θεμελιώδεις διαφορές:

- Η πρώτη διαφορά είναι ότι το ευρώ δεν μοιάζει σε τίποτα με το δολάριο. Όσο το δολάριο παραμένει παγκοσμίως το αποθεματικό νόμισμα (reserve currency), η αμερικανική κυβέρνηση μπορεί να εκδίδει λευκές επιταγές, γνωρίζοντας ότι κάτι τέτοιο θα κάνει πολύ μικρή διαφορά για την αξία του δολαρίου, τουλάχιστον όσο διαρκεί η κρίση.
- Η δεύτερη διαφορά είναι ότι η Ευρώπη δεν διαθέτει έναν εσωτερικό μηχανισμό ανακύκλωσης πλεονασμάτων (για παράδειγμα, έναν ομοσπονδιακό προϋπολογισμό ή ένα στρατιωτικό-βιομηχανικό οικονομικό σύστημα όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες) ώστε να δίνεται η δυνατότητα της μεταφοράς συσσωρευμένων μονοπωλιακών κερδών από μια χώρα (όπως η Γερμανία) σε μια άλλη χώρα που παρουσιάζει έλλειμμα (όπως η Ελλάδα).

- Τέλος, η τρίτη διαφορά έχει να κάνει με τον τρόπο που οι ευρωπαϊκές τράπεζες μιμήθηκαν την Wall Street χρησιμοποιώντας τη μετάγγιση δημόσιου χρήματος με σκοπό να ξεκινήσουν μια νέα διαδικασία δημιουργίας «φρέσκου» ιδιωτικού χρήματος. Η Wall Street το έκανε υλοποιώντας το σχέδιο Geithner-Summers, το οποίο δημιούργησε από το μηδέν ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο που επέτρεψε στις αμερικανικές τράπεζες να διαγράψουν τα τοξικά CDO από τα βιβλία τους σε βάρος των φορολογούμενων. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες επιχείρησαν να κάνουν το ίδιο, δίχως όμως την άμεση συνεργασία ή ακόμα και γνώση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ή των κυβερνήσεων των κρατών-μελών.

Ο τρόπος με τον οποίο οι ευρωπαϊκές τράπεζες προσπάθησαν να εξυγιάνουν τα βιβλία τους ήταν ο εξής: την ίδια στιγμή που τα ευρωπαϊκά κράτη προσπαθούσαν να διαχειριστούν τις τεράστιες ζημίες των ευρωπαϊκών τραπεζών, οι οικονομίες της Ευρώπης εισήλθαν σε ύφεση. Μέσα σε μία χρονιά (2008-2009), το ΑΕΠ της Γερμανίας μειώθηκε κατά 5%, της Γαλλίας κατά 2,6%, της Ολλανδίας κατά 4%, της Σουηδίας κατά 5,2%, της Ιρλανδίας κατά 7,1%, της Φινλανδίας κατά 7,8%, της Δανίας κατά 4,9% και της Ισπανίας κατά 3,5%. Όπως ήταν επόμενο, τα έσοδα από φόρους κατέρρευσαν. Τότε, οι ευρωπαϊκές τράπεζες είχαν την ιδέα να χρησιμοποιήσουν ένα ποσοστό του δημόσιου χρήματος που είχαν λάβει για να *στοιχηματίσουν* ότι, αργά ή γρήγορα, οι πιέσεις στον δημόσιο τομέα θα οδηγούσαν ένα ή περισσότερα μέλη της ευρωζώνης στη χρεοκοπία.

Το γεγονός ότι η συμμετοχή στην ευρωζώνη δεν επιτρέπει στις πιο χρεωμένες χώρες (Ελλάδα, Πορτογαλία, Ισπανία, Ιταλία, Ιρλανδία, Βέλγιο) να υποτιμήσουν το νόμισμά τους σήμαινε ότι, κάποια στιγμή, ένας από τους αδύναμους κρίκους της ευρωζώνης δεν μπορούσε παρά να σπάσει – δηλαδή, να μην μπορεί να αντεπεξέλθει στα χρέη. Έτσι, αποφάσισαν να αρχίσουν να στοιχηματίζουν, αρχικά με μικρά ποσά, ότι ο πιο αδύναμος κρίκος σε αυτή την αλυσίδα –η Ελλάδα– θα χρεοκοπούσε. Καθώς οι εταιρείες στοιχημάτων του Λονδίνου δεν μπορούσαν να χειριστούν στοιχήματα δισεκατομμυρίων, στράφηκαν προς τα CDS (credit default swaps) – ασφαλιστικά συμβόλαια τα οποία πληρώνουν τον κάτοχό τους αν κάποιος άλλος δεν μπορεί να καταβάλει πληρωμές που είχε δεσμευτεί να καταβάλει (π.χ. όταν ένας ιδιώτης δεν μπορεί να αποπληρώσει το στεγαστικό του δάνειο, όταν μια επιχείρηση αδυνατεί να αποπληρώσει τους δανειστές της ή όταν ένα κράτος αδυνατεί να αποδώσει την ονομαστική αξία ενός ομολόγου που ωρί-

μασε). Με πολύ απλά λόγια, ένα CDS δεν είναι τίποτα παραπάνω από ένα στοίχημα ότι κάποιος (ιδιώτης, επιχείρηση ή χώρα) θα αδυνατεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του. Οι τράπεζες που αγόρασαν τέτοια στοιχήματα τον Οκτώβριο και τον Νοέμβριο του 2009 έκαναν τεράστια κέρδη, και έτσι οι τίτλοι CDS δεν άργησαν να εξαπλωθούν.

Η διαφορά των ευρωπαϊκών CDS από τα αμερικανικά CDO είναι σημαντική: ενώ τα αμερικανικά CDO αποτελούν στοιχήματα ότι οι ιδιοκτήτες σπιτιών θα μπορούσαν να αποπληρώσουν τα χρέη τους, τα ευρωπαϊκά CDS αποτελούν στοιχήματα ότι κάποια χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης *δεν* θα μπορεί να αποπληρώσει το χρέος της. Με τον τρόπο αυτό προέκυψε το νέο ιδιωτικό χρήμα μετά το 2008. Ασφαλώς, όσο πιο πολλές οι συναλλαγές αυτού του ιδιωτικού χρήματος, τόσο περισσότερο κεφάλαιο χανόταν από επιχειρήσεις που αναζητούσαν δάνεια για παραγωγικές επενδύσεις και από κράτη που προσπαθούσαν να χρηματοδοτήσουν το ολοένα αυξανόμενο χρέος τους.

Με λίγα λόγια, το ευρωπαϊκό σχέδιο της διάσωσης των τραπεζών έδωσε στον χρηματοπιστωτικό τομέα μια ευκαιρία να ξαναπαράγει ιδιωτικό χρήμα, αλλά *σε βάρος της πραγματικής οικονομίας*. Και για μια ακόμα φορά, όπως ακριβώς το χρήμα που δημιουργήθηκε από την Wall Street πριν από το 2008 ήταν χωρίς έρεισμα και καταδικασμένο να μετατραπεί σε στάχτες, η δημιουργία ιδιωτικού χρήματος στην Ευρώπη ήταν κι αυτή καταδικασμένη, με μαθηματική ακρίβεια, να οδηγήσει σε μια παρόμοια καταστροφή. Αυτή τη φορά επρόκειται για μια κρίση δημόσιου χρέους, τα πρώτα σημάδια της οποίας εμφανίστηκαν στην Ελλάδα στις αρχές του 2010.

3.3 Το ευρωπαϊκό ταμείο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας

Η απόκριση της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην κρίση του δημόσιου χρέους άργησε περίπου έξι μήνες συγκρινόμενη με τα αντανακλαστικά των Ηνωμένων Πολιτειών. Έτσι, όταν το βιομηχανικό κεφάλαιο της Γερμανίας, οι γαλλικές τράπεζες και οι καπιταλιστικοί φορείς των υπόλοιπων χωρών προσπάθησαν να ανασυγκροτηθούν, η κρίση είχε γιγαντωθεί και είχε φτάσει σε ένα τέτοιο σημείο που απειλούσε τον καπιταλισμό με μια νέα κρίσιμη στιγμή. Αυτή τη φορά, και σε αντίθεση με τον Σεπτέμβριο του 2008, η κρίση είχε τις ρίζες της στις αγορές ομολόγων. Αντιμετωπίζοντας τον κίνδυνο της ολοκληρωτικής κατάρρευσης των χρη-

ματοπιστωτικών συναλλαγών, και κάτω από τις πιέσεις της Ουάσιγκτον και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, οι ηγέτες της Ευρώπης ακολούθησαν την αναπόφευκτη οδό και έκαναν μια συμφωνία για τη διάσωση των χρεοκοπημένων μελών της ευρωζώνης. Ωστόσο, η λύση στην οποία συμφώνησαν –το λεγόμενο ευρωπαϊκό ταμείο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (EFSF)– ήταν πολύ αμφίβολο αν θα μπορούσε να είναι στ' αλήθεια αποτελεσματική, αποδεικνύοντας ότι οι εσωτερικές αντιφάσεις και οι φυγόκεντρες δυνάμεις μέσα στην Ευρωπαϊκή Ένωση οδηγούν σε μια Ευρώπη που δεν έχει την πολιτική ικανότητα να διαχειριστεί τον ευρωπαϊκό καπιταλισμό σε καιρό κρίσης.

Ορισμένοι θα μπορούσαν να προβάλουν το επιχείρημα (ειδικά στις αρχές του 2010) ότι ο σκεπτικισμός για την αποτελεσματικότητα του EFSF δεν είναι δικαιολογημένος. Ωστόσο, τα δεδομένα ήταν φανερά εξαρχής: το ευρωπαϊκό ταμείο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας διαθέτει μια βάση κεφαλαίου ύψους 60 δισ. ευρώ τα οποία προέρχονται από τον προϋπολογισμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης και από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Επιπρόσθετα, μπορεί να δανειστεί έως και 440 δισ. ευρώ από χρηματοπιστωτικές αγορές και θεσμούς. Η ιδέα πίσω από το EFSF είναι ότι θα μπορεί να δανείζει εκ μέρους των χωρών της ευρωζώνης ως σύνολο. Μέχρι στιγμής δεν υπάρχει κάτι το μεμπτό στη σύλληψη του EFSF: παρόλο που αυτός ο μηχανισμός δεν χτυπά την κρίση στις ρίζες της –τις βαθιές δυσαρμονίες του ευρωπαϊκού μονοπωλιακού κεφαλαίου–, τουλάχιστον μοιάζει να προσπαθεί να ανταποκριθεί στα συμπτώματά της. Αν όμως κοιτάξει κανείς κάτω από την επιφάνεια και επανεξετάσει τα 440 δισ. ευρώ που το EFSF σκοπεύει να συλλέξει από τις αγορές, σχηματίζεται μια διαφορετική εικόνα. Η κοινή λογική υποδεικνύει ότι το κλειδί για τη δυνητική επιτυχία του EFSF είναι ότι δανείζεται εκδίδοντας τα δικά του ομόλογα για τα οποία εγγυώνται όλες οι χώρες της ευρωζώνης, αναλογικά με το μέγεθος της οικονομίας τους. Αυτό σημαίνει ότι η Γερμανία και η Γαλλία παρέχουν τις μεγαλύτερες εγγυήσεις. Ένας μηχανισμός σαν κι αυτόν θα έπρεπε να ενθαρρύνει τους επενδυτές να αγοράσουν τα ομόλογα του ευρωπαϊκού ταμείου χρηματοπιστωτικής σταθερότητας σε χαμηλά επιτόκια.

Το πρόβλημα είναι ωστόσο ότι αυτός ο μηχανισμός έχει πολλές ομοιότητες με τις συγκυρίες που οδήγησαν στη γέννηση των τοξικών CDO στις Ηνωμένες Πολιτείες, και, αργότερα, στην Ευρώπη. Τα αμερικανικά CDO που στηρίζονταν σε υποθήκες είχαν δημιουργηθεί με το τέχνασμα του συγκερασμού πρωτεύοντος και δευτερεύοντος χρέους στο ίδιο CDO, με έναν τόσο πολύπλοκο τρόπο ώστε

να μοιάζει στους επενδυτές ως επιτυχημένη επένδυση. Κάτι παρόμοιο συνέβη στην Ευρώπη μετά τη δημιουργία του ευρώ: τα CDO δημιουργήθηκαν περιέχοντας χρέος της Γερμανίας, της Δανίας, της Ελλάδας, της Πορτογαλίας κλπ., με έναν τόσο αδιαφανή μηχανισμό που οι επενδυτές δεν μπορούσαν να υπολογίσουν την πραγματική μακροχρόνια αξία τους. Και αξίζει να υπενθυμίσουμε στο σημείο αυτό ότι το ιδιωτικό χρήμα που είχε δημιουργηθεί στην Ευρώπη και στις Ηνωμένες Πολιτείες στη βάση αυτών των CDO ήταν η αιτία που προκάλεσε το Κραχ του 2008.

Υπό αυτό το πρίσμα, η σύσταση του ευρωπαϊκού ταμείου χρηματοπιστωτικής σταθερότητας γεννά πολλές ανησυχίες. Τα «ομόλογά» του θα συμψηφίζουν διαφορετικά μεταξύ τους χρέη (δηλαδή εγγυήσεις που θα προσφέρονται από κάθε κράτος-μέλος) με τρόπους που, τουλάχιστον μέχρι σήμερα, παραμένουν αδιαφανείς. Πρόκειται ακριβώς για τον ίδιο μηχανισμό με τον οποίο δημιουργήθηκαν τα CDO πριν το 2008. Οι τράπεζες αναμένεται να αρπάξουν την ευκαιρία για να εκμεταλλευτούν αυτή την αδιαφάνεια δημιουργώντας νέους τίτλους, όπως για παράδειγμα CDS που θα στοιχηματίζουν ενάντια στα ομόλογα του ευρωπαϊκού ταμείου χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Έτσι, εφόσον τα ομόλογα του EFSF βρουν αγοραστές, θα υπάρξει ένας τρίτος γύρος δημιουργίας τοξικού-ιδιωτικού χρήματος. Όταν κι αυτό το ιδιωτικό χρήμα μετατραπεί σε στάχτες –όπως είναι βέβαιο ότι θα συμβεί–, το μέλλον της Ευρώπης διαγράφεται αβέβαιο.

Είναι σκόπιμο σε αυτό το σημείο να γίνει μια σύγκριση μεταξύ Ηνωμένων Πολιτειών και Ευρωπαϊκής Ένωσης: ακριβώς όπως το σχέδιο Geithner-Summers του 2009 επιχείρησε να λύσει το πρόβλημα της Wall Street (τα τοξικά παράγωγα) εκδίδοντας ομόλογα με την υποστήριξη του δημοσίου, έτσι και το EFSF δημιουργεί ομόλογα σαν παράγωγα τα οποία θα πωληθούν σε τράπεζες και hedge funds (ιδιωτικές επενδυτικές εταιρείες) με αντάλλαγμα χρήματα που θα δοθούν στα κράτη-μέλη. Αυτά τα χρήματα με τη σειρά τους θα επιστραφούν στις τράπεζες που έχουν αυτά τα ομόλογα και που ήδη πλουτίζουν εκδίδοντας τα δικά τους παράγωγα (CDS) η αξία των οποίων εξαρτάται από το αν τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης αδυνατούν να αντεπεξέλθουν στο χρέος τους.

Το συμπέρασμα που μπορεί να προκύψει από τα παραπάνω είναι ότι το EFSF έχει αποτύχει να αντιμετωπίσει το πρόβλημα που κλήθηκε να επιλύσει. Πρόκειται για ένα μάθημα που θα έπρεπε να έχει γίνει κατανοητό τουλάχιστον από τη δεκαετία του 1930: όταν ο ολιγοπωλιακός καπιταλισμός αντιμετωπίζει κρίση ζή-

τησης, το να προσπαθεί κανείς να ξεπεράσει την κρίση με χάρτινους τίτλους όχι μόνο δεν αποτελεί λύση αλλά είναι πιθανό να επιδεινώσει κι άλλο την κατάσταση. Ένα δεύτερο μάθημα, που είναι και πιο σχετικό με την τρέχουσα κατάσταση, είναι ότι η ενδυνάμωση του χρηματοπιστωτικού τομέα έχει οδηγήσει στο να είναι πολύ πιο δύσκολο να δοθεί μια πολιτική λύση η οποία να συνδυάζει τόσο την εξυγίανση των τραπεζών όσο και την άμεση αύξηση της ζήτησης.

3.4 Η διαδικασία της αποδόμησης του ευρώ

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, η επέκταση της κρίσης στην Ευρώπη ήταν το αποτέλεσμα δύο βασικών παραγόντων: (α) της προβληματικής δόμησης της ευρωζώνης και (β) του προβληματικού μηχανισμού του ευρωπαϊκού ταμείου χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, με το οποίο η Ευρώπη προσπάθησε να γιατρέψει τα συμπτώματα της Κρίσης που οφείλονται στο (α). Πρόκειται περί ενός μηχανισμού σαθρά δομημένου, με μια ωρολογιακή βόμβα στα θεμέλιά του, ο οποίος έχει κληθεί να σώσει ένα άλλο σαθρά δομημένο οικοδόμημα από την κατάρρευση.

Το καλοκαίρι του 2011, η Ευρώπη ενέκρινε το δεύτερο πακέτο μέτρων «διάσωσης» του ελληνικού δημοσίου. Μια βαθιά ανακούφιση απλώθηκε σε όλη τη χώρα καθώς τα επιτόκια δανεισμού μειώθηκαν σημαντικά, η αναδιάρθρωση του χρέους δειλά-δειλά ανακοινώθηκε, ακόμα και ένα «Σχέδιο Marshall» για την Ελλάδα ακούστηκε να συζητιέται. Σε εκείνη τη στιγμή ανακούφισης, ήταν εύκολο να παραβλέψει κανείς ότι η Κρίση είχε προ πολλού ξεφύγει από τα όρια του ελληνικού γίγνεσθαι, ότι είναι συστημική και υπονομεύει όλη την ευρωζώνη. Η απόφαση της Ευρώπης να επικεντρώσει τα νέα μέτρα στην ελεγχόμενη χρεοκοπία της Ελλάδας, αφήνοντας π.χ. την Ιρλανδία στο χείλος της χρεοκοπίας και την Ισπανία και την Ιταλία στο έλεος των εταιρειών αξιολόγησης, δεν ήταν παρά ένα δώρο ανεκτίμητης αξίας στους κερδοσκόπους.

Αυτό οφείλεται στο ότι οι Ευρωπαίοι ηγέτες ουσιαστικά τοποθέτησαν το βάρος των νέων αυτών μέτρων διάσωσης στο σαθρό EFSF. Ο λόγος που το EFSF δεν μπορεί να φέρει σε πέρας αυτή την αποστολή εξηγήθηκε αναλυτικά στην Ενότητα 3.3. Πολλοί αναλυτές σήμερα λένε ότι μπορεί να υπάρχει κάποιο έρεισμα στις νέες αποφάσεις της ΕΕ (για χαμηλότερα επιτόκια στις πτωχευμένες χώρες, δυνατότητα άμεσης παρέμβασης του EFSF μέσα από δανεισμό χωρών, όπως η

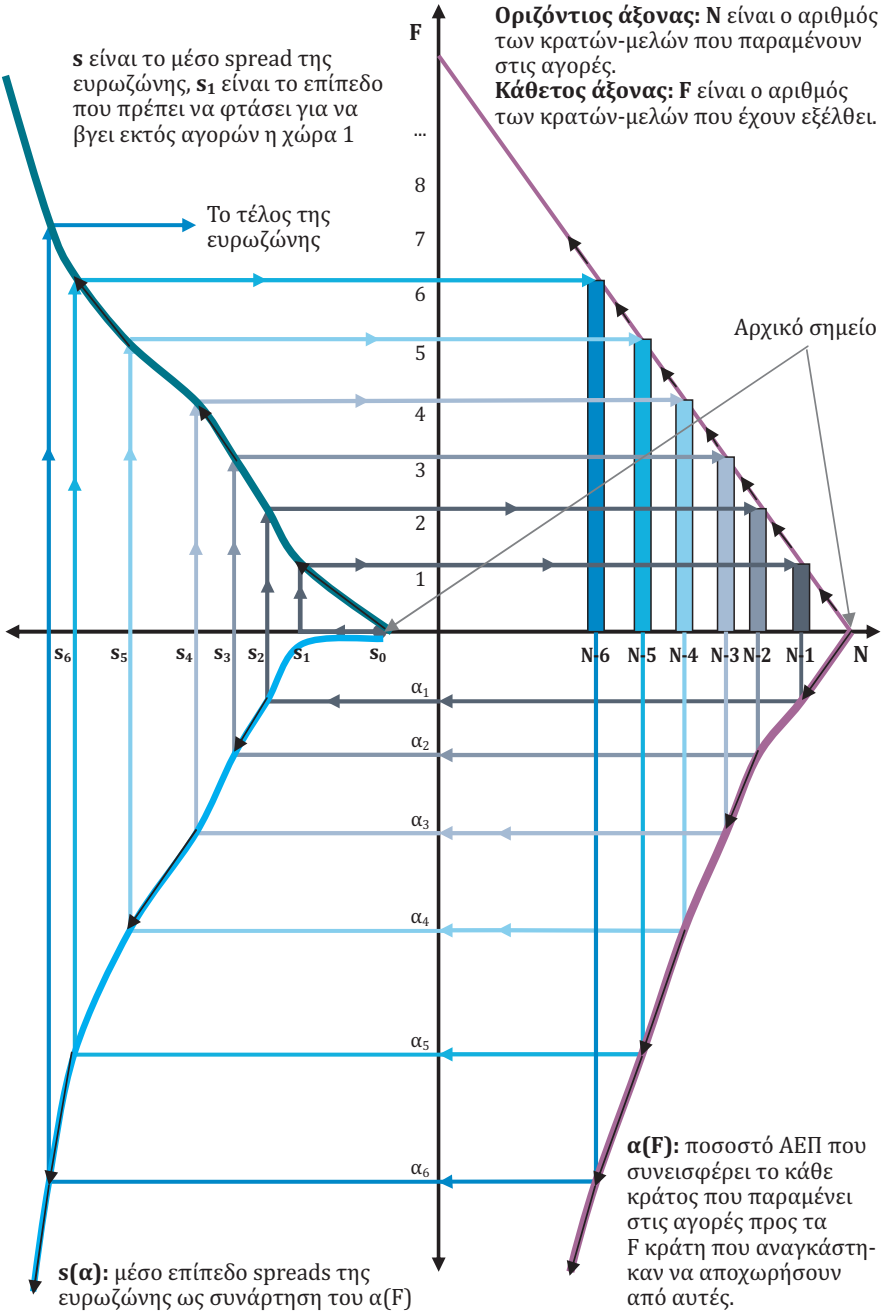
Ιταλία, που δεν έχουν εισαχθεί επίσημα στο μηχανισμό στήριξης κλπ.), αλλά αν δεν ενισχυθεί με τριπλάσια και τετραπλάσια κονδύλια το EFSF δεν θα μπορέσει να αντεπεξέλθει στο ρόλο του. Αυτή η άποψη είναι εσφαλμένη: το πρόβλημα με το EFSF δεν είναι τα ποσά που διαθέτει ή δεν διαθέτει. Αντίθετα, το πρόβλημα με το EFSF είναι, όπως περιγράφηκε στην Ενότητα 3.3, η τοξική δόμησή του. Στην ενότητα αυτή εξηγούμε τους λόγους για τους οποίους το ευρώ κινδυνεύει με κατάρρευση εφόσον η δομή του EFSF παραμείνει ως έχει, ξεκινώντας με την κατάρρευση της Ισπανίας και της Ιταλίας πριν χάσει η Γαλλία την καλή της βαθμολογία από τους γνωστούς οίκους αξιολόγησης, οπότε το EFSF θα διαλυθεί στα εξ ων συνετέθη – καθώς η Γερμανία δεν θα δεχθεί να σηκώσει μόνη της το βάρος της χρηματοδότησής του.

Το Διάγραμμα 1 συνοψίζει την καταστροφική δυναμική που είναι συνυφασμένη με τη θεμελίωση του EFSF. Αποτελείται από τέσσερα υποδιαγράμματα. Το διάγραμμα πάνω δεξιά δείχνει την πορεία προς τα πάνω και αριστερά της ευθείας γραμμής που ακολουθεί η ευρωζώνη, καθώς το ένα μετά το άλλο τα κράτη-μέλη βγαίνουν εκτός αγορών (ο οριζόντιος άξονας απαριθμεί τα N κράτη που βρίσκονται εντός αγορών ενώ ο κάθετος άξονας τα F κράτη που βγαίνουν εκτός αγορών). Στο κάτω δεξιά διάγραμμα, ο κάθετος άξονας δείχνει το ποσοστό α του ΑΕΠ της κάθε χώρας που παραμένει εντός αγορών το οποίο καλείται να συνεισφέρει (με τη μορφή εγγυήσεων) στις χώρες που έχουν εξέλθει από τις αγορές. Η μοβ καμπύλη απλώς δείχνει ότι όσο ο αριθμός των εντός των αγορών χωρών μειώνεται, αυτό το ποσοστό α μεγαλώνει (καθώς λιγότερες χώρες καλούνται να εγγυηθούν τα όλο και μεγαλύτερα χρέη των εκτός των αγορών χωρών).

Το κάτω αριστερά διάγραμμα δείχνει τη σχέση του ποσοστού συνεισφοράς α (των εντός αγορών χωρών στις εκτός αγορών ημιπτωχευμένες χώρες) με τον μέσο όρο s των spreads της ευρωζώνης. Προφανώς, όσο μεγαλύτερο το ποσοστό α του ΑΕΠ τους το οποίο καλούνται οι εντός αγορών χώρες να συνεισφέρουν στις εκτός αγορών, τόσο πιο ψηλά τα spreads. Τέλος, στο πάνω αριστερά διάγραμμα, υποθέτουμε ότι υπάρχει κάποιο επίπεδο του μέσου spread πάνω από το οποίο κάποιες από τις εντός των αγορών χώρες δεν αντέχουν να δανείζονται και βγαίνουν από τις αγορές, ζητώντας στήριξη από το EFSF.

Για να γίνει φανερό πώς εξελίσσεται η κρίση, και γιατί αυτή η εξέλιξη θα συνεχιστεί ανεξάρτητα από το μέγεθος των κονδυλίων που δίνονται δυνητικά στο EFSF, ας αρχίσουμε από το σημείο εκκίνησης: στο σημείο αυτό, και οι N χώρες

Διάγραμμα 1: Η αποδόμηση της ευρωζώνης



της ευρωζώνης βρίσκονται εντός των αγορών, η συνεισφορά στις εκτός αγορών χώρες είναι μηδενική ($\alpha = 0$) και τα μέσα spreads βρίσκονται στο χαμηλό επίπεδο s_0. Κάποια στιγμή, τα μέσα spreads αυξάνονται στο επίπεδο s_1 και ο αδύναμος κρίκος της ευρωζώνης, η Ελλάδα, βγαίνει εκτός αγορών. Αυτό ισοδυναμεί με αύξηση του α από το μηδενικό επίπεδο στο α_1, κάτι που αυξάνει τα μέσα spreads στο s_2. Με τη σειρά της αυτή η εξέλιξη οδηγεί μια δεύτερη χώρα (την Ιρλανδία) εκτός αγορών, με αποτέλεσμα την αύξηση του α από το α_1 στο α_2 και των spreads από το s_2 στο s_3, κοκ. Κάπως έτσι υφαίνεται ο «ιστός της αράχνης» που, αν δεν κοπεί, απειλεί να τυλίξει ολόκληρη την ευρωζώνη.

Η σημαντική παρατήρηση που πρέπει να γίνει σε αυτό το σημείο είναι ότι αυτή η διαδικασία αποδόμησης είναι ανεξάρτητη από τη δυνατότητα κεφαλαιοποίησης του EFSF. Όσα χρήματα και αν του υποσχεθεί η Γερμανία, η διαδικασία αποδόμησης θα συνεχιστεί έως ότου η Γερμανία ανακοινώσει είτε την κατάργηση του EFSF και την υιοθέτηση ενός πραγματικά ορθολογικού συστήματος διαχείρισης του ευρωπαϊκού χρέους (π.χ. ένα ευρωομόλογο έκδοσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας) είτε την αποχώρηση της ίδιας από το ευρώ (και άρα την κατάργηση του ευρώ).

3.5 Η μετάδοση της κρίσης στην Ελλάδα

Στα μέσα της προηγούμενης δεκαετίας, το γενικό κλίμα που επικρατούσε στην Ελλάδα ήταν αυτό της, έστω και συγκρατημένης, αισιοδοξίας: με ρυθμούς ανάπτυξης συγκρίσιμους με εκείνους των υπολοίπων χωρών της ΕΕ και, κατά περιπτώσεις, ακόμα μεγαλύτερους, και με το ποσοστό ανεργίας να διατηρείται σε μη ανησυχητικά επίπεδα και να ακολουθεί καθοδική πορεία από το 2004 και μετά, η αισιοδοξία αυτή διατηρήθηκε και για κάποιο μικρό διάστημα από τότε που ξέσπασε η παγκόσμια οικονομική κρίση. Χαρακτηριστικό του ότι η ύφεση στην παγκόσμια οικονομία και στην Ευρώπη δεν επηρέασε άμεσα την Ελλάδα είναι το ότι το 2008 η Ελλάδα σημείωσε ανάπτυξη 1,3% – ενώ η ανάπτυξη στην ευρωζώνη ήταν μόλις 0,4%, γεγονός που ενδεχομένως οδήγησε αρχικά ορισμένους να θεωρήσουν ότι η Ελλάδα δεν θα επηρεαστεί ιδιαίτερα από την παγκόσμια κρίση.

Με τη μεταφορά της κρίσης από τον χρηματοοικονομικό τομέα στην πραγματική οικονομία, ο ρυθμός παγκόσμιας ανάπτυξης έγινε αρνητικός – κάτι που

σημειώθηκε για πρώτη φορά μετά τη μεγάλη ύφεση της δεκαετίας του 1930. Οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες αντέδρασαν μειώνοντας τα επιτόκια και αυξάνοντας το ελάχιστο ποσό των εγγυημένων τραπεζικών καταθέσεων, σε μια προσπάθεια τόνωσης της ρευστότητας. Οι επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές που υιοθετήθηκαν από τις κυβερνήσεις οδήγησαν στην αύξηση του δημόσιου χρέους, και η ευαισθητοποίηση των αγορών από τα γεγονότα του 2008 είχε ως αποτέλεσμα την εξέταση της φερεγγυότητας και του πιστωτικού κινδύνου των χωρών. Έτσι, ενώ πριν το 2007-2008 η Ελλάδα θεωρούνταν λίγο-πολύ το ίδιο αξιόπιστη με όλες τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης, από το δεύτερο μισό του 2009 και μετά η υπερχρέωση του ελληνικού δημοσίου ήρθε στο προσκήνιο, καθώς η Ελλάδα αξιολογήθηκε ως η χώρα με τη μικρότερη πιθανότητα ελέγχου του διογκούμενου χρέους της.

Το ελληνικό δημόσιο χρέος είχε αρχίσει να αυξάνεται δραματικά μέσα στη δεκαετία του 1980 και είχε συνεχίσει να αυξάνεται, με μικρότερο ρυθμό, και τις επόμενες δύο δεκαετίες. Ενώ τις δεκαετίες του 1960 και του 1970 η Ελλάδα ισοσκέλιζε τα έσοδα και τις δαπάνες της, τη δεκαετία του 1980 το δημόσιο έλλειμμα είχε εκτιναχτεί στο 8,1% του ΑΕΠ. Αντίστοιχα, λόγω των ολοένα αυξανόμενων ελλειμμάτων, το δημόσιο χρέος είχε αγγίξει το 26% του ΑΕΠ τη δεκαετία του 1980, το 71% τη δεκαετία του 1990 ενώ το 2009, το δημόσιο χρέος καταγράφηκε στο 115,1% του ΑΕΠ. Η σταδιακή αυτή αύξηση του δημόσιου χρέους επηρέασε την ελληνική οικονομία, καθώς, σε σύγκριση με τη δεκαετία του 1970, αφενός η κατανάλωση αυξήθηκε σημαντικά, αφετέρου μειώθηκαν οι επενδύσεις.

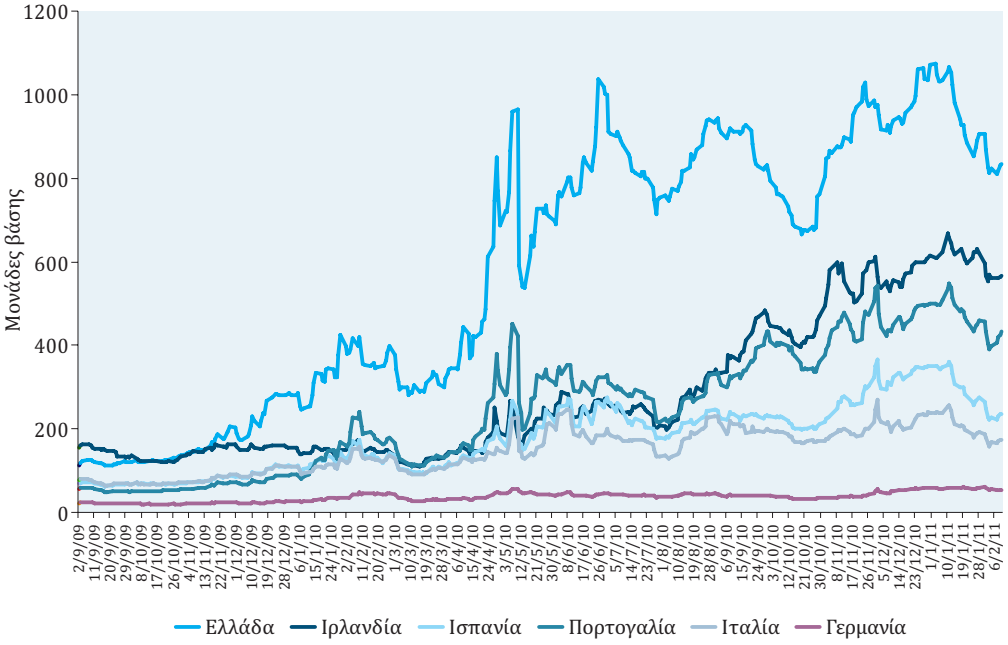
Το εξωτερικό χρέος της Ελλάδας ανήλθε το 2009 σε ποσοστό 82,5% του ΑΕΠ και, κατά το συντριπτικά μεγαλύτερο μέρος του, ταυτίζεται με το εξωτερικό δημόσιο χρέος, καθώς ο εξωτερικός δανεισμός πραγματοποιούνταν από την κυβέρνηση και όχι από τον ιδιωτικό τομέα. Μέσα στην προηγούμενη δεκαετία, ο όγκος των εισαγωγών ήταν μεγαλύτερος από εκείνον των εξαγωγών (δηλ. η Ελλάδα παρήγαγε λιγότερο από ό,τι κατανάλωνε) και η χώρα δέχτηκε μικρότερες εισροές από τους κοινοτικούς πόρους (λόγω της ένταξης των νέων κρατών-μελών), ενώ υποχρεώθηκε να πληρώνει μεγαλύτερους τόκους για το αυξημένο εξωτερικό χρέος της. Ως αποτέλεσμα, η Ελλάδα είχε αυξημένες ανάγκες δανεισμού (καθώς οι αποταμιεύσεις δεν επαρκούσαν για την αγορά ομολόγων που εκδίδονταν από την κυβέρνηση, ενώ υπήρξαν και μεγάλες επενδυτικές δαπάνες λόγω των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004) και διόγκωσε περαιτέρω το εξωτερικό της χρέος.

Η εικόνα αυτή, αν και ανέκαθεν γνωστή, ήρθε στο προσκήνιο το 2009, καθώς αποτυπώθηκε στα περιθώρια επιτοκίων δανεισμού της Ελλάδας σε σχέση με τα αντίστοιχα γερμανικά και στα επιτόκια ασφάλισης των δανειστών της Ελλάδας (CDS). Με δεδομένο ότι αυτοί οι δείκτες συνυπολογίζουν, μεταξύ άλλων, το δημόσιο και ιδιωτικό χρέος κάθε χώρας ή τη σταθερότητα του τραπεζικού της συστήματος και αντανακλούν την πιστοληπτική φερεγγυότητα των κρατών, η Ελλάδα επισημάνθηκε ως η χώρα με τη μεγαλύτερη επικινδυνότητα και τα ελληνικά κρατικά ομόλογα ως εκείνα τα οποία απαιτούσαν τη μεγαλύτερη πληρωμή για ασφάλεια (δηλαδή με το μεγαλύτερο ρίσκο).

Από τον Νοέμβριο του 2009 και μετά, τα CDS της Ελλάδας (τα επιτόκια των προθεσμιακών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου μακροπρόθεσμων ομολόγων πενταετούς διάρκειας της Ελλάδας), ενώ βρίσκονταν στα ίδια περίπου επίπεδα με αυτά της Ιρλανδίας (και ήδη υψηλότερα από αυτά των άλλων χωρών της ευρωζώνης), ακολούθησαν μια δραματικά ανοδική πορεία, η οποία, αν και είχε σκαμπανεβάσματα, οδήγησε σε επίπεδα κατά πολύ υψηλότερα σε σχέση με τα αντίστοιχα CDS της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας. Ενώ λοιπόν τον Οκτώβριο του 2009 τα ελληνικά CDS βρίσκονταν στις 130 περίπου μονάδες βάσης (κάτι που σημαίνει ότι ένας αγοραστής ελληνικού 5ετούς ομολόγου αξίας 1 εκατ. ευρώ έπρεπε να καταβάλλει 13.000 ευρώ ετησίως επί 5 χρόνια για ασφάλεια), μέσα στο δεύτερο μισό του 2010 τα CDS βρίσκονταν κατά μέσο όρο στις 800 μονάδες βάσης, ενώ περιστασιακά ξεπέρασαν ακόμα και τις 1.000 μονάδες βάσης. Αυτή η ανοδική πορεία των ελληνικών CDS αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 2, όπου φαίνονται επίσης και τα CDS της Ιρλανδίας, της Ισπανίας, της Πορτογαλίας, της Ιταλίας και της Γερμανίας (η οποία θεωρείται σταθερά ως η πιο αξιόπιστη χώρα της ΕΕ).

Με τις πιέσεις των αγορών να αναδεικνύουν τα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας (το ύψος του δημόσιου και του εξωτερικού χρέους, τη σχετικά χαμηλή ανταγωνιστικότητα καθώς και τα προβλήματα οργάνωσης), η κυβέρνηση του Κωνσταντίνου Καραμανλή ανακοίνωσε μια σειρά μέτρων λιτότητας με στόχο την αύξηση των κρατικών εσόδων και κήρυξε πρόωρες εκλογές τον Οκτώβριο του 2009 προκειμένου να εξασφαλίσει τη συναίνεση των πολιτών. Με σχετικά πιο αισιόδοξες εξαγγελίες, η κυβέρνηση του Γεωργίου Παπανδρέου κέρδισε τις εκλογές και, τον ίδιο μήνα, ο νέος υπουργός Οικονομικών ενημέρωσε το ECOFIN ότι το έλλειμμα της Ελλάδας θα άγγιζε το 12,5% για το 2009 – αντί για 6% που

Διάγραμμα 2: 5ετή CDS, Σεπτ. 2009 - Φεβρ. 2011



Πηγή: Bloomberg (bloomberg.com)

ανέφερε η προηγούμενη ενημέρωση, μόλις τρεις εβδομάδες πριν (στις αρχές Οκτωβρίου, πριν τις εκλογές). Παρομοίως, η εκτίμηση για το δημόσιο χρέος πήγε από το 107,2% του ΑΕΠ στο 113,4%. Περαιτέρω αναθεωρήσεις οδήγησαν το έλλειμμα στο 15,4% του ΑΕΠ, ενώ το δημόσιο χρέος του 2009 ανήλθε στο 126,8% του ΑΕΠ.

Με αυτά τα δεδομένα, το πρόβλημα της Ελλάδας αναδείχθηκε ακόμα περισσότερο με τις υποβαθμίσεις των οίκων αξιολόγησης: μία μέρα μετά το διπλασιασμό της εκτίμησης του δημόσιου χρέους, ο οίκος Fitch υποβάθμισε την Ελλάδα από Α σε Α-, και τον Δεκέμβριο την υποβίβασε ακόμα μία βαθμίδα, ενώ σε υποβιβασμούς προχώρησαν και οι οίκοι S&P και Moody's. Αυτοί οι υποβιβασμοί έστρεψαν το ενδιαφέρον στην Ελλάδα, με την ανησυχία να γενικεύεται και σε ολόκληρη την ευρωζώνη και να εκφράζονται επιφυλάξεις για το μέλλον της νομισματικής ένωσης. Το πόσο αλληλένδετες είναι οι οικονομίες της ΕΕ γίνεται φανερό και από το Διάγραμμα 2, καθώς παρατηρούμε ότι τα CDS των άλλων χωρών (με εξαίρεση της Γερμανίας που παρουσιάζουν σταθερότητα), αν και κατά πολύ χαμηλότερα από τα ελληνικά, ακολουθούν τις ίδιες αυξομειώσεις.

Στις αρχές του 2010, η κυβέρνηση ανακοίνωσε το Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης, το οποίο προέβλεπε μείωση του ελλείμματος κατά 4% το 2010, και περαιτέρω μείωσή του σε κάτω από 3% έως το 2012, με την εφαρμογή μιας σειράς από μέτρα (μεταξύ άλλων, πάγωμα προσλήψεων, αύξηση των ορίων συνταξιοδότησης, αύξηση του ΦΠΑ, νέο φορολογικό σύστημα για την πάταξη της φοροδιαφυγής). Το Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης εγκρίθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις αρχές του Φεβρουαρίου του 2010, αλλά αυτό δεν φάνηκε να ανακόπτει την ανοδική πορεία των επιτοκίων και των περιθωρίων των CDS. Οι πιθανές εξηγήσεις για αυτό συμπεριλαμβάνουν τις εξής παρατηρήσεις:

1. Οι φημολογίες περί επερχόμενης πτώχευσης της Ελλάδας είχαν σαφή αρνητικό αντίκτυπο στις αγορές.
2. Η αξιοπιστία της χώρας δέχτηκε περαιτέρω πλήγμα με τις φήμες περί ανταλλαγών που είχαν συνάψει οι ελληνικές κυβερνήσεις μέσα στην προηγούμενη δεκαετία, καθώς και από την αμφισβήτηση των στοιχείων της Εθνικής Στατιστικής Υπηρεσίας για το χρέος (κάτι που οδήγησε μάλιστα και στη διατύπωση της άποψης ότι η Ελλάδα μπήκε στη νομισματική ένωση με πλασματικά στοιχεία).
3. Το ίδιο το περιεχόμενο του Προγράμματος Σταθερότητας και Ανάπτυξης απέτυχε να πείσει τις αγορές για την ικανότητα της Ελλάδας να διαχειριστεί το χρέος.

Στις αρχές Μαρτίου του 2010, η κυβέρνηση εισήγαγε μια σειρά νέων μέτρων (περικοπές μισθών, περαιτέρω αύξηση του ΦΠΑ, περικοπές στις δημόσιες επενδύσεις), ενώ η ΕΕ ανακοίνωσε τη δημιουργία μηχανισμού χρηματοδότησης με τη συμμετοχή του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Για μια ακόμα φορά, ωστόσο, οι κινήσεις αυτές δεν οδήγησαν στην ενίσχυση της αξιοπιστίας της Ελλάδας, αφού οι αμφιβολίες για το αν η Ελλάδα θα μπορούσε να διαχειριστεί την κρίση παρέμειναν έντονες – και μάλιστα περισσότερο γενικευμένες πλέον, καθώς άρχισε να εκφράζεται η άποψη ότι κινδυνεύει το ίδιο το ευρώ. Από τον Απρίλιο και μετά, ακολούθησαν νέες υποβαθμίσεις από τους οίκους αξιολόγησης, με τα ελληνικά ομόλογα να κατατάσσονται για πρώτη φορά από τότε που είχε ξεκινήσει η αξιολόγησή τους στην κατηγορία των «σκουπιδιών» (junk). Έπειτα από μια σειρά διαπραγματεύσεων σχετικά με το ύψος και τους όρους της χρηματοδότησης, η Ελλάδα υπέγραψε το Μνημόνιο στις 5 Μαΐου 2010, το οποίο περιλαμβάνει υποστήριξη ύψους 80 δισ. ευρώ από χώρες της ευρωζώνης και 30 δισ. ευρώ από το

Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, με κόστος δανεισμού περίπου 4% έως 5% και περίπου 3,3% αντίστοιχα. Προϋπόθεση για τη χρηματοδότηση είναι η δρομολόγηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, ενώ η Ελλάδα μπαίνει σε καθεστώς τριμηνιαίας αξιολόγησης ώστε να διαπιστώνεται ο βαθμός επίτευξης της δημοσιονομικής πειθαρχίας.

Με την ανακοίνωση της δημιουργίας μηχανισμού χρηματοδότησης και τη δημοσιοποίηση των λεπτομερειών του Μνημονίου, τα επιτόκια στις αγορές μειώθηκαν, αλλά αυτή η μείωση υπήρξε προσωρινή. Λίγες μόλις εβδομάδες μετά, η Moody's προέβη σε μια ακόμα υποβάθμιση και τα περιθώρια CDS εκτινάχθηκαν για άλλη μια φορά. Παρά τη σχετικά ικανοποιητική εκτέλεση των όρων του Μνημονίου, η Ελλάδα εξακολουθεί να θεωρείται εξαιρετικά αφερέγγυα και να αναφέρεται ως η χώρα της ευρωζώνης με τη μεγαλύτερη πιθανότητα χρεοκοπίας, δέκα και πλέον μήνες μετά από την υπογραφή του Μνημονίου. Οι υποβαθμίσεις από τους διεθνείς οίκους δεν έχουν πάψει να διαδέχονται η μία την άλλη.

Τα προβλήματα στην οικονομία της Ελλάδας που ήρθαν στο προσκήνιο λόγω της παγκόσμιας κρίσης ανέδειξαν με τη σειρά τους και το βαθύτερο πρόβλημα της ευρωζώνης – ότι πρόκειται, δηλαδή, για μια σειρά από χώρες που έχουν κοινό νόμισμα, χωρίς όμως να μπορεί στ' αλήθεια να γίνει λόγος για πραγματική νομισματική ένωση. Έτσι, από τα τέλη της προηγούμενης δεκαετίας μπήκε, από ό,τι φαίνεται, οριστικό τέλος σε μια περίοδο λειτουργίας του ευρώ κατά την οποία δεν γίνονταν διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, καθώς οι χώρες με τα μεγαλύτερα ελλείμματα και δημόσια χρέη θεωρήθηκαν αφερέγγυες και άρχισαν να έχουν περιορισμένη πρόσβαση στις αγορές.

3.6 Επίλογος

Το «εγκληματικό» λάθος της Ευρώπης το 2008 ήταν ότι την ώρα που κατέρρεαν οι τράπεζες, οι ηγέτες της Ευρώπης αποφάσισαν πως η διάσωσή τους θα πρέπει να ανατεθεί στις κυβερνήσεις της κάθε χώρας. Έτσι, οι τράπεζες διεσώθησαν μεν, διατηρήθηκαν όμως σε «νεκροζώντανη» κατάσταση. Κι αυτό επειδή καμία εθνική κυβέρνηση δεν είχε το χρήμα και το πολιτικό σθένος να κάνει αυτό που έπρεπε – να εκκαθαρίσει τις τράπεζες της χώρας της, να τις παραδώσει υγιείς στον ιδιωτικό τομέα, να τους βάλει όρια σε νέες επικίνδυνες κινήσεις έκδοσης συνθετικών χρεών (τοξικών παραγώγων) κλπ.

Κάπως έτσι, το τέλος του 2011 βρίσκει την Ευρώπη να επιστρέφει στο 2008, σε μια νέα κρίση τραπεζών η οποία απειλεί το ευρώ με τελική κατάρρευση. Το ελληνικό χρέος μπορεί να κυριαρχεί στους τίτλους των δελτίων ειδήσεων, αλλά η Κρίση καιροφυλακτεί στις γαλλογερμανικές τράπεζες. Η κατάρρευση της Dexia το φθινόπωρο του 2011 δεν ήταν παρά ο προπομπός – κάτι σαν την Bear Stearns που κατέρρευσε μήνες πριν από το «μεγαλειώδες» φθινόπωρο του 2008.

Οι υπουργοί Οικονομικών της ευρωζώνης αντέδρασαν ακριβώς όπως το 2008: αρνούμενοι, και αυτήν τη φορά, να αντιμετωπίσουν τη συστημική τραπεζική κρίση συστημικά. Αντί γι' αυτό, επιμένουν και πάλι ότι η γαλλική κυβέρνηση πρέπει να επανακεφαλαιοποιήσει και να ελέγχει τις γαλλικές τράπεζες, η γερμανική τις γερμανικές κλπ. Όλα όσα λέγονται περί συντονισμού σε ευρωπαϊκό επίπεδο δεν έχουν καμιά ουσιαστική σημασία. Στην ουσία, οι πολιτικοί του Παρισιού, του Βερολίνου, ακόμα και των Αθηνών, εξακολουθούν να μην θέλουν να απαγκιστρωθούν από την προνομιακή (και πελατειακή) τους σχέση με τις «εθνικές» τράπεζες. Όσο το συμφέρον τους υπερτερεί της λογικής, που απαιτεί μία και μόνο μία ευρωπαϊκή αρχή επίβλεψης και κεφαλαιοποίησης των τραπεζών, η Κρίση θα συνεχίζει την επέλασή της και το ευρώ θα οδεύει αναπόφευκτα προς το προαναγγελθέν τέλος του.

4. Συγκριτική μελέτη των περιπτώσεων Ελλάδας, Ιρλανδίας, Πορτογαλίας, Ισπανίας, Ιταλίας και Βελγίου

4.1 Εισαγωγή

Βασικό αντικείμενο της παρούσας ενότητας είναι η ανάλυση των οικονομικών δεδομένων έξι ευρωπαϊκών χωρών κατά την τελευταία δεκαετία, με σκοπό την αναζήτηση των αιτιών της δεινής οικονομικής κατάστασης την οποία αντιμετωπίζουν σήμερα οι χώρες αυτές. Στα πλαίσια της ανάλυσης αυτής, θα αναφερθούν μεν και θα σχολιαστούν και οι υπαρκτές επιμέρους ιδιαιτερότητες των έξι αυτών οικονομιών, αλλά η μελέτη θα επικεντρωθεί κατά κύριο λόγο στις γενικότερες υποβόσκουσες αιτίες της κρίσης στην ευρωζώνη. Επιπλέον, θα υποστηριχθεί η άποψη ότι οι παραπάνω ιδιαιτερότητες μπορούν να θεωρηθούν σε κάποιο βαθμό ως διαφορετικοί τρόποι αντιμετώπισης κοινών κατά βάση προβλημάτων, ή μάλλον ως διαφορετικοί τρόποι προσαρμογής των οικονομιών αυτών σε κοινές κατά βάση συνθήκες και στις προκλήσεις τις οποίες οι συνθήκες αυτές συνεπάγονταν.

Πριν προχωρήσουμε στη διεξοδική παράθεση και ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων, υπάρχουν δύο βασικά ερωτήματα τα οποία θα πρέπει να απαντηθούν στην εισαγωγή της ενότητας. Το πρώτο ερώτημα συνίσταται στο γιατί επιλέγονται ως αντικείμενα μελέτης αυτές οι συγκεκριμένες χώρες και όχι κάποιες άλλες. Ποιο είναι, με άλλα λόγια, το κοινό στοιχείο των χωρών αυτών το οποίο καθιστά θεμιτή μία από κοινού μελέτη των περιπτώσεών τους, διαχωρίζοντάς τις παράλληλα από περιπτώσεις άλλων χωρών οι οποίες μπορεί να έχουν πληγεί εξίσου ή και περισσότερο από την κρίση. Το δεύτερο ερώτημα έχει να κάνει με το γεγονός ότι η παρούσα μελέτη θα εστιάσει στις οικονομικές εξελίξεις της τελευταίας δεκαετίας και μόνο, χωρίς να προσπαθήσει να εντοπίσει τη ρίζα του κακού σε παλαιότερες, αλλά σχετικά πρόσφατες, ιστορικές ή άλλες εξελίξεις οι οποίες

διαμόρφωσαν τη δομή των συγκεκριμένων οικονομιών. Όπως θα δούμε, κανένα από τα δύο αυτά ερωτήματα δεν έχει κάποια εύκολη απάντηση και καμία από τις δύο αυτές επιλογές δεν είναι αυτονόητη.

Όσον αφορά την επιλογή των συγκεκριμένων χωρών, είναι μάλλον προφανές ότι, επιφανειακά τουλάχιστον, οι έξι αυτές χώρες δεν έχουν καμία ομοιότητα πέραν του γεγονότος ότι πρόκειται για τις χώρες της ευρωζώνης οι οποίες απειλούνται κατά κύριο λόγο από την κρίση. Τρεις από τις χώρες αυτές έχουν ήδη ενταχθεί σε προγράμματα στήριξης με τη συμμετοχή και του ΔΝΤ ενώ οι υπόλοιπες δεν αποκλείεται να ακολουθήσουν σύντομα, στο βαθμό τουλάχιστον που κάτι τέτοιο θα είναι δυνατό. Πέραν αυτού, είναι ιδιαιτέρως δύσκολο να βρεθεί έστω και ένα σημαντικό στοιχείο ή χαρακτηριστικό το οποίο να μοιράζονται και οι έξι αυτές χώρες. Κάποιες ανήκουν ξεκάθαρα στην οικονομική και γεωγραφική περιφέρεια της ηπείρου με ό,τι μπορεί αυτό να συνεπάγεται, αλλά το ίδιο δεν ισχύει σε καμία περίπτωση για το Βέλγιο, ενώ μόνο καταχρηστικά θα μπορούσε να ειπωθεί για την Ιταλία. Κάποιες παρουσίασαν πράγματι στο παρελθόν φαινόμενα δημοσιονομικής απειθαρχίας, άλλες όμως χαρακτηρίζονταν από σταθερά πλεονασματικούς προϋπολογισμούς. Σε κάποιες διαμορφώθηκε κατά την τελευταία δεκαετία ένας υπερδιογκωμένος και υπερμοχλευμένος τραπεζικός τομέας, σε άλλες όμως το τραπεζικό σύστημα παρέμεινε συντηρητικό, με χαμηλή μόχλευση και σχεδόν μηδενική έκθεση στα τοξικά χρεόγραφα που είχαν κατακλύσει το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Κάποιες βάσισαν την ανάπτυξη της εγχώριας ζήτησης σε εξωφρενικού μεγέθους φούσκες στην αγορά ακινήτων οι οποίες τελικά έσκασαν τραυματίζοντας σοβαρά το σύνολο της εγχώριας οικονομικής δραστηριότητας, αλλά στις περισσότερες από τις χώρες αυτές η αγορά ακινήτων δεν οδηγήθηκε ποτέ σε τέτοιου μεγέθους ανατιμήσεις. Κάποιες διένυσαν μία δεκαετία αναιμικής και σχεδόν μηδενικής οικονομικής μεγέθυνσης, άλλες όμως είχαν καθ' όλην αυτήν τη χρονική περίοδο ρυθμούς μεγέθυνσης σταθερά υψηλότερους από τον μέσο όρο της ευρωζώνης. Τέλος, κάποιες εκ των χωρών αυτών είχαν ένα ιδιαιτέρως χαμηλό ποσοστό δημόσιου χρέους ως προς το ΑΕΠ τους, ενώ κάποιες, αντικειμενικά, δεν αντιμετωπίζουν ούτε και σήμερα πρόβλημα βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους τους.

Ως αποτέλεσμα, το κοινό στοιχείο το οποίο επιβάλλει την από κοινού αντιμετώπιση των χωρών αυτών στα πλαίσια της παρούσας μελέτης δεν μπορεί παρά να είναι η συμμετοχή τους στην ευρωπαϊκή νομισματική ένωση. Για την

ακρίβεια, το ουσιώδες κοινό στοιχείο των απειλών που αντιμετωπίζουν οι χώρες αυτές έγκειται στο ότι αποτελούν τους αδύναμους κρίκους μιας κακώς σχεδιασμένης και διαρθρωμένης νομισματικής ένωσης, καθώς και ότι τα επιμέρους προβλήματά τους αποτελούν συμπτώματα αυτού ακριβώς του γεγονότος. Αυτό σημαίνει δύο πράγματα. Πρώτον, ότι σε αντίθεση με τις ΗΠΑ όπου η κρίση έχει μία πιο καθαρή μορφή, στην Ευρώπη –και ακόμα περισσότερο στην ευρωζώνη– οι συνέπειές της συμπλέκονται αξεδιάλυτα με τα χρόνια και δομικά προβλήματα της νομισματικής ένωσης, που προσθέτουν στην κρίση αυτή νέες διαστάσεις οι οποίες αλληλεπιδρούν με τις ούτως ή άλλως υφιστάμενες. Δεύτερον, ότι οι λόγοι για τους οποίους οι συγκεκριμένες χώρες έφτασαν να αποτελούν τους κατά κοινή ομολογία αδύναμους κρίκους της ευρωζώνης θα πρέπει να αναζητηθούν και στις προβληματικές πτυχές της ίδιας της νομισματικής ένωσης. Και αν αυτό ακούγεται ίσως υπερβολικό για τις περιπτώσεις της Ελλάδας και των χωρών της Ιβηρικής οι οποίες βρίσκονταν πάντοτε μακριά –όχι μόνο γεωγραφικά– από το ευρωπαϊκό κέντρο, είναι μάλλον αυτονόητο όσον αφορά την Ιταλία, αλλά σε κάποιον βαθμό και την Ιρλανδία.

Παραδείγματα τέτοιων προβληματικών πτυχών που θα μπορούσαν να αναφερθούν εδώ εν περιλήψει αποτελούν η ύπαρξη ενός σκληρού νομίσματος το οποίο δεν συνάδει με τα οικονομικά δεδομένα πολλών κρατών-μελών, η έλλειψη οποιουδήποτε μηχανισμού ανακύκλωσης των πλεονασμάτων στο εσωτερικό της ένωσης,[1] η έλλειψη κάποιας πραγματικής νομισματικής αρχής –ανεξάρτητης ή μη– η οποία θα υποκαθιστούσε στο έπακρο τις κεντρικές τράπεζες των εθνικών κρατών και η αμείωτη ενθάρρυνση, προώθηση και υπεράσπιση του ελεύθερου ανταγωνισμού μεταξύ περισσότερο και λιγότερο ανεπτυγμένων οικονομιών.

Ως εκ τούτου, η παρούσα μελέτη αποσκοπεί στο να δείξει ότι οι ανισορροπίες στο εσωτερικό της ευρωζώνης και της ΕΕ γενικότερα, καθώς και η απουσία κατάλληλων μηχανισμών περιορισμού των ανισορροπιών αυτών, αποτελούν τη βασική αιτία της σημερινής αρνητικής προοπτικής των έξι αυτών χωρών, παρά τις επιμέρους διαφορές τους οι οποίες μπορεί σε κάποια επίπεδα να είναι τεράστιες. Αυτή είναι ουσιαστικά και η απάντηση στο δεύτερο από τα ερωτήματα που τέθηκαν παραπάνω, ο λόγος δηλαδή για τον οποίον η ακόλουθη ανάλυση

1. Για περισσότερες λεπτομέρειες πάνω στο ζήτημα της ανακύκλωσης πλεονασμάτων στα πλαίσια μιας νομισματικής ένωσης, βλ. Krimpas (2010).

των οικονομικών στοιχείων των χωρών αυτών θα περιοριστεί στις εξελίξεις της τελευταίας δεκαετίας.

Θα πρέπει να τονιστεί και πάλι ότι η αντίληψη αυτή δεν αποτελεί άρνηση της ύπαρξης ή της γενικότερης σημασίας που έχουν οι διάφορες ιδιαιτερότητες των χωρών αυτών, οι οποίες μπορεί να οφείλονται σε πολιτιστικούς, οικονομικούς, κοινωνικούς ή ιστορικούς παράγοντες. Αυτό που αρνείται η παρούσα μελέτη είναι η σημασία των ιδιαιτεροτήτων αυτών στην ερμηνεία της σημερινής κρίσης. Από τη στιγμή που γίνεται πλέον ευρέως δεκτό, έστω και με σημαντική και αδικαιολόγητη καθυστέρηση μερικών ετών, ότι η κρίση είναι συστημική, οι περαιτέρω αναλύσεις περί συγκεκριμένων χαρακτηριστικών και νοοτροπιών κάποιων λαών του ευρωπαϊκού νότου και άλλες τέτοιες «τουριστικές» ερμηνείες της οικονομικής κρίσης δεν αποτελούν παρά προφάσεις εν αμαρτίαις.

Οι Ενότητες 4.2, 4.3 και 4.4 θα εστιάσουν στην παράθεση και ανάλυση των οικονομικών στοιχείων της τελευταίας δεκαετίας στους τομείς των δημοσιονομικών στοιχείων, του δημόσιου χρέους και της εν γένει οικονομικής δραστηριότητας με έμφαση στον εξωτερικό τομέα. Στην Ενότητα 4.5 θα διατυπωθούν αναλυτικά και διεξοδικότερα τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την ανάλυση αυτή, ενώ στην Ενότητα 4.6 θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα προσομοιώσεων της εξέλιξης του δημόσιου χρέους για τις λοιπές (πλην Ελλάδας) υπό μελέτη χώρες. Τέλος, στα πλαίσια του επιλόγου (Ενότητα 4.7) θα περιγραφούν οι προοπτικές των χωρών αυτών κάτω από τις σημερινές συνθήκες.

4.2 Δημοσιονομικά στοιχεία

Από το ξεκίνημα της οικονομικής κρίσης, οι δημοσιονομικές επιδόσεις των κρατών-μελών της ευρωζώνης βρέθηκαν στο επίκεντρο τόσο του δημόσιου διαλόγου όσο και των πολιτικών συζητήσεων στα πλαίσια των διαφόρων συνόδων κορυφής. Αρχικά, η προσοχή στράφηκε στα διάφορα μέτρα τόνωσης και στήριξης της οικονομίας, υποδηλώνοντας μια de facto χαλάρωση των κριτηρίων του συμφώνου σταθερότητας, ή έστω μια διαφορετική αντίληψη περί προτεραιοτήτων τη στιγμή που η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση μεταδιδόταν ταχύτατα από την απέναντι πλευρά του Ατλαντικού. Η μεταστροφή προς μια συμβατική αντιπληθωριστική πολιτική υπήρξε όμως ραγδαία τόσο λόγω των μεγάλων ελλειμμάτων τα οποία δημιουργήθηκαν στους προϋπολογισμούς των ευρωπαϊ-

κών χωρών όσο και λόγω της σαφούς απροθυμίας της μεγαλύτερης ευρωπαϊκής οικονομίας να δεσμευτεί στην άσκηση συνεπούς και εκτεταμένης επεκτατικής πολιτικής. Όταν δε το έλλειμμα της Ελλάδας αυξήθηκε σε τέτοιον βαθμό ώστε να καθίσταται πλέον αμφίβολη η δυνατότητα δανεισμού του ελληνικού κράτους από τις διεθνείς αγορές, η επαναφορά των προτεραιοτήτων της ευρωπαϊκής πολιτικής στην προηγούμενη κατάσταση ήταν πλέον δεδομένη και ο αγώνας για την κατά το δυνατό ταχύτερη επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων και ισοσκελισμένων προϋπολογισμών αποτέλεσε τη βασική δημοσιονομική στόχευση όλων των κρατών-μελών.

Τίποτα από τα παραπάνω δεν θα πρέπει να αποτελεί έκπληξη. Κατά πρώτον λόγο, η αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων σε περίοδο κρίσης αποτελεί μάλλον αυτονόητο φαινόμενο, ακόμα και εάν οι εκάστοτε κυβερνήσεις δεν ασκήσουν συνειδητή επεκτατική πολιτική, για μια σειρά από λόγους. Στην πλευρά των δημόσιων εσόδων, η έλευση της ύφεσης οδηγεί αναπόφευκτα σε μείωση τόσο των φορολογικών εισπράξεων του κράτους όσο και των εσόδων που έχει το κράτος από άλλες πηγές, όπως για παράδειγμα από τα κέρδη ή τα μερίσματα δημόσιων ή εν μέρει δημόσιων επιχειρήσεων. Στη δε πλευρά των δαπανών, τα αποτελέσματα είναι εξίσου αρνητικά λόγω της αυτόματης αύξησης των δαπανών κοινωνικής πρόνοιας καθώς αυξάνονται εξαιτίας της ύφεσης οι νόμιμοι δικαιούχοι τους, αλλά και λόγω των αυξημένων αναγκών χρηματοδότησης των ασφαλιστικών ταμείων. Στην περίπτωση της τελευταίας κρίσης, στους παραπάνω παράγοντες ήρθαν να προστεθούν και οι μεγάλες δαπάνες διάσωσης του τραπεζικού συστήματος, οι οποίες ναι μεν δεν συμπεριλήφθηκαν στο δημοσιονομικό έλλειμμα των κρατών-μελών, αύξησαν όμως σημαντικά το δημόσιο χρέος των ευρωπαϊκών χωρών, καθιστώντας έτσι τις διεθνείς αγορές λιγότερο πρόθυμες να αποδεχτούν υψηλά ελλείμματα.

Δεύτερον, από τη στιγμή που η γερμανική κυβέρνηση, παρά τα κάποια αρχικά μέτρα στήριξης της εσωτερικής ζήτησης, εξέφρασε ρητά την αντίθεσή της στην εκτεταμένη άσκηση δυνάμει πληθωριστικών πολιτικών, η αντικατάσταση των πολιτικών αυτών από προσπάθειες περιορισμού των ελλειμμάτων μέσω προγραμμάτων αιματηρής λιτότητας στο σύνολο της ευρωζώνης ήταν μάλλον δεδομένη: αφενός, επειδή η δημοσιονομική επέκταση θα ήταν ανεπαρκής εάν δεν συμμετείχε σε αυτήν η μεγαλύτερη αγορά της ευρωζώνης· αφετέρου, επειδή εκτός από ανεπαρκής θα ήταν, στην περίπτωση αυτή, και λανθασμένη, καθώς θα

οδηγούσε απλώς σε διεύρυνση του ούτως ή άλλως υψηλού εμπορικού ελλείμματος των λοιπών χωρών με τη Γερμανία. Από τη στιγμή δε που η μέχρι τότε τραπεζική κρίση μετατράπηκε σε κρίση δανεισμού στην περίπτωση της Ελλάδας, η δημοσιονομική προσαρμογή ήταν η μοναδική επιλογή των μεμονωμένων χωρών της ευρωζώνης.

Τρίτον, η άρνηση της Γερμανίας να συμβάλει ενεργά στην άσκηση επεκτατικής πολιτικής σε πανευρωπαϊκό επίπεδο δεν είναι δυσεξήγητη, παρά το γεγονός ότι η αλυσιδωτή αντίδραση η οποία ξεκίνησε από τη στιγμή εκείνη μπορεί τελικά να οδηγήσει ακόμα και τη γερμανική οικονομία σε επικίνδυνες ατραπούς. Και η ερμηνεία της γερμανικής αυτής άρνησης βρίσκεται μάλλον στην επιθυμία διατήρησης της ανταγωνιστικότητας της γερμανικής βιομηχανίας και του υψηλότατου επιπέδου των εκτός ευρωζώνης εξαγωγών της, παρά στις όποιες μονεταριστικές εμμονές της γερμανικής κυβέρνησης ή στον αταβιστικό φόβο του πληθωρισμού και στις οδυνηρές μνήμες της Δημοκρατίας της Βαϊμάρης.

Υπό το πρίσμα αυτό, η ευρέως διαδεδομένη και πολλαπλώς προβαλλόμενη θεώρηση των υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων ως βασικής αιτίας της σημερινής κρίσης αποτελεί στην καλύτερη περίπτωση υπερβολή, ακόμα και για τις χώρες οι οποίες πράγματι αντιμετώπιζαν και αντιμετωπίζουν σοβαρά δημοσιονομικά προβλήματα. Πόσο μάλλον όταν, όπως φαίνεται από τα στοιχεία του Πίνακα 1, αυτό ισχύει μόνο για δύο από τις χώρες που έχουν υποστεί σημαντικό πλήγμα από την κρίση: συγκεκριμένα, για την Ελλάδα, το δημοσιονομικό έλλειμμα της οποίας υπήρξε σταθερά υψηλότερο του 3% καθ' όλη τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, και για την Πορτογαλία, η οποία κατόρθωσε να πιάσει το όριο του συμφώνου σταθερότητας μόνο τρεις χρονιές στην αρχή της δεκαετίας. Η Ιταλία χαρακτηρίζεται επίσης από συνεχείς ελλειμματικούς προϋπολογισμούς, αλλά, με εξαίρεση τη διετία 2005-2006, οι επιδόσεις της δεν διαφέρουν σημαντικά από τον μέσο όρο της ευρωζώνης.

Αντιθέτως, μέχρι το μοιραίο έτος 2008, οι ιρλανδικοί προϋπολογισμοί είναι σχεδόν μονίμως πλεονασματικοί και οι βελγικοί ισοσκελισμένοι, ενώ η Ισπανία ξεκινάει τη δεκαετία με αμελητέα δημοσιονομικά ελλείμματα τα οποία μετατρέπονται στη συνέχεια σε σημαντικά πλεονάσματα.

Πολύ πιο χρήσιμα συμπεράσματα μπορούν να εξαχθούν εάν μελετήσουμε τα στοιχεία από τα οποία προκύπτουν τα τελικά ελλείμματα ή πλεονάσματα, δηλαδή τα ισοζύγια εσόδων και δαπανών αφενός και τη διάκριση μεταξύ πρωτογενών

Πίνακας 1: Δημοσιονομικό αποτέλεσμα ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ

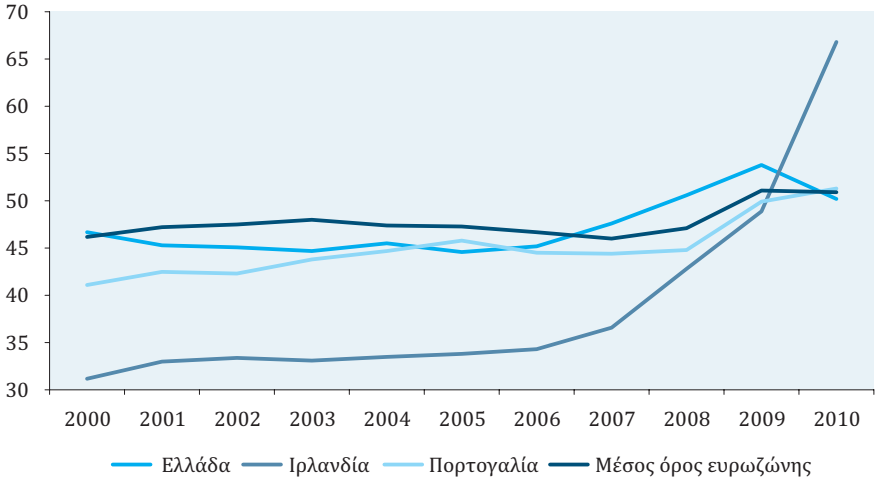
Έλλειμμα προς ΑΕΠ	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ελλάδα	-3,7	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,5	-9,8	-15,8	-10,6
Ιρλανδία	4,7	0,9	-0,4	0,4	1,4	1,6	2,9	0,1	-7,3	-14,2	-31,3
Πορτογαλία	-2,9	-4,3	-2,9	-3	-3,4	-5,9	-4,1	-3,1	-3,6	-10,1	-9,8
Ισπανία	-1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1	2	1,9	-4,5	-11,2	-9,3
Ιταλία	-0,8	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,3	-3,4	-1,6	-2,7	-5,4	-4,6
Βέλγιο	0	0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-2,7	0,1	-0,3	-1,3	-5,8	-4,1
Γερμανία	1,3	-2,8	-3,7	-4	-3,8	-3,3	-1,6	0,2	-0,1	-3,2	-4,3
Γαλλία	-1,5	-1,5	-3,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1
Μέσος όρος ΕΕ	0,6	-1,4	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,5	-0,9	-2,4	-6,9	-6,6
Μέσος όρος ευρωζώνης	0	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,4	-0,7	-2,1	-6,4	-6,2

Πηγή: Eurostat

δημοσιονομικών αποτελεσμάτων και τόκων αφετέρου. Τα Διαγράμματα 3α και 3β δείχνουν την εξέλιξη κατά την τελευταία δεκαετία των δημόσιων δαπανών ως ποσοστό του ΑΕΠ στις υπό εξέταση χώρες, ενώ τα Διαγράμματα 4α και 4β δείχνουν την αντίστοιχη εξέλιξη των κρατικών εσόδων. Τα στοιχεία των έξι υπό μελέτη χωρών μοιράζονται σε δύο διαγράμματα ώστε να είναι ευκολότερη η οπτική ανάλυση των τάσεων, ενώ σε κάθε διάγραμμα προστίθενται και τα στοιχεία για τον μέσο όρο της ευρωζώνης για λόγους ευκολότερης σύγκρισης.

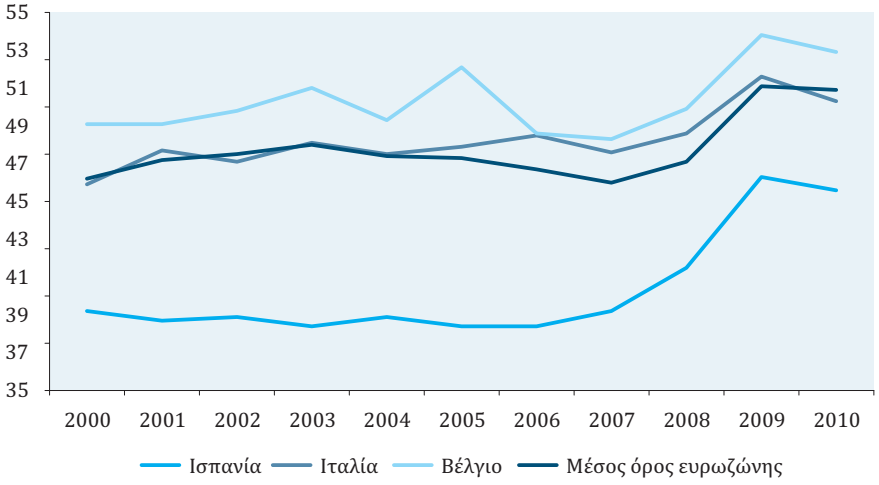
Το πρώτο στοιχείο που φαίνεται με γυμνό μάτι στα Διαγράμματα 3α και 3β είναι ότι οι χώρες του ευρωπαϊκού νότου οι οποίες έχουν βρεθεί στο επίκεντρο της κρίσης είχαν καθ' όλην την προηγούμενη δεκαετία επίπεδα δημόσιων δαπανών απολύτως συμβατά με τον μέσο όρο της ευρωζώνης, κάτι που ισχύει ακόμα και για τις μονίμως ελλειμματικές Ελλάδα και Πορτογαλία. Οι ελληνικές δημόσιες δαπάνες ήταν σταθερά χαμηλότερες των μέσων δαπανών στην ευρωζώνη από το 2001 έως το 2006 και τις ξεπέρασαν το 2007, καθώς άρχισαν να αυξάνονται νωρίτερα και ταχύτερα σε σχέση με τον μέσο όρο. Η χειρότερη απόκλιση παρουσιάζεται στο έτος 2008, με τις δαπάνες της χώρας να υπερβαίνουν τον μέσο όρο κατά 3,5 ποσοστιαίες μονάδες και με την ψαλίδα στη συνέχεια να μειώνεται στις

Διάγραμμα 3α: Δημόσιες δαπάνες προς ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα 3β: Δημόσιες δαπάνες προς ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

2,7 ποσοστιαίες μονάδες το 2009 και να κλείνει εντελώς το 2010. Οι δε πορτογαλικές δημόσιες δαπάνες ήταν χαμηλότερες του μέσου όρου σε όλη τη διάρκεια της δεκαετίας, με τη διαφορά να ανέρχεται μάλιστα στις 4-5 ποσοστιαίες μονάδες κατά τα πρώτα έτη, για να τον ξεπεράσουν για πρώτη φορά μόλις το 2010 και μόλις κατά 0,4 ποσοστιαίες μονάδες. Οι δημόσιες δαπάνες της Ιταλίας πρα-

κτικά ταυτίζονται με τον μέσο όρο της ευρωζώνης, με μόνη εξαίρεση τη μικρή προς τα πάνω απόκλισή τους κατά την τριετία 2006-2008, ενώ η Ισπανία αποτελεί υπόδειγμα δημοσιονομικής πειθαρχίας σε σχέση με την υπόλοιπη ευρωζώνη, ακόμα και μετά την αύξηση των δημόσιων δαπανών της από 39,2% του ΑΕΠ το 2007 σε 45,6% το 2010.

Οι ιρλανδικές δημόσιες δαπάνες διατηρούνται στα εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα του 30-35% του ιρλανδικού ΑΕΠ μέχρι το 2007 και εκτοξεύονται στη συνέχεια υπό το βάρος της διάσωσης του τραπεζικού συστήματος της χώρας, ενώ το Βέλγιο αποτελεί τη μόνη χώρα του δείγματός μας στην οποία οι δαπάνες της γενικής κυβέρνησης ήταν σταθερά υψηλότερες του μέσου όρου της ευρωζώνης, κυμαινόμενες κοντά στο 50% του ΑΕΠ ακόμα και πριν το ξεκίνημα της κρίσης. Η μεγάλη αύξηση των δημόσιων δαπανών των ευρωπαϊκών χωρών λόγω της οικονομικής κρίσης είναι εμφανής και στα δύο διαγράμματα, όπως και οι διαφορές μεταξύ των υπό μελέτη χωρών ως προς τη χρονική στιγμή της αύξησης. Συγκεκριμένα, φαίνεται καθαρά ότι η Ισπανία, η Ιρλανδία και η Ελλάδα είδαν τις δημόσιες δαπάνες τους να αυξάνονται νωρίτερα σε σχέση με τον μέσο όρο, ενώ στην Πορτογαλία οι δαπάνες άρχισαν να αυξάνονται με χρονική υστέρηση ενός έτους. Όσον αφορά το Βέλγιο και την Ιταλία, η χρονική εξέλιξη ταυτίζεται με τον μέσο όρο της ευρωζώνης.

Εξίσου σημαντική είναι και η εξέλιξη των κρατικών εσόδων η οποία παρουσιάζεται στα Διαγράμματα 4α και 4β, ιδίως λόγω του ότι αποκαλύπτει με ξεκάθαρο τρόπο τη ρίζα των μόνιμων δημοσιονομικών προβλημάτων της Ελλάδας και της Πορτογαλίας. Και στις δύο αυτές χώρες, τα κρατικά έσοδα ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι μονίμως χαμηλότερα του μέσου όρου της ευρωζώνης, με τη διαφορά μάλιστα να είναι σημαντική καθώς κυμαίνεται μεταξύ 4-6 ποσοστιαίων μονάδων κατά το μεγαλύτερο μέρος της τελευταίας δεκαετίας. Χαρακτηριστική είναι και η επιμέρους εξέλιξη των κρατικών εσόδων, καθώς στην αρχή της δεκαετίας η Ελλάδα βρίσκεται πολύ πιο κοντά στον μέσο όρο της ευρωζώνης παρά στην Πορτογαλία. Στη συνέχεια οι δύο χώρες διάγουν βίους αντίθετους, με αποτέλεσμα το 2004 τα έσοδα της Πορτογαλίας να είναι κατά 3,2 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερα αυτών της Ελλάδας. Μέχρι το 2008 η ψαλίδα μεταξύ των δύο χωρών θα έχει κλείσει, για να ανοίξει ξανά κατά τη διετία 2009-2010 και να διαμορφωθεί στις δύο περίπου ποσοστιαίες μονάδες. Η τρίτη μονίμως ελλειμματική χώρα του νότου, η Ιταλία, παρουσιάζει και στον τομέα των εσόδων την ίδια σχεδόν αξιο-

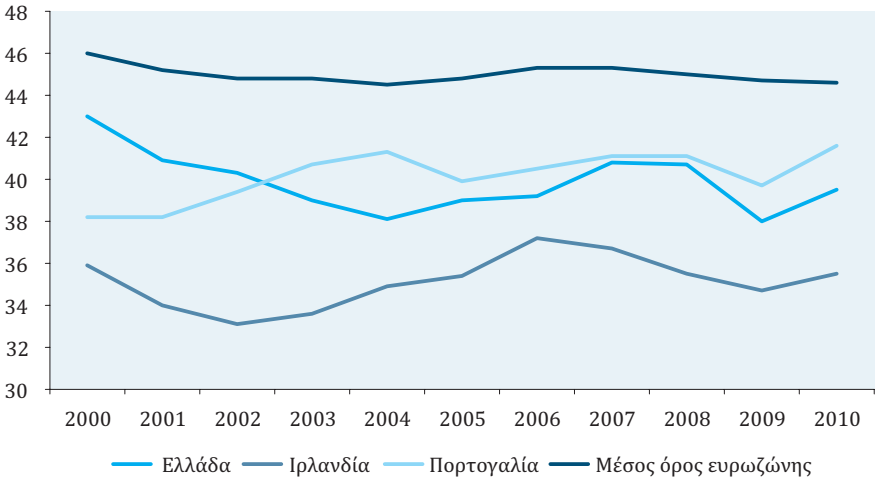
σημείωτη σταθερότητα σε σχέση με τον μέσο όρο της ευρωζώνης, με μία σαφή μάλιστα βελτίωση κατά το δεύτερο μισό της δεκαετίας, ενώ η Ισπανία, της οποίας τα κρατικά έσοδα αυξάνονταν με αργό αλλά σταθερό ρυθμό, αν και από ένα ιδιαιτέρως χαμηλό αρχικό επίπεδο, μέχρι το 2007, είναι η χώρα της οποίας τα έσοδα επλήγησαν περισσότερο από την κρίση.

Για την ακρίβεια, μειώθηκαν από 41,1% του ΑΕΠ το 2007 σε μόλις 35,1% δύο χρόνια αργότερα, κυρίως λόγω της κατάρρευσης της αγοράς ακινήτων η οποία οδήγησε μεταξύ άλλων και στην ταχύτατη αύξηση του ποσοστού ανεργίας.

Παρόμοιες ήταν οι εξελίξεις και στην Ιρλανδία, της οποίας η αγορά ακινήτων κατέρρευσε εξίσου εντυπωσιακά, με τη μείωση των κρατικών εσόδων να είναι όμως κάπως πιο συγκρατημένη, φτάνοντας στο 34,7% του ΑΕΠ το 2009 από 37,2% τρία χρόνια νωρίτερα. Στο Βέλγιο, τέλος, οι υψηλότατες σε σχέση με τον μέσο όρο της ευρωζώνης δημόσιες δαπάνες συνοδεύονταν σταθερά από επίσης υψηλότατα σε σχέση με τον μέσο όρο κρατικά έσοδα οδηγώντας, όπως έχουμε δει, σε σχεδόν μονίμως ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς. Χαρακτηριστικό είναι ότι στο σύνολο της ευρωζώνης τα κρατικά έσοδα δεν μειώθηκαν παρά ελάχιστα ως αποτέλεσμα της κρίσης, πράγμα που σημαίνει ότι τα υψηλά πανευρωπαϊκά ελλείμματα των ετών 2009-2010 οφείλονται κατά κύριο λόγο στην αύξηση των δημόσιων δαπανών. Τα κρατικά έσοδα παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα, ως ποσοστό του ΑΕΠ, στις τρεις μεγαλύτερες οικονομίες της ευρωζώνης, μειώθηκαν όμως σημαντικά το 2009 σε Ελλάδα και Πορτογαλία και κατά την τριετία 2007-2009 σε Ισπανία και Ιρλανδία, συμβάλλοντας έτσι σημαντικά στα υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα των χωρών αυτών.

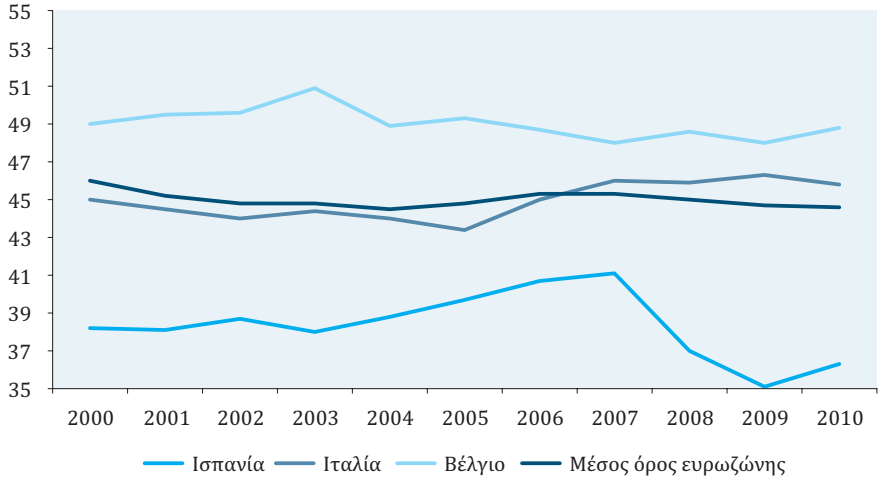
Εξίσου σημαντικό με το εάν τα δημοσιονομικά προβλήματα των χωρών της ευρωζώνης οφείλονται κατά κύριο λόγο στο σκέλος των εσόδων ή των δαπανών, είναι και το εάν τα όποια ελλείμματα προκύπτουν κατά κύριο λόγο πρωτογενώς ή ως αποτέλεσμα της πληρωμής τόκων· εάν, με άλλα λόγια, το συνολικό δημοσιονομικό πρόβλημα μπορεί να αποδοθεί πρωτίστως σε κακή διαχείριση ή στη συσσώρευση τόκων εξυπηρέτησης του προϋπάρχοντος δημόσιου χρέους. Η διάκριση αυτή είναι ακόμα πιο σημαντική σε συνάρτηση με την εξέλιξη του δημόσιου χρέους των υπό μελέτη χωρών η οποία θα παρουσιαστεί στην Ενότητα 4.3, καθώς η μεταβολή του δημόσιου χρέους εξαρτάται από δύο μεγέθη: από το πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα και από τη διαφορά μεταξύ του μεσοσταθμικού επιτοκίου δανεισμού και του ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης της οι-

Διάγραμμα 4α: Κρατικά έσοδα προς ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα 4β: Κρατικά έσοδα προς ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

κονομίας. Με τον προϋπολογισμό πρωτογενώς ισοσκελισμένο, το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώνεται εάν η οικονομία αναπτύσσεται με (ονομαστικό) ρυθμό μεγαλύτερο του επιτοκίου και αντιστρόφως. Σε περίπτωση δε που ο προϋπολογισμός είναι πρωτογενώς πλεονασματικός, το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ μπορεί να μειώνεται ακόμα κι αν το επιτόκιο υπερβαίνει το ρυθμό μεγέ-

Πίνακας 2: Πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ

Πρωτογενή αποτελέσματα προς ΑΕΠ	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ελλάδα	3,6	2	0,7	-0,7	-2,6	-0,7	-1,4	-2	-4,8	-10,6	-5
Ιρλανδία	6,8	2,4	1	1,7	2,5	2,7	3,9	1,1	-6	-12,1	-28,2
Πορτογαλία	0	-1,4	-0,2	-0,4	-0,8	-3,4	-1,4	-0,2	-0,6	-7,3	-6,8
Ισπανία	2,2	2,4	2,2	2,1	1,7	2,8	3,7	3,5	-2,9	-9,4	-7,4
Ιταλία	5,5	3,2	2,7	1,6	1,2	0,3	1,3	3,4	2,5	-0,8	-0,1
Βέλγιο	6,5	6,8	5,6	5,2	4,4	1,5	4,1	3,5	2,5	-2,2	-0,7
Γερμανία	4,5	0,2	-0,7	-1,1	-1	-0,5	1,2	3	2,7	-0,5	-1,8
Γαλλία	1,4	1,5	-0,2	-1,3	-0,9	-0,3	0,3	0	-0,4	-5,1	-4,6
Μέσος όρος ΕΕ	4,2	2	0,6	-0,1	-0,1	0,3	1,2	1,8	0,4	-4,3	-3,9
Μέσος όρος ευρωζώνης	3,8	1,9	0,9	0,2	0,2	0,4	1,5	2,3	0,9	-3,5	-3,4

Πηγή: Eurostat

θυνσης. Όσο μεγαλύτερο είναι το πρωτογενές πλεόνασμα, με άλλα λόγια, τόσο μεγαλύτερη πρέπει να είναι η διαφορά επιτοκίου και ρυθμού μεγέθυνσης ώστε να αυξηθεί το δημόσιο χρέος.

Ο Πίνακας 2 παρουσιάζει την εξέλιξη των πρωτογενών δημοσιονομικών αποτελεσμάτων ως ποσοστού του ΑΕΠ, ενώ στον Πίνακα 3 παρατίθενται τα αντίστοιχα στοιχεία για το ύψος των τόκων εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους. Από τον Πίνακα 2 είναι σαφές ότι η οικονομική ύφεση επέφερε σημαντικά πρωτογενή ελλείμματα στις περισσότερες από τις υπό μελέτη χώρες, με την Ιταλία και το Βέλγιο να είναι οι μόνες χώρες που κατάφεραν να περιορίσουν τα ελλείμματα αυτά σε χαμηλά επίπεδα. Ακόμα και κατά τη χειρότερη χρονιά της ύφεσης, δηλαδή το 2009, το πρωτογενές έλλειμμα της Ιταλίας και του Βελγίου αποτελούσε μόλις το 15% και το 37% αντίστοιχα των συνολικών ελλειμμάτων των δύο αυτών χωρών. Αντιθέτως, κατά το ίδιο έτος, το ποσοστό αυτό ανέρχεται σε 67,5% για την Ελλάδα, σε 86% για την Ιρλανδία, σε 71,5% για την Πορτογαλία και σε 84% για την Ισπανία.

Ειδικά σε ό,τι αφορά την Ελλάδα, το σχετικά χαμηλότερο ποσοστό συμμετοχής του πρωτογενούς στο συνολικό έλλειμμα δεν αντανακλά κάποιο χαμηλότερο ποσοστό πρωτογενούς ελλείμματος, αλλά ένα υψηλότατο ποσοστό πληρωμής

Πίνακας 3: Πληρωμές τόκων ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ

Πληρωμές τόκων προς ΑΕΠ	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ελλάδα	7,4	6,5	5,6	5	4,8	4,6	4,6	4,8	5,1	5,1	5,8
Ιρλανδία	2	1,5	1,3	1,2	1,1	1,1	1	1	1,4	2	3,1
Πορτογαλία	2,9	2,9	2,8	2,7	2,6	2,4	2,7	3	3,1	2,9	3
Ισπανία	3,2	3	2,7	2,4	2	1,8	1,6	1,6	1,6	1,8	1,9
Ιταλία	6,4	6,3	5,7	5,2	4,8	4,7	4,6	4,9	5,1	4,5	4,4
Βέλγιο	6,6	6,5	5,8	5,3	4,8	4,3	4	3,9	3,8	3,7	3,5
Γερμανία	3,2	3,1	2,9	3	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,5
Γαλλία	2,9	3	2,9	2,8	2,8	2,7	2,6	2,7	2,9	2,4	2,4
Μέσος όρος ΕΕ	3,6	3,5	3,2	3	2,8	2,8	2,7	2,7	2,8	2,6	2,7
Μέσος όρος ευρωζώνης	3,9	3,8	3,5	3,3	3,1	3	2,9	3	3	2,9	2,8

Πηγή: Eurostat

τόκων ως προς το ΑΕΠ της χώρας. Το ποσοστό αυτό ήταν υπερδιπλάσιο του μέσου όρου της ΕΕ στην αρχή της δεκαετίας, μειώθηκε στη συνέχεια σε απόλυτους και σε σχετικούς όρους λόγω των χαμηλών επιτοκίων δανεισμού, ως αποτέλεσμα της υιοθέτησης του κοινού νομίσματος και των υψηλών ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης, και άρχισε να αυξάνει ξανά με αποτέλεσμα να είναι, στο τέλος της δεκαετίας, και πάλι υπερδιπλάσιο του ευρωπαϊκού μέσου όρου.

Η χειρότερη δημοσιονομική κατάσταση της Ελλάδας σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες φαίνεται να οφείλεται σε αυτόν το συνδυασμό υψηλότατων δαπανών για τόκους και μόνιμων, μετά το 2002, πρωτογενών ελλειμμάτων, σε αντίθεση για παράδειγμα με την Ιταλία, όπου τα πρωτογενή πλεονάσματα κάλυπταν ένα μέρος των εξίσου υψηλών δαπανών για τόκους. Το ίδιο ισχύει, ποιοτικά, και για την Πορτογαλία, με μόνη διαφορά τη μικρότερη δαπάνη της χώρας αυτής για πληρωμές τόκων λόγω του χαμηλότερου απόλυτου μεγέθους του δημόσιου χρέους της.

Στην Ιρλανδία, όπως και στην Ελλάδα, το πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα μειώθηκε δραματικά από τα επίπεδά του στο ξεκίνημα της δεκαετίας, αν και παρέμεινε θετικό μέχρι το 2008, ενώ το αμελητέο ύψος του δημόσιου χρέους της χώρας συνεπαγόταν μια πολύ μικρή δαπάνη για τόκους, η οποία όμως τριπλασιάστηκε, ως ποσοστό του ΑΕΠ, κατά την περίοδο 2007-2010. Όσον αφορά

το Βέλγιο, είναι σαφές από τους παραπάνω πίνακες ότι το πρωτογενές του πλεόνασμα και οι δαπάνες για τόκους μειώνονταν με παρόμοιο ρυθμό καθ' όλην τη διάρκεια της δεκαετίας, διατηρώντας έτσι το συνολικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα λίγο-πολύ σταθερό.

Πριν περάσουμε στην Ενότητα 4.3, θα ήταν χρήσιμο να αναφερθούμε στις δημοσιονομικές προβλέψεις των επόμενων ετών για τις υπό μελέτη οικονομίες, καθώς και στα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία για την πορεία των βασικών δημοσιονομικών μεγεθών μέσα στο 2011. Ξεκινώντας από την Ελλάδα, οι αρχικές προβλέψεις του προγράμματος σταθεροποίησης ήθελαν το πρωτογενές έλλειμμα να μειώνεται στο 0,4% του ΑΕΠ από σχεδόν 5% το προηγούμενο έτος και το συνολικό έλλειμμα να διαμορφώνεται στο 7,4% του ΑΕΠ, τρεις ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερα σε σχέση με το 2010. Επιπλέον, το πρόγραμμα προβλέπει τη συνέχιση της δημοσιονομικής προσαρμογής τουλάχιστον μέχρι το 2014, οπότε το συνολικό έλλειμμα θα έχει μειωθεί σε επίπεδα χαμηλότερα του 3%, ενώ το πρωτογενές πλεόνασμα θα έχει φτάσει στο πρωτοφανές για τα δεδομένα της χώρας ύψος του 6,1% του ΑΕΠ, ήτοι στα 15 περίπου δισ. ευρώ. Η εντυπωσιακή αυτή προσαρμογή προβλέπεται ότι θα επιτευχθεί μέσω της σχετικά μετριοπαθούς αύξησης των κρατικών εσόδων στο 42,6% του ΑΕΠ μέχρι το 2014, σε συνδυασμό με την καθόλου μετριοπαθή πρόβλεψη περί μείωσης των δημόσιων δαπανών στο 45,2% του ΑΕΠ κατά το ίδιο έτος. Αν και το ποσοστό αυτό είναι συμβατό με το παραδοσιακό, προ της κρίσεως, ύψος των δημόσιων δαπανών στην ελληνική οικονομία, θα πρέπει να ληφθεί υπ' όψιν ότι περιλαμβάνει και τις πληρωμές τόκων οι οποίες προβλέπεται να ανέλθουν στο 8,7% του ΑΕΠ μέχρι το τέλος του προγράμματος σταθεροποίησης. Αυτό σημαίνει φυσικά ότι η προσαρμογή η οποία απαιτείται στην πλευρά των πρωτογενών δαπανών είναι μάλλον εξωπραγματική, με τις εν λόγω δαπάνες να μειώνονται από το 47,6% του ΑΕΠ εν έτει 2009 στο 36,5% του ΑΕΠ το 2014.[2]

Η υπερβολική αισιοδοξία του προγράμματος σταθεροποίησης καθίσταται εμφανής εάν δούμε τα μέχρι στιγμής επίσημα στοιχεία περί της εκτέλεσης του προϋπολογισμού του 2011, τόσο στο επίπεδο της γενικής όσο και σε αυτό της

2. Τα παραπάνω στοιχεία για τις προβλέψεις του προγράμματος σταθεροποίησης της ελληνικής οικονομίας προέρχονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Commission, 2011c).

κεντρικής κυβέρνησης.[3] Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτά, στο τέλος του τρίτου τριμήνου του έτους, το σωρευτικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ανέρχεται ήδη σε 21,8 δισ. ευρώ, είναι δηλαδή κατά 5 δισ. ευρώ υψηλότερο του αρχικού στόχου όπως αυτός είχε διατυπωθεί στην εισηγητική έκθεση του προϋπολογισμού του 2011, ενώ το σωρευτικό πρωτογενές έλλειμμα –το οποίο σύμφωνα με τις προβλέψεις θα έπρεπε να είναι σχεδόν μηδενικό– ανέρχεται περίπου στα δύο τρίτα του συνολικού. Όσον αφορά την κεντρική κυβέρνηση, κατά το πρώτο δεκάμηνο του έτους, αν και οι δαπάνες είναι εντός των στόχων του μεσοπρόθεσμου προγράμματος, τα καθαρά έσοδα του τακτικού προϋπολογισμού είναι χαμηλότερα του στόχου κατά 2,7 δισ. ευρώ. Ως αποτέλεσμα, οι εκτιμήσεις για το τελικό ύψος του ελλείμματος έχουν ήδη μεταβληθεί, προς το χειρότερο πάντοτε, πολλάκις κατά τη διάρκεια του έτους, χωρίς να αποκλείεται πλέον το συνολικό έλλειμμα να ξεπεράσει ακόμα και το 9% του ΑΕΠ.

Οι απαιτήσεις του προγράμματος σταθεροποίησης της Ιρλανδίας δεν είναι πολύ μικρότερες.[4] Σύμφωνα με αυτές, το συνολικό έλλειμμα της χώρας θα διαμορφωθεί φέτος στο 10% και θα μειωθεί στο 2,8% του ΑΕΠ το 2015, ενώ το πρωτογενές έλλειμμα θα μειωθεί από 6,8% φέτος (το 2011) σε 1,5% του ΑΕΠ το 2013 για να αντιστραφεί κατά το επόμενο έτος. Τα φορολογικά έσοδα προβλέπεται ότι θα σηκώσουν όλο σχεδόν το βάρος της δημοσιονομικής προσαρμογής, καθώς θα ανέλθουν στα 44,3 δισ. ευρώ το 2015 από μόλις 34,9 δισ. ευρώ το 2011, αύξηση της τάξεως του 27% μέσα σε μία μόλις τετραετία. Στην Πορτογαλία,[5] ο στόχος του προγράμματος σταθεροποίησης για το φετινό έλλειμμα της χώρας ανέρχεται στο 5,9% του ΑΕΠ, από 9,1% κατά το προηγούμενο έτος, με το όριο του 3% να επιτυγχάνεται το 2013. Το πρωτογενές έλλειμμα αναμένεται να ανέλθει στο 1,7% του ΑΕΠ φέτος, ενώ από τον επόμενο χρόνο οι προϋπολογισμοί θα πρέπει να είναι πρωτογενώς πλεονασματικοί. Όπως και στην περίπτωση της Ελλάδας, οι πρωτογενείς δαπάνες είναι αυτές που θα υποστούν τη μεγάλη προ-

3. Τα στοιχεία για τη γενική κυβέρνηση προέρχονται από τα «Μηνιαία ταμειακά στοιχεία και ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις γενικής κυβέρνησης» για την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2011. Τα στοιχεία για την κεντρική κυβέρνηση προέρχονται από το Δελτίο Εκτέλεσης Προϋπολογισμού του Οκτωβρίου του 2011. Και οι δύο αυτές πηγές είναι διαθέσιμες στην ιστοσελίδα του Υπουργείου Οικονομικών.

4. Βλ. Irish Department of Finance (2011a).

5. Βλ. European Commission (2011b).

σαρμογή, με το επίπεδό τους να μειώνεται από το 47,7% του ΑΕΠ το 2010 στο 39,2% μέχρι το 2015. Τα στοιχεία του πρώτου τριμήνου δείχνουν εντούτοις, σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2010, μια μικρή αύξηση των φορολογικών εσόδων λόγω των φόρων εισοδήματος και περιουσίας, μια πολύ μικρή αύξηση των δημόσιων δαπανών, καθώς η αύξηση των τόκων υπερκαλύπτει τα οφέλη από τις μισθολογικές περικοπές, και το έλλειμμα, συνολικό τε και πρωτογενές, να βρίσκεται πιο κοντά στα επίπεδα του προηγούμενου έτους παρά στους στόχους του παρόντος.[6]

Η σταθεροποίηση των δημοσιονομικών στοιχείων της Ισπανίας έχει παρόμοια χαρακτηριστικά, παρά το γεγονός ότι η χώρα αυτή δεν έχει ενταχθεί ακόμα σε κάποιο πρόγραμμα οικονομικής βοήθειας. Το ισπανικό δημόσιο έλλειμμα προβλέπεται να μειωθεί σε 6% το 2011 και να επανέλθει στα πλαίσια του συμφώνου σταθερότητας το 2013, ενώ πρωτογενές πλεόνασμα θα επιτευχθεί μόλις το 2014, καθώς οι δαπάνες για πληρωμή τόκων αποτελούν πολύ μικρότερο μέρος του συνολικού ελλείμματος της χώρας σε σχέση με τις πρωτογενείς. Ως αποτέλεσμα, οι δαπάνες αυτές θα σηκώσουν και εδώ το κύριο βάρος της προσαρμογής, μειούμενες από το 43,1% του ΑΕΠ το 2010 στο 36,8% το 2014.[7] Κατά το πρώτο επτάμηνο του έτους, το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού διαμορφώθηκε στο 2,1% του ΑΕΠ από 2,4% κατά το αντίστοιχο περυσινό διάστημα, καθώς η σημαντική μείωση των δημόσιων δαπανών υπερκάλυψε τη μείωση των κρατικών εσόδων. Εντούτοις, το έλλειμμα των αυτόνομων περιφερειακών κυβερνήσεων βρίσκεται στο 1,2% του ΑΕΠ μετά τα πρώτα δύο τρίμηνα του έτους, παρουσιάζοντας σημαντική μείωση των εσόδων και μια πολύ μικρή αύξηση των δαπανών.[8]

Στην περίπτωση της Ιταλίας, οι προβλεπόμενες μεταβολές είναι σαφώς πιο μετριοπαθείς, καθώς το δημοσιονομικό πρόβλημα της χώρας είναι μάλλον αμελητέο. Η Ιταλία προβλέπεται να έχει φέτος πρωτογενές πλεόνασμα, ενώ το συνολικό της έλλειμμα θα είναι λίγο υψηλότερο από το όριο του συμφώνου σταθερότητας (3,9%). Το έλλειμμα αυτό, σύμφωνα με τις προβλέψεις της ιταλικής κυβέρνησης, θα μετατραπεί σε πλεόνασμα το 2014, μέσω της αύξησης των φορολογικών εσόδων και χωρίς να περικοπούν οι δημόσιες δαπάνες σε απόλυτους

6. Για τα στοιχεία για το πρώτο τρίμηνο του 2011, βλ. Banco de Portugal (2011).

7. Βλ. Ministerio de Economia y Hacienda (2011a).

8. Βλ. Ministerio de Economia y Hacienda (2011c).

όρους. Το ίδιο ισχύει και για το Βέλγιο, του οποίου ο προϋπολογισμός θα είναι πρωτογενώς ισοσκελισμένος το 2011 και με συνολικό έλλειμμα μικρότερο της Ιταλίας (3,6%). Και για τις δύο αυτές χώρες, ο κίνδυνος είναι υπαρκτός και σημαντικός. Σε καμία περίπτωση όμως δεν προέρχεται από τη δημοσιονομική τους κατάσταση.[9]

4.3 Δημόσιο και ιδιωτικό χρέος

Αν τα δημοσιονομικά ελλείμματα των χωρών της ευρωζώνης, τα οποία προκλήθηκαν από την οικονομική ύφεση, αποτέλεσαν το σπινθήρα της μετατροπής μιας καταρχήν τραπεζικής κρίσης σε κρίση δανεισμού των χωρών της ευρωπαϊκής περιφέρειας, το δημόσιο χρέος των χωρών αυτών αποτέλεσε το πεδίο στο οποίο η κρίση εκδηλώθηκε. Στη διαδικασία αυτή συνετέλεσαν πολλοί παράγοντες. Πρώτον, τα ήδη υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους αρκετών χωρών της ευρωζώνης. Δεύτερον, η αύξηση των επιπέδων αυτών όχι μόνο λόγω των φυσιολογικών –εν καιρώ ύφεσης– δημοσιονομικών ελλειμμάτων, αλλά και λόγω των κρατικών ενισχύσεων προς τα τραπεζικά συστήματα της ευρωζώνης, αύξηση η οποία σε μία τουλάχιστον περίπτωση, σ' αυτή της Ιρλανδίας, υπήρξε καταστροφική, μετατρέποντας μια χώρα με δημόσιο χρέος λιγότερο από το ήμισυ του μέσου όρου της ευρωζώνης σε μια κατ' ουσίαν πτωχευμένη οικονομία η οποία αδυνατούσε να καλύψει τις χρηματοδοτικές της ανάγκες. Τρίτον, η απροθυμία της ΕΚΤ καθώς και της Γερμανίας να ασκήσουν πληθωριστική πολιτική, αλλά και η ακόμα πιο έντονη απροθυμία κάποιας εν μέρει έστω νομισματοποίησης του χρέους. Τέταρτον, το σχετικά μικρό μέγεθος των δευτερογενών αγορών χρέους των περιφερειακών οικονομιών, το οποίο διευκόλυνε την άσκηση πιέσεων στα περιθώρια των επιτοκίων δανεισμού τους, αλλά και την ταχεία μετατροπή αυτών των πιέσεων σε μια τυπική κρίση δανεισμού. Πέμπτον, ο τρόπος αντιμετώπισης του προβλήματος της Ελλάδας, της πρώτης χώρας που εξορίστηκε ουσιαστικά από τις διεθνείς αγορές – αντιμετώπιση η οποία όχι μόνο δεν περιόρισε το πρόβλημα, αλλά στην πραγματικότητα το ενέτεινε.

Εντούτοις, όσο και αν συνετέλεσαν συγκεκριμένοι παράγοντες στην εμφάνιση της κρίσης δανεισμού των περιφερειακών ευρωπαϊκών οικονομιών, εκ των

9. Για τα στοιχεία για την ιταλική και τη βελγική οικονομία, βλ. Ministero dell' Economia e delle Finanze (2011b) και Federal Public Service Finance, αντίστοιχα.

υστέρων φαίνεται ότι τα πράγματα δύσκολα θα μπορούσαν να εξελιχθούν διαφορετικά. Σε περιόδους οξύτατης κρίσης, οι εγγενείς αδυναμίες ενός συστήματος αναδύονται με ένταση, καθώς εκλείπουν πλέον όλα τα στοιχεία τα οποία κάλυπταν και εξωράιζαν τις αδυναμίες αυτές προηγουμένως. Και οι εγγενείς αδυναμίες της νομισματικής ένωσης δεν ήταν λίγες. Η μεγαλύτερη εξ αυτών ήταν φυσικά η ίδια η ιδέα ενός κοινού νομίσματος μεταξύ εντελώς διαφορετικών και άνισα ανεπτυγμένων εθνικών οικονομιών, σε συνδυασμό με μια κεντρική τράπεζα η οποία δεν μπορούσε και δεν ήθελε να ασκήσει νομισματική πολιτική με την παραδοσιακή έννοια του όρου. Όσο η παγκόσμια οικονομία συνέχιζε να αναπτύσσεται ταχύτατα και όσο η ρευστότητα στις διεθνείς αγορές ήταν άπλετη και φθηνή, οι ανισορροπίες που δημιουργούνταν στο εσωτερικό της νομισματικής ένωσης έμεναν κρυμμένες και συσσωρεύονταν κάτω από την επιφάνεια. Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2008 έφερε φυσιολογικά τις ανισορροπίες αυτές στο προσκήνιο με βίαιο τρόπο, καθώς δεν ήταν πλέον καθόλου αυτονόητο ότι οι διάφορες περιφερειακές χώρες της ένωσης θα πρέπει να αντιμετωπίζουν επιτόκια δανεισμού παραπλήσια των γερμανικών μόνο και μόνο επειδή μοιράζονται το ίδιο νόμισμα, αλλά σχεδόν τίποτα άλλο, με τη Γερμανία.

Υπό το πρίσμα αυτό, η σημασία όλων των προαναφερθέντων παραγόντων φαίνεται να μετριάζεται, τουλάχιστον εν μέρει. Τα υψηλά δημόσια χρέη τα οποία αποτέλεσαν την αφορμή της μεταφοράς της κρίσης στο πεδίο του κρατικού δανεισμού, ήταν, σε κάποιον τουλάχιστον βαθμό, συμπτώματα των υφισταμένων ανισορροπιών, ενώ στις περισσότερες των περιπτώσεων, με την εξαίρεση δηλαδή της Ιρλανδίας, υπήρχαν επί δεκαετίες. Η ενίσχυση των ευρωπαϊκών τραπεζικών συστημάτων μπορεί να αποτέλεσε συνειδητή επιλογή των εθνικών κυβερνήσεων, αλλά υπό τις δεδομένες συνθήκες η άρνηση ενίσχυσής τους δύσκολα θα μπορούσε να περιγραφεί ως βιώσιμη εναλλακτική λύση. Ακόμα και αν η χορήγηση των ενισχύσεων αυτών συνοδευόταν από ένα κύμα εθνικοποίησης των ευρωπαϊκών τραπεζικών ιδρυμάτων, κάτι που όντως έγινε σε κάποιες μεμονωμένες περιπτώσεις ατομικών τραπεζών, αυτό δεν θα αναιρούσε την επιβάρυνση που προκλήθηκε στο δημόσιο χρέος των κρατών, αν και μπορεί να περιόριζε κάπως την κερδοσκοπία στις δευτερογενείς αγορές. Η αντιπληθωριστική εμμονή της ΕΚΤ και η θεώρηση της νομισματοποίησης ως πράξης που επιφέρει την οικονομική και ηθική απαξία αποτελούσαν αντικειμενικά δεδομένα για λόγους οι οποίοι, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, δεν είναι μόνο ή πρωτίστως ιδεολογικοί,

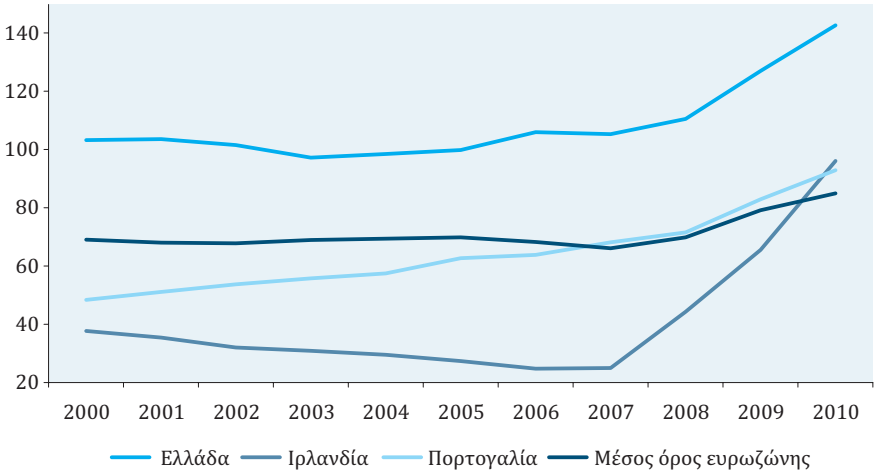
ενώ εξίσου δεδομένα ήταν και τα σχετικά μικρά μεγέθη των περιφερειακών δευτερογενών αγορών. Ο τρόπος αντίδρασης στο ξέσπασμα της κρίσης προφανώς δεν ήταν δεδομένος, και θα μπορούσε θεωρητικά να είναι πολύ διαφορετικός, αλλά η αλήθεια είναι ότι δεν υπάρχει σχεδόν τίποτα στη δομή, στην αντίληψη και στην ιστορική εμπειρία της ΕΕ το οποίο να υποστηρίζει τη θέση ότι η ένωση θα μπορούσε να κινηθεί με ταχύτητα, αποφασιστικότητα και αποτελεσματικότητα προκειμένου να επιλύσει, ή έστω να περιορίσει, μια παγκοσμίων διαστάσεων χρηματοοικονομική κρίση.

Το ότι τα επίπεδα του δημόσιου χρέους των περιφερειακών οικονομιών αποτέλεσαν σύμπτωμα της κρίσης τουλάχιστον στον ίδιο βαθμό στον οποίον αποτέλεσαν και την αφορμή της καθίσταται εμφανές από τα Διαγράμματα 5α και 5β στα οποία παρουσιάζεται η εξέλιξη του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ στις έξι υπό μελέτη χώρες κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας. Ακόμα και οι δύο χώρες με τις κατά τεκμήριο χειρότερες επιδόσεις στη διαχείριση του χρέους τους, δηλαδή η Ελλάδα και η Ιταλία, διατήρησαν σχετικά σταθερό το λόγο χρέους προς ΑΕΠ μέχρι την απαρχή της κρίσης, επιτυγχάνοντας μάλιστα και μειώσεις κάποιες χρονιές. Το χρέος των χωρών αυτών δεν φαίνεται να διεπόταν από κάποια αυξητική τάση η οποία έφερε την καταστροφή όταν ξεπεράστηκε κάποιο ευαίσθητο όριο. Αντιθέτως, είχε μάλλον σταθεροποιηθεί, αν και σε επικίνδυνα επίπεδα, με την καταστροφή να επέρχεται όταν η έλευση της κρίσης οδήγησε στην αποσταθεροποίησή του, κυρίως στην περίπτωση της Ελλάδας.

Η Ελλάδα αποτέλεσε φυσιολογικά τη θρυαλλίδα των κατοπινών εξελίξεων διότι, όπως φαίνεται από τα διαγράμματα και από τα στοιχεία της Ενότητας 4.2 προηγουμένως, ήταν η μόνη από τις αδύναμες οικονομίες της ευρωζώνης η οποία συνδύαζε, στο ξεκίνημα της κρίσης, ένα υψηλό δημόσιο χρέος με ένα υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα, κάτι που οδήγησε φυσιολογικά στην αποσταθεροποίηση της τροχιάς του χρέους. Στην περίπτωση της Ιταλίας, το υψηλότατο δημόσιο χρέος αυξήθηκε δραματικά το 2009 λόγω του υψηλού ελλείμματος και της σημαντικής μείωσης του ΑΕΠ (5,1%), δεν εισήλθε όμως σε εκρηκτική τροχιά λόγω της απουσίας σημαντικών πρωτογενών ελλειμμάτων.

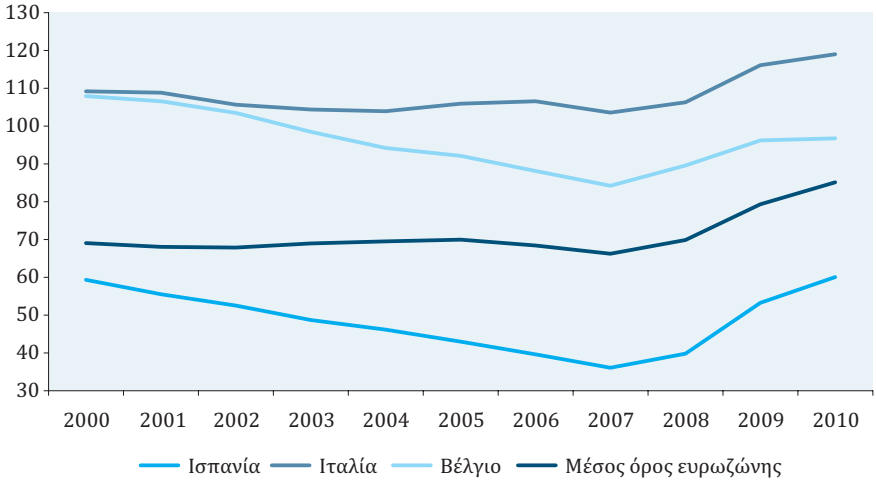
Στην πραγματικότητα, τα πρωτογενή πλεονάσματα της ιταλικής κυβέρνησης κατά τη διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας ήταν και ο βασικός λόγος της σταθερότητας του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, καθώς η οικονομική μεγέθυνση ήταν μάλλον αναιμική. Στην Ελλάδα, αντιθέτως, η σταθερότητα του δημόσιου χρέους

Διάγραμμα 5α: Δημόσιο χρέος προς ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα 5β: Δημόσιο χρέος προς ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

κατά τα προηγούμενα χρόνια οφείλεται στους υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης της ελληνικής οικονομίας, καθώς και στη σταδιακή μείωση των μεσοσταθμικών επιτοκίων τα οποία αντιμετώπιζε το ελληνικό κράτος, που ισοσκέλιζαν την αρνητική επίδραση των πρωτογενών ελλειμμάτων. Και ενώ η ιταλική κυβέρνηση κατόρθωσε να διατηρήσει, ακόμα και εν μέσω ύφεσης, έναν υγιή σε πρωτογενείς όρους προϋπολογισμό, συγκρατώντας έτσι την ανοδική τάση του δημόσιου

χρέους, η ελληνική κυβέρνηση δεν κατόρθωσε να διατηρήσει θετικούς ρυθμούς μεγέθυνσης, με αποτέλεσμα την εκτόξευση του δημοσιονομικού ελλείμματος και την επακόλουθη εκρηκτική εξέλιξη του δημόσιου χρέους.

Η περίπτωση της Πορτογαλίας συνδυάζει τα αρνητικά στοιχεία της Ελλάδας (υψηλά πρωτογενή ελλείμματα) και της Ιταλίας (αναιμική έως μηδενική οικονομική μεγέθυνση), χαρακτηρίζεται όμως από ένα πολύ μικρότερο δημόσιο χρέος. Στην πραγματικότητα, το πορτογαλικό χρέος ανερχόταν σε μόλις 48,5% του ΑΕΠ το 2000, ξεπέρασε το όριο του 60% το 2005 και στο ξεκίνημα της κρίσης ήταν ελάχιστα υψηλότερο του μέσου όρου της ευρωζώνης. Τα δύο παραπάνω αρνητικά στοιχεία είχαν ως συνέπεια να παρουσιάζει αυξητική τάση καθ' όλη τη διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας, αλλά το χαμηλό του ύψος μετρίαζε την ταχύτητα αυτής της τάσης, τουλάχιστον μέχρι την απαρχή της κρίσης, ως αποτέλεσμα της οποίας το χρέος της Πορτογαλίας αυξήθηκε μέσα σε δύο μόλις έτη κατά 21,5 ποσοστιαίες μονάδες, περίπου όσο είχε αυξηθεί σωρευτικά καθ' όλην την προηγούμενη οκταετία.

Όσο για τις υπόλοιπες υπό μελέτη χώρες, είναι προφανές ότι καμία τους δεν συνδύαζε υψηλό χρέος και υψηλό έλλειμμα, για καμία δεν υπήρχε δηλαδή ο κίνδυνος εκρηκτικής ανόδου του δημόσιου χρέους. Το Βέλγιο είναι, όπως η Ελλάδα και η Ιταλία, μια χώρα με παραδοσιακά υψηλό δημόσιο χρέος, όμως το χρέος αυτό μειωνόταν διαρκώς κατά το μεγαλύτερο διάστημα της δεκαετίας λόγω των σημαντικών πρωτογενών πλεονασμάτων και των θετικών, αν και όχι εντυπωσιακών, ρυθμών μεγέθυνσης. Το ίδιο ακριβώς ισχύει για την Ισπανία, με τη διαφορά ότι το δημόσιο χρέος της ήταν εξαιρετικά χαμηλό (μόλις 36,1% του ΑΕΠ το 2007), ενώ τόσο οι πραγματικοί ρυθμοί μεγέθυνσής της όσο και ο πληθωρισμός ήταν κατά κανόνα υψηλότεροι των αντίστοιχων βελγικών μέχρι την έλευση της κρίσης. Η Ιρλανδία, τέλος, όπως και η Ισπανία, ούτε υψηλά ελλείμματα είχε (πρωτογενή ή συνολικά) ούτε υψηλό δημόσιο χρέος, τουλάχιστον μέχρι τη μοιραία στιγμή που η κυβέρνηση της χώρας αποφάσισε να σηκώσει στις πλάτες της το σταυρό των συσσωρευμένων χρεών του ιρλανδικού τραπεζικού συστήματος.

Η οδυνηρή αυτή εμπειρία της Ιρλανδίας, η στιγμιαία δηλαδή υπαγωγή μιας δημοσιονομικά υγιούς οικονομίας σε καθεστώς ουσιαστικής πτώχευσης λόγω της μετατροπής ιδιωτικών χρεών σε δημόσια, αποδεικνύει με χαρακτηριστικό τρόπο τη σημασία του ιδιωτικού χρέους. Το τελευταίο δεν είναι λιγότερο επικίνδυνο από το δημόσιο χρέος, παρά το γεγονός ότι η αρνητική του επίδραση

στην οικονομία δεν λαμβάνει χώρα μέσω των επιτοκίων δανεισμού του δημοσίου και της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων. Στην πραγματικότητα δε, η κρίση την οποία διανύουμε ξεκίνησε ακριβώς ως κρίση ιδιωτικού, κατά κανόνα τραπεζικού, χρέους και οι πρώτες ευρωπαϊκές χώρες που επλήγησαν ήταν, εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου, η Ιρλανδία και η Ισπανία ως αποτέλεσμα του υπερβολικά μοχλευμένου και συνδεδεμένου με την εγχώρια αγορά ακινήτων τραπεζικού τους συστήματος. Όπως έχουμε δει, η δημοσιονομική κατάσταση των χωρών αυτών ήταν αντικειμενικά υγιής και τέθηκε σε κίνδυνο μόνο λόγω της μετάστασης της κρίσης από τον τραπεζικό τομέα στον τομέα του δημόσιου δανεισμού. Η μετάσταση αυτή ήταν άμεση και αυτόματη στην περίπτωση της Ιρλανδίας και πολύ πιο έμμεση στην περίπτωση της Ισπανίας, αλλά αυτό δεν αναιρεί το γεγονός ότι και οι δύο χώρες κινδυνεύουν σήμερα λόγω της ιδιωτικής και όχι της δημόσιας υπερχρέωσής τους.

Αν και η Ιρλανδία και η Ισπανία αποτελούν τα πλέον χαρακτηριστικά παραδείγματα, τα στοιχεία δείχνουν μια γενικότερη αντιστρόφως ανάλογη σχέση μεταξύ δημόσιας και ιδιωτικής υπερχρέωσης, και μάλιστα όχι μόνο στις έξι υπό μελέτη χώρες. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat και την επεξεργασία του ιταλικού Υπουργείου Οικονομικών,[10] το ιδιωτικό χρέος των νοικοκυριών στην Ελλάδα και την Ιταλία ανήλθε το 2010 μόλις στο 49,7% και στο 39,3% του ΑΕΠ αντίστοιχα, τη στιγμή που ο μέσος όρος στα 14 (πλην Λουξεμβούργου) παλαιά κράτη-μέλη της ΕΕ διαμορφώνεται στο 76,4%. Στην αντίθετη πλευρά του φάσματος της υπερχρέωσης, τα αντίστοιχα νούμερα για την Ιρλανδία και την Ισπανία ήταν 104,6% και 83,5% του ΑΕΠ. Τα πορτογαλικά νοικοκυριά είχαν συσσωρεύσει το ίδιο έτος χρέη ίσα με το 96% του ΑΕΠ της χώρας, με το ποσοστό αυτό να παραμένει σχεδόν σταθερό από το 2007, από την εποχή δηλαδή κατά την οποία το μέχρι τότε χαμηλό πορτογαλικό δημόσιο χρέος άρχισε να αυξάνει με ταχύτερους ρυθμούς. Το Βέλγιο, τέλος, το οποίο ανήκει μάλλον στην ομάδα της Ελλάδας και της Ιταλίας από την άποψη του υψηλού –ακόμα και προ της κρίσεως– δημόσιου χρέους, παρουσιάζει ένα ιδιαίτερα χαμηλό ποσοστό χρέους των νοικοκυριών, το οποίο ανέρχεται στο 49,4% του ΑΕΠ. Όσον αφορά τη διαχρονική εξέλιξη του ποσοστού αυτού, η σύγκριση μεταξύ του 1995 και του 2007

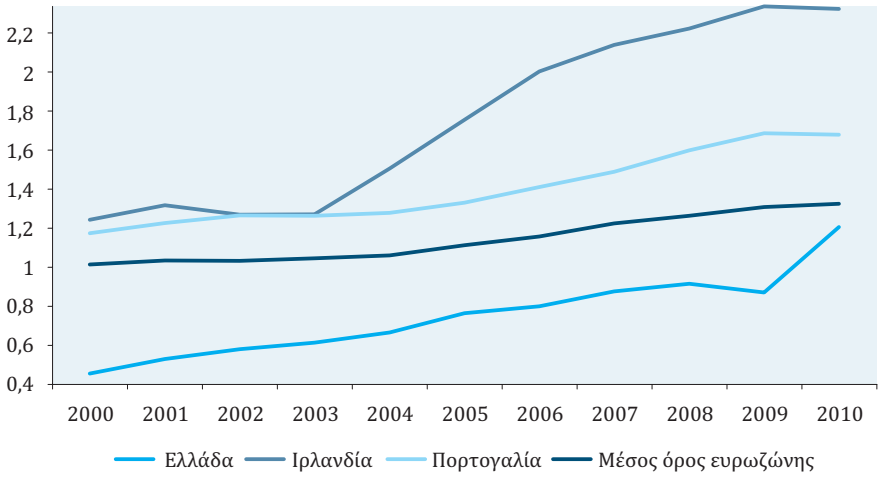
10. Τα εν λόγω στοιχεία παρατίθενται στο Ministero dell' Economia e delle Finanze (2010).

δείχνει μια σαφή και ραγδαία αύξησή του σε όλες τις υπό μελέτη χώρες, με μόνη εξαίρεση το Βέλγιο, όπου η αύξηση δεν ήταν μεγαλύτερη από δέκα ποσοστιαίες μονάδες. Αντιθέτως, το ποσοστό χρέους των νοικοκυριών ως προς το ΑΕΠ υπερδιπλασιάστηκε στην Ισπανία και την Ιταλία, σχεδόν τετραπλασιάστηκε στην Πορτογαλία και οκταπλασιάστηκε στην Ελλάδα, όπου όμως το αρχικό του επίπεδο ήταν εξαιρετικά χαμηλό. Για την Ιρλανδία δεν υπάρχουν στοιχεία για το 1995, αλλά η εκτίμηση ότι το εν λόγω ποσοστό θα πρέπει να αυξήθηκε δραματικά στο συγκεκριμένο μεσοδιάστημα φαίνεται μάλλον ασφαλής.

Παρόμοια και ίσως ακόμα ισχυρότερα συμπεράσματα προκύπτουν και από τα στοιχεία για το ποσοστό χρέους των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων. Το ποσοστό αυτό ανήλθε το 2010 στο 135% του ΑΕΠ στην Ισπανία και στο 138,4% στην Ιρλανδία, αλλά μόλις στο 61,8% του ΑΕΠ στην Ελλάδα και στο 79,9% στην Ιταλία, με τον μέσο όρο των 14 κρατών να διαμορφώνεται στο 111,5%. Η Πορτογαλία είχε το υψηλότερο ποσοστό χρέους του μη χρηματοοικονομικού ιδιωτικού τομέα με 157,3% του ΑΕΠ, ενώ το Βέλγιο βρίσκεται στη δεύτερη θέση με το επίσης εξωπραγματικό 155,1%. Η υπερχρέωση αυτή των βελγικών μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων αποτελεί και τη μοναδική παρέκκλιση στον κανόνα περί αντίστροφης σχέσης δημόσιου και ιδιωτικού χρέους, αν και αξίζει να σημειωθεί ότι το ποσοστό αυτό διπλασιάστηκε μεταξύ 1995 και 2007, παράλληλα με τη ραγδαία αποκλιμάκωση του βελγικού δημόσιου χρέους το οποίο μειώθηκε από το 129,9% στο 84,2% του ΑΕΠ. Κατά το ίδιο χρονικό διάστημα, το εν λόγω ποσοστό τριπλασιάστηκε σε Ισπανία και Πορτογαλία, διπλασιάστηκε στην Ελλάδα και αυξήθηκε κατά σχεδόν 50% στην Ιταλία, ενώ τα στοιχεία για την Ιρλανδία ναι μεν δεν υπάρχουν, δεν είναι όμως δύσκολο να τα φανταστεί κανείς.

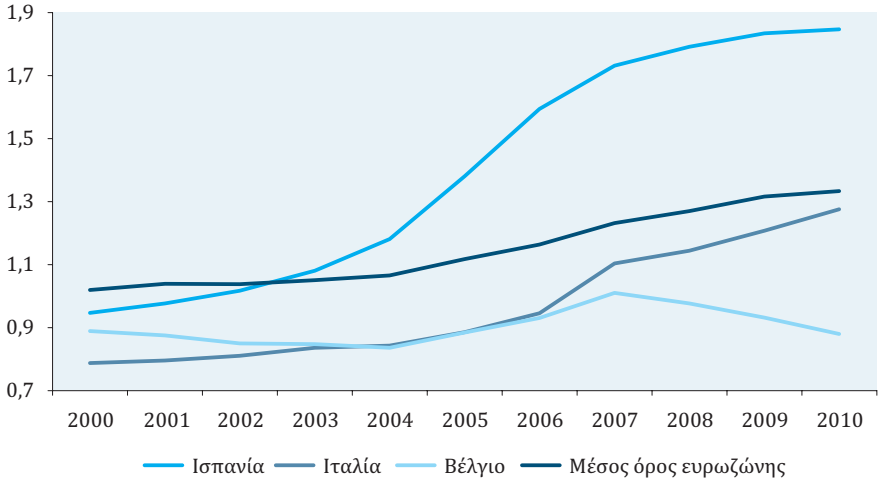
Παρόμοια, από ποιοτικής απόψεως, συμπεράσματα προκύπτουν και από τα Διαγράμματα 6α και 6β, στα οποία παρουσιάζεται η εξέλιξη του συνολικού ύψους των δανείων που δόθηκαν από χρηματοοικονομικά ιδρύματα σε κατοίκους των εν λόγω χωρών ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η τάση είναι ξεκάθαρα ανοδική παντού, αλλά είναι εξωφρενικά ανοδική στην Ιρλανδία και την Ισπανία. Στην πρώτη, ο λόγος δανείων προς ΑΕΠ ήταν ήδη υψηλότερος του μέσου όρου της ευρωζώνης το 2000 για να φτάσει το 2009 στο 235% του ΑΕΠ, ενώ στη δεύτερη το εν λόγω ποσοστό διπλασιάστηκε μέσα σε δέκα χρόνια για να σταθεροποιηθεί, λόγω κρίσης, την τελευταία διετία κοντά στο 185% του ΑΕΠ. Στην περίπτωση της Ιταλίας και της Ελλάδας, η ανοδική τάση είναι ταχύτερη σε σχέση με τον μέσο όρο της

Διάγραμμα 6α: Συνολικό ύψος δανείων προς ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα 6β: Συνολικό ύψος δανείων προς ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

ευρωζώνης, κάτι που υποδηλώνει μια πορεία σύγκλισης για τις δύο αυτές χώρες, παρά το γεγονός ότι ο λόγος δανείων προς το συνολικό ΑΕΠ παραμένει σε επίπεδα χαμηλότερα του μέσου όρου καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας. Όσον αφορά την Ιταλία, ο λόγος αυτός αυξήθηκε από 79% σε 128% του ΑΕΠ μέσα σε δέκα χρόνια, με τη διαφορά από τον μέσο όρο να μειώνεται σωρευτικά από τις 23 στις 5 ποσοστιαίες μονάδες. Στην Ελλάδα, ο ίδιος λόγος αυξήθηκε από το 46%

στο 121% του ΑΕΠ κατά την ίδια χρονική περίοδο, με τη διαφορά από τον μέσο όρο να μειώνεται από τις 56 στις 12 ποσοστιαίες μονάδες.

Εντούτοις, το απότομο κλείσιμο της ψαλίδας κατά το τελευταίο έτος είναι σε κάποιον βαθμό πλασματικό. Στην περίπτωση της Ιταλίας, οφείλεται στο γεγονός ότι ο λόγος δανείων προς το συνολικό ΑΕΠ συνέχισε να αυξάνεται με σταθερούς ρυθμούς κατά τη διετία 2009-2010, σε αντίθεση με το σύνολο σχεδόν των χωρών της ευρωζώνης, όπου ο λόγος αυτός σταμάτησε να αυξάνεται και σταθεροποιήθηκε λόγω της οικονομικής κρίσης. Η αιτία είναι προφανώς ότι το τραπεζικό σύστημα της Ιταλίας δεν αντιμετώπιζε τα προβλήματα των αντίστοιχων συστημάτων των υπολοίπων ευρωπαϊκών χωρών λόγω της μικρότερης μόχλευσής του και της χαμηλότερης έκθεσης σε επικίνδυνα χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Στην Ιταλία, το τραπεζικό σύστημα δεν επλήγη αρχικά ιδιαιτέρως από τη χρηματοπιστωτική κρίση, θα πληγεί όμως αναμφίβολα δι' αντανακλάσεως λόγω της κρίσης χρέους, κάτι που σημαίνει ότι ο περιορισμός του δανεισμού θα εμφανιστεί με κάποια χρονική υστέρηση. Τα παραπάνω ισχύουν λίγο-πολύ και για την Ελλάδα, για έναν μάλιστα επιπλέον λόγο. Ο λόγος αυτός είναι το γεγονός ότι η μεγάλη αύξηση που παρατηρείται το 2010, με το λόγο δανείων προς ΑΕΠ να εκτοξεύεται από το 87% στο 121% του ΑΕΠ μέσα σε ένα μόλις έτος –και μάλιστα εν μέσω έντονης ύφεσης– είναι φυσικά πλασματική. Για την ακρίβεια, οφείλεται στο γεγονός ότι από τον Ιούνιο του 2010 τα πιστωτικά ιδρύματα περιλαμβάνουν πλέον τα μη διαπραγματευόμενα εταιρικά ομόλογα που κατέχουν στην κατηγορία των δανείων και όχι σε αυτήν των χρεογράφων. Σύμφωνα με τη συγκεντρωτική λογιστική κατάσταση των πιστωτικών ιδρυμάτων της Τράπεζας της Ελλάδος, τον Ιούνιο του 2010 τα υπόλοιπα δανείων έναντι μη νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αυξήθηκαν, σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα, κατά περίπου 72 δισ. ευρώ λόγω της παραπάνω μετατροπής, κάτι που εξηγεί και την εκτίναξη του λόγου δανείων προς ΑΕΠ εντός του συγκεκριμένου έτους. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα παραπάνω, δύο συμπεράσματα προκύπτουν. Πρώτον, όπως φαίνεται από τη συγκεντρωτική λογιστική κατάσταση των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, η αύξηση των υπολοίπων δανείων κατά το 2010 οφείλεται εξ ολοκλήρου στην παραπάνω μεταβολή της διάκρισης μεταξύ χρεογράφων και δανείων, κάτι που σημαίνει ότι στην πραγματικότητα ο λόγος δανείων προς ΑΕΠ στην Ελλάδα ουσιαστικά σταθεροποιήθηκε το 2010, παρουσιάζοντας για την ακρίβεια μια μικρή αύξηση. Δεύτερον, φαίνεται ότι τα εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα του λόγου αυτού

κατά το ξεκίνημα της προηγούμενης δεκαετίας οφείλονταν μάλλον σε ζητήματα μέτρησης, καθώς επίσης και ότι τα πραγματικά στοιχεία θα ήταν κατά πάσα πιθανότητα σχεδόν ταυτόσημα με τα αντίστοιχα ιταλικά.

Όσον αφορά την Πορτογαλία και το Βέλγιο, τα στοιχεία για το λόγο δανείων προς ΑΕΠ επιβεβαιώνουν και σε αυτήν την περίπτωση τις παρατηρήσεις περί αντίστροφης σχέσης μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού χρέους στις έξι υπό μελέτη χώρες. Στην Πορτογαλία, ο λόγος αυτός ήταν σταθερά υψηλότερος του μέσου όρου της ευρωζώνης, με την ψαλίδα μάλιστα να ανοίγει, έστω και σε περιορισμένο βαθμό, προς τα τέλη της δεκαετίας, μέχρι να τη σταθεροποιήσει η κρίση στις περίπου 35 ποσοστιαίες μονάδες. Στο δε Βέλγιο, ο λόγος δανείων προς ΑΕΠ υπολείπεται σταθερά του μέσου όρου, κλείνοντας τη δεκαετία στο ίδιο ακριβώς ποσοστό με αυτό που παρουσίαζε εν έτει 2000 (88%) και με την αύξηση η οποία είχε συντελεστεί στο μεσοδιάστημα να είναι εξαιρετικά μικρή, καθώς ο υπό μελέτη λόγος ξεπέρασε το όριο του 100% του ΑΕΠ μόλις μία χρονιά.

Τα στοιχεία για την εξέλιξη της συνολικής χρηματοδότησης της εγχώριας οικονομίας από τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα δεν θα παρουσιαστούν αναλυτικά, διότι είναι ποιοτικώς όμοια των παραπάνω. Αξίζει όμως να αναφερθούν κάποια στοιχεία τα οποία αναφέρονται σε απόλυτα μεγέθη, ώστε να γίνει κατανοητό το μέγεθος της ιδιωτικής υπερχρέωσης στην Ιρλανδία και την Ισπανία, η οποία φαίνεται να αποτελεί την άλλη όψη της δημόσιας υπερχρέωσης της Ελλάδας και της Ιταλίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat, η συνολική χρηματοδότηση της ιρλανδικής οικονομίας από τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα ανήλθε εν έτει 2007 σε 532,8 δισ. ευρώ, ή 281% του ΑΕΠ της χώρας. Την ίδια στιγμή, το ίδιο μέγεθος ανερχόταν σε 276 δισ. για την ελληνική οικονομία, σε 310 δισ. για την πορτογαλική και σε 526 δισ. για τη βελγική, παρά το γεγονός ότι το ιρλανδικό ΑΕΠ υπολειπόταν του ελληνικού κατά 17,6% και του βελγικού κατά 77%, ενώ υπερέβαινε το πορτογαλικό ΑΕΠ κατά μόλις 12%. Επτά μόλις χρόνια νωρίτερα, η συνολική χρηματοδότηση της ιρλανδικής οικονομίας ανερχόταν μόλις στο 43% του αντίστοιχου μεγέθους για το Βέλγιο και στο 92% του αντίστοιχου μεγέθους για την Πορτογαλία, ενώ υπερέβαινε τη συνολική χρηματοδότηση της ελληνικής οικονομίας κατά 25%. Η συνολική χρηματοδότηση της ισπανικής οικονομίας ανερχόταν στο 64% του αντίστοιχου μεγέθους για την ιταλική οικονομία εν έτει 2000, αλλά στο 113% εν έτει 2008, ενώ ο λόγος μεταξύ του ΑΕΠ των δύο χωρών αυξήθηκε πολύ λιγότερο κατά την ίδια οκταετία, συγκεκριμένα από το 53% στο 69%.

Ως αποτέλεσμα, η διαδικασία της απομόχλευσης του ιδιωτικού τομέα είναι πολύ πιο έντονη στις δύο αυτές χώρες, παρά το γεγονός ότι ενδείξεις μιας παρόμοιας διαδικασίας είναι ορατές και στην Ελλάδα, την Πορτογαλία και το Βέλγιο. Η Ιταλία αποτελεί εξαίρεση καθώς, όπως έχουμε δει, η συγκράτηση του δημόσιου χρέους και το σχετικά μικρό ύψος του ιδιωτικού χρέους την έχουν προφυλάξει μέχρι στιγμής από μια τέτοια εξέλιξη, αν και κατά πάσα πιθανότητα δεν θα συνεχίσει να αποτελεί εξαίρεση για πολύ. Σε όλες δε αυτές τις χώρες, η διαδικασία απομόχλευσης του ιδιωτικού τομέα έχει συνοδευτεί από αυξήσεις του δημόσιου χρέους, τόσο λόγω των υψηλότερων ελλειμμάτων όσο και λόγω της ύφεσης ή, στην καλύτερη περίπτωση, της στασιμότητας της οικονομίας, η οποία αποτελεί σε μεγάλο βαθμό συνέπεια αυτής της διαδικασίας.

Η μείωση του χρέους της ιδιωτικής ελληνικής οικονομίας φαίνεται ξεκάθαρα στα πλέον πρόσφατα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος περί της χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτά, η συνολική χρηματοδότηση της ελληνικής ιδιωτικής οικονομίας παρουσιάζει, κατά το πρώτο εννεάμηνο του 2011, μείωση κατά περίπου 2%, ανερχόμενη στα 252,5 δισ. ευρώ έναντι 257,5 δισ. στο τέλος του προηγούμενου έτους. Η μείωση αυτή εμφανίζεται τόσο στις επιχειρήσεις όσο και στα νοικοκυριά, αν και είναι μεγαλύτερη στη δεύτερη περίπτωση όπου ξεπερνάει το 3%, με τα υπόλοιπα καταναλωτικών δανείων να έχουν υποστεί το ισχυρότερο πλήγμα, καθώς έχουν μειωθεί κατά 4% σε σχέση με τον Δεκέμβριο του 2010. Χαρακτηριστικό είναι ότι ακόμα και κατά το 2010, το χειρότερο δηλαδή μέχρι στιγμής έτος της ύφεσης για την ελληνική οικονομία, η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα συνέχισε να αυξάνεται, αν και με πολύ περιορισμένους ρυθμούς. Όσο για τα δάνεια προς κατοίκους εσωτερικού, έχουν παρουσιάσει, κατά το ίδιο χρονικό διάστημα, μείωση της τάξεως του 6,1%, με τα υπόλοιπα δανείων προς πιστωτικά ιδρύματα να έχουν μειωθεί περίπου στο ήμισυ.

Στην περίπτωση του Βελγίου, η συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα μειώθηκε κατά 2,8% σε απόλυτους όρους μεταξύ των ετών 2008-2010, ενώ το συνολικό ύψος των δανείων προς κατοίκους εσωτερικού έχει υποστεί σωρευτική μείωση ίση με 8,2% από το 2007 –όταν διεκόπη για πρώτη φορά η ανοδική του πορεία– μέχρι το 2010. Στην Πορτογαλία, η διαδικασία της απομόχλευσης του ιδιωτικού τομέα βρίσκεται ακόμα στα αρχικά της στάδια, όπως αποδεικνύεται από το γεγονός ότι ο συνολικός δανεισμός του ιδιωτικού τομέα άρχισε να

σταθεροποιείται κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2010 για να αρχίσει να μειώνεται, αν και με ιδιαιτέρως αργούς ρυθμούς, μόλις προς το τέλος του δεύτερου τριμήνου του 2011.[11]

Τέλος, στις περιπτώσεις της Ισπανίας και της Ιρλανδίας, η εν λόγω διαδικασία ξεκίνησε πολύ νωρίτερα απ' ό,τι στις υπόλοιπες χώρες λόγω της βίαιης διόρθωσης των ανισορροπιών οι οποίες είχαν δημιουργηθεί στις αγορές ακινήτων – και, σύμφωνα με τα νεότερα στοιχεία, συνεχίζεται ακόμα. Όσον αφορά την Ισπανία, η χρηματοδότηση του μη χρηματοοικονομικού ιδιωτικού τομέα σημείωσε μείωση κατά 1,3% τον Ιούλιο του 2011 σε ετήσια βάση, με τα επιμέρους ποσοστά μείωσης να ανέρχονται σε 1,7% και 0,9% για τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις αντίστοιχα. Χαρακτηριστική μείωση έχει υποστεί η χρηματοδότηση προς τις επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται στην αγορά ακινήτων και η οποία ανήλθε τον Μάρτιο του 2011 σε ετήσια βάση σε 3,15%, ενώ είχε ήδη μειωθεί κατά 0,43% μεταξύ Μαρτίου 2009 και Μαρτίου 2010. Ακόμα πιο χαρακτηριστική είναι η μείωση της χρηματοδότησης προς τον κατασκευαστικό τομέα, η οποία ανήλθε σε 13,28% για το έτος που έληξε τον Μάρτιο του 2011, ενώ είχε ανέλθει σε 11,88% και για το αμέσως προηγούμενο έτος. Όσον αφορά την Ιρλανδία, η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων του μη χρηματοοικονομικού τομέα μειώθηκε τον Ιούνιο του 2011 σε ετήσια βάση κατά 4,4%, παρουσιάζοντας αρνητική ροή της τάξεως των 5,2 δισ. ευρώ, το ένα τρίτο εκ των οποίων προέρχεται από τον κατασκευαστικό τομέα και τις επιχειρήσεις της αγοράς ακινήτων. Ταυτόχρονα, η χρηματοδότηση του μεταποιητικού τομέα, η οποία βαίνει διαρκώς μειούμενη από το δεύτερο τρίμηνο του2009, μειώθηκε σε ετήσια βάση κατά 9,8% για το σύνολο των επιχειρήσεων του κλάδου και κατά 10,6% για τις μικρού και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις. Η δε χρηματοδότηση των νοικοκυριών μειώθηκε κατά 3,1% σε ετήσια βάση, με τα ποσοστά μείωσης να ανέρχονται σε 2,2% για τα στεγαστικά δάνεια και σε 6,3% για τη λοιπή χρηματοδότηση.[12]

---

11. Βλ. Banco de Portugal (2011). Τα στοιχεία για το Βέλγιο προέρχονται από τη Eurostat.

12. Τα στοιχεία για την ισπανική οικονομία προέρχονται από τα Ministerio de Economia y Hacienda (2011c) και (2011b). Τα στοιχεία για την Ιρλανδία προέρχονται από τα Central Bank of Ireland (2011a) και (2011b).

4.4 Οικονομική δραστηριότητα και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

Στο βαθμό που, όπως έχουμε υποστηρίξει, η σταδιακή υπερχρέωση των περιφερειακών οικονομιών της ευρωζώνης, δημόσια ή ιδιωτική, αποτελεί σύμπτωμα γενικότερων ανισορροπιών μεταξύ των μελών της νομισματικής ένωσης, η πηγή των ανισορροπιών αυτών θα πρέπει να αναζητηθεί στα δεδομένα και τις εξελίξεις που έλαβαν χώρα στον πραγματικό τομέα της οικονομίας. Αυτός είναι ο σκοπός της Ενότητας 4.4, με την οποία θα κλείσει ο κύκλος της ανάλυσης των οικονομικών στοιχείων της τελευταίας δεκαετίας και μέσω της οποίας θα καταστεί δυνατή η διατύπωση μιας συνολικής ερμηνείας της σημερινής κατάστασης των χωρών αυτών. Η ερμηνεία αυτή θα περιγραφεί στα πλαίσια της Ενότητας 4.5, αφού πρώτα παρουσιαστούν και συζητηθούν τα στοιχεία που αναφέρονται στην εξέλιξη της γενικότερης οικονομικής δραστηριότητας, με έμφαση στον κρίσιμο τομέα των εξωτερικών οικονομικών σχέσεων.

Ο βασικός οικονομικός και πολιτικός στόχος των οικονομιών του ευρωπαϊκού νότου από το ξεκίνημα της προηγούμενης δεκαετίας ήταν η σταδιακή προσέγγιση του επιπέδου οικονομικής ευμάρειας των παραδοσιακά πλουσιότερων βόρειων χωρών της ηπείρου. Μετά από μία δεκαετία, τα στοιχεία δεν είναι απολύτως σαφή ως προς το εάν ο στόχος αυτός ήταν εφικτός. Θα πρέπει βέβαια να σημειωθεί ότι η πραγματική σύγκλιση των ευρωπαϊκών οικονομιών δεν θα μπορούσε να επιτευχθεί, ακόμα και υπό τις ευνοϊκότερες δυνατές συνθήκες, μέσα σε ένα τόσο μικρό χρονικό διάστημα. Εντούτοις, τα στοιχεία δείχνουν ότι σε κάποιες περιπτώσεις η διαδικασία σύγκλισης δεν ξεκίνησε καν, ενώ στις περιπτώσεις όπου πράγματι ξεκίνησε φαίνεται να έχει όχι απλώς διακοπεί, αλλά αντιστραφεί πλήρως ως αποτέλεσμα της πρόσφατης κρίσης. Και ενώ η κρίση θα μπορούσε να θεωρηθεί ως μια απρόσμενη διαταραχή η οποία διέκοψε την εγγενή, φυσική ροή των πραγμάτων, η αντίληψη αυτή δεν εξηγεί το γιατί επλήγησαν σε μεγαλύτερο βαθμό ακριβώς αυτές οι χώρες οι οποίες συνέκλιναν με τους πλουσιότερους εταίρους τους.

Μεταξύ των υπό μελέτη χωρών, στην κατηγορία αυτή ανήκουν προφανώς η Ελλάδα και η Ισπανία. Και οι δύο αυτές χώρες παρουσίαζαν κατά το μεγαλύτερο μέρος της προηγούμενης δεκαετίας υψηλότερους ρυθμούς μεγέθυνσης του ΑΕΠ και μεγαλύτερους ρυθμούς αύξησης της ακαθάριστης επένδυσης σε σχέση με τον μέσο όρο της ευρωζώνης. Στην Ελλάδα δε, αν και όχι στην Ισπανία, σαφώς υψηλότεροι του μέσου όρου ήταν κατά κανόνα και οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής της

Πίνακας 4: Ρυθμός μεταβολής παραγωγικότητας

Ρυθμός μεταβολής παραγωγικότητας	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ελλάδα	3,9	4	1,7	4,9	2,9	1,3	-1,2	4	0,8	2,6	-6,1
Ιρλανδία	5,2	2,8	5,7	4,1	1,3	1,9	1,5	2,5	-0,4	3,9	-4
Πορτογαλία	4,4	-0,1	0,2	1,1	0,4	1,7	0,6	4,1	-1,5	1,6	3,2
Ισπανία	0,1	0,7	0,6	0,9	0,7	0,8	0,8	1,7	0,6	2,7	1,6
Ιταλία	2,5	0,8	-0,6	-1,2	1,1	0,5	0,3	0,1	-0,9	-2	1,7
Βέλγιο	3,9	-2,6	1,3	1,1	3,9	-0,7	1,4	1,7	-1,2	-1,3	1,4
Γερμανία	2,6	1,8	1,5	1,2	0,6	1,4	3	1	-0,2	-2,3	1
Γαλλία	3,4	0,9	3	1,1	0,5	1,5	2,8	-0,5	-0,9	-1,2	0,8
Μέσος όρος ευρωζώνης		1	1,2	0,8	1,1	1,2	1,7	1,2	-0,2	-0,8	1,2

Πηγή: ΟΟΣΑ

παραγωγικότητας (Πίνακας 4). Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, οι δύο χώρες είχαν πράγματι μπει σε τροχιά σύγκλισης με τις χώρες του ευρωπαϊκού βορρά. Το ελληνικό ΑΕΠ, μετρώμενο σε σταθερές τιμές και σε ισοτιμία αγοραστικής δύναμης και εκφρασμένο ως ποσοστό του ΑΕΠ της ΕΕ, αυξήθηκε από 78% σε 94,3% μεταξύ των ετών 2000-2009 για να υποχωρήσει το 2010 στο 93,6%. Το ισπανικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά την ίδια περίοδο από 84,4% σε 94,4% για να υποχωρήσει το 2010 στα επίπεδα του 93,2%.

Όμως, τα επιτεύγματα των δύο μεσογειακών χωρών φαίνονται λιγότερο σημαντικά και η αρνητική επίδραση της κρίσης αρκετά ισχυρότερη, εάν στραφούμε στα κατά κεφαλήν μεγέθη. Σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ για το κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε σταθερές τιμές και σε ισοτιμία αγοραστικής δύναμης, η διαδικασία σύγκλισης των δύο χωρών διεκόπη το 2007 και δείχνει τάσης αντιστροφής κατά τα τελευταία έτη της δεκαετίας. Εκφρασμένο σε δολάρια ΗΠΑ, το ελληνικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ αυξήθηκε από τις 20,3 στις 26,3 χιλιάδες μεταξύ 2000 και 2007, για να υποχωρήσει στη συνέχεια στις 24,2 χιλιάδες το 2010. Το ισπανικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ αυξήθηκε κατά την ίδια αρχική περίοδο από τις 25,1 στις 28,5 χιλιάδες δολάρια, για να υποχωρήσει στο τέλος της δεκαετίας στις 26,9 χιλιάδες. Ο μέσος όρος της ευρωζώνης επίσης επλήγη από την κρίση, σε μικρότερο όμως βαθμό, με το μέσο κατά κεφαλήν ΑΕΠ να διαμορφώνεται στις 29,9 χιλιάδες δολά-

ρια το 2010, από 30,9 χιλιάδες το 2007 και 28 χιλιάδες το 2000. Ακόμα χειρότερα είναι τα στοιχεία που αναφέρονται όχι στο κατά κεφαλήν ΑΕΠ, αλλά στο κατά κεφαλήν καθαρό εθνικό εισόδημα, σύμφωνα με τα οποία η Ελλάδα έχει απολέσει, λόγω της κρίσης, το μεγαλύτερο μέρος και η Ισπανία σχεδόν το σύνολο των αυξήσεων των προηγούμενων ετών.

Ακόμα και κατά τη διάρκεια της ευτυχισμένης εκείνης περιόδου η οποία χαρακτηριζόταν από τη σύγκλιση των δύο οικονομιών, δεν ήταν όλα τα στοιχεία ευνοϊκά. Κατά πρώτον λόγο, η Ισπανία και η Ελλάδα αντιμετώπιζαν παραδοσιακά τα μεγαλύτερα ποσοστά ανεργίας μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, κάτι που συνέχιζε να ισχύει ακόμα και όταν οι ρυθμοί μεγέθυνσης των εν λόγω οικονομιών ήταν υπερδιπλάσιοι του μέσου όρου της ευρωζώνης. Σε όλη τη διάρκεια της δεκαετίας, το ποσοστό ανεργίας δεν έπεσε ποτέ κάτω από το 8,3% στην Ισπανία και κάτω από το 7,7% στην Ελλάδα, με τα ποσοστά να είναι συνήθως πολύ μεγαλύτερα και ειδικά στην Ισπανία σχεδόν πάντοτε διψήφια. Η χρόνια αυτή αδυναμία των δύο οικονομιών να απορροφήσουν το σύνολο, ή έστω ένα αρκετά μεγάλο μέρος, του εργατικού τους δυναμικού καθιστά ακόμα πιο οδυνηρή την οικονομική κρίση, στα πλαίσια της οποίας το ποσοστό ανεργίας έχει ξεπεράσει το 20% στην Ισπανία και το 16% στην Ελλάδα. Δεύτερον, η ταχύτερη από τον μέσο όρο ανάπτυξη των δύο αυτών χωρών κατά τα προηγούμενα χρόνια δεν αντανακλάται σε κάποια ανάλογη αύξηση της βιομηχανικής τους παραγωγής. Η προστιθέμενη αξία της μεταποίησης σε σχέση με το ΑΕΠ μειώθηκε στην Ισπανία από το 16% στο 12% μεταξύ των ετών 2000 και 2008 και σε επίπεδα ολοένα χαμηλότερα του ευρωπαϊκού μέσου όρου κατά το δεύτερο μισό της παραπάνω περιόδου, ενώ στην Ελλάδα κυμαινόταν στα δραματικά χαμηλά επίπεδα του 7,4%-7,6% κατά την περίοδο 2003-2007 για την οποία η Eurostat δίνει στοιχεία.

Ο δε ρυθμός μεταβολής της βιομηχανικής παραγωγής, όπως φαίνεται και από τον Πίνακα 5, όχι μόνο δεν διέφερε σημαντικά από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο αλλά, επιπλέον, ήταν κατά κανόνα χαμηλότερός του και στις δύο χώρες. Τρίτον, όπως φαίνεται στον επόμενο πίνακα, η ελληνική και η ισπανική οικονομία χαρακτηρίζονταν από σχετικά υψηλούς ρυθμούς μεταβολής των τιμών. Μέχρι την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης, ο πληθωρισμός ήταν και στις δύο χώρες σταθερά υψηλότερος τόσο σε σχέση με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο όσο και σε σχέση με τις υπόλοιπες υπό μελέτη χώρες. Ειδικά σε ό,τι αφορά την Ελλάδα, ο πληθωρισμός μειώθηκε το 2009 λιγότερο απ' ό,τι σε οποιαδήποτε άλλη χώρα της ευρωζώνης,

Πίνακας 5: Ρυθμός μεταβολής βιομηχανικής παραγωγής

Ρυθμός μεταβολής βιομηχανικής παραγωγής	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ελλάδα	7,22	-1,82	0,81	0,32	0,95	-0,78	0,63	1,98	-0,26	-9,70	-5,83
Ιρλανδία	14,29	11,02	8,17	5,65	1,24	3,97	3,05	5,24	-2,17	-4,46	7,52
Πορτογαλία	0,46	3,14	-1,07	-1,04	-4,15	-3,49	3,05	-0,04	-4,04	-8,35	1,66
Ισπανία	4,42	-1,51	0,17	1,38	1,60	0,66	3,88	2,08	-7,26	-15,84	0,84
Ιταλία	4,23	-1,26	-1,33	-0,70	-0,22	-0,66	3,58	1,77	-3,51	-18,79	6,37
Βέλγιο	5,35	-1,01	1,58	0,85	3,38	-0,46	5,03	2,84	-1,11	-12,86	7,13
Γερμανία	5,04	0,38	-1,13	0,29	3,06	3,80	6,17	6,90	0,22	-17,29	11,59
Γαλλία	3,22	0,91	-1,29	-1,06	2,05	0,02	0,61	1,37	-2,43	-12,57	5,42
Μέσος όρος ΕΕ	4,60	0,30	-0,16	0,58	2,42	1,51	4,05	3,68	-1,63	-13,55	6,80
Μέσος όρος ευρωζώνης	4,49	0,39	-0,07	0,29	2,20	1,56	4,20	3,87	-1,60	-14,76	7,46

Πηγή: ΟΟΣΑ

για να επιστρέψει δριμύτερος το 2010, σε επίπεδα μάλιστα υψηλότερα των προηγουμένων παρά τη βαθιά ύφεση στην οποία είχε εισέλθει η ελληνική οικονομία. Όπως θα δούμε στη συνέχεια της παρούσας ενότητας, ο υψηλός πληθωρισμός στην Ελλάδα και την Ισπανία δεν επέδρασε αρνητικά μόνο στην αγοραστική δύναμη του πληθυσμού, αλλά συνέβαλε και αυτός στις εντυπωσιακά αρνητικές επιδόσεις και των δύο χωρών στο πεδίο του εξωτερικού εμπορίου.

Όσο για τις χώρες στις οποίες η διαδικασία σύγκλισης δεν ξεκίνησε ποτέ, στην κατηγορία αυτή ανήκουν αναμφίβολα η Ιταλία και η Πορτογαλία, για τις οποίες η προηγούμενη δεκαετία ήταν μάλλον χαμένη. Η Ιταλία βέβαια ήταν και συνεχίζει να είναι η τρίτη μεγαλύτερη οικονομία της ευρωζώνης –με μια ισχυρή βιομηχανική βάση στις βόρειες περιφέρειες– και μια αναμφίβολα πλούσια χώρα, οπότε ίσως δεν θα έπρεπε να τεθεί στην ίδια κατηγορία με χώρες σαφώς φτωχότερες οι οποίες θα επιθυμούσαν να συγκλίνουν στο δικό της επίπεδο. Εντούτοις, αν για την Πορτογαλία η προηγούμενη δεκαετία σημαδεύτηκε από την αποτυχία της σύγκλισης προς τον μέσο όρο της ευρωζώνης, για την Ιταλία ήταν μια δεκαετία καθαρής απόκλισης. Ο ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ μειώθηκε από 3,7% το 2000 σε 1,9% το 2001 για να μηδενιστεί κατά τα δύο επόμενα έτη, υπερέβη το 2% μόνο μία χρονιά μέχρι το τέλος της δεκαετίας και ήταν σταθερά

Πίνακας 6: Πληθωρισμός

Πληθωρισμός	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ελλάδα	2,9	3,7	3,9	3,4	3	3,5	3,3	3	4,2	1,3	4,7
Ιρλανδία	5,3	4	4,7	4	2,3	2,2	2,7	2,9	3,1	-1,7	-1,6
Πορτογαλία	2,8	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3	2,4	2,7	-0,9	1,4
Ισπανία	3,5	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,2	2
Ιταλία	2,6	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2	2	3,5	0,8	1,6
Βέλγιο	2,7	2,4	1,6	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0	2,3
Γερμανία	1,4	1,9	1,4	1	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,2
Γαλλία	1,8	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7
Μέσος όρος ΕΕ	1,9	2,2	2,1	2	2	2,2	2,2	2,3	3,7	1	2,1
Μέσος όρος ευρωζώνης	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6

Πηγή: Eurostat

χαμηλότερος του μέσου όρου της ευρωζώνης. Ο ρυθμός μεταβολής της παραγωγικότητας ήταν αρνητικός τη διετία 2002-2003 και σχεδόν μηδενικός την τριετία 2005-2007, πριν υποχωρήσει ξανά υπό το μηδέν ως αποτέλεσμα της κρίσης, ενώ ο ρυθμός μεταβολής της βιομηχανικής παραγωγής σημείωσε αρνητικό πρόσημο σε επτά από τα έντεκα έτη της περιόδου 2000-2010. Ως εκ τούτου, το ΑΕΠ σε όρους ισοτιμίας αγοραστικής δύναμης αυξήθηκε μεν από το 94% στο 105,2% του μέσου όρου της ΕΕ, σε κατά κεφαλήν όμως όρους μειώθηκε από 27,7 χιλιάδες δολάρια ΗΠΑ το 2000 σε 26,7 χιλιάδες το 2010, επιδεικνύοντας στασιμότητα ακόμα και προ της εμφάνισης της οικονομικής κρίσης. Το δε καθαρό εθνικό εισόδημα, πάντα σε σταθερές τιμές και σε όρους ισοτιμίας αγοραστικής δύναμης, ανερχόταν σε 23,4 χιλιάδες δολάρια το 2000, αλλά σε μόλις 21,8 χιλιάδες το 2010, ενώ σε κανένα σημείο της ενδιάμεσης δεκαετίας δεν ξεπέρασε τις 24 χιλιάδες.

Εξίσου απογοητευτική ήταν και η πορεία της πορτογαλικής οικονομίας, η οποία δεν κατόρθωσε να μειώσει ούτε κατ' ελάχιστον την απόσταση που την χώριζε από τα πλουσιότερα κράτη-μέλη. Το ΑΕΠ της χώρας ισοδυναμούσε με το 80,5% του μέσου όρου της ΕΕ το 2000, αυξήθηκε σταδιακά στο 85% μέχρι το 2004, για να υποχωρήσει στη συνέχεια, διαμορφούμενο τελικά στο 82,2% στο τέλος της δεκαετίας. Στη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας (2001-2010), το

κατά κεφαλήν ΑΕΠ, σε σταθερές τιμές και σε όρους ισοτιμίας αγοραστικής δύναμης, αυξήθηκε σωρευτικά μόλις κατά 2,73%, ενώ το κατά κεφαλήν καθαρό εθνικό εισόδημα παρέμεινε κατ' ουσίαν στάσιμο, σημειώνοντας σωρευτική αύξηση της τάξεως του 0,6%. Οι ρυθμοί μεγέθυνσης κατέρρευσαν μετά το 2000 σε επίπεδα στασιμότητας και δεν ξεπέρασαν ποτέ τον μέσο όρο της ευρωζώνης, με μόνη εξαίρεση το καταστροφικό έτος 2009, όταν η ύφεση ήταν στην Πορτογαλία λιγότερο βαθιά σε σχέση με τα υπόλοιπα κράτη-μέλη. Η ίδια εικόνα στασιμότητας και εν μέρει υποχώρησης προκύπτει και από τα στοιχεία για την εξέλιξη της παραγωγικότητας και της βιομηχανικής παραγωγής της χώρας τα οποία παρουσιάζονται παραπάνω και τα οποία είναι από μόνα τους εύγλωττα.

Υπό το πρίσμα της σύγκλισης, είναι ξεκάθαρο ότι η Ιρλανδία και το Βέλγιο δεν ανήκουν στην ίδια κατηγορία με τους τέσσερις Νοτιοευρωπαίους εταίρους τους. Το κατά κεφαλήν ΑΕΠ και των δυο αυτών χωρών ήταν και παρέμεινε υψηλότερο του μέσου όρου, με τη σχετική απόσταση να παραμένει σταθερή καθ' όλη τη δεκαετία στην περίπτωση του Βελγίου και να παρουσιάζει σαφείς αυξητικές τάσεις, τουλάχιστον μέχρι και το 2007, στην περίπτωση της Ιρλανδίας. Στο Βέλγιο, οι ρυθμοί μεταβολής της παραγωγικότητας, της βιομηχανικής παραγωγής και του πραγματικού ΑΕΠ κινούνται λίγο-πολύ παράλληλα με τον μέσο όρο της ευρωζώνης, αν και με κατά κανόνα μεγαλύτερες διακυμάνσεις, ενώ στην Ιρλανδία είναι κατά κανόνα υψηλότεροι. Εντούτοις, από τα πρώτα κιόλας χρόνια της δεκαετίας, η εξέλιξη της ιρλανδικής παραγωγικότητας, αλλά και της βιομηχανικής παραγωγής, φαίνεται να συγκλίνει ταχύτατα προς τον μέσο όρο της ευρωζώνης, ενώ ο ρυθμός μεταβολής της ακαθάριστης επένδυσης καταρρέει το 2007, σημειώνει αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής πολύ μεγαλύτερους, σε απόλυτους όρους, από τον μέσο όρο και διατηρεί το αρνητικό του πρόσημο για τέσσερα συναπτά έτη, κάτι που αποτελεί μοναδικό φαινόμενο μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης.

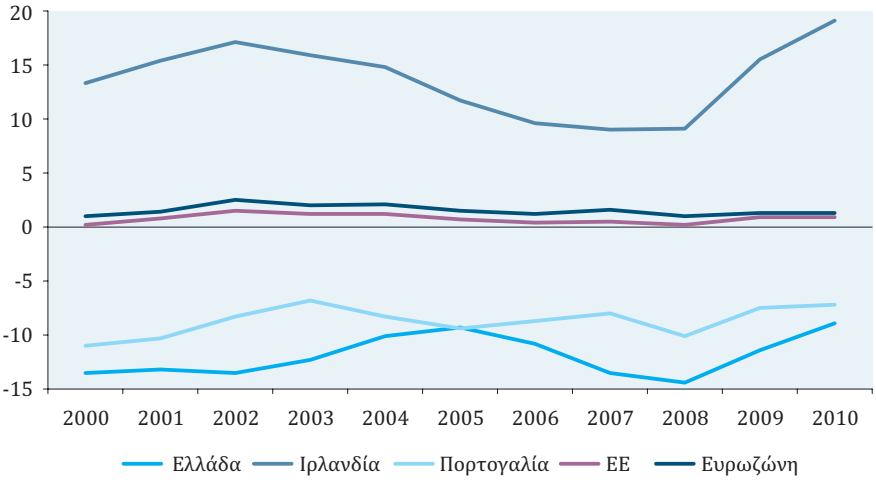
Στη βάση των στοιχείων που έχουν παρουσιαστεί μέχρι στιγμής, η κοινή κακοδαιμονία των περιφερειακών ευρωπαϊκών χωρών είναι μάλλον δυσερμήνευτη. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, οι μεταξύ τους διαφορές φαίνεται να είναι περισσότερες και σημαντικότερες από τις όποιες ομοιότητες. Κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, η Ελλάδα και η Ισπανία συνέκλιναν προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, η Ιταλία και η Πορτογαλία απέκλιναν, ή τουλάχιστον δεν κατόρθωσαν να μειώσουν την απόσταση, ενώ η Ιρλανδία και το Βέλγιο βρίσκονταν –και βρίσκονται ακόμα, σε όρους εισοδήματος– στην άλλη πλευρά του φάσματος. Ο

ιδιωτικός δανεισμός αυξήθηκε ραγδαία και έφτασε σε δυσθεώρητα ύψη στην Ιρλανδία και την Ισπανία, αυξήθηκε λιγότερο ραγδαία αλλά παρέμεινε σε σχετικά μετριοπαθή επίπεδα στην Ιταλία και την Ελλάδα, ενώ οι περιπτώσεις της Πορτογαλίας και κυρίως του Βελγίου, όπως είδαμε, παρουσιάζουν ιδιαιτερότητες. Το δημόσιο χρέος ήταν και παρέμεινε υψηλό στην Ελλάδα και την Ιταλία, ήταν υψηλό αλλά με σαφείς καθοδικές τάσεις στο Βέλγιο, ήταν χαμηλό αλλά με σαφείς ανοδικές τάσεις στην Πορτογαλία, ενώ δεν αποτέλεσε ποτέ, μέχρι την κρίση, ουσιαστικό πρόβλημα για την Ιρλανδία και δεν θα έπρεπε να αποτελεί ουσιαστικό πρόβλημα ούτε και σήμερα για την Ισπανία. Τα δε πρωτογενή δημοσιονομικά αποτελέσματα ήταν σχεδόν μονίμως ελλειμματικά στην Ελλάδα και την Πορτογαλία, αλλά όχι και στις υπόλοιπες υπό μελέτη χώρες.

Ως εκ τούτου, οποιαδήποτε ομαδοποίηση των έξι αυτών χωρών και οποιαδήποτε προσπάθεια διατύπωσης κάποιας συνολικής ερμηνείας της δεινής σημερινής τους κατάστασης φαίνεται καταδικασμένη. Υπάρχει εντούτοις ένας κρίσιμος τομέας στον οποίον οι επιδόσεις των χωρών αυτών κατά την τελευταία δεκαετία ήταν παραπλήσιες από ποιοτικής απόψεως και ικανές να εξηγήσουν το γιατί εκείνες και όχι κάποιες άλλες χώρες αποτελούν σήμερα τους αδύναμους κρίκους της νομισματικής ένωσης. Ο τομέας αυτός είναι ο τομέας των εξωτερικών οικονομικών σχέσεων, ο οποίος αναδεικνύει με τον καθαρότερο δυνατό τρόπο τις ενδοευρωπαϊκές οικονομικές ανισορροπίες, την έντασή τους κατά την τελευταία δεκαετία και τις συνέπειες για τις χώρες οι οποίες ταυτίστηκαν, για τον έναν ή τον άλλον λόγο, με την ελλειμματική όψη του κοινού νομίσματος. Αν και, όπως θα δούμε στη συνέχεια, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσίασε και στο Βέλγιο μια διαρκή τάση επιδείνωσης κατά τη δεκαετία αυτή, η χώρα αποτελεί τη μοναδική ίσως εξαίρεση στα παραπάνω, υπό την έννοια ότι οι επιδόσεις της στον τομέα των εξωτερικών οικονομικών σχέσεων δεν φαίνονται ικανές να ερμηνεύσουν τους κινδύνους που αντιμετωπίζει σήμερα. Η Ιρλανδία θα έπρεπε θεωρητικά να αποτελεί μια εξίσου ισχυρή, αν όχι ισχυρότερη, εξαίρεση, αλλά τα φαινόμενα μπορεί να απατούν.

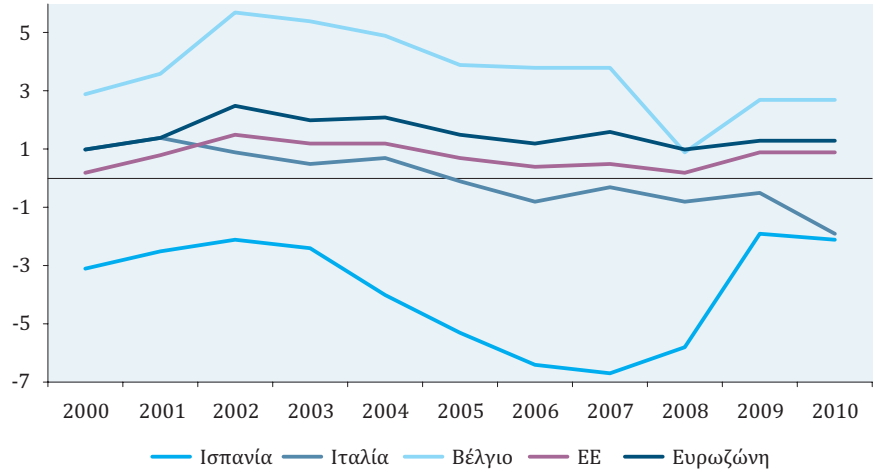
Στα Διαγράμματα 7α και 7β απεικονίζεται η εξέλιξη του εμπορικού ισοζυγίου των έξι υπό μελέτη χωρών, καθώς και των αντίστοιχων ισοζυγίων για το σύνολο της ΕΕ και της ευρωζώνης. Για τις τέσσερις χώρες του ευρωπαϊκού νότου, τα στοιχεία είναι προφανώς αποκαρδιωτικά. Οι χειρότερες επιδόσεις είναι μακράν οι ελληνικές, με το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου να είναι σχεδόν

Διάγραμμα 7α: Εμπορικό ισοζύγιο προς ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα 7β: Εμπορικό ισοζύγιο προς ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

κάθε χρόνο μεγαλύτερο του 10% ως προς το ΑΕΠ. Τα στοιχεία δείχνουν προσωρινή βελτίωση της κατάστασης κατά την περίοδο 2002-2005, όταν το έλλειμμα μειώθηκε από 13,5% σε 9,3% του ΑΕΠ, η οποία όμως αντιστράφηκε ταχύτατα στη συνέχεια, με αποτέλεσμα το έλλειμμα να ξεπεράσει το 2008 το 14%. Κατά τα δύο τελευταία έτη της δεκαετίας παρατηρείται η σταδιακή αποκλιμάκωση του εμπορικού ελλείμματος, το οποίο διαμορφώθηκε στο 11,4% το 2009 και στο

8,9% το 2010, κυρίως λόγω της αναγκαστικής στροφής των ελληνικών επιχειρήσεων στην εξωτερική αγορά ως αποτέλεσμα της κατάρρευσης της εγχώριας. Το τεράστιο και χρόνιο αυτό έλλειμμα οφείλεται φυσικά στο ισοζύγιο αγαθών, το έλλειμμα του οποίου έφτασε το 20,8% του ΑΕΠ το 2008, για να μειωθεί στη συνέχεια σε 16% το 2009 και σε 13,8% το 2010. Αντιθέτως, το ισοζύγιο υπηρεσιών ήταν σταθερά πλεονασματικό, σε επίπεδα συνήθως υψηλότερα του 6%, τα οποία όμως μειώθηκαν στο 4,9% στο τέλος της δεκαετίας. Σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, το ισοζύγιο αγαθών της ελληνικής οικονομίας ήταν ελλειμματικό κατά περίπου 14%-15% κατά την τετραετία 1996-1999, κάτι που υποδηλώνει μια διεύρυνση του ελλείμματος κατά 4-5 ποσοστιαίες μονάδες κατά τα έτη που ακολούθησαν την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος. Ομοίως και για το συνολικό εμπορικό ισοζύγιο, το οποίο ανερχόταν σε ποσοστά της τάξεως του 8,1% και 8,5% του ΑΕΠ κατά τα έτη 1998 και 1999 αντιστοίχως, πριν εκτοξευτεί σε διψήφιο ποσοστό στη συνέχεια.

Παρόμοια, αν και λίγο χαμηλότερα, είναι τα νούμερα για την Πορτογαλία, της οποίας το έλλειμμα εμπορικού ισοζυγίου κυμαινόταν σταθερά μεταξύ του 8%-11%, με μόνη εξαίρεση το 2003 όταν έπεσε κάτω από το 7%, για να μειωθεί κατά τα δύο τελευταία έτη σε 7,5% και 7,2 % του ΑΕΠ αντίστοιχα. Το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών ήταν σχεδόν κάθε χρόνο υψηλότερο του 10%, από 7,6% και 8,6% αντιστοίχως κατά τη διετία 1996-1997, για να υποχωρήσει ακριβώς στο 10% το 2010, ενώ το ισοζύγιο υπηρεσιών παρουσίασε ένα μικρό μεν αλλά αυξανόμενο πλεόνασμα το οποίο ανερχόταν σε 1,2% του ΑΕΠ στην αρχή της δεκαετίας και σε 2,8% στο τέλος της. Το εμπορικό έλλειμμα της Ισπανίας διευρύνθηκε δραματικά κατά τη διάρκεια της δεκαετίας, καθώς αυξήθηκε από μόλις 2,1% το 2002 στο 6,7% το 2007, για να υποχωρήσει και αυτό την τελευταία διετία στα επίπεδα του 2%. Μεταξύ των ίδιων ακριβώς ετών, το έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών αυξήθηκε από 5% σε 8,6% του ΑΕΠ, για να υποχωρήσει στο 4,5% το 2010, ενώ κυμαινόταν μόλις μεταξύ του 2,4% και του 3,4% κατά την περίοδο 1995-1998. Χαρακτηριστικό είναι ότι το ισπανικό ισοζύγιο υπηρεσιών, αν και παρέμεινε πλεονασματικό, είδε τα πλεονάσματά του να μειώνονται σταδιακά, από περίπου 3,2% του ΑΕΠ καθ' όλην την περίοδο 1995-2001 σε 2% το 2008 και 2,4% το 2010.

Η Ιταλία παρουσιάζει τη μοναδική περίπτωση καθαρής μεταστροφής, μετατροπής δηλαδή του εμπορικού της ισοζυγίου από πλεονασματικό σε ελλειμμα-

τικό κατά τη διάρκεια της περιόδου που εξετάζουμε. Το εμπορικό της ισοζύγιο ήταν πλεονασματικό κατά 1,4% του ΑΕΠ το 2001, αλλά ελλειμματικό κατά 1,9% του ΑΕΠ το 2010, παρουσιάζοντας σαφή πτωτική τάση καθ' όλην τη δεκαετία. Η μεταστροφή αυτή οφείλεται αποκλειστικά στο ισοζύγιο αγαθών το οποίο μετέβη από πλεόνασμα της τάξεως του 1,4% το 2001 σε έλλειμμα ίσο με 1,3% το 2010, ενώ παρουσίαζε πλεονάσματα υψηλότερα του 3% μέχρι και το 1998. Το Βέλγιο και η Ιρλανδία διατήρησαν τα εμπορικά τους πλεονάσματα σε όλην την υπό εξέταση περίοδο, με σημαντικές όμως διακυμάνσεις οι οποίες είναι ορατές στα παραπάνω διαγράμματα. Και στις δύο χώρες το ισοζύγιο υπηρεσιών βελτιώθηκε σημαντικά, στο Βέλγιο μέσω αύξησης του πλεονάσματος και στην Ιρλανδία μέσω ενός μεγάλου περιορισμού του ελλείμματος, αλλά οι διακυμάνσεις οφείλονται κυρίως στις μεταβολές του ισοζυγίου αγαθών. Το τελευταίο μειώθηκε στην Ιρλανδία από 27,5% του ΑΕΠ το 2002 σε μόλις 10,4% το 2007 για να ανέλθει και πάλι στο 23,4% το 2010, ενώ στο Βέλγιο μειώθηκε από 4,8% το 2002 σε 1,6% το 2007 για να καταστεί ελλειμματικό τη διετία 2008-2009 πριν παρουσιάσει ξανά ένα στοιχειώδες πλεόνασμα της τάξεως του 0,3% το 2010.

Αν και δεν φαίνεται στα Διαγράμματα 7α και 7β, εντυπωσιακές, με αντίθετο όμως πρόσημο, είναι και οι επιδόσεις της γερμανικής και της γαλλικής οικονομίας κατά την ίδια περίοδο. Το εμπορικό πλεόνασμα της Γερμανίας παρουσίασε σταθερά ανοδική τάση με αποτέλεσμα να διαμορφωθεί στο τέλος της δεκαετίας στο 5,5%, ενώ είχε φτάσει και στο 7% το 2007, από μόλις 0,3% το 2000. Αντιθέτως, η πορεία του γαλλικού εξωτερικού εμπορίου είναι σχεδόν ταυτόσημη με την αντίστοιχη ιταλική, καθώς το πλεόνασμα της τάξεως του 1,5% το 2002 μετεβλήθη μέχρι το τέλος της δεκαετίας σε έλλειμμα 2,3% του ΑΕΠ. Ταυτόχρονα, όπως φαίνεται και στους Πίνακες 7 και 8, οι οποίοι παρουσιάζουν κάποια στοιχεία περί της δομής των ευρωπαϊκών εμπορικών σχέσεων, ο λόγος εξαγωγών προς ΑΕΠ ανήλθε το 2010 στη Γερμανία στο μάλλον υπερβολικό, για τα δεδομένα της γερμανικής οικονομίας, 46,8%, ενώ το ίδιο μέγεθος για τη γαλλική οικονομία διαμορφώθηκε στο 25,5%, ενώ το πραγματικά εντυπωσιακό στοιχείο είναι ότι τα δύο αυτά μεγέθη ανέρχονταν το 2000 σε 33,4% και 28,8% αντίστοιχα.

Όσον αφορά τις έξι υπό μελέτη χώρες, τα ποσοστά του Πίνακα 7 δεν μετεβλήθησαν σημαντικά κατά την προηγούμενη δεκαετία, με μοναδική ίσως εξαίρεση το ποσοστό των εξαγωγών στο συνολικό ΑΕΠ της Ιρλανδίας, το οποίο μειώθηκε προσωρινά από 99% το 2001 σε 79% το 2006 πριν αυξηθεί ξανά στα προηγού-

Πίνακας 7: Εμπορικές ροές αγαθών και υπηρεσιών (2010)

Εμπορικές ροές αγαθών και υπηρεσιών (2010)	Αξία εξαγωγών προς συνολικό ΑΕΠ (%)	Αξία εισαγωγών προς συνολικό ΑΕΠ (%)	Εξαγωγές προς ΕΕ προς σύνολο εξαγωγών (%)	Εισαγωγές από ΕΕ προς σύνολο εισαγωγών (%)
Ελλάδα	21,5	30,4	62,3	50,9
Ιρλανδία	101,1	82	58,2	67,2
Πορτογαλία	30,9	38,1	75	75,7
Ισπανία	27	29,1	67,8	57,6
Ιταλία	26,7	28,6	57,2	54,9
Βέλγιο	80	77,3	73,1	70
Γερμανία	46,8	41,4	60,4	63,7
Γαλλία	25,5	27,8	60,8	68,3
Μέσος όρος ΕΕ	40,6	39,7	-	-
Μέσος όρος ευρωζώνης	40,8	39,5	-	-

Πηγή: Eurostat

Πίνακας 8: Σχετικά μερίδια χωρών στις εμπορικές ροές (2010)

Σχετικά μερίδια χωρών στις εμπορικές ροές (2010)	Εξαγωγές προς σύνολο εξαγωγών ΕΕ (εντός ΕΕ) (%)	Εισαγωγές προς σύνολο εισαγωγών ΕΕ (εντός ΕΕ) (%)	Εξαγωγές προς σύνολο εξαγωγών ΕΕ (εκτός ΕΕ) (%)	Εισαγωγές προς σύνολο εισαγωγών ΕΕ (εκτός ΕΕ) (%)
Ελλάδα	0,4	1	0,5	1,6
Ιρλανδία	2	1,2	2,7	1
Πορτογαλία	1,1	1,8	0,7	0,9
Ισπανία	4,9	5,5	4,4	6,7
Ιταλία	7,6	8,1	10,7	11
Βέλγιο	9	8,4	6,2	5,9
Γερμανία	22,8	20,8	28,1	19,5
Γαλλία	9,4	12,7	11,4	9,6
Μέσος όρος ΕΕ	-	-	-	-
Μέσος όρος ευρωζώνης	-	-	-	-

Πηγή: Eurostat

μενα επίπεδα, κάτι που υποδηλώνει μια στροφή της ιρλανδικής οικονομίας προς την εγχώρια ζήτηση και εκδηλώθηκε, όπως είδαμε, και μέσω της επιδείνωσης του εμπορικού ισοζυγίου της χώρας προς τα μέσα της δεκαετίας.

Τα στοιχεία του Πίνακα 8 παρέχουν αρκετές πληροφορίες για τη δομή του ευρωπαϊκού εμπορίου, για τους σκοπούς μας όμως είναι απαραίτητο να γίνουν κάποιες σημειώσεις σχετικά με τη χρονική τους εξέλιξη. Όσον αφορά το λόγο των εξαγωγών κάθε χώρας προς το σύνολο των ενδοευρωπαϊκών εξαγωγών της ΕΕ, θα πρέπει να τονιστεί ότι η προηγούμενη δεκαετία χαρακτηρίστηκε από μείωση των μεριδίων όλων των υπό εξέταση χωρών πλην του Βελγίου, το μερίδιο του οποίου ήταν 8,7% το 2000. Οι σημαντικότερες μειώσεις παρατηρήθηκαν στην Ιταλία και στην Ιρλανδία, όπου τα εν λόγω μερίδια ανέρχονταν το 2000 σε 8,9% και 3% αντίστοιχα. Σημαντικές μεταβολές σημειώθηκαν και στα μερίδια των δύο μεγάλων χωρών οι οποίες εξετάζονται εδώ για λόγους αντιδιαστολής. Στη μεν Γερμανία το εν λόγω μερίδιο αυξήθηκε την περίοδο 2000-2010 κατά 1,4 ποσοστιαία μονάδα, στη δε Γαλλία μειώθηκε δραστικά κατά 3,3 ποσοστιαίες μονάδες. Όσον αφορά δε το εξωευρωπαϊκό εμπόριο, μικρή άνοδο παρουσιάζουν, πέραν του βελγικού μεριδίου, και τα μερίδια των χωρών της Ιβηρικής, ενώ τα μερίδια Ιρλανδίας και Ιταλίας παρουσιάζουν και εδώ σημαντική μείωση, κατά 0,8 και 1,1 ποσοστιαία μονάδα αντίστοιχα. Το γερμανικό μερίδιο αυξάνεται εντυπωσιακά από το 24,8% στο 28,1%, ενώ το γαλλικό μειώνεται εξίσου εντυπωσιακά από το 14,7% στο 11,4%.

Αυτή η μεταβολή των δομών της ανταγωνιστικότητας μεταξύ των κρατών-μελών της ευρωζώνης φαίνεται με απόλυτη καθαρότητα στα στοιχεία για την εξέλιξη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τα οποία παρατίθενται στα Διαγράμματα 8α και 8β και στα οποία οι επιδόσεις των υπό μελέτη χωρών αντιδιαστέλλονται με τις γερμανικές και όχι με αυτές της ΕΕ ή της ευρωζώνης συνολικά. Όπως φαίνεται στα διαγράμματα αυτά, η εξέλιξη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των υπό μελέτη χωρών κατά την τελευταία δεκαετία αποτελεί το αντεστραμμένο είδωλο της αντίστοιχης εξέλιξης του γερμανικού ισοζυγίου. Αυτό μάλιστα δεν ισχύει μόνο για τους συνήθεις υπόπτους του ευρωπαϊκού νότου, αλλά ακόμα και για την Ιρλανδία και το Βέλγιο, παρά το γεγονός ότι το βελγικό ισοζύγιο παραμένει κατά κανόνα πλεονασματικό. Στην πραγματικότητα, το ισοζύγιο το οποίο χάνει το λιγότερο έδαφος είναι αυτό της Ιταλίας, το οποίο παρουσιάζει έλλειμμα 3,49% το 2010 ενώ ήταν σχεδόν ισοσκελισμένο το 2001. Κατά

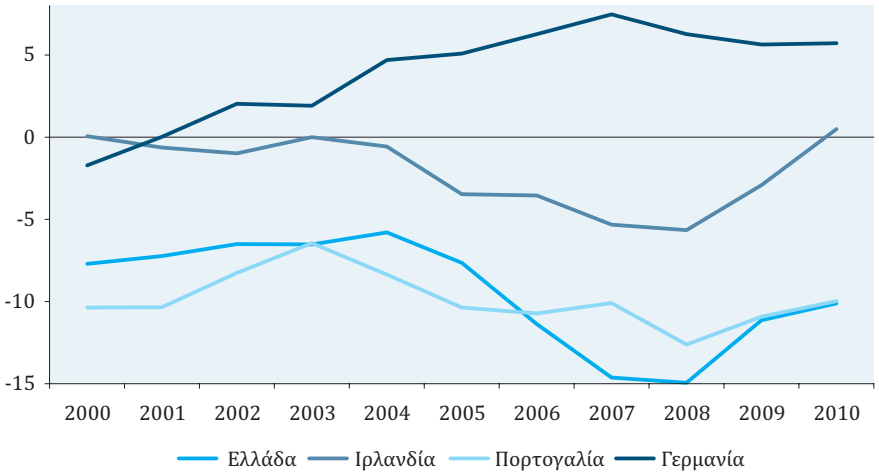
τ' άλλα, μεταξύ των ετών 2003-2008, κατά την περίοδο δηλαδή η οποία τελειώνει με την απαρχή της κρίσης, το έλλειμμα της Ελλάδας αυξάνεται κατά 8,4 ποσοστιαίες μονάδες, της Πορτογαλίας κατά 6,1 ποσοστιαίες μονάδες και της Ισπανίας επίσης κατά 6,1 ποσοστιαίες μονάδες. Το ιρλανδικό ισοζύγιο είναι απολύτως ισοσκελισμένο το 2003, αλλά ελλειμματικό κατά 5,65% το 2008, ενώ το βελγικό μεταβαίνει από πλεόνασμα 3,42% του ΑΕΠ σε έλλειμμα ίσο με 1,64%.

Παρόμοια είναι και η εξέλιξη του γαλλικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το οποίο ξεκινάει με πλεόνασμα 1,72% του ΑΕΠ το 2001 για να καταλήξει το 2010 με έλλειμμα της τάξεως του 1,74%. Αντιθέτως, το γερμανικό ισοζύγιο παρουσιάζει έλλειμμα ίσο με 1,72% του ΑΕΠ το 2000, ισοσκελίζεται το 2001 και βελτιώνεται ταχύτατα στη συνέχεια για να φτάσει το 2007 σε πλεόνασμα 7,46%, το οποίο σταθεροποιείται κατά την τελευταία δεκαετία σε επίπεδα ανώτερα του 5,5%.

Όσο για τις υπόλοιπες χώρες, η τελευταία διετία χαρακτηρίζεται από βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, με μόνη εξαίρεση την Ιταλία. Η βελτίωση αυτή είναι δραστικότερη στις περιπτώσεις της Ιρλανδίας, της οποίας το ισοζύγιο ξαναγίνεται πλεονασματικό το 2010, της Ισπανίας, όπου το έλλειμμα περιορίζεται στο 4,56%, και της Ελλάδας, όπου το έλλειμμα μειώνεται μέσα σε δύο έτη κατά 4,8 ποσοστιαίες μονάδες, αν και παραμένει σε απαγορευτικά υψηλά επίπεδα.

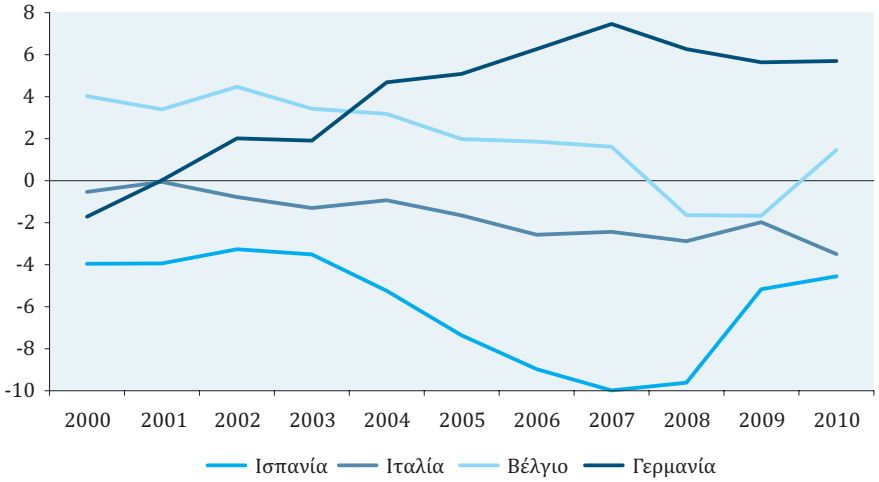
Η βελτίωση οφείλεται αφενός στις προσπάθειες των επιχειρήσεων στις χώρες αυτές να στραφούν προς την εξωτερική αγορά, ώστε να αντισταθμίσουν κατά το δυνατό τις μεγάλες απώλειες που υφίστανται λόγω του περιορισμού της εγχώριας ζήτησης, και αφετέρου –ιδίως στην περίπτωση της Ιρλανδίας– στη μείωση των μισθών, η οποία αύξησε την ανταγωνιστικότητα κόστους των παραγόμενων προϊόντων. Αυτό φαίνεται και στα Διαγράμματα 9α και 9β, όπου παρουσιάζεται η εξέλιξη του δείκτη του μοναδιαίου κόστους εργασίας για τις υπό μελέτη χώρες (πλην της Πορτογαλίας), τη Γερμανία και τον μέσο όρο της ΕΕ. Ο δείκτης αυτός, ο οποίος είναι κατασκευασμένος ώστε να παίρνει για κάθε χώρα την τιμή 100 το 2005, αυξήθηκε στην Ιρλανδία από 84 το 2000 σε 112,2 το 2008, υποχώρησε όμως ταχύτατα τα δύο τελευταία έτη στο 102,4, κάτι που φαίνεται ξεκάθαρα και στο Διάγραμμα 9α. Στις υπόλοιπες χώρες, καθώς και στον μέσο όρο της ΕΕ, ο δείκτης μάλλον σταθεροποιείται το 2010, με τη μεγαλύτερη μείωση να σημειώνεται στην Ισπανία όπου το 112,9 του 2009 μετεβλήθη το επόμενο έτος

Διάγραμμα 8α: Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών προς ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα 8β: Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών προς ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

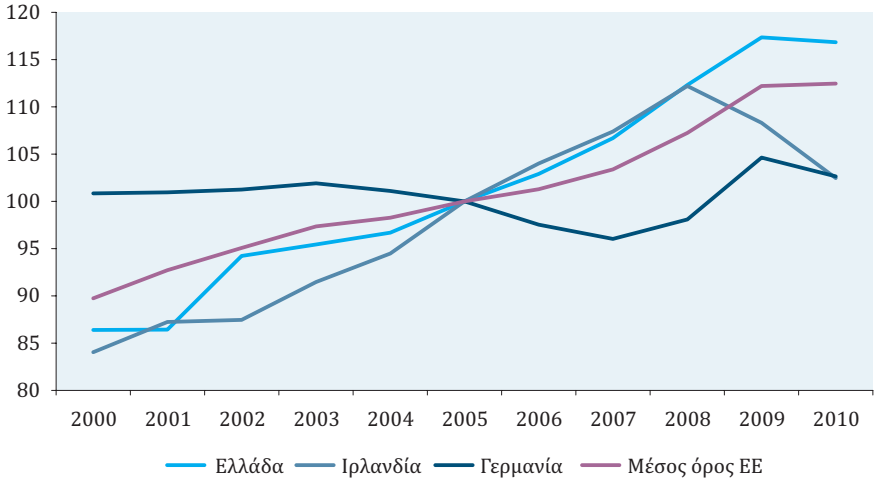
σε 111,5. Σημαντική ήταν η μείωση και στη Γερμανία, όπου ο δείκτης, μετά από μια προσωρινή ανοδική πορεία κατά τη διετία 2008-2009, έπεσε από το 104,6 στο 102,6.

Όσον αφορά τη γενικότερη εξέλιξη του δείκτη κατά την προηγούμενη δεκαετία, η εικόνα, όπως και στην περίπτωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, μάλλον μιλάει από μόνη της. Το μοναδιαίο κόστος εργασίας αυξήθηκε στη διάρ-

κεια της δεκαετίας αυτής σε ολόκληρη την ΕΕ, με την αύξησή του σε Ελλάδα, Ιρλανδία και Ισπανία να είναι ταχύτερη από τον μέσο όρο, κάτι μάλλον λογικό εάν ληφθούν υπ' όψιν οι υψηλότεροι ρυθμοί αύξησης των τιμών στις χώρες αυτές, καθώς και οι υψηλότεροι ρυθμοί μεταβολής της παραγωγικότητας σε Ελλάδα και Ιρλανδία. Όσο για τις άλλες υπό εξέταση χώρες, η αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας ήταν αρχικά λίγο ταχύτερη του μέσου όρου στην Ιταλία και λίγο βραδύτερη στο Βέλγιο, με τις διαφοροποιήσεις αυτές να εξαλείφονται κατά το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας, ενώ δεν υπάρχουν συγκρίσιμα στοιχεία για την Πορτογαλία. Αυτό όμως που είναι πράγματι εντυπωσιακό είναι η σχεδόν αντίστροφη εξέλιξη του εν λόγω δείκτη στη Γερμανία. Η εξέλιξη αυτή θυμίζει και πάλι το αντεστραμμένο είδωλο της αντίστοιχης εξέλιξης όχι μόνο των περιφερειακών οικονομιών, αλλά και του συνόλου της ΕΕ, και θα το θύμιζε ακόμα περισσότερο εάν δεν είχε μεσολαβήσει η προαναφερθείσα αύξηση του δείκτη στη Γερμανία κατά τα έτη 2008-2009.

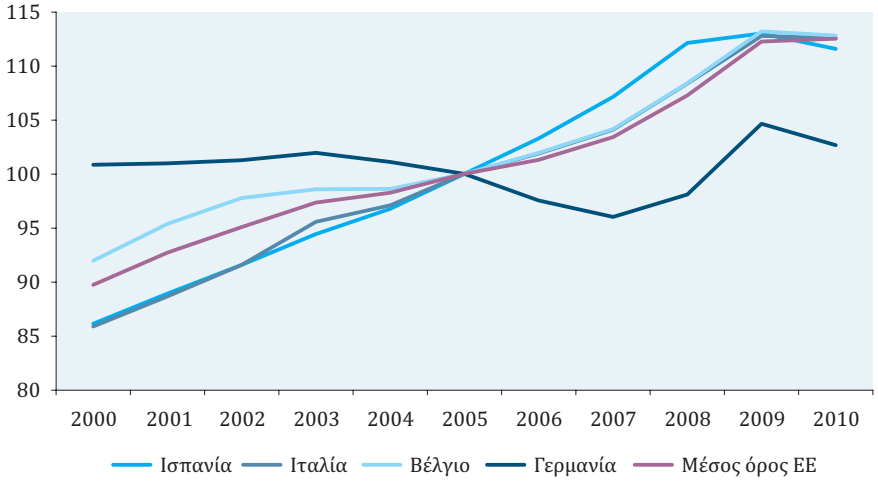
Σε αντίθεση με την εμπειρία των λοιπών ευρωπαϊκών χωρών –και ιδίως της Ελλάδας, της Ιρλανδίας και της Ισπανίας– το μοναδιαίο κόστος εργασίας στη γερμανική οικονομία διατήρησε, με λίγες μόνο αυξομειώσεις, μια αξιοσημείωτη σταθερότητα με αποτέλεσμα να βρίσκεται στο τέλος της δεκαετίας σε επίπεδα ελάχιστα μόνο υψηλότερα σε σχέση με την αρχή της. Στα έντεκα έτη που απαρτίζουν την περίοδο 2000-2010, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του μοναδιαίου κόστους εργασίας στη Γερμανία ήταν αρνητικός σε πέντε από αυτά και μικρότερος του 1% σε άλλα τέσσερα, ενώ παρουσίασε άξιες λόγου αυξήσεις μόνο κατά τη διετία 2008-2009, προφανώς ως αποτέλεσμα της προσπάθειας ενίσχυσης της εγχώριας ενεργού ζήτησης κατά τα πρώτα στάδια της οικονομικής κρίσης. Επίσης, ήταν υψηλότερος του μέσου όρου των ευρωπαϊκών μελών του ΟΟΣΑ μόνο το 2009, ενώ κατά τα περισσότερα από τα υπόλοιπα έτη η διαφορά μεταξύ των δύο ρυθμών μεταβολής ήταν ίση ή και μεγαλύτερη από 3%, ιδίως κατά την τετραετία 2000-2004. Με την εξαίρεση δε της διετίας 2008-2009, ο ρυθμός μεταβολής του μοναδιαίου κόστους εργασίας ήταν μονίμως χαμηλότερος, ακόμα και όταν ήταν θετικός, τόσο του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας όσο και του γερμανικού πληθωρισμού, με αποτέλεσμα τη δραματική αύξηση της ανταγωνιστικότητας της γερμανικής οικονομίας η οποία, όπως δείχνουν τα στοιχεία των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών, συνοδεύτηκε από την παράλληλη μείωση της ανταγωνιστικότητας των λοιπών ευρωπαϊκών χωρών και ιδίως αυτών της

Διάγραμμα 9α: Μοναδιαίο κόστος εργασίας



Πηγή: ΟΟΣΑ

Διάγραμμα 9β: Μοναδιαίο κόστος εργασίας



Πηγή: ΟΟΣΑ

νότιας Ευρώπης, καθώς και της Ιρλανδίας. Το Βέλγιο είναι η μόνη από τις υπό μελέτη χώρες για την οποία τα παραπάνω δεν ισχύουν σε μεγάλο βαθμό, παρά το γεγονός ότι και το βελγικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών επιδεινώθηκε σημαντικά στη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας. Παρέμεινε όμως κατά κανόνα πλεονασματικό, καθώς τόσο ο πληθωρισμός όσο και ο ρυθμός μεταβολής του μοναδιαίου κόστους εργασίας κινήθηκαν χαμηλότερα απ' ό,τι στις περιφερειακές

οικονομίες της ένωσης, με αποτέλεσμα το πλήγμα που υπέστη η ανταγωνιστικότητα της βελγικής οικονομίας να είναι σαφώς λιγότερο ισχυρό.

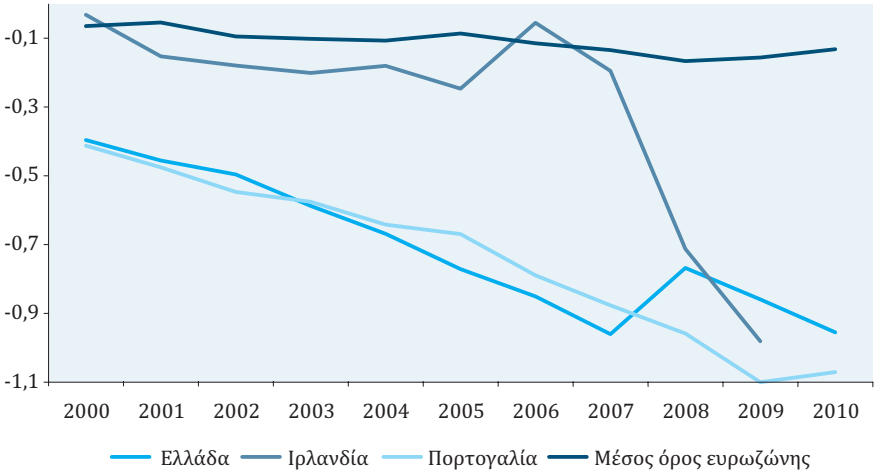
Αν υπάρχει μία οικονομική μεταβλητή η εξέλιξη της οποίας είναι σε θέση να συνοψίσει με τη μέγιστη δυνατή ευκρίνεια τα παραπάνω συμπεράσματα, αυτή δεν είναι άλλη από την καθαρή επενδυτική θέση των υπό εξέταση χωρών. Ως καθαρή επενδυτική θέση ορίζεται η διαφορά μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων των κατοίκων μιας οικονομίας τα οποία αποτελούν απαιτήσεις από κατοίκους άλλων οικονομιών αφενός και των υποχρεώσεων των κατοίκων της εν λόγω οικονομίας προς τους κατοίκους άλλων οικονομιών αφετέρου. Μια θετική καθαρή επενδυτική θέση συνεπάγεται ότι οι απαιτήσεις των κατοίκων της εγχώριας οικονομίας έναντι ξένων υπερβαίνουν τις απαιτήσεις ξένων έναντι κατοίκων της εγχώριας οικονομίας και αντιστρόφως.

Μια μεγάλη, σε απόλυτη τιμή, αρνητική καθαρή επενδυτική θέση υποδηλώνει ότι ξένοι κάτοικοι έχουν συσσωρεύσει ένα δυσανάλογα μεγάλο ύψος απαιτήσεων έναντι της εγχώριας οικονομίας, κάτι που αποτελεί συνέπεια μεγάλων και χρόνιων ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της εγχώριας οικονομίας.

Τα εν λόγω στοιχεία παρουσιάζονται στα Διαγράμματα 10α και 10β και αποτελούν ξεκάθαρη ένδειξη των ανισορροπιών μεταξύ των κρατών-μελών της ευρωζώνης. Για το σύνολο της ευρωζώνης, η καθαρή επενδυτική θέση δεν έχει μεταβληθεί παρά ελάχιστα κατά την τελευταία δεκαετία, μειούμενη από το -6% στο -13% του ΑΕΠ. Εντούτοις, με την εξαίρεση του Βελγίου το οποίο, όπως είδαμε, δεν αντιμετώπισε ποτέ προβλήματα ανταγωνιστικότητας συγκρίσιμα με αυτά των υπολοίπων πέντε χωρών, τα στοιχεία για τις υπόλοιπες χώρες δείχνουν την αναμφίβολη καταβαράθρωση της διεθνούς επενδυτικής τους θέσης μέσα σε ένα διάστημα λίγων μόνο ετών. Ο όρος καταβαράθρωση μπορεί να ηχεί λίγο υπερβολικός για την περίπτωση της Ιταλίας, αν και η μείωση της καθαρής επενδυτικής της θέσης στο -25% του ΑΕΠ το 2007 από μόλις -10% το 2001 δεν είναι ασήμαντη. Δεν είναι όμως καθόλου υπερβολικός για τις υπόλοιπες χώρες.

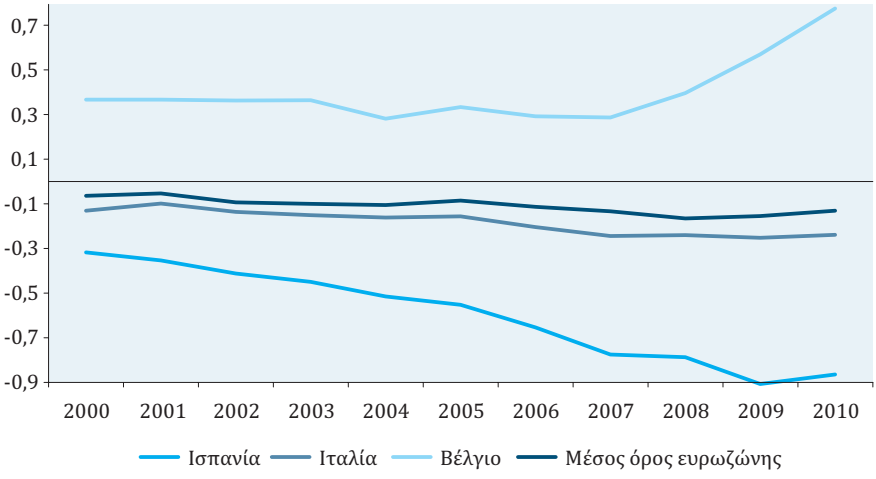
Η καθαρή επενδυτική θέση της Ελλάδας και της Πορτογαλίας βρισκόταν σε παρόμοια επίπεδα, κοντά στο -40% του ΑΕΠ, το 2000 και έχει πλέον διολισθήσει στο -96% και στο -107% του ΑΕΠ αντίστοιχα. Στην περίπτωση της Ιρλανδίας, η σταδιακή επιδείνωση κατά το πρώτο μισό της δεκαετίας ακολουθήθηκε από μια σημαντική βελτίωση το 2006, η οποία όμως έδωσε τη θέση της στην πλήρη κατάρρευση, με την καθαρή επενδυτική θέση της χώρας να μειώνεται από το

Διάγραμμα 10α: Καθαρή επενδυτική θέση προς ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα 10β: Καθαρή επενδυτική θέση προς ΑΕΠ



Πηγή: Eurostat

-5% στο -98% μέσα σε τρία μόλις έτη. Εξίσου δραματική ήταν η πτώση και στην περίπτωση του αντίστοιχου ισπανικού μεγέθους, το οποίο ανερχόταν σε -32% του ΑΕΠ το 2000, αλλά σε -87% εν έτει 2010. Τέλος, η Γερμανία αποτελεί και σε αυτήν την περίπτωση την άλλη πλευρά της γενικευμένης ευρωπαϊκής ανισορροπίας, με την καθαρή επενδυτική της θέση να αυξάνεται μονοτονικά από 3% σε 42% κατά τη διάρκεια της υπό εξέτασιν περιόδου.

4.5 Αίτια και συνέπειες της κρίσης

Η Ενότητα 4.5 αποσκοπεί στο να διατυπώσει μια συνεκτική και συνολική θεώρηση περί των αιτιών και συνεπειών της οικονομικής κρίσης, πάντοτε στη βάση των οικονομικών στοιχείων τα οποία συζητήθηκαν στις προηγούμενες σελίδες. Καταρχήν όμως, ο σκοπός αυτός θα πρέπει να αποσαφηνιστεί μέσω δύο σημαντικών διακρίσεων. Η πρώτη διάκριση είναι αυτή μεταξύ της γενικής οικονομικής κρίσης και της συγκεκριμένης κατάστασης στην οποία βρίσκεται σήμερα η ευρωζώνη και κυρίως τα περιφερειακά κράτη-μέλη της. Η κατάσταση αυτή, η σημερινή δηλαδή κρίση της ευρωζώνης, αποτελεί απλώς την τροπή την οποία πήρε στην ήπειρό μας η διεθνής κρίση του 2007-2008, η οποία ξεκίνησε από την κατάρρευση της αμερικανικής αγοράς ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού ρίσκου και επηρέασε στη συνέχεια συνολικά το αμερικανικό χρηματοπιστωτικό σύστημα πριν διαχυθεί στον υπόλοιπο κόσμο. Οι σημερινές δυσχέρειες στην ευρωζώνη δεν αποτελούν την πρώτη και αρχική τροπή της κρίσης αυτής, η οποία αφορούσε αρχικά κατά κύριο λόγο το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα, δεν αποκλείεται όμως να αποτελέσουν την τελευταία. Εδώ, δεν θα μας απασχολήσει η αναζήτηση των αιτίων της αρχικής χρηματοπιστωτικής κρίσης, συνέπεια της οποίας είναι και η σημερινή κρίση χρέους των ευρωπαϊκών χωρών. Αντιθέτως, θα θεωρήσουμε την παγκόσμια κρίση, καθώς και τη μετάδοσή της από το αμερικανικό στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα και από εκεί στον τομέα του δημόσιου χρέους συγκεκριμένων χωρών, ως δεδομένη και θα εστιάσουμε αποκλειστικά στην αναζήτηση των αιτίων αυτής της συγκεκριμένης, τελευταίας τροπής της κρίσης του 2007-2008.

Αν η πρώτη διάκριση είναι μάλλον ξεκάθαρη, η δεύτερη είναι κάπως πιο λεπτή. Παρά το γεγονός ότι σε συνθήκες πιστωτικής στενότητας, έλλειψης επαρκούς ρευστότητας και αβεβαιότητας η αύξηση του κόστους δανεισμού αποτελεί μάλλον φυσιολογικό φαινόμενο, παρατηρείται κυρίως στο δανεισμό του ιδιωτικού τομέα ή στα πλαίσια της διατραπεζικής αγοράς και όχι σε σχέση με το δανεισμό κατά τεκμήριο πλούσιων και ανεπτυγμένων κυρίαρχων κρατών. Αντιθέτως, ο δανεισμός αυτός γίνεται πολλές φορές ακόμα φθηνότερος, καθώς οι κρατικές αγορές χρέους αντιμετωπίζονται ως ασφαλή καταφύγια από τους επενδυτές. Η εξέλιξη κατά την τελευταία τριετία των επιτοκίων δανεισμού του αμερικανικού, αλλά και του γερμανικού κράτους, το δημόσιο χρέος των οποίων μόνο μικρό δεν είναι, καθώς και το γεγονός ότι το από κάθε άποψη υπερβολικό δημόσιο χρέ-

ος της Ιαπωνίας δεν έχει προκαλέσει ποτέ κάποια ιδιαίτερη ανησυχία ούτε στις αγορές ούτε στην ιαπωνική κυβέρνηση, αποτελούν αποδείξεις περί αυτού. Δεύτερον, η ευρωζώνη δεν αποτελεί τη μοναδική περιοχή του ανεπτυγμένου κόσμου η οποία χαρακτηρίζεται από υψηλό δημόσιο χρέος, όπως δείχνουν ξεκάθαρα τα παραπάνω παραδείγματα, είναι όμως η μόνη στην οποία ορισμένα μέλη αντιμετωπίζουν πλέον το φάσμα της χρεοκοπίας. Και ακόμα και αν είναι γεγονός ότι στην περίπτωση της Ελλάδας τα δημοσιονομικά στοιχεία –τόσο σε όρους χρέους όσο και σε όρους ελλείμματος– ήταν εξαιρετικά αρνητικά, αυτό δεν ισχύει για καμία εκ των λοιπών χωρών της ευρωζώνης οι οποίες απειλούνται σήμερα. Ακόμα δε και στην περίπτωση της Ελλάδας, το υψηλό χρέος και το συνεπαγόμενο –λόγω των υψηλών πληρωμών τόκων– μεγάλο έλλειμμα αποτελούν χαρακτηριστικά στοιχεία της οικονομίας επί δεκαετίες, χωρίς η χώρα να απειληθεί ποτέ σοβαρά με την προοπτική της χρεοκοπίας, αν και έχει υποφέρει πολλάκις από υψηλά επιτόκια, πληθωρισμό, συνεχείς υποτιμήσεις του νομίσματός της και σχετική ανεπάρκεια συναλλαγματικών διαθεσίμων.

Αυτό που υποδηλώνουν τα παραπάνω επιχειρήματα είναι ότι ο πραγματικός λόγος για τον οποίον κινδυνεύουν σήμερα οι συγκεκριμένες χώρες της ευρωζώνης έχει να κάνει περισσότερο με την προβληματική δομή της ίδιας της νομισματικής ένωσης και λιγότερο με τις όποιες δικές τους, υπαρκτές ή μη, δημοσιονομικές αμαρτίες. Υπό την έννοια αυτή, η έμμεση αιτία της σημερινής κρίσης στην ευρωζώνη –η άμεση είναι, όπως είδαμε, η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση– δεν είναι άλλη από τη διάρθρωση της νομισματικής ένωσης η οποία οδηγεί τα σχετικά αδύναμα κράτη-μέλη στον εξοστρακισμό από τις διεθνείς αγορές και στην αντικειμενική αδυναμία κάλυψης των χρηματοδοτικών τους αναγκών, για τους λόγους οι οποίοι αναφέρθηκαν ήδη στην Ενότητα 4.1. Εντούτοις, πρέπει να διακρίνουμε μεταξύ της γενικότερης έμμεσης αιτίας, η οποία είναι η προαναφερθείσα, και της ειδικότερης, η οποία και καθορίζει το ποια ακριβώς κράτη-μέλη θα κληθούν να περάσουν πρώτα μέσα από τις συμπληγάδες. Με άλλα λόγια, αν και οι εξελίξεις έχουν πλέον καταστήσει σαφή τη συστημική διάσταση της κρίσης, καθώς και το γεγονός ότι οι περιφερειακές οικονομίες επλήγησαν ισχυρότερα ακριβώς επειδή αποτελούσαν τις πιο ευάλωτες αμυντικές γραμμές του συστήματος, το ερώτημα το οποίο πρέπει να απαντηθεί είναι το γιατί οι χώρες αυτές –και όχι κάποιες άλλες– ήταν πιο ευάλωτες εξαρχής.

Το ερώτημα αυτό είναι ίσως και το σημαντικότερο όλων για τις υπό εξέταση

χώρες. Τα προβλήματα αρχιτεκτονικής της ευρωζώνης ήταν παρόντα από την εποχή της δημιουργίας της και είχαν επισημανθεί από τότε από πλήθος παρατηρητές, οι προειδοποιήσεις των οποίων δεν βρήκαν ποτέ ευήκοα ώτα. Επιπλέον, είναι εξαιρετικά δύσκολο να διορθωθούν κατά το δοκούν, ιδίως όταν οι πιέσεις προς αυτήν την κατεύθυνση προέρχονται κυρίως από ημιχρεοκοπημένες χώρες οι οποίες δεν δικαιούνται διά να ομιλούν, ακόμα και σε περιπτώσεις, όπως η σημερινή, όπου η διόρθωσή τους ανάγεται σε ζήτημα επιβίωσης της ίδιας της νομισματικής ένωσης. Όσον αφορά δε τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2008 από την οποία ξεκίνησαν όλα, μπορεί για τις υπό μελέτη χώρες να ισοδυναμούσε με μια ισχυρή εξωγενή διαταραχή της οποίας την πορεία ή την εμφάνιση δεν μπορούσαν να επηρεάσουν, ήταν όμως μια διαταραχή η οποία θα συνέβαινε αναπόφευκτα κάποτε, τόσο λόγω του ότι αυτό υποδεικνύει η γενικότερη ιστορική εμπειρία όσο και λόγω των ειδικότερων ανισορροπιών στη βάση των οποίων είχε γιγαντωθεί κατά τα τελευταία έτη το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Με άλλα λόγια, ούτε τα δομικά προβλήματα της ευρωζώνης ούτε η συχνότητα εμφάνισης γενικευμένων χρηματοπιστωτικών κρίσεων αποτελούν στοιχεία τα οποία βρίσκονται υπό τον έλεγχο των περιφερειακών χωρών της ευρωζώνης, αν και είναι αλήθεια ότι η απόφαση ένταξής τους στην ευρωζώνη ήταν εξ ολοκλήρου δική τους. Αντιθέτως, τα αίτια της σχετικής τους αδυναμίας ως προς τα λοιπά κράτη-μέλη μπορεί να είναι δυνατό να διορθωθούν, ή έστω να μετριαστούν, μέσα από δικές τους ενέργειες και πολιτικές.

Όπως προκύπτει από τα στοιχεία των Ενοτήτων 4.2, 4.3 και 4.4 προηγουμένως, τα αίτια αυτά θα πρέπει να αναζητηθούν πρωτίστως στις συσσωρευμένες ανισορροπίες στις εξωτερικές εμπορικές ροές, δηλαδή στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μεταξύ των κρατών-μελών της ευρωζώνης.[13] Οι ανισορροπίες αυτές δεν είναι φυσικά τυχαίες, ούτε εμφανίστηκαν για πρώτη φορά την τελευταία δεκαετία. Στην πραγματικότητα, οι περιφερειακές ευρωπαϊκές οικονομίες ήταν πάντοτε λιγότερο ανταγωνιστικές και παραγωγικές από τις χώρες του ευρωπαϊκού κέντρου και η χρόνια αυτή σχετική τους ανεπάρκεια δεν είναι καθόλου δυσερμήνευτη. Πρόκειται περί οικονομιών οι οποίες χαρακτηρίζονται από σχετικά χαμηλή πληθυσμιακή πυκνότητα, μικρό μέγεθος της εσωτερικής αγοράς, μη

13. Μια παραπλήσια ερμηνεία της κρίσης χρέους των χωρών του ευρωπαϊκού νότου δίνεται και στο Research on Money and Finance (2010a). Βλ. επίσης Research on Money and Finance (2010b).

ανταγωνιστική γεωργία λόγω της κατά βάση ορεινής μορφολογίας του εδάφους, σημαντική απόσταση από τη βιομηχανική και εμπορική καρδιά της ηπείρου και από έλλειψη μεγάλων και σημαντικών γειτονικών αγορών οι οποίες θα μπορούσαν να λειτουργήσουν ως ζωτικός χώρος για την εγχώρια βιομηχανία, έναν ρόλο τον οποίον δεν μπορεί να παίξει ούτε η Βαλκανική χερσόνησος για την Ελλάδα ούτε η βορειοδυτική Αφρική για τις χώρες της Ιβηρικής. Τα παραπάνω μπορεί να μην ισχύουν για το Βέλγιο, το οποίο αποτελούσε πάντοτε αναπόσπαστο τμήμα του ευρωπαϊκού κέντρου, για την Ιρλανδία των δύο τελευταίων δεκαετιών και για την Ιταλία της Λομβαρδίας και του Πεδεμοντίου, ισχύουν όμως απολύτως για την Ιρλανδία των περασμένων δεκαετιών, ίσως και αιώνων, καθώς και για την Ιταλία της Καμπανίας και της Καλαβρίας.

Τα προβλήματα των περιφερειακών οικονομιών οξύνθηκαν λόγω της ένταξής τους στην τελωνειακή ένωση, καθώς η απουσία προστατευτικών πολιτικών εξέθεσε τις επιχειρήσεις των χωρών αυτών στον άμεσο και σκληρό ανταγωνισμό με τις σαφώς παραγωγικότερες επιχειρήσεις της βορειοδυτικής Ευρώπης και οδήγησε σε φαινόμενα αποβιομηχάνισης. Η Ιρλανδία κατάφερε να ξεπεράσει με θεαματικό τρόπο όλα τα παραπάνω προβλήματα και τη χρόνια οικονομική της δυσανεξία μέσω ενός μαζικού κύματος ξένων, κυρίως αμερικανικών, επενδύσεων στο οποίο συνετέλεσαν τόσο η χαμηλή φορολόγηση των κερδών όσο και άλλοι, ακόμα και πολιτισμικοί, παράγοντες. Στην Ιταλία, ο πλούσιος και άκρως παραγωγικός βορράς συνέχισε να αναπτύσσεται και να σηκώνει τη χώρα στους ώμους του, συνεπικουρούμενος και από την υποτιμημένη λιρέτα. Η Ελλάδα, η Ισπανία και η Πορτογαλία άντεξαν την υποκατάσταση της εγχώριας παραγωγής από εισαγωγές χάρη σε συνεχείς υποτιμήσεις των νομισμάτων τους οι οποίες περιόριζαν το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σε χαμηλά και ακίνδυνα επίπεδα, αν και δεν μπόρεσαν να αποφύγουν τη χρόνια υποαπασχόληση του εργατικού τους δυναμικού.

Εντούτοις, είναι πλέον αναμφίβολο ότι η εισαγωγή του κοινού νομίσματος διεύρυνε δραματικά τις ήδη υφιστάμενες ανισορροπίες, καταστρέφοντας το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των τριών τελευταίων χωρών, πλήττοντας το εξαγωγικό δυναμικό της βορειοϊταλικής οικονομίας και σχεδόν απειλώντας να αναιρέσει τα επιτεύγματα της ιρλανδικής οικονομίας. Και εφόσον τα κράτη-μέλη δεν μπορούσαν πλέον να ασκήσουν καμία από τις παραδοσιακές οικονομικές πολιτικές, στράφηκαν, εκόντα άκοντα, στη μόνη λύση την οποία η αρχιτεκτονική

του κοινού νομίσματος προσέφερε απλόχερα, δηλαδή στον φθηνό δανεισμό. Πιο συγκεκριμένα, η υιοθέτηση του ευρώ οδήγησε τις χώρες αυτές σε ουσιαστική ανατίμηση του νομίσματος και σε δραστική μείωση των επιτοκίων. Το πρώτο φαινόμενο οδήγησε άμεσα σε μείωση της ανταγωνιστικότητας και στην επιδείνωση των δεικτών του εξωτερικού εμπορίου με τον υπόλοιπο κόσμο. Το δεύτερο οδήγησε –μέσω της δραματικής αύξησης του δανεισμού και της σχεδόν απεριόριστης ρευστότητας– σε υψηλότερο πληθωρισμό ο οποίος επιδείνωσε τις ήδη προβληματικές εμπορικές σχέσεις με τις χώρες του ευρωπαϊκού κέντρου. Οδήγησε επίσης στην υιοθέτηση ενός μοντέλου ανάπτυξης το οποίο βασιζόταν στο δανεισμό –ιδιωτικό ή δημόσιο– και όπου η εγχώρια κατανάλωση –την οποία ικανοποιούσαν σε ολοένα μεγαλύτερο βαθμό οι εισαγωγές– είχε αναλάβει το ρόλο της ατμομηχανής της οικονομικής μεγέθυνσης.

Αυτό βέβαια δεν συνέβη στον ίδιο βαθμό ή με τον ίδιο ακριβώς τρόπο σε όλες τις υπό εξέταση χώρες, ακόμα και αν εξαιρέσουμε από αυτές το Βέλγιο, το οποίο αποτελεί ξεκάθαρα ειδική περίπτωση. Ακόμα όμως και οι διαφορές μεταξύ των χωρών αυτών, οι οποίες περιγράφηκαν προηγουμένως στις Ενότητες 4.2, 4.3 και 4.4, φαίνεται να είναι μάλλον συμβατές με τη γενική ισχύ της παραπάνω θεώρησης. Στην Ισπανία και στην Ιρλανδία οι ρυθμοί μεγέθυνσης παρέμειναν σε σχετικά υψηλά επίπεδα, ακριβώς λόγω της δραματικής αύξησης του ιδιωτικού δανεισμού και της ταχύτατης ανάπτυξης του κατασκευαστικού τομέα, με τα δύο αυτά φαινόμενα να συνδέονται προφανώς με την υπερδιόγκωση της εγχώριας αγοράς ακινήτων και στις δύο αυτές χώρες. Αυτό ήταν ένα καινούριο από ποσοτικής απόψεως στοιχείο για την ισπανική οικονομία, ήταν όμως καινούριο από ποσοτικής και ποιοτικής απόψεως για την Ιρλανδία, στην οποία το κέντρο βάρους της οικονομικής επέκτασης μετακινήθηκε γοργά από τον εξωτερικό τομέα στον τομέα της υποστηριζόμενης μέσω αυξανόμενου ιδιωτικού δανεισμού εγχώριας ζήτησης.[14] Και στις δύο χώρες, το τραπεζικό σύστημα οδηγήθηκε σε εξωτερική υπερχρέωση –με τους δείκτες μόχλευσης κεφαλαίων να ξεπερνούν κάθε λογικό όριο– η οποία ήταν απαραίτητη για τη συνεχή χρηματοδότηση της φούσκας στην αγορά ακινήτων και την αδιάκοπη επέκταση της οικοδομικής δραστηριότητας. Και είναι αυτό ακριβώς το υπερμοχλευμένο τραπεζικό σύστημα το οποίο τράβη-

14. Επ' αυτού, βλ. Irish Department of Finance (2011b), αλλά και European Commission (2011a).

ξε την ιρλανδική οικονομία στην άβυσσο και απειλεί να κάνει το ίδιο, αν δεν το έχει κάνει ήδη, και στην περίπτωση της Ισπανίας.

Στην Ελλάδα οι ρυθμοί μεγέθυνσης διατηρήθηκαν επίσης σε υψηλά επίπεδα, ο ιδιωτικός δανεισμός αυξήθηκε επίσης σημαντικά και ο κατασκευαστικός τομέας γνώρισε επίσης ημέρες δόξας, αλλά η τάξη μεγέθους ήταν αρκετά διαφορετική, όπως και η διάρθρωση του συνολικού δανεισμού. Ο ιδιωτικός δανεισμός κατόρθωσε να συντηρήσει την οικονομική μεγέθυνση, καθώς αυξήθηκε πράγματι με ταχύτατους ρυθμούς, αλλά δεν έφτασε ποτέ στις υπερβολές των δύο προηγούμενων χωρών. Στην πραγματικότητα δεν έφτασε καν στον μέσο όρο της ευρωζώνης, αλλά το εξαιρετικά χαμηλό αρχικό του επίπεδο σήμαινε ότι ήταν σε θέση να δώσει κάποια ώθηση στην οικονομική δραστηριότητα χωρίς να οδηγηθεί σε ακραία επίπεδα. Η αγορά ακινήτων ανατιμήθηκε μεν σημαντικά, όχι όμως περισσότερο απ' όσο είναι λογικό να ανατιμηθεί μια οποιαδήποτε αγορά ακινήτων μέσα σε μία δεκαετία ισχυρής οικονομικής μεγέθυνσης. Το τραπεζικό σύστημα της χώρας διόγκωσε μεν τους ισολογισμούς του, χωρίς όμως να προβεί σε υπερβολικό δανεισμό και χωρίς να μεταβάλει τη συντηρητική του στάση όσον αφορά την έκθεσή του στα διάφορα εξωτικά χρηματοοικονομικά προϊόντα. Η εξέλιξη όμως του δημόσιου δανεισμού ήταν λιγότερο μετριοπαθής.

Δεν θα ήταν υπερβολική η θέση ότι η Ελλάδα, σε αντίθεση με την Ιρλανδία και την Ισπανία, απέφυγε τη φούσκα στην αγορά ακινήτων, την υπερχρέωση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και την ακραία μόχλευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος επειδή το ελληνικό δημόσιο ανέλαβε να απαλλάξει τον ιδιωτικό τομέα από το βάρος του χρέους, το οποίο βάρυνε κατά κύριο λόγο τους δικούς του ώμους. Ενώ στην Ιρλανδία και την Ισπανία τα υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα αφαιρούσαν πόρους από το οικονομικό κύκλωμα ωθώντας τον ιδιωτικό τομέα σε ολοένα αυξανόμενο δανεισμό, στην Ελλάδα ο ιδιωτικός δανεισμός παρέμεινε εντός λογικών πλαισίων λόγω των διαρκών πρωτογενών ελλειμμάτων τα οποία τροφοδοτούσαν την εγχώρια ζήτηση του ιδιωτικού τομέα και κυρίως την κατανάλωση. Το αν αυτό ήταν αποτέλεσμα συνειδητής πολιτικής επιλογής (μάλλον απίθανο) ή πραγματικής αδυναμίας είσπραξης των φορολογικών εσόδων και περιορισμού των περιττών δαπανών είναι για τους σκοπούς μας δευτερεύον. Αυτό που είναι σημαντικό είναι ότι στην Ελλάδα, σε αντίθεση με τις δύο προαναφερθείσες χώρες, η ταχύτατη οικονομική μεγέθυνση της τελευταίας δεκαετίας βασίστηκε στον δημόσιο δανεισμό σχεδόν στον ίδιο βαθμό, αν όχι

σε μεγαλύτερο, σε σχέση με τον ιδιωτικό. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί ο κατασκευαστικός τομέας της χώρας, η άνθηση του οποίου δεν οφείλεται στη μαζική κατασκευή άδειων τουριστικών κατοικιών σαν αυτές που κατέκλυσαν τη μεσογειακή ακτογραμμή της Ισπανίας, αλλά στα κονδύλια του προγράμματος δημόσιων επενδύσεων, στα συγχρηματοδοτούμενα έργα υποδομών και φυσικά στη διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων.

Η Ιταλία και η Πορτογαλία διαφέρουν από τις προηγούμενες περιπτώσεις στο ότι οι ρυθμοί οικονομικής μεγέθυνσης κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας ήταν από αναιμικοί έως ανύπαρκτοι. Ενώ στην Ελλάδα το δημόσιο συσσώρευε πρωτογενή ελλείμματα και διατηρούσε έναν σταθερό λόγο χρέους προς ΑΕΠ λόγω της υψηλής οικονομικής μεγέθυνσης –η οποία οφειλόταν εν πολλοίς σε αυτά ακριβώς τα ελλείμματα– στην Ιταλία η σταθερότητα του δημόσιου χρέους επετεύχθη μέσω των πρωτογενών πλεονασμάτων τα οποία αντιστάθμιζαν την ουσιαστική ανυπαρξία μεγέθυνσης. Ο δε ιδιωτικός δανεισμός αυξήθηκε μεν, παρέμεινε όμως σε επίπεδα χαμηλότερα του ευρωπαϊκού μέσου όρου, ενώ η συμπεριφορά του τραπεζικού συστήματος προσομοιάζει στην ελληνική μάλλον παρά στην ισπανική περίπτωση. Με τη δημοσιονομική πειθαρχία να τηρείται απαρέγκλιτα και τον ιδιωτικό δανεισμό να επιδίδεται σε μάλλον χαμηλές πτήσεις, η ιταλική οικονομία αφέθηκε να παρατηρεί τον σταδιακό περιορισμό του αναπτυξιακού δυναμικού της ως αποτέλεσμα της σταδιακής διάβρωσης της ανταγωνιστικότητάς της και της επακόλουθης επιδείνωσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Στην Πορτογαλία, ο ιδιωτικός δανεισμός ήταν και παρέμεινε υψηλότερος του ευρωπαϊκού μέσου όρου, αυξήθηκε όμως με χαρακτηριστικά αργούς ρυθμούς κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, χωρίς να μπορέσει να δώσει σημαντική ώθηση στην αύξηση του ΑΕΠ. Σε αντίθεση με την Ιταλία, οι προϋπολογισμοί της χώρας ήταν πρωτογενώς ελλειμματικοί, κάτι που οδήγησε σε μικρές αλλά διαρκείς αυξήσεις στο δημόσιο χρέος της χώρας. Σε αντίθεση με την Ελλάδα, τα ελλείμματα αυτά δεν διοχετεύτηκαν στον ιδιωτικό τομέα στον αναγκαίο βαθμό ώστε να υποστηρίξουν την εγχώρια ζήτηση –παρά το εξίσου υψηλό στις δύο χώρες ποσοστό της κατανάλωσης στο συνολικό ΑΕΠ– κυρίως λόγω του ότι συνοδεύτηκαν από μια αύξηση των φορολογικών εσόδων σε σχέση με το ΑΕΠ της χώρας. Ως εκ τούτου, η οικονομική μεγέθυνση παρέμεινε σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα, καθώς η διαρκής επιδείνωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών δεν κατέστη δυνατό να αντισταθμιστεί ικανοποιητικά.

Όλες οι προαναφερθείσες ανισορροπίες θα μπορούσαν να συνεχιστούν όσο οι διεθνείς οικονομικές συνθήκες δεν έθεταν σε κίνδυνο τη ρευστότητα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και όσο οι αγορές, παρασυρμένες από τη γενική ευφορία, δεν έκριναν σκόπιμο να θέσουν ανησυχητικά ερωτήματα σε σχέση με τη μελλοντική προοπτική των παραπάνω χωρών. Από τη στιγμή όμως που η διεθνής οικονομία βρέθηκε στη δίνη μιας ισχυρής χρηματοπιστωτικής κρίσης, η ευφορία εξανεμίστηκε και οι ανησυχητικές ερωτήσεις άρχισαν να αρθρώνονται με ολοένα μεγαλύτερη συχνότητα. Η διάσωση του τραπεζικού συστήματος οδήγησε το χρέος των ευρωπαϊκών κρατών στα ύψη, ενώ η απότομη διακοπή της ρευστότητας επέφερε την κατάρρευση της αγοράς ακινήτων σε Ιρλανδία και Ισπανία. Ταυτόχρονα, η απόφαση της ΕΚΤ να παρέχει στις τράπεζες της ευρωζώνης μακροπρόθεσμους τίτλους αντί βραχυπρόθεσμων κατέστησε τα κρατικά ομόλογα, τα οποία είναι κατά κανόνα μακροπρόθεσμοι τίτλοι, λιγότερο ελκυστικά,[15] ενώ η μνημειώδης απόφασή της περί αύξησης των επιτοκίων απλώς έκανε τα πάντα χειρότερα. Όταν οι αγορές στράφηκαν τελικά στις αγορές κρατικού χρέους με την ισχυρή και όχι παράλογη υποψία ότι υπό τις δεδομένες συνθήκες η Ελλάδα θα αντιμετώπιζε πρόβλημα αποπληρωμής του χρέους της, η ολιγωρία της ΕΕ, της ΕΚΤ και της ελληνικής κυβέρνησης βοήθησε στην ταχύτερη διάδοση της κρίσης. Και όταν η ΕΚΤ αποφάσισε να σταματήσει τις αγορές ιρλανδικών ομολόγων από τη δευτερογενή αγορά, ενώ η οικτρή κατάσταση των ιρλανδικών τραπεζών ήταν πλέον γνωστή σε όλους, η Ιρλανδία προστέθηκε στη λίστα των ημιπτωχευμένων κρατών, για να ακολουθήσει η Πορτογαλία έπειτα από λίγους μόνο μήνες.

Δεν έχουμε αναφερθεί ακόμα λεπτομερώς στο Βέλγιο και ο λόγος είναι ότι, όπως έχει ήδη αναφερθεί, η περίπτωσή του είναι ποιοτικά διαφορετική. Το Βέλγιο δεν ανήκει στην ευρωπαϊκή περιφέρεια, ούτε με τη γεωγραφική ούτε με την οικονομική έννοια του όρου, και αυτό αποδεικνύεται εύκολα μέσα από τα στοιχεία των Ενοτήτων 4.2, 4.3 και 4.4. Μπορεί η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας του να υποχώρησε σε σχέση με τη γερμανική στη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, αλλά το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών του παρέμεινε, με ελάχιστες εξαιρέσεις, πλεονασματικό, ενώ η καθαρή επενδυτική θέση της χώρας βελτιώθηκε σημαντικά. Οι προϋπολογισμοί του ήταν πρωτογενώς πλεονασματικοί και οι ρυθμοί μεγέθυνσης όχι μικρότεροι του μέσου όρου της ευρωζώνης, με αποτέλεσμα να μειώσει

15. Βλ. Research on Money and Finance (2010a).

σημαντικά το δημόσιο χρέος του πριν την απαρχή της κρίσης. Ο μη χρηματοοικονομικός επιχειρηματικός τομέας μπορεί να έχει συσσωρεύσει ένα αρκετά υψηλό χρέος υπό μορφή χρεογράφων μάλλον παρά δανείων, αλλά ο ιδιωτικός δανεισμός δεν μετεβλήθη σημαντικά στη διάρκεια της δεκαετίας και το χρέος των νοικοκυριών βρίσκεται εγγύτερα στα επίπεδα της Ελλάδας και της Ιταλίας παρά σε αυτά των ανεπτυγμένων χωρών του βορρά. Το τραπεζικό του σύστημα πράγματι επλήγη περισσότερο από τα συντηρητικά συστήματα των δύο αυτών χωρών, δεν φαίνεται όμως να έχει εμπλακεί στις υπερβολές των ιρλανδικών, ισπανικών και ισλανδικών τραπεζών. Η οικονομία του παρουσιάζει έναν δυϊσμό παρόμοιο με αυτόν της ιταλικής οικονομίας, αλλά ενώ η πλούσια Φλάνδρα μπορεί να συγκριθεί με τον ιταλικό βορρά, η φτωχή Βαλλονία δεν μπορεί να συγκριθεί με τον ιταλικό νότο. Επιστρέφοντας στη δεύτερη διάκριση που έγινε στην αρχή της Ενότητας 4.5, τα αίτια της δεινής οικονομικής κατάστασης στην οποία βρίσκεται σήμερα η βελγική οικονομία λόγω του υψηλού δημόσιου χρέους φαίνεται να συνδέονται εξ ολοκλήρου με τη γενικότερη προβληματική δομή της ευρωζώνης και καθόλου, ή ελάχιστα μόνο, με τις ανισορροπίες των ενδοευρωπαϊκών εμπορικών σχέσεων. Με άλλα λόγια, ο κίνδυνος για τη βελγική οικονομία προκύπτει σήμερα όχι τόσο από κάποια αρνητική εξέλιξη θεμελιωδών δεικτών της πραγματικής οικονομίας, αλλά πρωτίστως από την αδυναμία της ευρωζώνης να συγκρατήσει και να διαχειριστεί την κρίση χρέους της περιφέρειάς της. Η αύξηση των επιτοκίων δανεισμού της βελγικής κυβέρνησης και η διατύπωση επιφυλάξεων περί της βιωσιμότητας του βελγικού χρέους συνιστούν μια ποιοτικώς διαφορετική μετάσταση της κρίσης, καθώς αυτή αρχίζει πλέον να διαδίδεται και σε χώρες οι οποίες δύσκολα θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως αδύναμοι κρίκοι της ευρωζώνης στη βάση των πραγματικών οικονομικών τους δεδομένων.

Η Ενότητα 4.6 συνιστά μάλλον παρέκβαση στη ροή της παρούσας εργασίας, καθώς θα παρουσιάσει τα αποτελέσματα μιας άσκησης προσομοίωσης για την εξέλιξη του δημόσιου χρέους των υπό μελέτη χωρών (πλην Ελλάδας) στο άμεσο μέλλον. Οι προσομοιώσεις αυτές είναι σημαντικές, καθώς δείχνουν τόσο τις αρνητικές επιπτώσεις της ασκούμενης πολιτικής λιτότητας στον τομέα του δημόσιου χρέους –στις περιπτώσεις της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας– όσο και την ορθότητα της αντίληψης η οποία θεωρεί το χρέος αυτό ως σύμπτωμα και πεδίο εκδήλωσης της κρίσης και όχι ως πρωταρχική αιτία της. Δείχνουν επίσης το πόσο εύκολο θα ήταν να περιοριστεί το χρέος των χωρών αυτών και να καταστεί βιώ-

σιμο μέσω πολιτικών οι οποίες θα προσπαθούσαν να αντιμετωπίσουν τα ειδικά προβλήματα τα οποία συνδέονται με τη διάρθρωση της νομισματικής ένωσης. Μετά την παρέκβαση αυτή, στα πλαίσια της Ενότητας 4.7, θα γίνει προσπάθεια να σχολιαστούν εν συντομία οι πραγματικές προοπτικές των περιφερειακών χωρών της ευρωζώνης, κάτι που αποτελεί πλέον, όπως προκύπτει και από την προηγηθείσα ανάλυση, ένα από τα κρισιμότερα ερωτήματα των ημερών.

4.6 Προσομοιώσεις της εξέλιξης του δημόσιου χρέους

Στην ενότητα αυτή θα παρουσιαστούν κάποια συνοπτικά αποτελέσματα προσομοιώσεων για τα πέντε υπό μελέτη κράτη-μέλη της ευρωζώνης, εκτός της Ελλάδας. Πρόκειται για την Ιρλανδία, την Πορτογαλία, την Ισπανία, την Ιταλία και το Βέλγιο, για τις χώρες δηλαδή οι οποίες είτε έχουν ήδη ενταχθεί σε έναν μηχανισμό στήριξης παρόμοιο του ελληνικού είτε κινδυνεύουν να βρεθούν στην κατάσταση αυτή στο προσεχές μέλλον. Οι προσομοιώσεις των χωρών αυτών εκτείνονται μόλις μέχρι το 2018, λόγω έλλειψης επαρκών στοιχείων για τις αποπληρωμές παλαιών ομολόγων πέραν αυτού του χρονικού ορίζοντα. Οι υποθέσεις περί της εξέλιξης των βασικών μεταβλητών, καθώς και περί των σεναρίων τα οποία θα εξεταστούν, δίνονται εν συντομία στη συνέχεια.

Τα σενάρια προσομοίωσης τα οποία θα εξεταστούν είναι κατά βάση τρία. Το πρώτο υποθέτει τη συνέχιση της έως σήμερα ασκούμενης πολιτικής λιτότητας καθ' όλην τη διάρκεια του ορίζοντα της προσομοίωσης, τόσο για τις χώρες οι οποίες έχουν ήδη ενταχθεί σε προγράμματα χρηματοδότησης και σταθεροποίησης παρόμοια του ελληνικού όσο και για αυτές που, αν και βρίσκονται ακόμα στον προθάλαμο τέτοιων προγραμμάτων, έχουν αναγκαστεί να ασκήσουν παρόμοια πολιτική. Το δεύτερο σενάριο έγκειται στην πρόταση των Βαρουφάκη-Holland,[16] χωρίς το τρίτο σκέλος της το οποίο αναφέρεται στην ενεργοποίηση, μέσω της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων, ενός πανευρωπαϊκού επενδυτικού προγράμματος με σκοπό τη στήριξη και αναζωογόνηση της οικονομικής δραστηριότητας στις εν λόγω χώρες. Το τρίτο σενάριο είναι απλώς η ίδια πρόταση στην ολοκληρωμένη της μορφή.

Υποθέτουμε ότι οι δημόσιες δαπάνες μειώνονται κατά 3% το 2011 και κατά

16. Varoufakis and Holland (2011).

1% το 2012 και παραμένουν σταθερές στη συνέχεια. Δημιουργείται ωστόσο μια περιπλοκή όσο απομακρυνόμαστε χρονικά από την αφετηρία της προσομοίωσης, λόγω του γεγονότος ότι οι δαπάνες αυτές δεν είναι οι πρωτογενείς, αλλά περιλαμβάνουν και τις πληρωμές των τόκων. Καθώς απομακρυνόμαστε χρονικά από το 2011, οι τόκοι των νέων δανείων, οι οποίοι υπολογίζονται ξεχωριστά, θα υποκαθιστούν σε ολοένα μεγαλύτερο βαθμό τους τόκους των παλαιών δανείων, οι οποίοι είναι ήδη ενσωματωμένοι στις δημόσιες δαπάνες. Αυτό σημαίνει ότι η υπόθεσή μας περί σταθερότητας των δημόσιων δαπανών από το 2013 και μετά ισοδυναμεί στην πραγματικότητα με μια άρρητη υπόθεση περί αύξησης των πρωτογενών δαπανών κατά τα μεταγενέστερα έτη της προσομοίωσης, όταν δηλαδή το μεγαλύτερο μέρος των παλαιών δανείων θα έχει αποπληρωθεί και οι τόκοι που συνδέονται με τα δάνεια αυτά θα αντιπροσωπεύουν ένα σαφώς μικρότερο και συρρικνούμενο τμήμα των συνολικών δαπανών της γενικής κυβέρνησης. Εντούτοις, η περιπλοκή αυτή δεν είναι σημαντική λόγω του πολύ μικρού χρονικού ορίζοντα της προσομοίωσης.

Όσον αφορά τα κρατικά έσοδα, η βασική υπόθεση είναι ότι αποτελούν συνάρτηση του συνολικού εισοδήματος στην οικονομία, με την ακριβή σχέση να δίνεται από την απλή γραμμική εξίσωση

$$T_1 = \alpha + \beta \text{ΑΕΠ} \qquad (1)$$

Οι συντελεστές α και β της εξίσωσης αυτής εκτιμήθηκαν διά της μεθόδου των απλών ελαχίστων τετραγώνων στη βάση ενός δείγματος 16 παρατηρήσεων, από το 1995 έως το 2010, με τους εκτιμώμενους συντελεστές να είναι σε κάθε περίπτωση στατιστικά σημαντικοί και με τον πολλαπλό συντελεστή προσδιορισμού των σχετικών παλινδρομήσεων να είναι πάντοτε υψηλότερος του 0,9. Στα πλαίσια της προσομοίωσης, τα κρατικά έσοδα των μελλοντικών ετών προσδιορίζονται στη βάση των παραπάνω εκτιμήσεων, καθώς και στη βάση των υποθέσεων περί του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ.

Όσον αφορά τους ρυθμούς μεγέθυνσης των οικονομιών αυτών, οι υποθέσεις μας ήταν εξαιρετικά αισιόδοξες. Συγκεκριμένα, υποθέτουμε ότι η ιρλανδική, η πορτογαλική και η ισπανική οικονομία θα σημειώσουν ύφεση της τάξεως μόλις του 1% το 2011, θα σταθεροποιηθούν το 2012 και θα μεγεθύνονται κατά 1% τα έτη 2013-2014 και κατά 2% ετησίως στη συνέχεια. Πιο ευνοϊκές ακόμα είναι οι υποθέσεις μας για την Ιταλία και το Βέλγιο, καθώς οι οικονομίες αυτές θα στα-

θεροποιηθούν το 2011 και θα παρουσιάσουν μεγέθυνση της τάξεως του 1% το 2012, του 1,5% κατά τα έτη 2013-2014 και του 2% στη συνέχεια, δεν θα υποβληθούν δηλαδή καθόλου σε ύφεση, τουλάχιστον όχι με βάση τον τεχνικό ορισμό. Στην περίπτωση της ολοκληρωμένης πρότασης των Βαρουφάκη-Holland, οι ρυθμοί μεταβολής αυτοί θα είναι φυσικά υψηλότεροι. Στις τρεις περιφερειακές χώρες θα διαμορφωθούν, μετά την αρχική ύφεση του 2011, σε 2% το 2012, 3% το 2013 και 4% καθ' όλα τα ακόλουθα έτη. Στην Ιταλία και στο Βέλγιο, οι ρυθμοί μεταβολής του ΑΕΠ θα είναι ακριβώς οι ίδιοι, με μόνη διαφορά ότι το 2011 θα σημαδευτεί όχι από ύφεση της τάξεως του 1%, αλλά από ισόποση ανάπτυξη.

Τέλος, ενώ για την Ιρλανδία και την Πορτογαλία υποθέτουμε κόστος νέου δανεισμού ίσο με 6%, για τις υπόλοιπες χώρες υποθέτουμε τη διατήρηση των σημερινών επιτοκίων δανεισμού. Για την ακρίβεια, υποθέτουμε τη διατήρηση, καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου 2011-2018, των επιτοκίων δανεισμού που διαμορφώθηκαν στη διεθνή δευτερογενή αγορά στις 6 Ιουνίου του 2011 και τα οποία ανέρχονται σε 5,275% για την Ισπανία, σε 4,647% για την Ιταλία και σε 4,107% για το Βέλγιο. Προφανώς, η υπόθεση αυτή είναι ιδιαιτέρως μεροληπτική, υπό την έννοια ότι θα τείνει να καταστήσει το δημόσιο χρέος των χωρών αυτών, ιδίως των δύο τελευταίων, αρκετά σταθερότερο από το χρέος των λοιπών χωρών.[17]

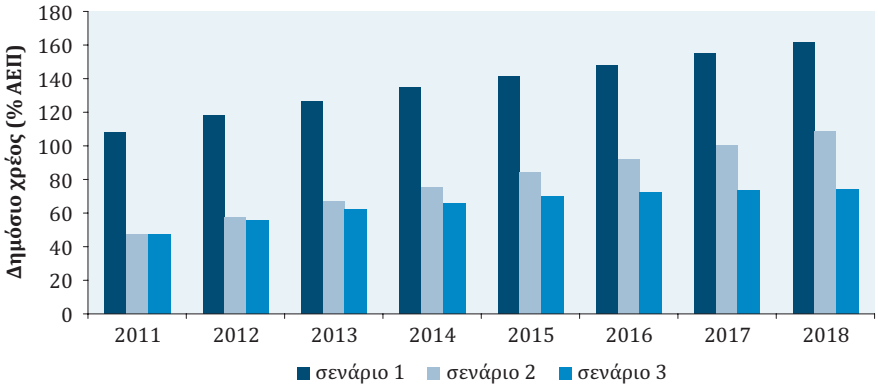
17. Όσον αφορά τα δύο πρώτα σενάρια, θα χρησιμοποιηθούν στην ανάλυση ευαισθησίας των αποτελεσμάτων δύο διαφορετικά κριτήρια, ένα λιγότερο και ένα περισσότερο αυστηρό. Το λιγότερο αυστηρό κριτήριο είναι η σταθεροποίηση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ μέχρι το τέλος του χρονικού ορίζοντα της προσομοίωσης, μέχρι δηλαδή το 2018. Το ερώτημα που θέλουμε να απαντήσουμε τίθεται ως εξής: ποια θα πρέπει να είναι η εξέλιξη της χ μεταβλητής (έστω των δημόσιων δαπανών) ώστε η εκρηκτική πορεία του χρέους να αμβλυνθεί και να ανακοπεί μέχρι το 2018, ώστε δηλαδή μέχρι το 2018 το χρέος να έχει σταματήσει να αυξάνεται; Το δεύτερο και αυστηρότερο κριτήριο μπορεί να διατυπωθεί ως εξής: ποια θα πρέπει να είναι η εξέλιξη της χ μεταβλητής ώστε το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ να έχει μειωθεί, εν έτει 2018, σε επίπεδα χαμηλότερα αυτών του 2010; Όσον αφορά την ολοκληρωμένη πρόταση των Βαρουφάκη-Holland, το κριτήριο θα είναι προφανώς διαφορετικό και θα έγκειται στη μη σταθεροποίηση του δημόσιου χρέους μέχρι το 2018. Τέλος, στις περιπτώσεις της Ιταλίας και του Βελγίου, όπου τα βασικά αποτελέσματα των προσομοιώσεων δεν δείχνουν έκρηξη αλλά σταθεροποίηση του χρέους, το κριτήριο που χρησιμοποιήθηκε στην ανάλυση ευαισθησίας ήταν προφανώς το αντίστροφο.

4.6.1 Ιρλανδία

Τα αποτελέσματα της προσομοίωσης για την εξέλιξη του ιρλανδικού δημόσιου χρέους παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 11. Η συνέχιση της οικονομικής πολιτικής την οποία συνεπάγεται το πρόγραμμα προσαρμογής της ιρλανδικής οικονομίας έχει και σε αυτήν την περίπτωση εκρηκτικά αποτελέσματα, παρά τους ιδιαιτέρως ευνοϊκούς ρυθμούς μεγέθυνσης οι οποίοι έχουν υποτεθεί και παρά το γεγονός ότι δεν έχουν ληφθεί υπ' όψιν τα τεράστια χρηματικά ποσά που έχουν δοθεί στο ιρλανδικό τραπεζικό σύστημα και τα οποία υπερέβησαν το 2010 τα 30 δισ. ευρώ. Συγκεκριμένα, το ιρλανδικό δημόσιο χρέος αυξάνεται συνεχώς για να φτάσει από επίπεδα χαμηλότερα του 100% του ΑΕΠ το 2010 στο επίπεδο του 161,5% του ΑΕΠ το 2018. Στην περίπτωση του δεύτερου σεναρίου (εφαρμογή πρότασης των Βαρουφάκη-Holland κατά τα δύο πρώτα της σκέλη), το χρέος αυξάνεται και πάλι ταχύτατα μετά την αρχική του μείωση στο 47%, με αποτέλεσμα μέχρι το 2018 να έχει υπερβεί και πάλι τα σημερινά του επίπεδα. Το τρίτο σενάριο (εφαρμογή της ολοκληρωμένης πρότασης των Βαρουφάκη-Holland) είναι το μόνο στο οποίο η εκρηκτικότητα του δημόσιου χρέους ανακόπτεται λόγω των υψηλότερων ρυθμών μεγέθυνσης, με το επίπεδο του χρέους να σταθεροποιείται ταχύτατα –πριν το τέλος του χρονικού ορίζοντα της προσομοίωσης– στα επίπεδα του 72%-74%.

Η ανάλυση ευαισθησίας επιβεβαιώνει την ευρωστία των αποτελεσμάτων αυτών, καθώς, στα πλαίσια του πρώτου σεναρίου, η σταθεροποίηση του χρέους θα απαιτούσε αυξήσεις του ΑΕΠ μεγαλύτερες κατά 1,5 ποσοστιαία μονάδα ετησίως

Διάγραμμα 11: Εξέλιξη δημόσιου χρέους – Ιρλανδία



αυτών που έχουν υποτεθεί, ενώ η μείωση του χρέους σε επίπεδα χαμηλότερα αυτών του 2011 θα απαιτούσε οικονομική μεγέθυνση ισχυρότερη κατά 3% ανά έτος. Η σταθεροποίηση θα μπορούσε να επιτευχθεί και μέσω μειώσεων στις δημόσιες δαπάνες της τάξεως του 5% το 2011, του 3% το 2012 και του 2% ετησίως για την περίοδο 2013-2018, ενώ η μείωση των δημόσιων δαπανών η οποία θα οδηγούσε –ceteris paribus– σε μείωση χρέους σύμφωνη με το κριτήριό μας θα έπρεπε να είναι 2,5 ποσοστιαίες μονάδες μεγαλύτερη κάθε έτος.

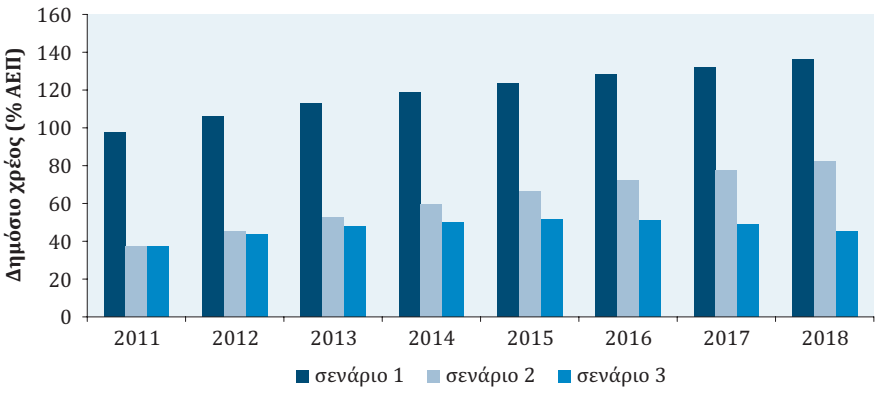
4.6.2 Πορτογαλία

Τα αποτελέσματα της προσομοίωσης για την πορτογαλική οικονομία παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 12 και είναι σε γενικές γραμμές παρόμοια με αυτά της Ιρλανδίας. Στα πλαίσια του πρώτου σεναρίου, το δημόσιο χρέος της χώρας υπερβαίνει το 100% του ΑΕΠ το 2012 και φτάνει το 2018 στο 136% του ΑΕΠ, χωρίς να διαφαίνεται καμία σταθεροποιητική τάση. Στο δεύτερο σενάριο, το δημόσιο χρέος ξεκινάει από το χαμηλότατο επίπεδο του 37% του ΑΕΠ, αλλά μέσα σε μία επταετία έχει υπερβεί το 80% του ΑΕΠ, ευρισκόμενο ξανά σε επίπεδα παρόμοια με αυτά στα οποία βρισκόταν κατά την περίοδο εμφάνισης της κρίσης.

Στο τρίτο σενάριο τέλος, όπως και στην περίπτωση της Ιρλανδίας, το πορτογαλικό χρέος παρουσιάζει μεν μια μικρή αύξηση, σταθεροποιείται όμως πολύ γρήγορα στο 50% περίπου του ΑΕΠ μέχρι το 2016, για να μειωθεί στη συνέχεια στο 45% του ΑΕΠ μέχρι το 2018.

Όσον αφορά την ευαισθησία των παραπάνω αποτελεσμάτων σε μεταβολές των υποθέσεων, η τελική σταθεροποίηση του χρέους στα πλαίσια του πρώτου

Διάγραμμα 12: Εξέλιξη δημόσιου χρέους – Πορτογαλία



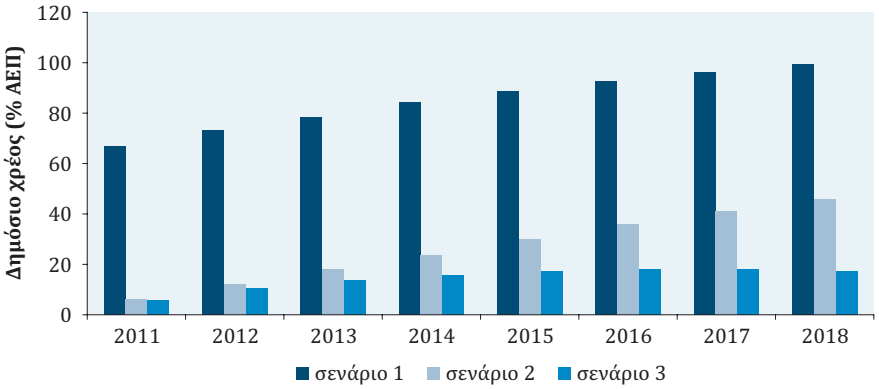
σεναρίου απαιτεί ρυθμούς μεγέθυνσης υψηλότερους κατά μισή ποσοστιαία μονάδα ετησίως από αυτούς που έχουν υποτεθεί, με τη σταθεροποίηση να λαμβάνει χώρα στην περίπτωση αυτή σε επίπεδα υψηλότερα του 120% του ΑΕΠ. Η δε ουσιαστική μείωση του χρέους εντός του χρονικού ορίζοντα της προσομοίωσης απαιτεί ρυθμούς μεγέθυνσης υψηλότερους κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες ετησίως σε σχέση με αυτούς που έχουν υποτεθεί. Σε σχέση με τις δημόσιες δαπάνες, η σταθεροποίηση του χρέους απαιτεί μειώσεις της τάξεως του 4% το 2011, του 2% το 2012 και του 1% ετησίως για όλα τα υπόλοιπα έτη, ενώ η μείωση του χρέους απαιτεί αντιστοίχως μειώσεις της τάξεως του 6%, του 4% και του 2%. Στην περίπτωση δε της ολοκληρωμένης πρότασης των Βαρουφάκη-Holland, η σταθεροποίηση του χρέους μέχρι το 2018 επιτυγχάνεται ακόμα και χωρίς την παραμικρή μείωση των δημόσιων δαπανών καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου 2011-2018, σε επίπεδα ελάχιστα υψηλότερα (58%-60% του ΑΕΠ).

4.6.3 Ισπανία

Τα αποτελέσματα της προσομοίωσης για την Ισπανία, όπως φαίνεται και από το Διάγραμμα 13, είναι μεν παρόμοια από ποιοτικής απόψεως με αυτά της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας, με σημαντικές όμως ποσοτικές διαφορές ως προς το τελικό επίπεδο του δημόσιου χρέους. Η ποσοτική αυτή διαφοροποίηση οφείλεται τόσο στο χαμηλότερο επίπεδο χρέους από το οποίο ξεκινάει η ισπανική οικονομία και το οποίο ανήλθε το 2010 στο 60,1% του ΑΕΠ, όσο και στην υπόθεσή μας περί διατήρησης του κόστους δανεισμού της χώρας από τις αγορές σε σταθερά επίπεδα. Επίσης, θα πρέπει να ληφθεί υπ' όψιν ότι τα στοιχεία τα οποία χρησιμοποιήθηκαν στην προσομοίωση αγνοούν ολοκληρωτικά τις πιθανές επιπτώσεις στην ισπανική οικονομία από μια πλήρη καταγραφή των ζημιών του τραπεζικού συστήματος από την τεράστια έκθεσή του στην αγορά ακινήτων.

Ακόμα κι έτσι βέβαια, τα αποτελέσματα της προσομοίωσης δεν είναι ιδιαιτέρως ενθαρρυντικά, καθώς αποτυπώνουν σαφή τάση αύξησης του δημόσιου χρέους της χώρας, το οποίο θα αγγίξει, το 2018, το 100% του ΑΕΠ, χωρίς κάποια εμφανή τάση σταθεροποίησης. Η ίδια αυξητική τάση διαφαίνεται και με βάση τα δεδομένα του δεύτερου σεναρίου, παρά το γεγονός ότι στην περίπτωση αυτή το ισπανικό χρέος θα βρίσκεται το 2018 σε σχετικά χαμηλά επίπεδα (46%). Το τρίτο σενάριο δείχνει, όπως ακριβώς και στις προηγούμενες περιπτώσεις, μια μι-

Διάγραμμα 13: Εξέλιξη δημόσιου χρέους – Ισπανία



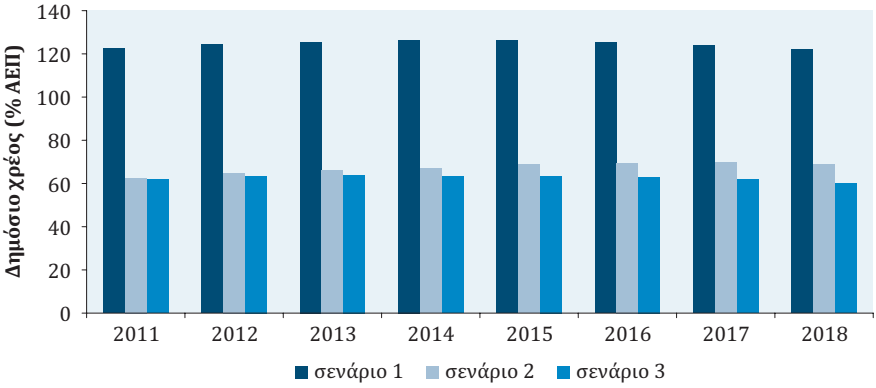
κρή αρχική αύξηση του δημόσιου χρέους και την τελική του σταθεροποίηση στα εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα του 17% του ΑΕΠ.

Το ισπανικό ΑΕΠ θα πρέπει να αυξάνεται κάθε χρόνο δύο και τρεις ποσοστιαίες μονάδες περισσότερο από τις υποτεθείσες τιμές προκειμένου να σταθεροποιηθεί το δημόσιο χρέος της χώρας μέχρι το 2018 (σε επίπεδα κοντά στο 80% του ΑΕΠ) και να μειωθεί σε επίπεδα χαμηλότερα αυτών του 2010 αντίστοιχα. Από την άλλη πλευρά, οι δημόσιες δαπάνες θα πρέπει να μειωθούν κατά 4% το 2011, 2% το 2012 και 1% κατά τα έτη 2013-2018 για την επίτευξη του πρώτου στόχου και κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες παραπάνω ανά έτος για την επίτευξη του δεύτερου στόχου. Όσον αφορά το τρίτο σενάριο, όπως και στην περίπτωση της Πορτογαλίας, το ισπανικό χρέος σταθεροποιείται τελικά –περίπου στο 30% του ΑΕΠ– ακόμα και χωρίς την παραμικρή μείωση των δημόσιων δαπανών.

4.6.4 Ιταλία

Τα αποτελέσματα της Ιταλίας είναι τα πρώτα που παρουσιάζουν κάποια ποιοτική διαφοροποίηση σε σύγκριση με όλες τις χώρες οι οποίες έχουν εξεταστεί μέχρι τώρα. Αν και το επίπεδο του δημόσιου χρέους της χώρας (119% του ΑΕΠ το 2010) είναι υψηλότερο όλων των προηγούμενων χωρών πλην της Ελλάδας, η προσομοίωση του βασικού σεναρίου (σενάριο 1) δείχνει μια σχετική σταθερότητα, καθώς το χρέος αυξάνεται αρχικά μέχρι το 126% του ΑΕΠ μέσα στην πρώτη τετραετία, για να επιστρέψει στη συνέχεια στα αρχικά του επίπεδα – για την ακρίβεια στο 122% του ΑΕΠ μέχρι το τέλος του χρονικού ορίζοντα της προσομοίωσης. Στη διαφοροποίηση αυτή των ιταλικών αποτελεσμάτων παίζει σίγουρα

Διάγραμμα 14: Εξέλιξη δημόσιου χρέους – Ιταλία



ρόλο, όπως και στην περίπτωση της Ισπανίας, η υπόθεσή μας περί μη αύξησης του κόστους δανεισμού της χώρας από τις αγορές στο προσεχές μέλλον. Εάν η υπόθεση αυτή αποδειχτεί λανθασμένη –και με δεδομένο το μεγάλο ύψος του ιταλικού χρέους, το οποίο ήταν μεγαλύτερο του ελληνικού μέχρι το ξέσπασμα της κρίσης–, η σταθερότητα την οποία απεικονίζουν οι προσομοιώσεις είναι πολύ πιθανό να αποδειχτεί ιδιαιτέρως ευάλωτη.

Ένας δεύτερος λόγος για τη διαφοροποίηση των αποτελεσμάτων είναι οι ευνοϊκότερες υποθέσεις μας περί της εξέλιξης του ιταλικού ΑΕΠ στο άμεσο μέλλον, και συγκεκριμένα περί της αποφυγής της οικονομικής ύφεσης και της ταχύτερης ανάκαμψης τα επόμενα έτη, υποθέσεις οι οποίες καθίστανται εξαιρετικά αμφίβολες εάν, όπως φαίνεται, η ιταλική κυβέρνηση συνεχίσει να ακολουθεί πολιτική σκληρής λιτότητας. Στην περίπτωση που η δυσοίωνη αυτή πρόβλεψη αποδειχτεί ορθή, αξίζει να τονιστεί ότι σύμφωνα με την ανάλυση ευαισθησίας, η σταθερότητα του ιταλικού ΑΕΠ αντικαθίσταται από μια σαφή αυξητική τάση εάν οι μελλοντικοί ρυθμοί μεγέθυνσης είναι έστω και μία μόλις ποσοστιαία μονάδα χαμηλότεροι από αυτούς που έχουν υποτεθεί. Η υπόθεση αυτή μόνο ακραία δεν είναι, καθώς συνεπάγεται απλώς μια μικρή υποχώρηση του ΑΕΠ το 2011, στασιμότητα το 2012 και αργή και αναιμική ανάκαμψη στη συνέχεια, προβλέψεις οι οποίες ακούγονται μάλλον πιθανές δεδομένης και της πρόσφατης ιστορικής εμπειρίας της ιταλικής οικονομίας.

Στην περίπτωση αυτή της κατά μία ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερης ετήσιας μεγέθυνσης, το ιταλικό δημόσιο χρέος θα έχει υπερβεί, μέχρι το 2018, το 150% του ΑΕΠ, καθιστάμενο πλέον μη διαχειρίσιμο. Ακόμα δε και στην περίπτωση που

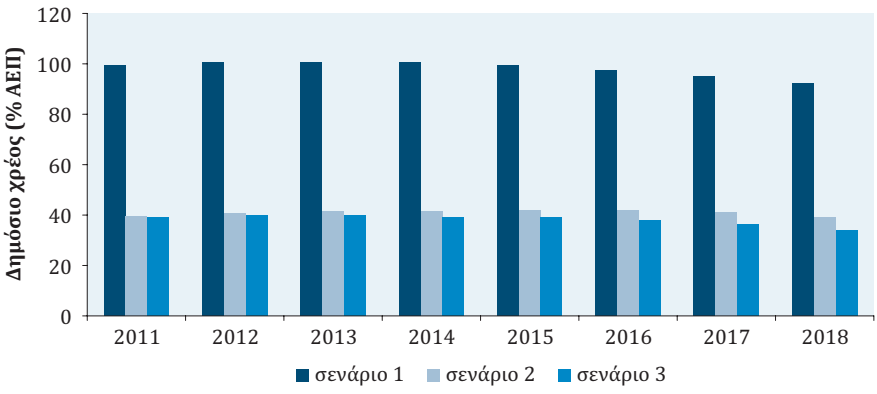
οι αρχικές υποθέσεις περί της εξέλιξης του ΑΕΠ βγουν αληθινές, η αδυναμία μείωσης των δημόσιων δαπανών θα έχει από μόνη της ως αποτέλεσμα το να αγγίξει το χρέος το 140% του ΑΕΠ μέχρι το τέλος του χρονικού ορίζοντα της προσομοίωσης.

4.6.5 Βέλγιο

Όπως φαίνεται καθαρά στο Διάγραμμα 15, τα αποτελέσματα της προσομοίωσης για το Βέλγιο είναι σχεδόν ταυτόσημα με τα αντίστοιχα αποτελέσματα της Ιταλίας, με το επιπλέον πλεονέκτημα ότι το δημόσιο χρέους του βελγικού κράτους είναι περίπου 20% χαμηλότερο (96,8% του ΑΕΠ το 2010). Το βασικό σενάριο της προσομοίωσης απεικονίζει το βελγικό χρέος να σταθεροποιείται μέχρι και το 2014 στο 100% του ΑΕΠ, για να αρχίσει στη συνέχεια να μειώνεται, φτάνοντας το 2018 στο 92,3% του ΑΕΠ, επίπεδο δηλαδή σαφώς χαμηλότερο του σημερινού. Το απόλυτο επίπεδο του χρέους παραμένει βέβαια αρκετά υψηλό –λίγο μόνο χαμηλότερο από το προ κρίσεως επίπεδο του ελληνικού χρέους– αλλά τουλάχιστον δεν διαφαίνεται καμία εκρηκτική τάση, σε αντίθεση με τις περισσότερες εκ των χωρών που εξετάστηκαν.

Εντούτοις, όλες οι επιφυλάξεις οι οποίες διατυπώθηκαν στην περίπτωση της Ιταλίας, ισχύουν στον έναν ή στον άλλον βαθμό και για το Βέλγιο. Από καθαρά θεωρητικής απόψεως, το κόστος δανεισμού του βελγικού κράτους στις διεθνείς αγορές είναι ακόμα μάλλον χαμηλό δεδομένου του ύψους του δημόσιου χρέους της χώρας, και μια ανάλυση η οποία υποθέτει τη μακροχρόνια διατήρησή του στα ίδια επίπεδα κατά κάποιον τρόπο υποθέτει αυτό που πρέπει να αποδειχθεί.

Διάγραμμα 15: Εξέλιξη δημόσιου χρέους – Βέλγιο



Εξάλλου, η ανάλυση ευαισθησίας φανερώνει για το Βέλγιο ακριβώς τα ίδια αποτελέσματα που φανέρωσε και για την Ιταλία, συγκεκριμένα ότι η σταθεροποιητική πορεία του χρέους του μπορεί εύκολα να ανατραπεί με μικρές μόνο μεταβολές των βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών.

Όπως και στην περίπτωση της Ιταλίας, μια μείωση του ρυθμού μεγέθυνσης κατά 1% ετησίως θα οδηγήσει το βελγικό χρέος στο 120% του ΑΕΠ μέχρι το 2018, και μάλιστα με τάση καθαρά αυξητική. Παρομοίως, η πιθανή αδυναμία μείωσης των δημόσιων δαπανών είναι αρκετή για την αύξηση του χρέους σε επίπεδα κοντά στο 110% του ΑΕΠ, αν και η τάση στην περίπτωση αυτή παραμένει μη εκρηκτική.

4.7 Επίλογος

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, το κρισιμότερο ερώτημα σε σχέση με την οικονομική κατάσταση των υπό μελέτη χωρών δεν είναι άλλο από αυτό της άμεσης και μεσοπρόθεσμης μελλοντικής τους προοπτικής, μιας προοπτικής η οποία φαίνεται να εκλείπει εν μέσω των συμπληγάδων της αδυναμίας κάλυψης των χρηματοδοτικών τους αναγκών και της σκληρής λιτότητας η οποία καταβαραθρώνει την εγχώρια οικονομική δραστηριότητα. Προφανώς, μια πλήρης και ολοκληρωμένη ανάλυση του εν λόγω ζητήματος δεν είναι δυνατό να γίνει εδώ. Στη βάση όμως των παραπάνω, μπορούν και πρέπει να γίνουν κάποια σύντομα σχόλια.

Σύμφωνα με τη λογική της έως σήμερα ασκούμενης πολιτικής σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, οι προοπτικές των χωρών αυτών θα αποκατασταθούν σταδιακά μέσω της βελτίωσης του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τους. Αυτό δεν είναι καταρχάς καθόλου παράλογο και θα μπορούσε να αποτελέσει μια βιώσιμη και ελπιδοφόρο στρατηγική για τις χώρες αυτές, εάν η βελτίωση των εμπορικών τους δεικτών ήταν δυνατό να πραγματοποιηθεί μέσω κάποιας συναλλαγματικής υποτίμησης, μέσω κατάλληλων τροποποιήσεων της δασμολογικής τους πολιτικής και μέσω ενεργού στήριξης της εγχώριας βιομηχανικής και βιοτεχνικής δραστηριότητας. Τίποτα από τα παραπάνω δεν μπορεί να γίνει βέβαια εντός της νομισματικής ένωσης. Ως εκ τούτου, η επιθυμητή μείωση, ή ακόμα και αντιστροφή των εμπορικών ελλειμμάτων της περιφέρειας, μπορεί να επιτευχθεί μόνο μέσω της διαβόητης εσωτερικής υποτίμησης, δηλαδή του δραστικού αποπληθωρισμού των οικονομιών αυτών. Ακόμα όμως και εάν η πολιτική αυτή καταφέρει να επι-

τύχει κάποιους από τους στόχους της, και συγκεκριμένα τη βελτίωση των εμπορικών ισοζυγίων των λιγότερο ανταγωνιστικών χωρών, το τίμημα της επιτυχίας θα είναι υπερβολικά σκληρό, καθώς θα συνίσταται στη μεγάλη πτώση του βιοτικού επιπέδου, στη μακροχρόνια διατήρηση υψηλότατων ποσοστών ανεργίας, στην κατάργηση κοινωνικών, ασφαλιστικών και εργασιακών δικαιωμάτων και στον δραστικό περιορισμό των υφιστάμενων δομών του κράτους πρόνοιας.

Επιπλέον, ακόμα και αν το τίμημα αυτό γίνει κοινωνικά αποδεκτό, κάτι που φαίνεται μάλλον απίθανο, δεν είναι καθόλου βέβαιο ότι χώρες όπως η Ελλάδα, η Ισπανία και η Πορτογαλία θα καταφέρουν να βελτιώσουν σε σημαντικό βαθμό το ισοζύγιο των εμπορικών τους συναλλαγών. Ακόμα δε και στην περίπτωση της Ιρλανδίας, μιας χώρας πολύ πιο ανοικτής στο διεθνές εμπόριο και στην οποία οι εξαγωγές αντιστοιχούν διαχρονικά σε επίπεδα του 80% του ΑΕΠ, η πρόσφατη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και η αύξηση των εμπορικών της πλεονασμάτων δεν φαίνεται ικανή να βγάλει την ιρλανδική οικονομία από την ύφεση που έχει προκαλέσει η κατάρρευση της εγχώριας αγοράς. Πέραν αυτών, η όποια επιτυχία της έως σήμερα ασκούμενης πολιτικής προϋποθέτει επίσης την ύπαρξη σημαντικών ρυθμών ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, κάτι που καθίσταται μάλλον δύσκολο όταν ένα από τα πλέον ανεπτυγμένα τμήματα της οικονομίας αυτής, δηλαδή η ευρωζώνη, ακολουθεί συνειδητά πολιτικές οι οποίες περιορίζουν την ενεργό ζήτηση. Σε συνδυασμό δε με τη μέχρι στιγμής αναιμική ανάκαμψη της αμερικανικής οικονομίας, στην οποία το ποσοστό ανεργίας διατηρείται σε εξαιρετικά υψηλά –για τα αμερικανικά δεδομένα– επίπεδα, με τη συνέχιση στο ορατό μέλλον της σχεδόν εικοσαετούς στασιμότητας στην Ιαπωνία και με το ολοένα πιθανότερο ενδεχόμενο περιορισμού του κινεζικού ρυθμού μεγέθυνσης λόγω της ανεπαρκούς ζήτησης στις ανεπτυγμένες χώρες, αλλά και λόγω εγγενών ανισορροπιών της κινεζικής οικονομικής ανάπτυξης, η επιτυχία αυτή καθίσταται μάλλον όνειρο θερινής νυκτός.

Παραδόξως δε, η ευλαβική πίστη των ευρωπαϊκών ηγεσιών τόσο στα μέσα όσο και στους στόχους της ασκούμενης πολιτικής, δεν αποκλείεται στο μέλλον να απειλήσει ευθέως ακόμα και την ευρωπαϊκή προοπτική των σχετικά αδύναμων χωρών. Από τη στιγμή που θα καταστεί σαφές ότι η πολιτική της εσωτερικής υποτίμησης δεν μπορεί να επιτύχει τους ομολογημένους στόχους της και εφόσον η έλλειψη εναλλακτικών πολιτικών εντός της νομισματικής ένωσης έχει μεταβληθεί σχεδόν σε άρθρο πίστης της ευρωπαϊκής πολιτικής ηγεσίας, το μόνο λογι-

κό συμπέρασμα που απομένει είναι η προσπάθεια επίτευξης των στόχων αυτών μέσω της χρήσης μεθόδων και πολιτικών οι οποίες μπορούν να ασκηθούν μόνο εκτός της νομισματικής ένωσης. Η επικρατούσα μέχρι στιγμής, ορθώς ή μη, αντίληψη, σύμφωνα με την οποία τα οφέλη μιας χώρας από τη συμμετοχή της στην ευρωζώνη υπερισχύουν σαφώς του σχετικού κόστους, είναι πολύ πιθανό, αν όχι βέβαιο, ότι θα τεθεί εν αμφιβόλω όταν το μεν κόστος καταστεί σαφές, απτό και σκληρότατο, τα δε οφέλη περιοριστούν σε γενικεύσεις και αοριστολογίες περί κάποιου κοινού ευρωπαϊκού οράματος.

Το εμπόδιο το οποίο ορθώνεται στην πορεία των υπό μελέτη χωρών και της ευρωζώνης γενικότερα δεν είναι φυσικά ανυπέρβλητο, η υπέρβασή του όμως θα απαιτούσε ουσιαστικές μεταβολές στους τομείς της ενδοευρωπαϊκής ανακύκλωσης των οικονομικών πλεονασμάτων και της ασκούμενης νομισματικής πολιτικής. Αν οι μεταβολές αυτές λάβουν χώρα, οι υπό εξέταση χώρες μπορεί να δουν τις προοπτικές τους να βελτιώνονται, καθώς θα έχουν να αντιμετωπίσουν, όπως και οι εταίροι τους, μόνο τις φυσιολογικές και ούτως ή άλλως υφιστάμενες πτυχές της οικονομικής κρίσης και όχι αυτές οι οποίες τους επιβάλλονται λόγω της προβληματικής δομής της νομισματικής ένωσης. Εάν δεν λάβουν χώρα, η ουσιαστική έλλειψη προοπτικής υπό τις δεδομένες συνθήκες θα καταστεί σαφής αρχικά και θα αντιμετωπιστεί εν συνεχεία μέσα από προσπάθειες μονομερούς αλλαγής των συνθηκών, ανεξαρτήτως του όποιου κόστους.

Παράρτημα Ι: Πηγές στατιστικών και οικονομικών στοιχείων που χρησιμοποιήθηκαν στις προσομοιώσεις της εξέλιξης του δημόσιου χρέους

Ιρλανδία: Τα στοιχεία για τις συνολικές δημόσιες δαπάνες, τα συνολικά κρατικά έσοδα και το ΑΕΠ της χώρας προέρχονται από τη Eurostat. Το ύψος του συνολικού δημόσιου χρέους καθώς και το προφίλ αποπληρωμών του παλαιού χρέους προέρχονται από την ιστοσελίδα της NTMA (National Treasury Management Agency). Δεν λάβαμε υπ' όψιν τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία τα οποία η NTMA προσμετρά, καθώς μας ενδιαφέρει το ακαθάριστο χρέος της γενικής κυβέρνησης και όχι το κατά NTMA "national debt". Επίσης, στα στοιχεία αυτά δεν περιλαμβάνονται οι λήξεις των εκδόσεων εντόκων γραμματίων του ιρλανδικού κράτους. Τα στοιχεία για το προφίλ αποπληρωμών των δανείων από ΔΝΤ/ΕΕ καθώς και για τις χρηματικές εισροές ανά έτος από ΔΝΤ/ΕΕ αντλήθηκαν από την έκδοση

της Ευρωπαϊκής Επιτροπής "The Economic Adjustment Programme for Ireland" (European Commission, 2011a). Τα πρώτα είναι κατά προσέγγιση. Στα πλαίσια των υπολογισμών της προσομοίωσης, αφαιρέθηκαν από τις συνολικές δημόσιες δαπάνες του έτους 2010, οι οποίες ανήλθαν σε 103,2 δισ. ευρώ, 31 δισ. ευρώ τα οποία αποτέλεσαν την ενίσχυση του ιρλανδικού τραπεζικού συστήματος. Από το συνολικό πρόγραμμα προσαρμογής της ιρλανδικής οικονομίας ελήφθησαν υπ' όψιν στους υπολογισμούς μόνο τα 67,5 δισ. ευρώ τα οποία αποτελούν δανεισμό από ΔΝΤ/ΕΕ και όχι το λοιπό ποσό των 17,5 δισ. ευρώ το οποίο προέρχεται από εθνικούς πόρους. Οι συντελεστές α και β των συνολικών κρατικών εσόδων εκτιμήθηκαν ίσοι με 1,491 και 0,344 αντίστοιχα. Η τιμή της στατιστικής F ανήλθε σε 912,8 και ο πολλαπλός συντελεστής προσδιορισμού σε 0,985.

Πορτογαλία: Τα στοιχεία για τις συνολικές δημόσιες δαπάνες, τα συνολικά κρατικά έσοδα και το ΑΕΠ της χώρας προέρχονται από τη Eurostat. Τα στοιχεία για το ύψος του δημόσιου χρέους και για το προφίλ αποπληρωμών του παλαιού χρέους προέρχονται από το "Monthly Bulletin – May 2011" της ICGP (Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público). Δεν περιλαμβάνουν τις εκδόσεις έντοκων γραμματίων του πορτογαλικού κράτους. Τα στοιχεία για τις χρηματικές εισροές του δανείου από ΔΝΤ/ΕΕ, καθώς και για το προφίλ αποπληρωμών του δανείου αυτού αντλήθηκαν από την έκδοση του ΔΝΤ "Portugal: Request for a Three-Year Arrangement under the Extended Fund Facility" (IMF, 2011b). Τα στοιχεία των αποπληρωμών του δανείου των ΔΝΤ/ΕΕ για τα δύο τελευταία χρόνια του ορίζοντα της προσομοίωσης (2017-2018) αποτελούν εκτιμήσεις. Οι συντελεστές α και β των συνολικών κρατικών εσόδων εκτιμήθηκαν ίσοι με -8,974 και 0,461 αντίστοιχα. Η τιμή της στατιστικής F ανήλθε σε 2.285,2 και ο πολλαπλός συντελεστής προσδιορισμού σε 0,994.

Ισπανία: Τα στοιχεία για τις συνολικές δημόσιες δαπάνες, τα συνολικά κρατικά έσοδα και το ΑΕΠ της χώρας προέρχονται από τη Eurostat. Τα στοιχεία για το ύψος του δημόσιου χρέους στο τέλος του 2010 προέρχονται από την έκδοση του ισπανικού Υπουργείου Οικονομικών "Programa de estabilidad – España – 2011-2014" (βλ. Ministerio de Economia y Hacienda, 2011a). Τα στοιχεία για το προφίλ αποπληρωμών των ισπανικών ομολόγων είναι κατά προσέγγιση και αντλήθηκαν από την ιστοσελίδα του Tesoro Publico. Δεν περιλαμβάνουν τις εκδόσεις έντοκων γραμματίων του ισπανικού κράτους. Το επιτόκιο νέου δανεισμού ορίζεται εξ υποθέσεως ίσο με την τιμή κλεισίματος της δευτερογενούς αγοράς ισπανικού

χρέους στις 6 Ιουνίου 2010, δηλαδή 5,275%. Οι συντελεστές α και β των συνολικών κρατικών εσόδων εκτιμήθηκαν ίσοι με 5,788 και 0,374 αντίστοιχα. Η τιμή της στατιστικής *F* ανήλθε σε 415,4 και ο πολλαπλός συντελεστής προσδιορισμού σε 0,967.

Ιταλία: Τα στοιχεία για τις συνολικές δημόσιες δαπάνες, τα συνολικά κρατικά έσοδα και το ΑΕΠ της χώρας προέρχονται από τη Eurostat. Τα στοιχεία για το ύψος του δημόσιου χρέους στο τέλος του 2010 προέρχονται από το ιταλικό Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών. Τα στοιχεία για το προφίλ αποπληρωμών των ιταλικών ομολόγων αντλήθηκαν από το Dipartimento del Tesoro του ίδιου υπουργείου και δεν περιλαμβάνουν ούτε τα έντοκα γραμμάτια του ιταλικού κράτους (BOTs) ούτε τα 24μηνης διάρκειας CTZs (ομόλογα μηδενικού κουπονιού). Το επιτόκιο νέου δανεισμού ορίζεται εξ υποθέσεως ίσο με την τιμή κλεισίματος της δευτερογενούς αγοράς ιταλικού χρέους στις 6 Ιουνίου 2010, δηλαδή 4,647%. Οι συντελεστές α και β των συνολικών κρατικών εσόδων εκτιμήθηκαν ίσοι με 1,225 και 0,454 αντίστοιχα. Η τιμή της στατιστικής *F* ανήλθε σε 840,1 και ο πολλαπλός συντελεστής προσδιορισμού σε 0,984.

Βέλγιο: Τα στοιχεία για τις συνολικές δημόσιες δαπάνες, τα συνολικά κρατικά έσοδα και το ΑΕΠ της χώρας προέρχονται από τη Eurostat. Τα στοιχεία για το ύψος του δημόσιου χρέους στο τέλος του 2010 προέρχονται από την έκδοση της Belgian Debt Agency "Review 2010 – Outlook 2011". Τα στοιχεία για το προφίλ αποπληρωμών του βελγικού χρέους αντλήθηκαν από την ίδια έκδοση, δεν περιλαμβάνουν τις εκδόσεις έντοκων γραμματίων του βελγικού κράτους και είναι κατά προσέγγιση. Το επιτόκιο νέου δανεισμού ορίζεται εξ υποθέσεως ίσο με την τιμή κλεισίματος της δευτερογενούς αγοράς βελγικού χρέους στις 6 Ιουνίου 2010, δηλαδή 4,107%. Οι συντελεστές α και β των συνολικών κρατικών εσόδων εκτιμήθηκαν ίσοι με 2,778 και 0,48 αντίστοιχα. Η τιμή της στατιστικής *F* ανήλθε σε 1.785,6 και ο πολλαπλός συντελεστής προσδιορισμού σε 0,992.

5. Η κρίση του ευρωπαϊκού τραπεζικού τομέα (με ειδική μνεία στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα)

5.1 Εισαγωγή – το πρώτο «επεισόδιο»: Οι ιδιαιτερότητες της ευρωπαϊκής τραπεζικής κρίσης και το πρώτο κύμα διασώσεων τραπεζών

Όταν ξέσπασε το Κραχ του 2008 οι Ευρωπαίοι ηγέτες, παρά το φόβο που τους δημιούργησε το θέαμα και το άκουσμα της κατάρρευσης της Wall Street και του City, δεν μπόρεσαν να αποφύγουν ένα χαιρέκακο συναίσθημα ικανοποίησης. Τόσα χρόνια υπέμεναν από τους Αγγλοκέλτες, και από πολλούς θαυμαστές τους, διαλέξεις για την υπεροχή του αγγλοσαξονικού μοντέλου σε σχέση με το «παρωχημένο» ευρωπαϊκό μοντέλο (του κράτους πρόνοιας, των συντηρητικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων κλπ.). Είχε έρθει η στιγμή μιας κάποιας εκδίκησης; Όχι βέβαια. Πριν καλά-καλά περάσουν μερικές εβδομάδες, οι Ευρωπαίοι ηγέτες θα μάθαιναν ότι οι δικές τους, οι ευρωπαϊκές τράπεζες, βρίσκονταν βουτηγμένες σε τέλμα ίδιο, μπορεί και χειρότερο, σε σχέση με τις αμερικανικές, βρετανικές και ιρλανδικές τράπεζες. (Το χρονικό που παρατίθεται στο Παράρτημα της παρούσας ενότητας καταδεικνύει την παράλληλη εξέλιξη της κατάρρευσης του αγγλοκελτικού και του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος.)

Αυτό που διαπίστωσαν οι Ευρωπαίοι ηγέτες ήταν ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες όχι μόνο δεν είχαν μείνει αλώβητες από τη μανιώδη παραγωγή ιδιωτικού χρήματος (μέσω δανεισμού εξωφρενικών διαστάσεων) του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, που θύμιζε τον πυρετό του χρυσού του 19ου αιώνα, αλλά αντιθέτως είχαν επιδοθεί σε αυτή ακόμα πιο πολύ απ' ό,τι οι τράπεζες των Αγγλοκελτών συναδέλφων τους. Εκεί που η Wall Street είχε λόγο μόχλευσης 1 προς 35 (δηλαδή, για κάθε 1 δικό τους δολάριο το οποίο είχαν στοιχηματίσει, τα

χρηματοπιστωτικά της ιδρύματα είχαν «παίξει» άλλα 35 δολάρια τα οποία είχαν δανειστεί), οι ευρωπαϊκές τράπεζες (συμπεριλαμβανομένων και των ελβετικών) είχαν λόγο μόχλευσης άνω του 50 προς 1. Ακόμα και συντηρητικές και αξιόπιστες τοπικές τράπεζες, όπως οι Landersbanken των γερμανικών κρατιδίων, αποδείχτηκαν βαρέλια δίχως πάτο για τον Γερμανό φορολογούμενο. Από την άλλη όχθη του Ρήνου, οι γαλλικές τράπεζες υποχρεώθηκαν να παραδεχτούν ότι είχαν επενδύσει τουλάχιστον 33 δισ. ευρώ σε CDO. Σε αυτό το ποσό πρέπει να προστεθεί η έκθεση των ευρωπαϊκών τραπεζών στις χρεωμένες χώρες της ευρωζώνης (849 δισ. ευρώ), στις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης (περισσότερα από 150 δισ. ευρώ), στις χώρες της Λατινικής Αμερικής (περισσότερα από 300 δισ. ευρώ) και στα χρέη της Ισλανδίας που ανέρχονταν σε περίπου 70 δισ. ευρώ.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τα κράτη-μέλη έσπευσαν να προσφέρουν στις ευρωπαϊκές τράπεζες ό,τι είχε προσφέρει η κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών στην Wall Street. Ωστόσο, υπήρχαν δύο ουσιαστικές διαφορές. Η πρώτη διαφορά είναι πως το ευρώ δεν είναι σαν το δολάριο. Για όσο διάστημα το δολάριο παραμένει το παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα και το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ μπορούν ουσιαστικά να κόβουν λευκές επιταγές εκ μέρους της Wall Street, γνωρίζοντας ότι οι συνέπειες για την αξία του δολαρίου θα είναι αμελητέες, τουλάχιστον μεσοπρόθεσμα. Τα στατιστικά στοιχεία του ΔΝΤ δείχνουν ότι στα τέλη του 2009 το 62% των παγκόσμιων αποθεματικών ήταν σε δολάρια και, έκτοτε, η αναλογία αυτή αυξάνεται εξαιτίας της ευρωπαϊκής κρίσης τραπεζών-χρέους που εκδηλώθηκε το 2010.

Η δεύτερη διαφορά σχετίζεται με την προβληματική αρχιτεκτονική της ευρωζώνης και, ιδίως, με το γεγονός ότι ενώ τα κράτη-μέλη δεσμεύονται από ένα κοινό νόμισμα, το δημόσιος χρέος τους είναι ρητά διαχωρισμένο, τα κράτη-μέλη είναι αποκλειστικά υπεύθυνα για τις τράπεζες τους και δεν υπάρχει κάποιος Μηχανισμός Ανακύκλωσης Πλεονασμάτων για να αποτρέπει τη διόγκωση των ενδοευρωζωνικών ανισορροπιών (δηλαδή των ολοένα αυξανόμενων ανισορροπιών στο ισοζύγιο πληρωμών μεταξύ των χωρών-μελών της ευρωζώνης).

Για να δούμε την ουσία της ευρωπαϊκής τραπεζικής κρίσης, σε αντιδιαστολή με την κρίση της Wall Street, φανταστείτε τι θα είχε συμβεί το 2008 αν στη «ζώνη του δολαρίου», στις ΗΠΑ, η κάθε πολιτεία (π.χ. η πολιτεία της Νέας Υόρκης, η Καλιφόρνια ή η Νεβάδα) έπρεπε να διασώσει τις τράπεζες που έδρευαν στο έδα-

φός της ενώ ταυτόχρονα απαγορευόταν η χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων των πολιτειών από την Ουάσιγκτον!

Μέσα σε αυτό το προβληματικό θεσμικό πλαίσιο, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προσπάθησαν να αναχαιτίσουν την τραπεζική κρίση. Μεταξύ 2008 και 2009, «κοινωνικοποίησαν» τις απώλειες των τραπεζών και τις μετέτρεψαν σε δημόσιο χρέος. Εντωμεταξύ η οικονομία της Ευρώπης έμπαινε σε ύφεση, όπως ήταν αναμενόμενο. Μέσα σε ένα μόνο χρόνο (2008-9), το ΑΕΠ της Γερμανίας μειώθηκε κατά 5%, της Γαλλίας κατά 2,6%, της Ολλανδίας κατά 4%, της Σουηδίας κατά 5,2%, της Ιρλανδίας κατά 7,1%, της Φινλανδίας κατά 7,8%, της Δανίας κατά 4,9%, της Ισπανίας κατά 3,5%.

Εκείνη την εποχή, τα hedge funds, αλλά και οι διευθύνοντες των «κανονικών» τραπεζών (ιδίως όσων διέθεταν ή ίδρυαν παρατράπεζες στις οποίες μετέφεραν τις πιο «ιδιαίτερες» συναλλαγές τους), είχαν μια επιφοίτηση: Γιατί να μην χρησιμοποιήσουμε, σκέφτηκαν, το δημόσιο χρήμα που μας δόθηκε από τα κράτη και την ΕΚΤ για να στοιχηματίσουμε ότι, αργά ή γρήγορα, οι δημοσιονομικές πιέσεις (οι οποίες οφείλονταν τόσο στην ύφεση που μείωνε τα φορολογικά έσοδα των κυβερνήσεων όσο και στη σημαντική αύξηση του δημόσιου χρέους για την οποία ευθύνονταν οι ίδιες οι τράπεζες) θα προκαλέσουν τη χρεοκοπία ενός η περισσοτέρων κρατών της ευρωζώνης;

Όσο περισσότερο το σκέφτονταν, τόσο περισσότερο ενθουσιάζονταν με την ιδέα. Καθώς η συμμετοχή στην ευρωζώνη απαγόρευε στις περισσότερο χρεωμένες χώρες (π.χ. στην Ελλάδα) τη διαφυγή από την κρίση μέσω της υποτίμησης (όπως έκανε η Βρετανία και σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό η Ισλανδία), οι τραπεζίτες έβαλαν στο στόχαστρό τους αυτές τις χώρες. Πράγματι, αποφάσισαν να στοιχηματίσουν (στην αρχή με μικρά ποσά) ότι ο πιο αδύναμος κρίκος σε αυτή την αλυσίδα, η Ελλάδα, θα χρεοκοπούσε. Καθώς ούτε τα πιο διάσημα γραφεία στοιχημάτων του Λονδίνου δεν μπορούσαν να καλύψουν στοιχήματα αξίας πολλών δισεκατομμυρίων, στράφηκαν στα δοκιμασμένα CDS, στα ασφαλιστικά συμβόλαια που πληρώνουν προσυμφωνημένα ποσά αν κάποιος χρεοκοπήσει.

Εν ολίγοις, η ευρωπαϊκή εκδοχή της διάσωσης των τραπεζών έδωσε στον χρηματοπιστωτικό τομέα τη δυνατότητα να ξαναρχίσει να τυπώνει ιδιωτικό χρήμα. Χρήμα το οποίο ήταν εξίσου επιρρεπές στην κατάρρευση όσο και εκείνο που παρήχθη από το τραπεζικό σύστημα προ του 2008. Μόνο που αυτή τη φορά ήταν το πεδίο του δημόσιου χρέους της ευρωζώνης, αρχής γενομένης στην

CDS

Τα CDS είναι ασφαλιστήρια που αποφέρουν στον κάτοχό τους ένα προσυμφωνημένο χρηματικό ποσό, αν κάποιος άλλος δεν καταβάλει πληρωμές που είχε δεσμευτεί να καταβάλει. Η διαφορά ανάμεσα στα CDS και τα απλά ασφαλιστικά συμβόλαια είναι η εξής: Για να ασφαλίσεις το αμάξι σου, πρέπει πρώτα να αποδείξεις ότι είναι δικό σου. Η αγορά των CDS όμως σου επιτρέπει να κάνεις κάτι αντίστοιχο του να ασφαλίσεις το αυτοκίνητο του γείτονα, ώστε αν εκείνος πάθει κάποιο ατύχημα να εισπράξεις εσύ ένα ποσό από την ασφάλεια! Για να το θέσουμε ωμά, ένα CDS δεν είναι τίποτα παραπάνω από ένα στοίχημα ότι θα συμβεί κάτι κακό. Πιο συγκεκριμένα, ότι κάποιος (ένας ιδιώτης, μια εταιρεία ή ένα κράτος) δεν θα μπορέσει να συνεχίσει να εξοφλεί το χρέος του. Όταν αγοράζεις ένα CDS για το χρέος της Άννας, κατ' ουσίαν στοιχηματίζεις ότι η Άννα δεν θα καταφέρει να το αποπληρώσει, ότι θα πτωχεύσει. Τα CDS διαδόθηκαν από τους διαχειριστές των hedge funds (και παραμένουν ευρέως διαδεδομένα μέχρι σήμερα) για λόγους που σχετίζονται στενά με τις αγοραπωλησίες CDO. Ας υποθέσουμε, για παράδειγμα, ότι κάποιος είχε επενδύσει σε ένα επισφαλές CDO πριν από το 2008. Αν ήθελε να ασφαλίσει 10 εκατομμύρια δολάρια από το αρχικό ποσό που διέθεσε για να αγοράσει το συγκεκριμένο CDO, θα του κόστιζε ένα μεγάλο ποσό αρχικά (ίσως και 1 εκατομμύριο δολάρια) συν ένα άλλο μικρότερο ποσό ετησίως. Εφόσον το CDO δεν έχανε την αξία του, η ασφαλιστική εταιρεία θα εισέπραττε ζεστό χρήμα χωρίς να κάνει τίποτα! Καθόλου άσχημα για την ασφαλιστική εταιρεία – μέχρι που, βέβαια, τα CDO άρχισαν να χάνουν την αξία τους το ένα μετά το άλλο. Όσοι λοιπόν επένδυαν σε CDO, αγόραζαν CDS για το ενδεχόμενο να μην αποπληρωθούν κάποια από τα στεγαστικά δάνεια στα οποία βασίζονταν τα CDO και στα οποία είχαν επενδύσει τα χρήματά τους. Ο συνδυασμός CDS και CDO απέφερε εκατομμύρια σε μια περίοδο όπου οι αθετήσεις πληρωμών για τα στεγαστικά δάνεια ήταν σπάνιες και δεν συσχετίζονταν μεταξύ τους. Όταν όμως άρχισαν οι αθετήσεις πληρωμών και οι τιμές των CDO κατρακύλησαν στον πάτο, οι εκδότες CDS έπρεπε ξάφνου να καταβάλουν υπέρογκα ποσά σε όσους είχαν αγοράσει τα CDS. Η χρεοκοπία της MBIA ήταν το «ορεκτικό». Η American Insurance Group (AIG) ήταν το κυρίως πιάτο: σερβιρίστηκε όταν η Lehman Brothers χρεοκόπησε τον Σεπτέμβριο του 2008. Το θεόρατο βουνό των CDO της ήταν κυρίως ασφαλισμένο από την AIG (η οποία είχε εκδώσει CDS για τα CDO της Lehman Brothers και άλλων παρεμφερών τραπεζών).

Ελλάδα του 2010, όπου προέκυψαν οι εξελίξεις που οδήγησαν το φρέσκο αυτό ιδιωτικό χρήμα των τραπεζών και παρατραπεζών στην πυρά, που αποτέλεσε το επίκεντρο της κρίσης.

Αυτό ήταν το πρώτο επεισόδιο εξελίξεων στο ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα, μετά το Κραχ του 2008, κατά τη διάρκεια του οποίου ο τραπεζικός τομέας της Ευρώπης χρησιμοποίησε χρήματα του δημοσίου και της ΕΚΤ για να αναπαράγει το ιδιωτικό χρήμα (τα CDO) που «κάηκε» το 2008. Το έκανε αυτό στοιχηματίζοντας εναντίον συγκεκριμένων κρατών-μελών της ευρωζώνης η οποία, μέσω της ΕΚΤ και των πλεονασματικών κρατών-μελών, προσπαθούσε να τον ωφελήσει. Ακολούθησαν άλλα δύο τέτοια επεισόδια. Πριν όμως τα περιγράψουμε, είναι σημαντικό να πάμε πιο πίσω στο χρόνο για να δούμε τον τρόπο με τον οποίο η ενοποίηση της Γερμανίας έπαιξε κομβικό ρόλο στη διαμόρφωση του περιβάλλοντος στο οποίο το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα εξελίχθηκε.

5.2 Η γερμανική ενοποίηση, το Μέγα Πείραμα και ο ρόλος του τραπεζικού συστήματος στην ευρωζώνη

Ο ρόλος των γερμανικών εξαγωγών μέσα στο ευρωπαϊκό πλαίσιο παρέμεινε εκείνος τον οποίο είχαν οραματιστεί οι Αμερικανοί αρχιτέκτονες του Παγκόσμιου Σχεδίου που εκπονήθηκε το 1944 (μαζί με το διεθνές νομισματικό σύστημα του Bretton Woods): υποστήριζαν ένα ισχυρό μάρκο και, ταυτόχρονα, διαδραμάτιζαν κομβικό ρόλο στη βιομηχανική ανάπτυξη της υπόλοιπης Ευρώπης. Πράγματι, οι γερμανικές εξαγωγές δεν ήταν μόνο Volkswagen και ψυγεία, αλλά και κεφαλαιουχικά αγαθά ουσιώδη για τη φυσιολογική λειτουργία κάθε πτυχής του ευρωπαϊκού παραγωγικού ιστού.

Παρ' όλα αυτά, η Γερμανία δεν ήταν ποτέ η ατμομηχανή της Ευρώπης. Μετά το 1973, το αναπτυξιακό μοντέλο της ηπειρωτικής Ευρώπης βασίστηκε στις συνδυασμένες προσπάθειες διατήρησης ισχυρών βιομηχανιών, που συνδέονταν μεταξύ τους μέσω των γερμανικών πολυεθνικών εταιρειών. Ωστόσο, η συνολική ζήτηση που θα κρατούσε σε λειτουργία αυτές τις εταιρείες ήταν πάντα μικρότερη στις χώρες αυτών των εταιρειών από ό,τι στις γειτονικές χώρες. Όπως και η Ιαπωνία, η Γερμανία διέθετε τη θαυμαστή ικανότητα να παράγει τα πιο επιθυμητά και καινοτόμα βιομηχανικά προϊόντα. Παράλληλα, αποτύγχανε παταγωδώς να δημιουργεί ενδογενώς την αναγκαία ζήτηση γι' αυτά. Σε αντίθεση όμως με την Ιαπωνία, η Γερμανία διέθετε το πλεονέκτημα της ευρωπαϊκής περιφέρειας –ενός

ζωτικού χώρου– που της πρόσφερε σημαντική ζήτηση για τη βιομηχανική παραγωγή της, με συνέπεια η Γερμανία να εξαρτάται λιγότερο (συγκριτικά με την Ιαπωνία) από την εσωτερική ζήτηση στη μετά το Bretton Woods εποχή.

Σε γενικές γραμμές, η Ευρωπαϊκή Ένωση, από τα μέσα της δεκαετίας του '70, αποτελείται από τρία διαφορετικά είδη οικονομιών: από χώρες που δημιουργούν σε σταθερή βάση πλεονάσματα (Γερμανία, Ολλανδία, το φλαμανδικό τμήμα του Βελγίου, Αυστρία και σκανδιναβικές χώρες), από χώρες που παράγουν σε σταθερή βάση ελλείμματα (Ιταλία, Ελλάδα, Ισπανία και Πορτογαλία) και από τη Γαλλία, η οποία είναι μια ξεχωριστή κατηγορία. Ο λόγος για τον οποίο η Γαλλία αποτελεί ιδιαίτερη περίπτωση σχετίζεται με το γεγονός ότι, ενώ αποτυγχάνει επανειλημμένα να ενταχθεί στην ομάδα των πλεονασματικών χωρών, διαθέτει δύο ισχυρά πλεονεκτήματα: πρώτον, την εμβέλεια των πολιτικών της θεσμών οι οποίοι (ενδεχομένως χάρη στο ναπολεόντειο παρελθόν της) δίνουν στη χώρα (και κατ' επέκταση στην Ευρώπη) τη δυνατότητα να διαθέτει δημόσια διοίκηση εφάμιλλη της Ουάσιγκτον ως προς την ικανότητά της να χαράζει πολιτική· και, δεύτερον, τη βαρύτητα των τραπεζών της, χάρη στις οποίες η Γαλλία κατέχει κεντρική θέση στη διευκόλυνση του εμπορίου και των κεφαλαιακών ροών εντός της ευρωπαϊκής οικονομίας.

Μετά το 1985, η ώθηση που έδωσαν τα ελλείμματα των ΗΠΑ και οι κεφαλαιακές ροές προς την Wall Street στη διόγκωση του ελλείμματος στο ισοζύγιο των εμπορικών συναλλαγών της Αμερικής, βελτίωσε ουσιαστικά το εμπορικό ισοζύγιο της Γερμανίας. Η εξέλιξη αυτή συμπαρέσυρε και την υπόλοιπη Ευρωπαϊκή Ένωση, η οποία είδε το συνολικό εμπορικό της ισοζύγιο να γίνεται πλεονασματικό. Μέσα σε αυτό το περιβάλλον, ενισχύονταν οι δυνάμεις που θα δημιουργούσαν το κοινό νόμισμα, το ευρώ, με την κάθε ομάδα χωρών να έχει τους δικούς της, διαφορετικούς λόγους για να επιθυμεί τη δημιουργία μιας νομισματικής ένωσης.

Μετά τη δεκαετία του 1970, η Γερμανία άρχισε να αναβαθμίζει τη θέση της μέσα στην ευρωπαϊκή τάξη πραγμάτων ως ο μείζων εξαγωγέας τόσο καταναλωτικών όσο και κεφαλαιουχικών αγαθών, αλλά και ως ο βασικός εισαγωγέας της συνολικής ζήτησης των υπόλοιπων. Το κλειδί της επιτυχίας της ήταν η πολιτική της διατήρησης ενός ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης χαμηλότερου από εκείνον της υπόλοιπης Ευρώπης, την ώρα που οι επενδύσεις της αυξάνονταν πολύ γρηγορότερα από ό,τι εκείνες των γειτόνων της. Ο στόχος της Γερμανίας ήταν απλός: να δημιουργεί ολοένα και περισσότερα πλεονάσματα στο ισοζύγιο των εμπορι-

κών συναλλαγών της με τον ευρωπαϊκό ζωτικό χώρο της, προκειμένου να τροφοδοτεί τις ΗΠΑ τόσο με βιομηχανικά προϊόντα όσο και με γερμανικά κεφάλαια (τα οποία έρρεαν ασταμάτητα προς την Wall Street). Τα κέρδη που προέκυπταν από αυτές τις ροές εμπορευμάτων και κεφαλαίων προς τις ΗΠΑ έδιναν τη δυνατότητα στη Γερμανία να επενδύει τόσο εντός των ΗΠΑ όσο και, στη συνέχεια, στην Κίνα.

Το μοναδικό εμπόδιο σε αυτή τη γερμανική στρατηγική ήταν η απειλή των ανταγωνιστικών νομισματικών υποτιμήσεων, τις οποίες χρησιμοποιούσαν με αποτελεσματικό τρόπο η Ιταλία και άλλες χώρες προκειμένου να περιορίζουν τα ελλείμματά τους στο εμπορικό τους ισοζύγιο με τη Γερμανία. Η ιδέα ενός νομισματικού συστήματος που θα περιόριζε τις διακυμάνσεις των ισοτιμιών αποδείχτηκε μείζον κίνητρο για αποδεχτεί η Γερμανία την εγκατάλειψη του μάρκου. Ιδίως όταν ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών, που είχε δημιουργηθεί για να περιορίζει τις ενδοευρωπαϊκές διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, κατέρρευσε μετά από συντονισμένες κερδοσκοπικές επιθέσεις στη δεκαετία του 1990, η Γερμανία ήταν έτοιμη να αποδεχθεί ένα κοινό νόμισμα που θα εμπόδιζε την κερδοσκοπία πάνω στις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, θα μείωνε την αβεβαιότητα των Γερμανών εξαγωγέων για τις τιμές των αγαθών τους στην ευρωζώνη και, τέλος, θα εξασφάλιζε σταθερά κόστη (σε όρους μάρκου) για τις γερμανικές βιομηχανίες (π.χ. τη Volkswagen) που επέκτειναν την παραγωγή τους σε χώρες όπως η Πορτογαλία και η Ισπανία.

Οι υπόλοιποι Ευρωπαίοι είχαν ο καθένας τους δικούς του λόγους να επιθυμούν την είσοδο στο κοινό νόμισμα. Οι ελίτ των ελλειμματικών χωρών είχαν, απλά, απαυδήσει με τις υποτιμήσεις. Ήλπιζαν να σταματήσει να είναι τόσο ευάλωτη η αξία των περιουσιακών τους στοιχείων σε μεγάλες και απρόσμενες υποτιμήσεις. Σε αυτές τις χώρες ακόμα και οι εργαζόμενοι είχαν απαυδήσει βλέποντας τον πληθωρισμό να κατατρώει τις όποιες αυξήσεις μισθών κατάφερναν να πετύχουν. Φυσικά, υπήρχε ένα βαρύ αντίτιμο: καθώς η μείωση του πληθωρισμού στο 3% τέθηκε ως προϋπόθεση για γίνει δεκτή μια χώρα στην ευρωζώνη, οι ελλειμματικές χώρες έπρεπε να επιβραδύνουν τους παραγωγικούς τομείς των οικονομιών τους. Ωστόσο, η μείωση των μισθωτών εισοδημάτων αντισταθμίστηκε από την αύξηση του δανεισμού, ο οποίος έγινε φθηνότερος εξαιτίας της μείωσης των επιτοκίων. Όπως είχε συμβεί στις Ηνωμένες Πολιτείες στις δεκαετίες του 1970 και του 1980, όπου οι εργαζόμενοι υποχρεώθηκαν να αποδεχτούν μια

μείωση των πραγματικών τους μισθών με αντάλλαγμα πιστωτικές κάρτες, προσωπικά δάνεια και γενικότερα τη λεγόμενη «πιστωτική επέκταση», αντίστοιχα οι μη προνομιούχοι των ελλειμματικών ευρωπαϊκών χωρών υποχρεώθηκαν να δανείζονται περισσότερο.

Παρ' όλα αυτά, το κλειδί για το σχέδιο του ευρώ ήταν η ιδιαίτερη περίπτωση της Ευρώπης: η Γαλλία! Η γαλλική ελίτ είχε τρεις λόγους για να επιζητεί το κλείδωμα της ισοτιμίας του φράγκου με το μάρκο: πρώτον, θα ενισχυόταν η διαπραγματευτική θέση της απέναντι στα ισχυρά γαλλικά συνδικάτα (καθώς στην άλλη όχθη του Ρήνου, στο πλαίσιο του γερμανικού κορπορατισμού, τα γερμανικά συνδικάτα διαπραγματεύονταν σχετικά μικρές αυξήσεις μισθών με τους εργοδότες και την ομοσπονδιακή κυβέρνηση). Δεύτερον, θα αναβαθμιζόταν ο ήδη σημαντικός τραπεζικός τομέας της Γαλλίας. Και, τρίτον, η γαλλική πολιτική ελίτ θα είχε τη δυνατότητα να κυριαρχήσει στην Ευρώπη στο μοναδικό πεδίο όπου η γαλλική τεχνογνωσία υπερείχε σε σύγκριση με την αντίστοιχη γερμανική: στην οικοδόμηση υπερεθνικών πολιτικών θεσμών.

Κάπως έτσι προέκυψε το ευρώ. Η δημιουργία του κοινού νομίσματος προκάλεσε αυξανόμενη στασιμότητα στις ελλειμματικές χώρες και στη Γαλλία ενώ παράλληλα επέτρεπε στη Γερμανία και στις λοιπές πλεονασματικές χώρες της ευρωζώνης να συσσωρεύουν εντυπωσιακά πλεονάσματα. Τα πλεονάσματα αυτά έγιναν το χρηματοπιστωτικό μέσο που επέτρεψε στις γερμανικές τράπεζες, αλλά και στις μεγάλες εταιρείες εν γένει, να διεθνοποιήσουν τις δραστηριότητές τους στις Ηνωμένες Πολιτείες, στην Κίνα και στην Ανατολική Ευρώπη και, βεβαίως, στις ελλειμματικές χώρες της ευρωζώνης.

Η γένεση του ευρωσυστήματος και η επακόλουθη άνθηση των γαλλογερμανικών τραπεζών συνέπεσαν χρονικά με ένα άλλο ιστορικής σημασίας γεγονός: την επανένωση της Γερμανίας μετά την πτώση του Τείχους του Βερολίνου το 1989. Σύμφωνα με την επικρατούσα άποψη, το υπέρμετρο κόστος για την επανένωση της Γερμανίας ευθύνεται για τα οικονομικά δεινά και τη στασιμότητα της χώρας κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Η δική μας ερμηνεία για το τι πραγματικά συνέβη είναι διαφορετική.

Παρόλο που είναι αναμφίβολα σωστό ότι η επανένωση επιβάρυνε τα δημόσια οικονομικά της Γερμανίας (με περίπου 1,3 τρισ. δολάρια), η επανένωση συνέβαλε στην αποδυνάμωση της διαπραγματευτικής ισχύος των γερμανικών συνδικάτων. Δεν ήταν μόνο το γεγονός ότι προστέθηκε στο εργατικό δυναμικό της

χώρας ένας ολόκληρος στρατός εξειδικευμένων ανέργων (μετά το κλείσιμο των εργοστασίων της Ανατολικής Γερμανίας)· ήταν και η πρόσβαση που απέκτησε το γερμανικό κεφάλαιο στο πάμφθηνο εργατικό δυναμικό που προσέφεραν στις γερμανικές εταιρείες, για πρώτη φορά μετά τον πόλεμο, η Πολωνία, η Σλοβακία, η Ουγγαρία, η Ουκρανία κοκ.

Η βασική στρατηγική των γερμανικών κυβερνήσεων (όλων των κομμάτων) ώστε να αντιμετωπιστεί το μεγάλο κόστος της επανένωσης ήταν η ανταγωνιστική μείωση των γερμανικών μισθών σε σχέση με εκείνους των Ευρωπαίων εταίρων. Πράγματι, ενώ επωαζόταν η δημιουργία της ευρωζώνης, η Γερμανία κατάφερε χάρη στην ενοποίηση να επιβάλει στην αγορά εργασίας σημαντικά μειωμένους μισθούς (συγκριτικά με τους μισθούς στις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης). Αντιγράφοντας τη στρατηγική που εφαρμόστηκε με επιτυχία στις ΗΠΑ κατά τη διάρκεια των δεκαετιών του ’70 και του ’80, το γερμανικό κατεστημένο (σε συνεννόηση με τα συνδικάτα) επέβαλε αύξηση των μισθών μικρότερη από την αύξηση της παραγωγικότητας. Αυτό ονομάζουμε Μέγα Πείραμα.

Όταν, μετά την υιοθέτηση του ευρώ, η γερμανική βιομηχανία έπαψε να φοβάται τις ανταγωνιστικές υποτιμήσεις των νομισμάτων χωρών όπως η Ιταλία, τα γερμανικά κέρδη από τη μείωση των γερμανικών μισθών έγιναν μόνιμα. Επιπρόσθετα, το γερμανικό σύστημα των συλλογικών διαπραγματεύσεων, που βασίζεται σε μια συντεχνιακή-νεομερκαντιλιστική συνεννόηση ανάμεσα στο κεφάλαιο και τα συνδικάτα, επέτρεψε στο γερμανικό κεφάλαιο να ευνοηθεί περισσότερο από ό,τι στην υπόλοιπη Ευρώπη από το χάσμα ανάμεσα στην παραγωγικότητα και στην αύξηση των μισθών. Η κεντρική ιδέα ήταν ότι, παρά τον χαμηλό ρυθμό της οικονομικής μεγέθυνσης, η ανταγωνιστικότητα των γερμανικών εξαγωγών εντός της ευρωζώνης θα ενισχυόταν χάρη στη συνεχή μείωση των μισθών και στις επενδύσεις. Όντως, τα πλεονάσματα στο εμπορικό ισοζύγιο της Γερμανίας απογειώθηκαν, η συσσώρευση κεφαλαίων αυξήθηκε, οι άνεργοι μειώθηκαν σε δύο εκατομμύρια (ενώ ήταν διπλάσιοι λίγο πριν) και τα κέρδη των γερμανικών εταιρειών αυξήθηκαν κατά 37%.

Οι παραπάνω εξελίξεις συνέπεσαν χρονικά, και διόλου τυχαία, με την πλήρη αποχαλίνωση του αγγλοκελτικού χρηματοπιστωτικού-τραπεζικού συστήματος. Η Wall Street και το City «έκοβαν» βουνά ιδιωτικού χρήματος τα οποία συνέρρεαν στην ευρωζώνη. Σε συνδυασμό με τη μεγάλη ενίσχυση των γαλλογερμανικών τραπεζών, για τους λόγους που ήδη εξετάσαμε, το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστη-

μα όχι μόνο εισήγαγε ποταμούς ρευστότητας από την Αμερική και τη Βρετανία αλλά και άρχισε να παράγει το δικό του ιδιωτικό χρήμα. Καθώς όμως η πληθώρα κεφαλαίων εντός της Γερμανίας (βασικά λόγω της συμπίεσης του μοναδιαίου κόστους εργασίας στη Γερμανία) κρατούσε τα επιτόκια πολύ χαμηλά, ο πακτωλός αυτός χρήματος έψαχνε απεγνωσμένα να «τοποθετηθεί» σε κλάδους και χώρες με μεγαλύτερη επικινδυνότητα (ώστε να χρεώνει μεγαλύτερα επιτόκια). Κάπως έτσι, από το 1995 και έπειτα, άρχισε η ροή των κεφαλαίων από τις γαλλογερμανικές τράπεζες προς τις τράπεζες, τις επιχειρήσεις και τον (αδηφάγο) δημόσιο τομέα της περιφέρειας.

Ωστόσο, παρόλο που η εικόνα έμοιαζε ρόδινη για τη Γερμανία, κάτι «σάπιο» είχε εισχωρήσει στον τραπεζικό τομέα της χώρας, ένας επικίνδυνος ιός που αποδείχτηκε μοιραίος μετά το Κραχ του 2008, σηματοδοτώντας την έναρξη της υπαρξιακής κρίσης του ευρώ.

Η προ του 2008 εποχή του ευρωσυστήματος ήταν περίοδος περιορισμένης ανάπτυξης για το σύνολο της ευρωζώνης. Τα συνολικά εισοδήματα αυξάνονταν σχετικά αργά, ο κύκλος εργασιών των επιχειρήσεων μεγάλωνε πολύ πιο γρήγορα, ενώ τα τραπεζικά κέρδη συσσωρεύονταν. Κάτω από την επιφάνεια, οι τεκτονικές πλάκες συγκρούονταν επικίνδυνα καθώς οι βιομηχανικοί κλάδοι της Γαλλίας και των ελλειμματικών χωρών έμπαιναν σε μια βραδείας καύσης ύφεση την ώρα που οι γαλλογερμανικές τράπεζες επεκτείνονταν θριαμβευτικά: ήταν το αντίτιμο που έπρεπε να καταβάλουν οι ελλειμματικές χώρες, και η Γαλλία, για να συνδέσουν τα νομίσματά τους με το μάρκο. Η ανταμοιβή τους; Φθηνότερα δάνεια, μεγαλύτερη επέκταση των τραπεζών και καταναλωτισμός που βασιζόταν στην τραπεζική πίστη.

Την εποχή εκείνη οι ληθαργικοί ρυθμοί της ευρωπαϊκής οικονομικής μεγέθυνσης, σε σχέση με τις αγγλοκελτικές οικονομίες, οδηγούσαν οικονομολόγους και ιθύνοντες, Ευρωπαίους και μη, να τους αποδίδουν στην «ανελαστικότητα» της ευρωπαϊκής αγοράς εργασίας, στο «συντηρητικό» χρηματοπιστωτικό σύστημα (που όπως αποδείχθηκε το 2008 κάθε άλλο παρά συντηρητικό ήταν) ή στη «γενναιόδωρη» κοινωνική ασφάλιση. Πολύ απλά, οφείλονταν στο γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος της Ευρώπης βρισκόταν υπό τη μαγική επήρεια των γερμανικών πλεονασμάτων και στο ότι η ευρωζώνη παρήγε όλο και μεγαλύτερες εσωτερικές ανισορροπίες οι οποίες όμως, στην εποχή που το ιδιωτικό χρήμα του τραπεζικού τομέα πολλαπλασιαζόταν, καλύπτονταν κάτω από μια επίφαση συνολικής ανά-

πτυξης. Όσοι όμως εξέταζαν προσεκτικά την οικονομία της ευρωζώνης έβλεπαν ότι «κάτι» έλειπε. Τι ήταν αυτό το «κάτι»;

Ένας βιώσιμος Μηχανισμός Ανακύκλωσης Πλεονασμάτων. Αυτό που υπήρχε στην ευρωζώνη ήταν ένας μηχανισμός που έβαζε τις ελλειμματικές χώρες (και τη Γαλλία) στον ρόλο των παρόχων επαρκούς ζήτησης για τις καθαρές εξαγωγές της Γερμανίας. Πώς όμως καλύπτονταν τα ελλείμματα των ελλειμματικών χωρών ώστε να μπορούν να συνεχίζουν να απορροφούν τα πλεονάσματα της Γερμανίας; Με τραπεζικά κυρίως καταναλωτικά δάνεια από τις γαλλογερμανικές τράπεζες προς τον ιδιωτικό αλλά και τον δημόσιο τομέα των χωρών αυτών, είναι η απάντηση. Οι γαλλογερμανικές τράπεζες, στην ουσία, συμμετείχαν στην παγκόσμια πρακτική του χρηματοπιστωτικού συστήματος να παράγει τοξικό-ιδιωτικό χρήμα το οποίο, σε συνδυασμό με τη ροή των κερδών των πλεονασματικών χωρών (βασικά της Γερμανίας και της Ολλανδίας), έριχνε τα επιτόκια για τους ελλειμματικούς και έκλεινε τον κύκλο αυτόν εξασφαλίζοντας τη χρηματοδότηση των γερμανικών πλεονασμάτων με δανεικά τα οποία κατευθύνονταν προς τις ελλειμματικές χώρες. Ήταν και αυτός ένας Μηχανισμός Ανακύκλωσης Πλεονασμάτων. Δεν ήταν όμως βιώσιμος. Μόλις ξέσπασε το Κραχ του 2008, το τοξικό-ιδιωτικό χρήμα της Wall Street μετατράπηκε σε στάχτες, η ρευστότητα εγκατέλειψε την αγορά και, από τη μία στιγμή στην άλλη, οι ελλειμματικοί της ευρωζώνης δεν μπορούσαν να συνεχίσουν να χρηματοδοτούν τα ελλείμματά τους. Ο Μηχανισμός Ανακύκλωσης Πλεονασμάτων, που βασιζόταν στο τοξικό-ιδιωτικό χρήμα των γαλλογερμανικών τραπεζών, «χάλασε». Το αποτέλεσμα είναι η σημερινή κρίση της ευρωζώνης, η οποία ξεκίνησε από τις γαλλογερμανικές τράπεζες (που είδαν τα παράγωγα, το τοξικό-ιδιωτικό χρήμα στο οποίο είχαν επενδύσει την ανάπτυξή τους, να εξαφανίζεται) πριν περάσει στον δημόσιο τομέα των ελλειμματικών χωρών για να επιστρέψει δριμύτερη στον τραπεζικό τομέα ολόκληρης της ευρωζώνης και να τον φέρει στα όρια της χρεοκοπίας.

5.3 Το δεύτερο «επεισόδιο»: Η διάσωση των τραπεζών και το τοξικό EFSF

Όταν το ελληνικό δημόσιο κατέληξε να μην μπορεί να δανείζεται με βιώσιμα επιτόκια, στις αρχές του 2010, η Γερμανία εξέδωσε το γνωστό τριπλό nein: nein στη διάσωση, nein σε σοβαρή μείωση επιτοκίων, nein στο κούρεμα (ή αναδιάρθρωση ή μερική στάση πληρωμών). Μερικούς μήνες μετά, τον Μάιο του 2010,

όταν οι χρηματαγορές ήρθαν πρόσωπο με πρόσωπο με την ασφυξία, ένα από τα τρία nein απεσύρθη: το ελληνικό Μνημόνιο και η δανειακή σύμβαση-βουνό (των 110 δισ. ευρώ) ήταν γεγονός. Όμως τα άλλα δύο nein εξακολούθησαν να ισχύουν: τα επιτόκια παρέμειναν απαγορευτικά για το ελληνικό δημόσιο και, βέβαια, ούτε κουβέντα για κούρεμα του χρέους.

Τι ήταν αυτό που έπεισε τελικά την κυρία Merkel να συμφωνήσει στη δανειακή σύμβαση των 110 δισ. ευρώ; Η απάντηση είναι απλή: η ευρωπαϊκή διατραπεζική αγορά έφτασε στο χείλος του γκρεμού. Μια χρεοκοπία του ελληνικού δημοσίου θα ήταν η χαριστική βολή για το γαλλογερμανικό τραπεζικό σύστημα που, μετά την απαξίωση του ιδιωτικού-τοξικού χρήματος με το οποίο οι τράπεζες είχαν γεμίσει τα λογιστικά βιβλία τους, βρέθηκε εξίσου ανήμπορο με το ελληνικό δημόσιο να επαναχρηματοδοτεί τα δάνεια που είχε συνάψει τον καιρό των παχιών αγελάδων.

Πράγματι, λίγο πριν από την υπογραφή της μοιραίας (για την Ελλάδα) δανειακής συμφωνίας (που έχει καταγραφεί στη συνείδηση όλων μας ως Μνημόνιο), οι γαλλογερμανικές τράπεζες τελούσαν υπό καθεστώς γενικευμένου πανικού. Όμως, όταν ανακοινώθηκε το μεγάλο δάνειο προς την Ελλάδα, το κλίμα στις τράπεζες άλλαξε. Είναι πράγματι καταπληκτικό πόσο γρήγορα ο πανικός έδωσε τη θέση του όχι στην ηρεμία αλλά σε μια νέα, πρωτοφανή εγρήγορση παραγωγής νέου ιδιωτικού-τοξικού χρήματος. Είδαμε πιο πάνω, στην Ενότητα 5.1, πως αμέσως μετά το «πρώτο επεισόδιο» διάσωσής τους, το 2008/9, οι τράπεζες προσπάθησαν να «ρεφάρουν» στοιχηματίζοντας στη χρεοκοπία της Ελλάδας, αγοράζοντας δηλαδή CDS. Τον Μάιο του 2010, όταν διαπίστωσαν ότι η ΕΕ, η ΕΚΤ και το ΔΝΤ (η γνωστή τρόικα) επένδυσαν 110 δισ. ευρώ στη μη χρεοκοπία του ελληνικού δημοσίου, έκαναν ακριβώς το αντίθετο: πάνω στα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου που κατείχαν, έχτισαν πυραμίδες νέων στοιχημάτων ότι το ελληνικό δημόσιο δεν θα πτωχεύσει. Αν και δεν γνωρίζουμε πόσα ακριβώς χρήματα επενδύθηκαν σε αυτές τις πυραμίδες στοιχημάτων, οι ενδείξεις είναι ότι για κάθε 1 ευρώ ελληνικού δημόσιου χρέους που κατείχαν οι τράπεζες, στοιχημάτισαν άλλα 10 ευρώ (τα οποία βέβαια «δανείστηκαν») ότι η Ελλάδα *δεν* θα πτωχεύσει. Όταν λοιπόν η μνημονιακή πολιτική, πολύ γρήγορα, άρχισε να δείχνει σημεία πως η αυστηρή λιτότητα, που είχε επιβληθεί από την τρόικα ως όρος για να δοθεί το τεράστιο δάνειο στην ελληνική κυβέρνηση, δεν θα αποδώσει και, συνεπώς, η προοπτική χρεοκοπίας δεν απομακρύνθηκε για πολύ, τότε ο πανικός επέστρεψε

στα διοικητικά συμβούλια των αφρόνων τραπεζιτών. Από τότε, η κρίση του ευρωπαϊκού τραπεζικού κλάδου μαίνεται σφοδρότερη από ποτέ.

Παράλληλα, την εποχή εκείνη θεσμοθετήθηκε το EFSF ώστε να μπει σε λειτουργία στην περίπτωση που (όπως έγινε) χρειάζονταν και άλλες χώρες-μέλη δανειακές συμβάσεις ανάλογες με εκείνη της Ελλάδας. Σε μια ήπειρο που υποτίθεται ότι αντιμετωπίζει με περιφρόνηση τα δημιουργημένα στην Αμερική CDO, προκαλεί κατάπληξη η διαπίστωση πως, όταν η Ευρωπαϊκή Ένωση αποφάσισε να δημιουργήσει ένα ταμείο (το EFSF) που θα πρόσφερε δανειακές διευκολύνσεις στα δημοσιονομικά χειμαζόμενα κράτη-μέλη της (όπως η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, η Ισπανία κλπ.), εμπνεύστηκε τη δομή του από εκείνη των CDO.

Πράγματι, τον Μάιο του 2010 η Ευρωπαϊκή Ένωση δημιούργησε το EFSF ως ένα Special Purpose Vehicle (Όχημα Ειδικού Σκοπού) – ακριβώς όπως έκαναν οι τραπεζίτες για να εκχωρήσουν δραστηριότητες που δεν ήθελαν να φαίνονται στο φως του ήλιου σε μια παρατράπεζα. Σκοπός του EFSF ήταν να δανείζεται εκ μέρους των αξιόχρεων κρατών της ευρωζώνης και, στη συνέχεια, να δανείζει εκείνα τα κράτη που είχαν αποκλειστεί από τις αγορές (ώστε να αποφευχθεί η πτώχευσή τους, η οποία θα είχε ως συνέπεια τον αποδεκατισμό των τραπεζών που είχαν δανείσει τεράστια ποσά σε αυτά τα κράτη).

Το EFSF σχεδιάστηκε ως ένα προσωρινό ταμείο. Καθώς όμως βάθαινε η ευρωπαϊκή κρίση, αποφασίστηκε ότι το 2013 θα μετεξελισσόταν σε έναν μόνιμο θεσμό που θα ονομαζόταν ESM (European Stability Mechanism – Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας). Η ιδέα ήταν ότι θα δάνειζε, εκ μέρους της ευρωζώνης, 440 δισ. ευρώ σε κράτη-μέλη που αντιμετώπιζαν προβλήματα ρευστότητας και, ενδεχομένως, σε αναξιόχρεα κράτη-μέλη. Δυο στοιχεία του EFSF ξεχωρίζουν: Το πρώτο είναι ότι δεν συγκεντρώνει χρήματα για να διασώσει την Ιρλανδία, την Πορτογαλία κλπ., αλλά τις χρεοκοπημένες τράπεζες της Ευρώπης. Το δεύτερο στοιχείο είναι ότι δανείζεται χρήματα εκδίδοντας τοξικά ευρωομόλογα – ομόλογα δηλαδή που είναι δομημένα με τρόπο παρόμοιο με εκείνον των CDO.

Υπενθυμίζουμε ότι τα CDO της Wall Street ομαδοποιούσαν «φέτες» από διαφορετικά ενυπόθηκα δάνεια (υψηλής και χαμηλής εξασφάλισης), καθεμία από τις οποίες είχε διαφορετικό επιτόκιο και διαφορετικό βαθμό επισφάλειας. Επιπλέον, αυτό το μείγμα ήταν τοξικό ή εκρηκτικό, επειδή αν σταματούσε η αποπληρωμή μιας «φέτας» μέσα σε ένα συγκεκριμένο CDO (αν, π.χ., ο Τζακ δεν μπορούσε να αποπληρώσει το δάνειό του), τότε αυξανόταν ο κίνδυνος να μην αποπληρωθεί

και η επόμενη «φέτα» (της Τζιλ, π.χ., επειδή ο κίνδυνος να χάσει τη δουλειά της και άρα να μην μπορεί να αποπληρώσει το δάνειό της αυξανόταν όταν ο Τζακ έχανε τη δουλειά του και το σπίτι του).

Το ίδιο ακριβώς συνέβαινε και με τα ομόλογα που εξέδιδε το EFSF προκειμένου να δανείσει, για παράδειγμα, την Ιρλανδία, η οποία τον Δεκέμβριο του 2010 ουσιαστικά χρεοκόπησε καθώς αδυνατούσε να αποπληρώσει, όπως είχε υποσχεθεί, τα χρέη των ιδιωτικών τραπεζών (που είχαν δημιουργηθεί από στεγαστικά δάνεια τα οποία, κατόπιν, είχαν μετατραπεί σε τοξικά ομόλογα). Τα χρήματα για το δάνειο του EFSF προς την Ιρλανδία συγκεντρώθηκαν από τις χρηματαγορές χάρη στις εγγυήσεις που, ανάλογα με το ΑΕΠ τους, πρόσφεραν στο EFSF τα εναπομείναντα 15 κράτη της ευρωζώνης (εξαιρουμένων δηλαδή της Ελλάδας, που δεν είχε πρόσβαση στις αγορές ήδη από τον Μάιο του 2010, και της Ιρλανδίας). Στη συνέχεια, το συνολικό πόσο που συγκέντρωσε το EFSF κατανεμόταν σε μικρά «πακέτα», καθένα από τα οποία περιείχε μία «φέτα» που την εγγυόταν η Γερμανία, μία άλλη την οποία εγγυόταν η Γαλλία, μία άλλη την οποία εγγυόταν… η Πορτογαλία. Δεδομένου ότι τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης είχαν διαφορετικό βαθμό φερεγγυότητας, το κάθε κράτος επιβαρυνόταν με ένα διαφορετικό επιτόκιο. Τέλος, τα «πακέτα» αυτά πουλιόνταν ως ομόλογα, κυρίως σε Ασιάτες επενδυτές και στις ευρωπαϊκές (οιονεί χρεοκοπημένες) τράπεζες.

Για να δούμε γιατί η δόμηση του EFSF θύμιζε τα δομημένα παράγωγα (CDO) του χρηματοπιστωτικού τομέα, ας θυμηθούμε τι συνέβη και αποκλείστηκε η Πορτογαλία από τις αγορές, όπως είχε ήδη συμβεί στην Ελλάδα και την Ιρλανδία. Η Πορτογαλία, που βρισκόταν από τότε στο χείλος του γκρεμού, υποχρεώθηκε να εγγυηθεί δάνεια (με πολύ υψηλό επιτόκιο) για χάρη της Ιρλανδίας! Την ίδια στιγμή οι τράπεζες αγόραζαν CDS για το ενδεχόμενο να πτωχεύσει η Πορτογαλία. Αυτά τα δύο φαινόμενα ώθησαν τα επιτόκια των νέων δανείων της Πορτογαλίας σε τόσο ψηλό επίπεδο ώστε να είναι να μην είναι πλέον βιώσιμος ο δανεισμός της χώρας. Το αποτέλεσμα ήταν να προσφύγει και η Πορτογαλία στο EFSF.

Έτσι, το EFSF αναγκάστηκε να εκδώσει νέα ομόλογα εκ μέρους των εναπομενουσών χωρών της ευρωζώνης προκειμένου να βοηθήσει την Πορτογαλία. Αυτό σήμαινε ότι, με την Πορτογαλία εκτός αγορών, οι εναπομένουσες 14 χώρες έπρεπε να επωμιστούν ένα μεγαλύτερο βάρος για να εγγυηθούν τα ομόλογα του EFSF. Πώς αντέδρασαν οι αγορές; Βάζοντας αμέσως στο στόχαστρό τους τις νέες «οριακές» χώρες, δηλαδή εκείνες που θα δανείζονταν με τα υψηλότερα επιτόκια

στο πλαίσιο του EFSF προκειμένου να δοθούν δάνεια στην Ελλάδα, την Ιρλανδία και, πλέον, στην Πορτογαλία: την Ισπανία και την Ιταλία!

Αν δούμε τα πράγματα υπό αυτό το πρίσμα, το EFSF ήταν καταδικασμένο να αποτύχει. Τα ομόλογά του ομαδοποιούν διαφορετικά είδη εγγυήσεων (τις οποίες προσφέρει το κάθε κράτος) με τρόπους αδιαφανείς. Με τον ίδιο ακριβώς τρόπο είχαν δημιουργηθεί τα CDO πριν από το 2008. Δύο ήταν τα «θανάσιμα αμαρτήματα» που εμπεριέχουν τα ομόλογα του EFSF:

Πρώτον, είναι το λιγότερο απερίσκεπτο ότι δομήθηκαν όπως τα CDO, τα οποία προκάλεσαν τόσα προβλήματα στην παγκόσμια οικονομία. Ένας άμεσος αντίκτυπος της αντιγραφής της δομής των CDO είναι ότι τα κράτη-μέλη έπρεπε να εγγυηθούν 440 δισ. ευρώ στο EFSF, αλλά τα δάνεια που θα χορηγήσει το EFSF δεν θα υπερέβαιναν τα 250 δισ. ευρώ. Δεύτερον, αυτού του είδους η πολιτική παρέμβαση όχι μόνον δίνει άφεση αμαρτιών στα CDO αλλά και επέτρεψε στις τράπεζες και παρατράπεζες να δημιουργούν νέες μορφές ιδιωτικού χρήματος. Σαν να μην είχε ποτέ συμβεί το Κραχ του 2008!

Πράγματι, όταν έγινε φανερό ότι θα χρηματοδοτηθούν με τοξικά ευρωομόλογα οι παρεμβάσεις τύπου EFSF για να διασωθούν χώρες όπως η Ελλάδα και η Ιρλανδία, και δεδομένου ότι οι αγορές δεν πείστηκαν ούτε για μία στιγμή ότι τελικά θα αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά το ζήτημα φερεγγυότητας αυτών των κρατών, οι τράπεζες και παρατράπεζες άδραξαν και με τα δυο τους χέρια την ευκαιρία να μετατρέψουν την αβεβαιότητα για το ευρώ σε έναν ακόμα παροξυσμό στοιχημάτων. Όπως εξηγήσαμε και προηγουμένως, άρχισαν να στοιχηματίζουν υπέρ των ομολόγων κάποιων κρατών-μελών και εναντίον κάποιων άλλων κρατών-μελών. Τελικά, τα τοξικά ομόλογα του EFSF και ο τεράστιος όγκος των νέων CDS και άλλων σύνθετων παραγώγων που εκδόθηκαν στα κρυφά δημιούργησαν μια νέα γενιά μη βιώσιμου ιδιωτικού χρήματος. Όταν και αυτός ο σωρός ιδιωτικού χρήματος μετατραπεί σε στάχτες, όπως είναι αναπόφευκτο ότι θα συμβεί, τι θα απογίνει η Ευρώπη;

5.4 Το τρίτο «επεισόδιο»: Το παρατραπεζικό σύστημα, το ελληνικό PSI και οι ελληνικές τράπεζες

Μερικούς μήνες μετά το πρώτο ελληνικό Μνημόνιο και τη δημιουργία του EFSF, κι αφού η Κρίση είχε χτυπήσει την Ιρλανδία και κατευθυνόταν ακάθεκτη

προς την Ιβηρική χερσόνησο, η Γερμανία αποφάσισε ότι ένα δεύτερο, από τα αρχικά τρία, nein έπρεπε να αποσυρθεί: προβλέφτηκαν κουρέματα για το χρέος των «πεσόντων» κρατών-μελών, αναβλήθηκαν όμως μέχρι να αντικατασταθεί το προσωρινό ταμείο διάσωσης, το EFSF, από τον μόνιμο μηχανισμό, το ESM, το 2013. Πέρασαν άλλοι οκτώ μήνες έως ότου, τον Ιούλιο του 2011, φτάσαμε σε ένα νέο κομβικό σημείο: το κούρεμα του ελληνικού χρέους ανακοινώθηκε, μόνο που του δόθηκε ένα νέο οργουελιανό ακρώνυμο. Το ονόμασαν PSI (private sector involvement) ώστε να ακούγεται σαν κάτι που σκαρφίστηκαν οι ίδιοι οι ιδιώτες-δανειστές του ελληνικού κράτους.

Η κεντρική ιδέα ακουγόταν λογική. Γιατί να πρέπει να σηκώσουν το βάρος της διάσωσης του ελληνικού δημοσίου (και αργότερα του ιρλανδικού, του πορτογαλικού κλπ.) μόνον οι φορολογούμενοι των πλεονασματικών κρατών; Γιατί να μην αναλάβουν μέρος του βάρους και οι άπληστοι τραπεζίτες, οι οποίοι τόσα χρόνια δάνειζαν με το αζημίωτο τα ανόητα κράτη μολονότι γνώριζαν καλά την επισφαλή κατάσταση των δημοσιονομικών τους; Πώς αλλιώς θα τους δινόταν ένα μάθημα κι ένα κίνητρο να προσέξουν, την επόμενη φορά, σε ποιον δανείζουν; Αυτό το επιχείρημα ηχούσε ωραία στην Ομοσπονδιακή Βουλή του Βερολίνου, στο Παρίσι, ακόμα και στην Αθήνα – οπουδήποτε υπήρχε ένα κοινό που με χαρά άκουγε να του υπόσχονται μια κάποια τιμωρία των τραπεζών οι οποίες με την αλόγιστη συμπεριφορά τους, τόσα χρόνια, διακινδύνευσαν το βιοτικό επίπεδο των αναπτυγμένων χωρών δανείζοντας με χρήμα τοξικό, χωρίς ειρμό και μέτρο, τόσο τον ιδιωτικό όσο και τον δημόσιο τομέα.

Αλίμονο όμως, στην Εποχή της Τραπεζοκρατίας, στο ιδιόμορφο καθεστώς που γέννησε το Κραχ του 2008 και στο οποίο τη μέγιστη εξουσία επί των πλεονασμάτων που παράγονται την έχουν οι τραπεζίτες με τις μεγαλύτερες ζημίες, ακόμα και ένα «βαθύ» κούρεμα των χρεών προς τις τράπεζες μπορεί κάλλιστα να αποδειχθεί επικερδές για τα πιο σκοτεινά και απεχθή μέρη του αχαλίνωτου τραπεζικού και παρατραπεζικού συστήματος. Πράγματι, μόλις ανακοινώθηκε το ελληνικό PSI τον Ιούλιο του 2011, το σκιώδες τραπεζικό σύστημα (τα hedge funds, τα λεγόμενα «οχήματα ειδικού σκοπού» ή special vehicles κλπ.) έζησαν στιγμές μεγάλης δόξας. Πώς; Αγόρασαν μαζικά ελληνικά ομόλογα, σε τιμές εξευτελιστικές, δηλαδή στο 30% της ονομαστικής τους αξίας, με σκοπό να τα ανταλλάξουν με νέα ελληνικά ομόλογα (του αγγλικού δικαίου όμως) τα οποία, παρά την πολύ πιο μακρά διάρκειά τους, προβλεπόταν να έχουν (διαχρονική) αξία πολύ μεγα-

λύτερη από εκείνη που κατέβαλαν για να αγοράσουν τα παλαιά. Επρόκειτο για ένα ιδιαίτερα επικερδές (για τους ιδιώτες) κούρεμα! Να γιατί τελικά η Συμφωνία της 21ης Ιουλίου ήταν ένα φιάσκο και το πρώτο PSI ναυάγησε. Από τη μία το ελληνικό δημόσιο δεν θα είχε κανένα κέρδος (σε αντίθεση με τα hedge funds) ενώ από την άλλη η ύφεση πήρε νέα τροπή πολύ γρήγορα, και μάλιστα τροπή τόσο ειδεχθή που εντός του καλοκαιριού οι ηγέτες μας αναγκάστηκαν, εν μέσω των διακοπών τους, να παραδεχθούν ότι η «λύση» του Ιουλίου δεν ήταν παρά επιδείνωση του προβλήματος.

Το περασμένο φθινόπωρο, λοιπόν, οι πεφωτισμένοι ηγέτες μας αναγκάστηκαν να βρουν μια νέα «οριστική λύση». Έκατσαν και σκέφτηκαν ότι τελικά χρειάζεται ένα ακόμα βαθύτερο κούρεμα, ούτως ώστε να μην ανταμειφθούν τα hedge funds αλλά και να ανακουφιστεί το ελληνικό δημόσιο από ένα σημαντικό μέρος του χρέους. Έτσι γεννήθηκε το δεύτερο PSI, το PSI Mk2. Πρώτο θύμα του PSI Mk2 ήταν, ως γνωστόν, ο τότε πρωθυπουργός. Ο αντικαταστάτης του, που παρεμπιπτόντως έως και τρεις μέρες πριν την πρωθυπουργοποίησή του διερρήγνυε τα ιμάτιά του ότι το PSI δεν είναι «ούτε αναγκαίο ούτε και επιθυμητό», ανέλαβε τη μετατροπή του PSI Mk2 στον νέο εθνικό στόχο, στο φάρο που θα οδηγήσει τη χώρα μέσα από την πυκνή ομίχλη της Κρίσης.

Επί της ουσίας, το PSI Mk2 προέβλεπε το εντυπωσιακό κούρεμα του 50% στην ονομαστική αξία των ομολόγων που κατέχουν οι τράπεζες και οι παρατράπεζες (όχι όμως και η ΕΚΤ). Προέβλεπε μάλιστα την αντικατάσταση των παλαιών ομολόγων με νέα ομόλογα μισής ονομαστικής αξίας και πολύ μακρύτερης διάρκειας. Αυτό σημαίνει πως, δεδομένου ότι τα επιτόκια των νέων ομολόγων δεν θα ξεπερνούσαν το 5% με 6%, η διαχρονική αξία των νέων ομολόγων (που θα αντικαθιστούσαν τα παλαιά) δεν θα ξεπερνούσε το 40% των παλαιών. Με απλά λόγια, οι ομολογιούχοι του ελληνικού δημοσίου θα αποδέχονταν, και μάλιστα εθελοντικά, να χάσουν 60 λεπτά για κάθε ένα ευρώ χρέους. Γιατί εθελοντικά; Από τη μεριά της ΕΕ, η εθελοντική φύση του κουρέματος επιβλήθηκε ώστε να μην πυροδοτηθούν τα ασφάλιστρα CDS που έχουν εκδώσει άλλες ευρωπαϊκές τράπεζες σε περίπτωση υποχρεωτικού κουρέματος (κάτι που θα έβαζε σε δύσκολη θέση τις τράπεζες-εκδότες των CDS). Από τη μεριά των τραπεζιτών, αποδέχθηκαν το χαρακτηρισμό του κουρέματος ως εθελοντικού γιατί απειλήθηκαν με πλήρη στάση πληρωμών. (Έτσι κι αλλιώς, οι πιο πολλοί εξ αυτών –με εξαίρεση

τις ελληνικές τράπεζες, οι οποίες όμως επιβιώνουν από τη «γενναιοδωρία» της ΕΚΤ– είχαν αγοράσει αυτά τα ομόλογα κοψοτιμής…)

Η βασική αρχή της Πτωχοτραπεζοκρατίας είναι: ουδέν κακόν αμιγές τεράστιων κερδών. Ακόμα και τη στιγμή που αντιμετωπίζουν ένα βαθύ κούρεμα, οι επιτήδειοι βρίσκουν κάτι που τους κάνει να χαμογελούν πλατιά. Στην περίπτωση του PSI Mk2, τα χαμόγελά τους εξηγούνται από δύο λόγους. Πρώτον, όπως είναι γνωστό, οι περισσότεροι των εναπομεινάντων ομολογιούχων τα αγόρασαν περίπου στο 30% της αξίας τους. Εάν το PSI Mk2 επιφέρει ένα κούρεμα μικρότερο του 70%, και πάλι κερδισμένοι είναι. Δεύτερον, οι διευθύνοντες των παρατραπεζών (των hedge funds και των ειδικών οχημάτων που έχουν ιδρύσει στο σκοτάδι οι μεγάλες τράπεζες) είχαν μια νέα φαεινή ιδέα. Δεδομένης της βούλησης της ΕΕ να αποτραπεί η πυροδότηση των CDS, εξού και χαρακτήρισε το κούρεμα εθελοντικό, τι σταματά τα hedge funds να αγοράσουν κι άλλα ελληνικά ομόλογα και να πουν: «Κύριοι, εμείς δεν δεχόμαστε το κούρεμα εθελοντικά. Αν θέλετε να μας κουρέψετε, κάντε το. Όμως τότε, καθώς θα μας κουρέψετε υποχρεωτικά, θα καταφύγουμε στο ISDA, στα δικαστήρια αν χρειαστεί, ζητώντας την πυροδότηση των CDS»;

Ήδη, ένα μεγάλο hedge fund αποχώρησε από τις διαπραγματεύσεις με την ελληνική κυβέρνηση δηλώνοντας ότι θα κάνει ακριβώς αυτό: θα εκκινήσει δικαστική διαδικασία για να πάρει το 100% της ονομαστικής αξίας των ομολόγων. Πρόκειται βέβαια για κίνηση τακτικής που στόχο έχει να εκβιάσει ένα πολύ μικρότερο κούρεμα που θα τους αποφέρει μεγάλα κέρδη (δεδομένου ότι έχουν αγοράσει πάμφθηνα τα ελληνικά ομόλογα). Ένα είναι σίγουρο: όσο η ΕΕ επιμένει στο εθελοντικό κούρεμα, στο PSI, τη διαπραγματευτική ισχύ την έχει το παρατραπεζικό, σκιώδες χρηματοπιστωτικό σύστημα.

5.5 Επίλογος

Η Κρίση είναι κυρίως κρίση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος. Εκεί ξεκίνησε, εκεί μεγεθύνθηκε, εκεί κατέληξε σήμερα. Οι δυσκολίες χρηματοδότησης του δημόσιου τομέα της Ελλάδας και άλλων χωρών είναι επιφαινόμενα της Κρίσης, κι όχι θεμελιώδη μέρη του γενικότερου φαινομένου. Τα αίτια της κρίσης του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος είναι δύο: Πρώτον, το Μέγα Πείραμα που συντελέστηκε στη Γερμανία τη δεκαετία του ’90, οπότε η συμπίεση του μο-

ναδιαίου κόστους εργασίας, σε συνδυασμό με τις υψηλές επενδύσεις, οδήγησε σε μεγάλη αύξηση της γερμανικής κερδοφορίας, η οποία με τη σειρά της δημιούργησε κύματα φθηνού χρήματος που, μέσω των γαλλογερμανικών τραπεζών, κατέκλυσαν τόσο τον ιδιωτικό όσο και τον δημόσιο τομέα της περιφέρειας (με πρώτη και καλύτερη την Ελλάδα). Δεύτερον, ο τρόπος με τον οποίο οι γαλλογερμανικές τράπεζες μιμήθηκαν την Wall Street και το City του Λονδίνου «μοχλεύοντας» τα γερμανικά κεφάλαια που έρρεαν προς την περιφέρεια της ευρωζώνης (δηλαδή πολλαπλασιάζοντάς τα, κάνοντας χρήση δανεικών και παραγώγων, με έναν αριθμό που έφτανε το 50!). Όταν αυτά τα δύο φαινόμενα υπέκυψαν στο πλήγμα του Κραχ του 2008, η ευρωζώνη μπήκε στις σημερινές της περιπέτειες, με τις ελλειμματικές χώρες να εμφανίζονται ως η πηγή του προβλήματος.

Πέραν του ότι το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα ήταν το πεδίο όπου εξετράφη το τέρας της Κρίσης, ήταν και το πεδίο στο οποίο χτίστηκαν νέες χάρτινες, καταστροφικές πυραμίδες τρεις φορές από το 2008 (τα τρία «επεισόδια» που περιγράψαμε στις προηγούμενες σελίδες):

(1) Το 2008 όταν οι τράπεζες χρησιμοποίησαν το δημόσιο χρήμα που τους έδωσαν τα κράτη-μέλη και η ΕΚΤ για να στοιχηματίσουν εναντίον κάποιων κρατών-μελών

(2) Το 2010 όταν και πάλι χρησιμοποίησαν δημόσιο χρήμα για να χτίσουν, επί των ελληνικών ομολόγων που διέθεταν, στοιχήματα ότι η Ελλάδα δεν θα πτωχεύσει (λόγω του Μνημονίου μας)

(3) Το 2011 όταν για τρίτη φορά χρησιμοποίησαν δημόσιο χρήμα για να στοιχηματίσουν εναντίον του ελληνικού PSI.

Γιατί όλα αυτά τα στοιχήματα; Είναι απλό: επειδή οι τραπεζίτες τελούν, από το 2008, υπό συνεχή πανικό. Γνωρίζουν καλύτερα από όλους μας ότι οι τράπεζές τους είναι, με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια, πτωχευμένες. Δεν θέλουν όμως να λάβουν κεφάλαια του δημοσίου γιατί κάτι τέτοιο θα σήμαινε ότι θα χάσουν τον έλεγχο του πλειοψηφικού πακέτου μετοχών της τράπεζάς «τους». Ούτε οι σώφρονες ιδιώτες δέχονται να τους δανείζουν καθώς είναι κοινό μυστικό ότι είναι… πτωχευμένοι. Γι' αυτόν το λόγο κάνουν το μόνο που ξέρουν να κάνουν με στόχο να ανακτήσουν κάποια από τα κεφάλαια που τους λείπουν (χωρίς να χάσουν τον έλεγχο της τράπεζάς τους). Χρησιμοποιούν δημόσιο χρήμα για να βάζουν στοιχήματα, ουσιαστικά, εναντίον του ευρωπαϊκού δημοσίου ή μέρους αυτού.

Και οι ελληνικές τράπεζες; Λέγεται εδώ στην Ελλάδα ότι οι ελληνικές τράπεζες, σε σχέση με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές και δη τις γαλλογερμανικές, είναι «αθώες» καθώς δεν επένδυσαν σε τοξικό-ιδιωτικό χρήμα. Σύμφωνα με τον ισχυρισμό αυτό, οι ελληνικές τράπεζες αντί για θύτες είναι κι αυτές θύματα της Κρίσης, καθώς ο λόγος της δυσπραγίας τους οφείλεται στο ότι η ύφεση που χτύπησε τη χώρα οδήγησε στη χρεοκοπία πολλά νοικοκυριά και επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα οι ελληνικές τράπεζες να έχουν μπει σε μια κρίση για την οποία δεν φέρουν ευθύνη. Δυστυχώς, η αλήθεια είναι διαφορετική. Οι ελληνικές τράπεζες, καλώς ή κακώς, συμμετείχαν εκατό τοις εκατό στη ροή των κεφαλαίων από τις γαλλογερμανικές τράπεζες προς τον ιδιωτικό και τον δημόσιο τομέα της χώρας. Μπορεί οι ίδιες να μην παρήγαν και να μην επένδυαν μαζικά σε τοξικά παράγωγα. Όμως εισήγαν στη χώρα ρευστότητα μαζικά από τις γαλλογερμανικές τράπεζες και έβρισκαν τρόπο να τη διοχετεύουν στην αγορά και στο ελληνικό δημόσιο. Μπορεί να μην ήταν παραγωγοί τοξικού χρήματος, ήταν όμως διακινητές του. Όταν το χρήμα αυτό εξαϋλώθηκε, μετά το 2008, ήταν λογικό να βρεθούν κι οι ελληνικές τράπεζες στο τέλμα της πτώχευσης που κατάπιε ολόκληρο τον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα. Κι αφού πλέον βρέθηκαν σε αυτή τη δυσμενή θέση, από το 2009 και έπειτα, οι ελληνικές τράπεζες παίζουν ρόλο εξίσου αρνητικό με εκείνο των γαλλογερμανικών τραπεζών. Καθώς ενδιαφέρονται πάνω από όλα για τη δική τους ρευστότητα και εξορκίζουν την ιδέα της ανακεφαλαιοποίησης, προβαίνουν σε δύο κινήσεις που είναι καταστροφικές τόσο για την Ελλάδα όσο και για την υπόλοιπη Ευρώπη: πρώτον, επιμένουν στις δανειακές συμφωνίες τύπου Μνημονίου και, δεύτερον, πασχίζουν να κρατούν το λόγο κεφαλαιοποίησής τους (capital ratio – δηλαδή το λόγο διαθέσιμων κεφαλαίων προς τα κεφάλαια που έχουν δανείσει ή τοποθετήσει) στο ελάχιστο επίπεδο που απαιτούν οι ρυθμιστικές αρχές, μειώνοντας τον παρονομαστή του λόγου αυτού (το δανεισμό των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων) παρά αυξάνοντας τον αριθμητή του (τα διαθέσιμα κεφάλαια, τα οποία μόνο από το δημόσιο μπορούν να λάβουν – κάτι που θα σήμαινε απώλεια της ισχύος των πτωχευμένων τραπεζιτών). Εν ολίγοις, ανεξάρτητα από το πόσο «φταίνε» οι ελληνικές τράπεζες για την Κρίση, σήμερα λειτουργούν με τρόπο που ενισχύει τις δυνάμεις της ύφεσης, ακριβώς όπως κάνουν και οι γαλλογερμανικές τράπεζες.

Παράρτημα ΙΙ: Σύντομο χρονικό της παράλληλης κατάρρευσης του αγγλοκελτικού και του ευρωπαϊκού τραπεζικού/χρηματοπιστωτικού συστήματος

2007 – Τα πρώτα σημεία της κατάρρευσης

Απρίλιος – Η New Century Financial, μια χρηματοπιστωτική εταιρεία που είχε χορηγήσει μεγάλο αριθμό στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης (subprime mortgages), δηλαδή στεγαστικά δάνεια σε φτωχούς Αμερικανούς, χρεοκόπησε και ο αντίκτυπος έγινε αισθητός σε όλο τον χρηματοπιστωτικό τομέα.

Ιούλιος – Η Bear Sterns, μια από τις ιστορικές επενδυτικές τράπεζες, ανακοίνωσε ότι δύο από τα funds της (κεφάλαια κάλυψης) αδυνατούσαν να καταβάλουν στους επενδυτές τα οφειλόμενα. Ο νέος επικεφαλής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, της Fed, ο Ben Bernanke (που είχε πρόσφατα διαδεχτεί τον Alan Greenspan), ανακοίνωσε ότι η κρίση των στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης είναι σοβαρή και το κόστος της ενδέχεται να ανέλθει σε 100 δισ. δολάρια.

Αύγουστος – Η γαλλική επενδυτική τράπεζα BNP-Paribas προέβη σε παρόμοια ανακοίνωση με εκείνη της Bear Sterns, παραδεχόμενη ότι δεν μπορεί να καλύψει τα χρέη δύο funds της. Η αιτιολογία που επικαλέστηκε; Ότι δεν μπορούσε πλέον να αποτιμήσει τα περιουσιακά τους στοιχεία. Στην πραγματικότητα, ήταν μια ομολογία ότι τα χρηματοκιβώτιά της ήταν γεμάτα με CDO, για τα οποία η ζήτηση είχε πέσει σε μηδενικά επίπεδα με συνέπεια να είναι αδύνατον να τα τιμολογήσει. Σχεδόν ακαριαία, οι ευρωπαϊκές τράπεζες σταμάτησαν να δανείζουν η μια την άλλη. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα υποχρεώθηκε να διαθέσει 95 δισ. ευρώ στις χρηματαγορές για να αποτρέψει μια άμεση επιδημία έλλειψης ρευστότητας – γνωστή ως credit crunch. Πολύ σύντομα, διέθεσε στις αγορές επιπλέον 109 δισ. ευρώ. Ταυτόχρονα, η Fed, η Τράπεζα του Καναδά, η Κεντρική Τράπεζα της Αυστραλίας και η Τράπεζα της Ιαπωνίας άρχισαν να διοχετεύουν έναν ανεξακρίβωτο αριθμό δισεκατομμυρίων στους χρηματοπιστωτικούς τομείς των χωρών τους. Στις 17 Αυγούστου, ο Bernanke μείωσε ανεπαίσθητα το βασικό επιτόκιο, δείχνοντας ότι δεν είχε ακόμα αντιληφθεί το μέγεθος του προβλήματος.

Σεπτέμβριος – Η προφανής απροθυμία των τραπεζών να δανείσουν άλλες τράπεζες αποκαλύφθηκε όταν το επιτόκιο του διατραπεζικού δανεισμού (Libor) εκτοξεύτηκε κατά 1% πάνω από το βασικό επιτόκιο της Τράπεζας της Αγγλίας (για πρώτη φορά μετά από την κρίση της ανατολικής Ασίας το 1998). Επακολού-

θησε, για πρώτη φορά από το 1929, ένα κύμα μαζικών αναλήψεων από συγκεκριμένη τράπεζα – τη Northern Rock. Παρόλο που η Northern Rock δεν κατείχε CDO και δεν είχε χορηγήσει στεγαστικά δάνεια χαμηλής εξασφάλισης, βασιζόταν σε πολύ μεγάλο βαθμό σε βραχυπρόθεσμα δάνεια από άλλες τράπεζες. Μόλις στέρευσε αυτή η πηγή πίστωσης, η Northern Rock δεν μπορούσε πλέον να καλύψει τις ανάγκες της σε ρευστότητα. Κι όταν οι πελάτες της το υποψιάστηκαν, άρχισαν πανικόβλητοι να αποσύρουν τα χρήματά τους, με συνέπεια η τράπεζα να καταρρεύσει. Για να την επαναφέρει στη συνέχεια στη «ζωή», η Τράπεζα της Αγγλίας (όπως ονομάζεται η Κεντρική Τράπεζα της Βρετανίας) χρειάστηκε να της δώσει πάνω από 15 δισ. λίρες. Ο Bernanke, συνταραγμένος από αυτή την πρωτοφανή εξέλιξη στα μεταπολεμικά χρονικά, μείωσε το βασικό επιτόκιο των ΗΠΑ σε 4,75%, ενώ η Τράπεζα της Αγγλίας διοχέτευσε, καλού-κακού, 10 δισ. λίρες σε διάφορες τράπεζες του City του Λονδίνου.

Οκτώβριος – Η τραπεζική κρίση επεκτάθηκε στο πιο ευυπόληπτο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα της Ελβετίας, την κραταιά τράπεζα UBS, τραβώντας την προσοχή όλου του κόσμου. Η UBS ανακοίνωσε ότι ο πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλός της αναλαμβάνει την ευθύνη για την απώλεια 3,4 δισ. δολαρίων από αγορές CDO που εμπεριείχαν αμερικανικά στεγαστικά δάνεια χαμηλής εξασφάλισης. Ταυτόχρονα, η αμερικανική Citigroup αποκάλυπτε την απώλεια 3,1 δισ. δολαρίων (και σε αυτή την περίπτωση από CDO που βασίζονταν σε επισφαλή στεγαστικά δάνεια), ένα ποσό που μέσα σε μερικές ημέρες ανήλθε στα 5,5 δισ. δολάρια. Μερικούς μήνες αργότερα, τον Μάρτιο του 2008, η Citigroup υποχρεώθηκε να παραδεχτεί ότι το πραγματικό ύψος των ζημιών εκείνων ανερχόταν στο αστρονομικό πόσο των 40 δισ. δολαρίων. Για να μην μείνει έξω από το χορό, η επενδυτική τράπεζα Merrill Lynch ανακοίνωσε κι αυτή ζημίες ύψους δισ. δολαρίων και ο διευθύνων σύμβουλός της παραιτήθηκε.

Δεκέμβριος – Ήταν ο μήνας που συνέβη ένα πραγματικά ιστορικό γεγονός. Ο πρόεδρος που αυτοπαρουσιαζόταν ως ο μεγαλύτερος πολέμιος των κρατικών παρεμβάσεων στην οικονομία, ο George W. Bush, έμελλε να είναι εκείνος του οποίου η κυβέρνηση προέβη στη μεγαλύτερη κρατική παρέμβαση στην παγκόσμια ιστορία (συνυπολογιζόμενης και εκείνης του Λένιν μετά τη Ρωσική Επανάσταση)! Στις 6 Δεκεμβρίου, ο πρόεδρος Bush ο νεότερος κατέθεσε σχέδιο αποτροπής της κατάσχεσης από τις τράπεζες των ακινήτων εκατομμυρίων Αμερικανών που κινδύνευαν να χάσουν τα σπίτια τους. Ο λόγος; Η κυβέρνηση γνώριζε πως πάνω σε

αυτά τα τούβλα είχαν χτιστεί από την Wall Street θεόρατες πυραμίδες ιδιωτικού χρήματος, η κατάρρευση των οποίων θα αποτελείωνε (όπως και έκανε) τον έως τότε υπαρκτό καπιταλισμό. Μετά από μερικές ημέρες, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα, η Fed του Bernanke, συντονίστηκε με πέντε ακόμα κεντρικές τράπεζες (συμπεριλαμβανομένης της ΕΚΤ) προκειμένου να χορηγήσουν σχεδόν απεριόριστη ρευστότητα στις απανταχού τράπεζες. Ο σκοπός μιας τέτοιας, μοναδικής ενέργειας ήταν να αντιμετωπιστεί η πιστωτική ασφυξία, το credit crunch, σε πλανητικό επίπεδο, επιτρέποντας την επαναλειτουργία του διατραπεζικού δανεισμού.

2008 – Το κύριο γεγονός

Ιανουάριος – Η Παγκόσμια Τράπεζα προβλέπει ότι η παγκόσμια οικονομία θα μπει σε ύφεση, τα χρηματιστήρια καταρρέουν και η Fed μειώνει το βασικό επιτόκιο στο 3,5%. Τα χρηματιστήρια ανακάμπτουν. Πολύ σύντομα όμως η ασφαλιστική εταιρεία MBIA ανακοινώνει απώλειες ύψους 2,3 δισ. δολαρίων από ασφαλιστικά συμβόλαια για ομόλογα που εμπεριείχαν ενυπόθηκα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης. Αυτά τα ασφαλιστικά συμβόλαια έγιναν ξαφνικά διάσημα: πρόκειται για τα Credit Default Swaps (CDS – Συμφωνίες Ανταλλαγής Πιστωτικών Κινδύνων).

Φεβρουάριος – Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα γνωστοποίησε ότι ανησυχούσε για τον ασφαλιστικό τομέα, ενώ οι G7 (οι αντιπρόσωποι των επτά πιο ανεπτυγμένων χωρών) προέβλεψαν ότι το κόστος της κρίσης των στεγαστικών δάνειων χαμηλής εξασφάλισης θα αγγίξει τα 400 δισ. δολάρια. Πού να ήξεραν πόσο χειρότερα θα ήταν τα πράγματα! Εντωμεταξύ, την ώρα που η βρετανική κυβέρνηση υποχρεωνόταν να κρατικοποιήσει τη Northern Rock και τις ζημίες της, η πέμπτη μεγαλύτερη τράπεζα της Wall Street, η Bear Stearns (με χρηματιστηριακή αξία ύψους 20 δισ. δολαρίων το 2007) κατέρρεε. Την απορρόφησε η JP MorganChase καταβάλλοντας το ευτελές ποσό των 240 εκατομμυρίων δολαρίων. Πώς και πήρε μια τόσο μεγάλη τράπεζα με ένα τόσο μικρό ποσό; Η απάντηση στο αφελές αυτό ερώτημα είναι: με τη βοήθεια των Αμερικανών φορολογούμενων. Και πόσα συνεισέφεραν οι φορολογούμενοι στην JP MorganChase ώστε εκείνη, δίνοντας 240 εκατομμύρια δολάρια, να αποκτήσει ένα τέτοιο διαμάντι της Wall Street; Τριάντα δισεκατομμύρια δολάρια, είναι η απίστευτη απάντηση! Πρόκειται για σκάνδαλο; Ναι και όχι. Κανονικά έπρεπε να την πάρει το δημόσιο, μια και οι φορολογούμενοι κατέβαλαν τόσα χρήματα. Από την άλλη, η JP MorganChase δεν θα

την αγόραζε δίνοντας η ίδια περισσότερα, για έναν απλούστατο λόγο: κανείς δεν γνώριζε τη μαύρη τρύπα, από τα CDO, που θα έβρισκε στο εσωτερικό της Bear Stearns όποιος την αγόραζε. Γι' αυτό η απορρόφηση της Bear Stearns μπορούσε να γίνει μόνο αν το κράτος έδινε έναν αμύθητο θησαυρό στον αγοραστή.

Απρίλιος – Ανακοινώνεται ότι περισσότερο από το 20% των στεγαστικών ενυπόθηκων «προϊόντων» αποσύρθηκε από τη βρετανική αγορά, ενώ καταργήθηκε η δυνατότητα σύναψης στεγαστικών δανείων που καλύπτουν το 100% της αγοράς του ακινήτου. Στο μεταξύ, το ΔΝΤ υπολογίζει ότι το κόστος του credit crunch, της πιστωτικής ασφυξίας, θα υπερέβαινε το 1 τρισ. δολάρια. (Πού να ήξεραν ότι το ακριβές ποσό θα ξεπερνούσε τα 13 τρισ. δολάρια!) Η Τράπεζα της Αγγλίας αντέδρασε με την περαιτέρω μείωση του βασικού επιτοκίου στο 5% και αποφάσισε να διαθέσει 50 δισ. λίρες σε τράπεζες που επιβαρύνονταν με προβληματικά στεγαστικά δάνεια. Λίγο αργότερα, η Royal Bank of Scotland προσπάθησε να αποφύγει τη χρεοκοπία συγκεντρώνοντας 12 δισ. λίρες από τους μετόχους της, ενώ ταυτόχρονα παραδέχτηκε ότι είχε υποστεί απώλειες ύψους 6 δισ. λιρών από CDO και παρόμοια χρηματοπιστωτικά «προϊόντα». Και τότε ήρθε ο χειρότερος εφιάλτης αυτών των τραπεζών: οι τιμές των ακινήτων άρχισαν να μειώνονται στη Βρετανία, την Ιρλανδία και την Ισπανία, με συνέπεια να αυξηθούν οι χρεοκοπίες (καθώς οι ιδιοκτήτες ακινήτων που αντιμετώπιζαν οικονομικά προβλήματα δεν μπορούσαν πλέον να αποπληρώσουν τα στεγαστικά δάνειά τους πουλώντας τις κατοικίες τους σε τιμές που να καλύπτουν τα χρέη τους).

Μάιος – Η ελβετική τράπεζα UBS έρχεται για μία ακόμα φορά στο προσκήνιο καθώς ανακοινώνει ζημίες άλλων 37 δισ. δολαρίων από CDO που βασίζονταν σε αμερικανικά στεγαστικά δάνεια. Η καλή τράπεζα διατρανώνει την απόφασή της να συγκεντρώσει σχεδόν 16 δισ. δολάρια από τους μετόχους της, κάτι που οι τελευταίοι δεν έχουν καμία όρεξη να κάνουν.

Ιούνιος – Η Barclays Bank, ακολουθώντας το παράδειγμα των Royal Bank of Scotland και UBS, προσπαθεί να συγκεντρώσει 4,5 δισ. δολάρια στο χρηματιστήριο.

Ιούλιος – Μελαγχολία κυριαρχεί στο City καθώς το Βρετανικό Εμπορικό Επιμελητήριο προβλέπει ότι η πραγματική οικονομία ενδέχεται να μπει σε σφοδρή ύφεση. Αμέσως παρατηρούνται μεγάλες πτώσεις στα χρηματιστήρια. Στην άλλη ακτή του Ατλαντικού, η κυβέρνηση αρχίζει την ενίσχυση των δύο μεγαλύτερων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που χορηγούν στεγαστικά δάνεια – της Fannie

Mae και της Freddie Mac. Το συνολικό κόστος αυτής της βοήθειας, που είχε τη μορφή ενέσεων ρευστότητας και εγγυήσεων, ήταν 5 τρισ. δολάρια (ναι, τρισεκατομμύρια – δεν πρόκειται για τυπογραφικό λάθος!) ή περίπου το ένα δέκατο του ετήσιου παγκόσμιου ΑΕΠ.

Αύγουστος – Συνεχίζεται η μείωση των τιμών των ακινήτων στις Ηνωμένες Πολιτείες, στη Βρετανία, την Ιρλανδία και την Ισπανία, με συνέπεια περισσότερες χρεοκοπίες, περισσότερο άγχος για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και περισσότερη βοήθεια από τους απλοχέρηδες φορολογουμένους. Η βρετανική κυβέρνηση, μέσω του υπουργού Οικονομικών, παραδέχτηκε ότι είναι αδύνατον να αποφευχθεί η ύφεση και ότι θα είναι «βαθύτερη και μεγαλύτερης διάρκειας» από ό,τι αναμενόταν με τις μέχρι τότε προβλέψεις.

Σεπτέμβριος – Κραχ στο χρηματιστήριο του Λονδίνου, ενώ οι επίσημες στατιστικές αποκαλύπτουν την ανοδική πορεία της ανεργίας (άνω του 6%, με αυξητικές τάσεις) και επιφέρουν άλλο ένα ισχυρό πλήγμα στην Wall Street. Οι Fannie Mae και Freddie Mac κρατικοποιούνται και επίσημα, ενώ ο Hank Paulson, ο υπουργός Οικονομικών της κυβέρνησης Bush (και πρώην επικεφαλής της Goldman Sachs), υπαινίσσεται ότι ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα κινδυνεύει. Πριν καν η κοινή γνώμη χωνέψει την ανακοίνωση του Paulson, ο κολοσσός της Wall Street, η Lehman Brothers, ομολογεί ότι υπέστη απώλειες ύψους 3,9 δισ. δολαρίων κατά τη διάρκεια μόνον του τριμήνου Ιουνίου, Ιουλίου και Αυγούστου. Φυσικά, δεν ήταν παρά η κορυφή του παγόβουνου. Πεπεισμένοι ότι η κυβέρνηση των ΗΠΑ δεν θα άφηνε την εταιρεία τους να χρεοκοπήσει (ή, τουλάχιστον, ότι θα επιδοτούσε γενναιόδωρα κάποιαν άλλη τράπεζα για να την αγοράσει – όπως ακριβώς είχε συμβεί με την Bear Stearns), οι ιθύνοντες της Lehman Brothers άρχισαν να αναζητούν αγοραστή. Η βρετανική Barclays Bank εξέφρασε το ενδιαφέρον της υπό την προϋπόθεση ότι οι Αμερικανοί φορολογούμενοι θα χρηματοδοτούσαν όλες τις ενδεχόμενες ζημίες αν υπογραφόταν η συμφωνία. Ο Paulson, του οποίου η αντιπάθεια για τη Lehman Brothers από την εποχή της θητείας του στην Goldman Sachs είναι άψογα τεκμηριωμένη, αρνήθηκε. Ως εκ τούτου, η Lehman Brothers κήρυξε πτώχευση, μετατρέποντας το ποτάμι της Κρίσης σε ασταμάτητο χείμαρρο.

Το ημερολόγιο έδειχνε Δευτέρα, 15 Σεπτεμβρίου 2008: η ημέρα που απεβίωσε η Lehman Brothers. Τι είχε συμβεί; Η Lehman Brothers ήταν ένας από τους βασικούς δημιουργούς CDO. Ένα δήθεν ανεξάρτητο fund (ή όχημα ειδικού σκο-

πού, όπως τα ονόμαζαν) κρατούσε τα CDO της Lehman Brothers. Ήταν κάτι σαν αποθήκη τους. Καθώς το fund αυτό δεν διέθετε δικά του αποθεματικά, σταμάτησε να εξαργυρώνει τις αποπληρωμές των CDO όταν αυτά έχασαν την αξία τους. Οι επενδυτές πανικοβλήθηκαν. Μέχρι την Πέμπτη, ένα κύμα μαζικών αναλήψεων από τους λογαριασμούς της Lehman βρισκόταν σε πλήρη εξέλιξη. Η άρνηση της κυβέρνησης να εξασφαλίσει στην Barclays ότι αν αγοράσει τη Lehman οι πιθανές ζημίες θα καλύπτονταν από το κράτος, οδήγησε τη Lehman στην οριστική και αμετάκλητη πτώχευση. Τα νέα έγιναν αισθητά στις παγκόσμιες αγορές ως σεισμός 10 ρίχτερ.

Λίγο μετά, η Merrill Lynch βρέθηκε σε παρόμοια θέση. Όμως, αντίθετα με τη Lehman, η Merrill Lynch δεν έβαλε λουκέτο καθώς κατάφερε να διαπραγματευτεί την εξαγορά της από την Bank of America έναντι 50 δισ. δολαρίων. Το κλειδί στην επιτυχημένη αυτή εξαγορά ήταν –τι άλλο;– η γενναιόδωρη βοήθεια των Αμερικανών φορολογουμένων. Μια βοήθεια την οποία πρόσφερε η πανικόβλητη κυβέρνηση, εγγυώμενη τις μελλοντικές ζημίες της Merrill Lynch, καθώς η άρνησή της να κάνει κάτι αντίστοιχο στην περίπτωση της Lehman Brothers είχε γονατίσει το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Η αμερικανική κυβέρνηση ήλπιζε ότι διασώζοντας τη Merrill Lynch θα κατάφερνε να σταματήσει τη χιονοστιβάδα. Φευ, φρούδες οι ελπίδες. Η διάσωση της Merrill Lynch δεν σταμάτησε τίποτα. Επόταν το μεγαλύτερο ντόμινο όλων: η AIG (American Insurance Group), η οποία είχε εκδώσει αναρίθμητα CDS για να ασφαλίσει τα CDO της Lehman Brothers. Όταν τα CDO αυτά «έσκασαν», η AIG αδυνατούσε να πληρώσει τους ασφαλισμένους (δηλαδή όλα σχεδόν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της οικουμένης). Η Fed, πανικοβλημένη επίσης, ετοίμασε ένα πακέτο σωτηρίας ύψους 85 δισ. δολαρίων για την AIG. Μέσα στους επόμενους έξι μήνες, το συνολικό κόστος που κατέβαλαν οι φορολογούμενοι για τη διάσωση της AIG ανήλθε στο αστρονομικό ποσό των 143 δισ. δολαρίων.

Όσο αυτό το δράμα εκτυλισσόταν στη Νέα Υόρκη και την Ουάσινγκτον, η κυβέρνηση του Λονδίνου προσπαθούσε να διασώσει την HBOS, τον μεγαλύτερο χορηγό στεγαστικών δανείων στη χώρα, οργανώνοντας την εξαγορά της από τη Lloyds-TSB έναντι 12 δισ. λιρών. Μετά από τρεις ημέρες, η αμερικανική Washington Mutual, μια σημαντική στεγαστική τράπεζα με αποτίμηση 307 δισ. δολάρια, κήρυξε χρεοκοπία και το κουφάρι της πουλήθηκε, κι αυτό, στην JP MorganChase.

Στις 28 Σεπτεμβρίου, η Fortis, η γιγαντιαία ευρωπαϊκή τράπεζα, βρέθηκε προ του λουκέτου και, για να μην πάθουν αποπληξία δεκάδες χιλιάδες επιχειρήσεις, καταθέτες και υπάλληλοι, κρατικοποιήθηκε. Την ίδια ημέρα, το Κογκρέσο συζήτησε το αίτημα του υπουργού Οικονομικών των ΗΠΑ, του γνωστού μας πια Hank Paulson, να του παραχωρηθεί το δικαίωμα να χορηγήσει 700 δισ. δολάρια στις τράπεζες της Wall Street όπως αυτός έκρινε. Στόχος; Η παροχή βοήθειας στον δοκιμαζόμενο χρηματοπιστωτικό τομέα προκειμένου να συνεχίσει να λειτουργεί, παρά το γεγονός ότι ήταν φορτωμένος έως εκεί που δεν έπαιρνε με «κακά περιουσιακά στοιχεία». Το Σχέδιο Paulson ουσιαστικά απαιτούσε από το Κογκρέσο εν λευκώ εξουσιοδότηση του υπουργού ώστε να διαθέσει όπως αυτός έκρινε 700 δισ. δολάρια στους έως πρότινος συναδέλφους του, τους τραπεζίτες της Wall Street. Απώτερος σκοπός του υπουργού, και τέως προέδρου της Goldman Sachs, ήταν η αντικατάσταση του ιδιωτικού χρήματος (που είχε δημιουργήσει ο χρηματοπιστωτικός τομέας, και το οποίο «κάηκε» το φθινόπωρο του 2008) με νέο, δημόσιο χρήμα.

Πριν τελειώσει ο μοιραίος Σεπτέμβρης, η βρετανική κυβέρνηση κρατικοποίησε την Bradford and Bingley (με κόστος 50 δισ. λίρες, σε ζεστό χρήμα και εγγυήσεις), ενώ η κυβέρνηση της Ισλανδίας κρατικοποίησε μία από τις τρεις τράπεζες της χώρας. Ήταν ο πρώτος οιωνός για τη μεγαλύτερη κατάρρευση σε όρους κατά κεφαλήν εισοδήματος που θα προκαλούσε το Κραχ του 2008 – την κατάρρευση της οικονομίας της νησιωτικής χώρας του Βορρά. Παράλληλα, η Ιρλανδία προσπαθούσε να καθησυχάσει τους καταθέτες και τους κατόχους μετοχών των τραπεζών της, ανακοινώνοντας ότι το κράτος εγγυόταν όλες τις αποταμιεύσεις και όλα τα ομόλογα που είχαν εκδώσει οι τράπεζες που δραστηριοποιούνταν στο «σμαραγδένιο νησί». Η απόφαση της ιρλανδικής κυβέρνησης θα αποδεικνυόταν το λάθος του αιώνα, μια μοιραία απόφαση που σάρωσε τη μεταπολεμική πρόοδο της Ιρλανδίας μέσα σε μία ημέρα. Πράγματι, τους επόμενους μήνες θα αποκαλυπτόταν ότι οι ιρλανδικές τράπεζες είχαν μια μαύρη τρύπα που ήταν αρκετά μεγάλη για να καταπιεί πολλές φορές τον κρατικό προϋπολογισμό της χώρας. Η τυπική χρεοκοπία της Ιρλανδίας τον Δεκέμβριο του 2010, τότε που αποδέχθηκε το δικό της Μνημόνιο, ήταν το αναπόφευκτο αποτέλεσμα της εγγύησης από το κράτος των ιδιωτικών τραπεζικών χρεών πριν από δύο χρόνια.

Την ίδια ακριβώς ημέρα, το Βέλγιο, η Γαλλία και το Λουξεμβούργο έδωσαν 6,4 δισ. ευρώ στην τράπεζα Dexia για να αποτρέψουν τη χρεοκοπία της (χωρίς

να φαντάζονται ότι θα πρέπει να επαναλάβουν το ακριβό εκείνο εγχείρημα το 2011, τότε που η Dexia ξαναπτώχευσε). Η ημερομηνία ήταν 29 Σεπτεμβρίου, αλλά εκείνος ο ιδιαίτερα απεχθής Σεπτέμβριος δεν είχε ακόμα τελειώσει το καταστροφικό του έργο. Την τελευταία ημέρα του μήνα, το Κογκρέσο απέρριψε το αίτημα του Paulson (για τη διάθεση των 700 δισ. δολαρίων που ζητούσε εκ μέρους των τραπεζών). Τα μέλη του Κογκρέσου, εξοργισμένα επειδή τους ζητήθηκε να παραχωρήσουν μια εν λευκώ εξουσιοδότηση στον υπουργό, επέστρεψαν το νομοσχέδιο στον Paulson με την εντολή να το ξαναγράψει. Το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, ακούγοντας τα μαντάτα από το Καπιτώλιο, συνετρίβη και, μέσα σε μερικά λεπτά της ώρας, ολόκληρος ο πλανήτης τυλίχτηκε σε ένα ακόμα πυκνότερο σύννεφο οικονομικής ανασφάλειας.

Ο Paulson έκανε όπως του παρήγγειλαν: επεξεργάστηκε ένα πιο λεπτομερές νομοσχέδιο, προσθέτοντας για κάθε ενδεχόμενο μερικά ρουσφέτια που θα ικανοποιούσαν συγκεκριμένα μέλη του Κογκρέσου. Οι συνθήκες επιδεινώνονταν, τα swaps επιτοκίων διευρύνονταν, οι αποτιμήσεις των CDS αυξάνονταν και οι τράπεζες έχασαν την όποια πρόσβαση τους είχε απομείνει στον overnight ή βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα, η Fed, αντέδρασε επεκτείνοντας την πίστωση στους πάντες!

Οκτώβριος – Στις 3 Οκτωβρίου, το Κογκρέσο υπέκυψε στην πίεση της στυγνής πραγματικότητας και ψήφισε το πακέτο «διάσωσης» ύψους 700 δισ. δολαρίων, αφού προηγουμένως τα μέλη του με τη μεγαλύτερη επιρροή εξασφάλισαν διάφορες ευνοϊκές ρυθμίσεις για τους ψηφοφόρους της περιφέρειάς τους. Τρεις ημέρες αργότερα, η γερμανική κυβέρνηση διέσωσε με 50 δισ. ευρώ μια από τις πιο αφελείς τράπεζες της χώρας, τη Hypo Real Estate. Παρόλο που η εξέλιξη αυτή ήταν οδυνηρή για μια χώρα που πάντα υπερηφανευόταν για την υπέρμετρη σύνεσή της, η οδύνη δεν μπορούσε να συγκριθεί με εκείνη που θα βίωναν οι Ισλανδοί. Η ισλανδική κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι κρατικοποιεί και τις τρεις τράπεζες της χώρας, δεδομένης της έκδηλης αδυναμίας τους να συνεχίσουν να λειτουργούν ως ιδιωτικά πιστωτικά ιδρύματα. Η χρεοκοπία των ισλανδικών τραπεζών οδήγησε αναπόφευκτα στη χρεοκοπία ολόκληρης της χώρας, καθώς το αποτύπωμά της στην παγκόσμια οικονομία ήταν μικρότερο από εκείνο των χρεοκοπημένων τραπεζών της. Η χρεοκοπία της Ισλανδίας είχε επιπτώσεις και σε άλλες χώρες, ιδίως στη Βρετανία και την Ολλανδία, όπου οι ισλανδικές τράπεζες ήταν ιδιαίτερα δραστήριες. Πολλές από τις δημοτικές αρχές στη Βρετανία είχαν λογαριασμούς στις

ισλανδικές τράπεζες (με αντάλλαγμα υψηλά επιτόκια) και για αυτόν το λόγο η χρεοκοπία τους επέτεινε την οικονομική κρίση στη Βρετανία.

Στις 10 Οκτωβρίου, η βρετανική κυβέρνηση διοχέτευσε επιπλέον 50 δισ. λίρες στο City. Και σαν να μην έφτανε αυτό το ποσό, τους χορήγησε και βραχυπρόθεσμα δάνεια ύψους 200 δισ. λιρών! Επιπλέον, η Fed, η Τράπεζα της Αγγλίας, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και οι κεντρικές τράπεζες του Καναδά, της Σουηδίας και της Ελβετίας μείωσαν ταυτόχρονα τα βασικά επιτόκιά τους: η Fed στο 1,5%, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα στο 3,75% και η Τράπεζα της Αγγλίας στο 4,5%. Το επόμενο πρωί πραγματοποιήθηκε η ετήσια συνεδρίαση του ΔΝΤ στην Ουάσιγκτον, ενώ οι Ευρωπαίοι ηγέτες συγκεντρώθηκαν στο Παρίσι την επόμενη ημέρα για να ανακοινώσουν ότι δεν θα άφηναν κανένα μεγάλο τραπεζικό ίδρυμα να χρεοκοπήσει. Ωστόσο, η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν πρόσφερε εγγυήσεις. Το κάθε κράτος-μέλος όφειλε να διασώσει τις δικές του τράπεζες. Οποία ανοησία! Ήταν άλλη μια μοιραία απόφαση, της οποίας ο αντίκτυπος εξακολουθεί να είναι αισθητός στην Ευρώπη. Ιδίως στην Ιρλανδία…

Την επόμενη ημέρα, η βρετανική κυβέρνηση αποφάσισε ότι η κατάσταση των τραπεζών ήταν τέτοια ώστε, παρά την τεράστια βοήθεια που τους είχε δοθεί, ήταν αναγκαίο να τους δοθούν κι άλλα κεφάλαια προκειμένου να συνεχίσουν να λειτουργούν. Ένα νέο βουνό ρευστού χρήματος, 37 δισ. λίρες, δόθηκε στις Royal Bank of Scotland, Lloyds-TSB και HBOS. Δεν προέβη όμως μόνο η Βρετανία σε μια τέτοια ενέργεια. Στις 14 Οκτωβρίου, το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ χρησιμοποίησε 250 δισ. δολάρια για να αγοράσει «περιουσιακά στοιχεία» (δηλαδή τοξικά παράγωγα τύπου CDO) διαφόρων δοκιμαζόμενων τραπεζών προκειμένου να τις ενισχύσει. Ο πρόεδρος Bush εξήγησε ότι αυτή η παρέμβαση ήταν επιβεβλημένη προκειμένου να «διατηρηθούν οι ελεύθερες αγορές». Αν ζούσε ο George Orwell, θα γελούσε με την ψυχή του. Ούτε καν αυτός, ο συγγραφέας του δυστοπικού *1984*, δεν θα μπορούσε να φανταστεί ένα καλύτερο παράδειγμα απροκάλυπτης διγλωσσίας.

Στα τέλη Οκτωβρίου, ήρθε η επίσημη ανακοίνωση: τόσο οι Ηνωμένες Πολιτείες όσο και η Βρετανία είχαν μπει σε ύφεση. Η χρηματοπιστωτική κρίση είχε μετατραπεί σε κρίση της πραγματικής οικονομίας. Αμέσως η Fed μείωσε το βασικό επιτόκιο από 1,5% σε 1%.

Νοέμβριος – Η Τράπεζα της Αγγλίας προχώρησε σε μία ακόμα, αν και συνεσταλμένη, μείωση του βασικού επιτοκίου της (από 4,3% σε 3%), ενώ το ίδιο έκανε και

η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (από 3,75% σε 3,25%). Εντωμεταξύ, το Κραχ άρχισε να πλανιέται σαν αρπακτικό πουλί πάνω από άλλα μέρη του πλανήτη, πυροδοτώντας μια κρίση στην Ουκρανία (με συνέπεια το ΔΝΤ να δανείσει στη χώρα 16 δισ. δολάρια) και υποχρεώνοντας την κινεζική κυβέρνηση να ανακοινώσει ένα διετές πρόγραμμα τόνωσης της οικονομίας συνολικού ύψους 586 δισ. δολαρίων, με τα οποία θα χρηματοδοτούνταν έργα υποδομής και κοινωνικά προγράμματα, ενώ παράλληλα θα μειωνόταν η φορολόγηση των επιχειρήσεων.

Η ευρωζώνη ανακοίνωσε με τη σειρά της ότι η οικονομία των μελών της βρισκόταν σε ύφεση. Το ΔΝΤ δάνεισε απρόθυμα 2,1 δισ. δολάρια στη χρεοκοπημένη Ισλανδία, ενώ το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ έδωσε 20 δισ. δολάρια στη Citigroup (που οι μετοχές της έχασαν το 62% της αξίας τους μέσα σε λίγες ημέρες). Κατά τη διάρκεια αυτής της φρενίτιδας παρεμβατικών πολιτικών, η βρετανική κυβέρνηση μείωσε τον ΦΠΑ (από 17,5% σε 15%) ενώ η Fed διοχέτευε επιπλέον 800 δισ. δολάρια στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Για να μην υστερήσει, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε σχέδιο διοχέτευσης 200 δισ. ευρώ στην ευρωπαϊκή οικονομία: ο κεϊνσιανισμός είχε επιστρέψει, τουλάχιστον φαινομενικά, στην ηπειρωτική Ευρώπη μετά από δεκαετίες νεοφιλελεύθερων εξορκισμών για τα ολέθρια συνεπακόλουθα της κρατικής χρηματικής ενίσχυσης μιας δοκιμαζόμενης οικονομίας.

Δεκέμβριος – Ο μήνας ξεκίνησε με την ανακοίνωση του National Bureau of Economic Research (Εθνικό Γραφείο Οικονομικής Έρευνας) ότι η ύφεση στην αμερικανική οικονομία είχε ήδη αρχίσει από τον Δεκέμβριο του 2007. Κατά τη διάρκεια των επόμενων δέκα ημερών, η Γαλλία ενίσχυσε τον τραπεζικό της τομέα με ένα πακέτο βοήθειας ύψους 26 δισ. ευρώ, ενώ η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η Τράπεζα της Αγγλίας και οι κεντρικές τράπεζες της Δανίας και της Σουηδίας μείωσαν για μία ακόμα φορά τα βασικά τους επιτόκια. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, η κοινή γνώμη συγκλονίστηκε όταν η Bank of America ανακοίνωσε πως η χρηματοδοτημένη από τους φορολογούμενους εξαγορά της Merrill Lynch δεν θα απέτρεπε την απόλυση 35.000 εργαζομένων.

Μέσα στην κακοφωνία των εξελίξεων, η Fed μείωσε εκ νέου το βασικό επιτόκιό της – σε απίστευτο χαμηλό επίπεδο, κυμαινόμενο μεταξύ 0,25% και 0% (ανάλογα με τα ιδιαίτερα «χαρακτηριστικά» του δανειζόμενου). Σε καιρούς απόγνωσης απαιτούνται προφανώς απεγνωσμένα μέτρα. Παρ' όλα αυτά, ήταν πικρή η στιγμή της παραδοχής (εκ μέρους της Fed) ότι η αμερικανική οικονομία είχε

πέσει σε μια τυπική «παγίδα ρευστότητας» (liquidity trap) – σε μια κατάσταση δηλαδή που δεν είναι πλέον δυνατόν να τονωθεί η οικονομία με μείωση των επιτοκίων καθώς τα επιτόκια… έπιασαν πάτο! Ουσιαστικά, η Αμερική είχε πιαστεί σε μια παγίδα για την οποία οι οικονομολόγοι είχαν πείσει τους εαυτούς τους ότι ήταν αδύνατον να ξαναεμφανιστεί στη μεταπολεμική εποχή – μια παγίδα που είχε να προκύψει από το 1929.[18] Κι όχι μόνο προέκυψε αλλά, αυτή τη φορά, ήταν χειρότερη. Γιατί χειρότερη; Επειδή, αντίθετα με το 1929, η παγίδα ρευστότητας της γενιάς μας είναι παγκόσμια. Τα επιτόκια δεν έχουν πιάσει πάτο μόνον στις Ηνωμένες Πολιτείες, αλλά σε όλο τον Δυτικό κόσμο.

Ως μια επιπλέον απόδειξη ότι η ασθένεια (που είχε ξεκινήσει από την αγορά CDO και είχε μολύνει το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα) είχε εξαπλωθεί στην πραγματική οικονομία (όπου οι άνθρωποι παράγουν αγαθά, αντί να αγοράζουν και να πουλάνε όλη μέρα χάρτινους τίτλους επί των χρεών άλλων), ο πρόεδρος Bush δήλωσε ότι περίπου 17,4 δισ. από το πακέτο των 700 δισ. δολαρίων θα διοχετεύονταν στις πληγείσες αμερικανικές αυτοκινητοβιομηχανίες. Μετά από μερικές ημέρες, το Υπουργείο Οικονομικών ανακοίνωσε ότι θα δίνονταν στον χρηματοπιστωτικό βραχίονα της General Motors (που είχε γίνει τόσο «επικερδής» κατά τη διάρκεια της χρυσής περιόδου της χρηματικοποίησης) 6 δισ. δολάρια για να μην καταρρεύσει ολόκληρη η General Motors.

Μέχρι τις 31 Δεκεμβρίου, την τελευταία μέρα του «σωτήριου» 2008, οι μετοχές που διαπραγματεύονταν στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης είχαν χάσει περισσότερο από το 31% της συνολικής τους αξίας κατά τη διάρκεια της χρονιάς εκείνης.

---

18. Οφείλουμε τον όρο «παγίδα ρευστότητας» στον John Maynard Keynes, ο οποίος είχε ανακαλύψει ένα σφάλμα στη συμβατική οικονομική θεωρία σύμφωνα με την οποία μια ύφεση αυτοθεραπεύεται όταν τα επιτόκια μειώνονται και, ως εκ τούτου, αυξάνονται αυτόματα οι επενδύσεις. Ο Keynes είχε επισημάνει ότι, όταν τα επιτόκια μηδενιστούν, δεν μπορούν να μειωθούν περισσότερο. Και καθώς κατά τη διάρκεια της ύφεσης οι τιμές συνεχίζουν να πέφτουν, το πραγματικό επιτόκιο (το επίσημο επιτόκιο μείον τον αρνητικό πληθωρισμό) μεγαλώνει, παρόλο που η θεωρία διατείνεται ότι θα έπρεπε να μειώνεται. Το αποτέλεσμα; Η ύφεση βαθαίνει!

6. Η μετάδοση της κρίσης από τον τομέα του δημόσιου χρέους στον τραπεζικό τομέα

6.1 Εισαγωγή

Στην ευρωπαϊκή ήπειρο, η παρούσα οικονομική κρίση έχει ήδη διαγράψει έναν πλήρη κύκλο. Ξεκίνησε το φθινόπωρο του 2008 όταν, μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers και την επακόλουθη αναταραχή στο αμερικανικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, κατέστη σαφές ότι τα ευρωπαϊκά πιστωτικά ιδρύματα είχαν εκτεθεί ανεπανόρθωτα σε πλήθος τοξικών χρηματοοικονομικών προϊόντων, καθώς και ότι η μαζική παροχή ρευστότητας και εγγυήσεων τόσο από την ΕΚΤ όσο και από τις εθνικές κυβερνήσεις της ευρωζώνης ήταν απολύτως αναγκαία προκειμένου να αποφευχθεί η πλήρης κατάρρευση της ευρωπαϊκής οικονομίας. Πέρασε στο επόμενο στάδιο περίπου ένα έτος μετά, όταν, παρά το γεγονός ότι η απαραίτητη ανακεφαλαιοποίηση των πιστωτικών ιδρυμάτων δεν είχε ολοκληρωθεί ακόμη, τα υπέρογκα πακέτα διάσωσης και τα αυξημένα δημοσιονομικά ελλείμματα λόγω της ύφεσης στην πραγματική οικονομία οδήγησαν σε σημαντικές αυξήσεις του δημόσιου χρέους, δημιουργώντας σοβαρές αμφιβολίες για την αντικειμενική δυνατότητα κάποιων κρατών-μελών να συνεχίσουν την αδιάλειπτη εξυπηρέτηση του χρέους τους. Και ο κύκλος έκλεισε όταν η κρίση δανεισμού των περιφερειακών κρατών της ευρωζώνης και η ένταξή τους σε αυστηρά, από δημοσιονομικής απόψεως, προγράμματα χρηματοδότησης επέδρασαν αρνητικά στα ευρωπαϊκά πιστωτικά ιδρύματα, εγχώρια (της περιφέρειας) και μη, αυξάνοντας επικίνδυνα το βάρος το οποίο τα ιδρύματα αυτά είναι αναγκασμένα να σηκώσουν.

Προφανώς, η παραπάνω περιγραφή είναι κάπως σχηματική, υπό την έννοια ότι δεν αποτελεί πιστή απόδοση της πραγματικής εξέλιξης σε κάθε μεμονωμένη

χώρα της ευρωζώνης. Η πραγματικότητα είναι πάντοτε πιο πλούσια και περίπλοκη από οποιεσδήποτε ερμηνείες οι οποίες αναπτύσσονται μέσα σε μία μόνο πρόταση – και η παρούσα περίπτωση δεν αποτελεί εξαίρεση. Κάποιες χώρες επλήγησαν από την κρίση χρέους ως συνέπεια της διεθνούς τραπεζικής κρίσης, με αποτέλεσμα να πληγεί εν συνεχεία δυσανάλογα το τραπεζικό τους σύστημα, ακόμα και αν αυτό δεν είχε πληγεί σε επικίνδυνο βαθμό αρχικά. Σε άλλες, η πηγή της κρίσης βρίσκεται στο εσωτερικό του ίδιου του τραπεζικού τους συστήματος, υπό την έννοια ότι τα προβλήματα του συστήματος αυτού μετετράπησαν αυτόματα σε προβλήματα δανεισμού του κράτους, τα οποία με τη σειρά τους έπληξαν και πάλι, μέσω διαφορετικών μηχανισμών, το τραπεζικό σύστημα. Υπάρχουν τέλος και χώρες στις οποίες η τραπεζική κρίση δεν μετεβλήθη, τουλάχιστον όχι ακόμα, σε κρίση δανεισμού, παρά το γεγονός ότι όχι μόνο δεν έχει επιλυθεί, αλλά παραμένει ισχυρή και ανατροφοδοτείται από την κρίση χρέους άλλων κρατών-μελών της ευρωζώνης.

Αν και σχηματική ωστόσο, η παραπάνω περιγραφή δεν είναι σε καμία περίπτωση λανθασμένη. Στην πορεία των γεγονότων της τελευταίας τριετίας, δεν είναι καθόλου δύσκολο να διακρίνει κανείς την προαναφερθείσα γενική εξέλιξη, ανεξαρτήτως του ότι το γεωγραφικό επίκεντρο της αρχικής τραπεζικής κρίσης και της μεταγενέστερης κρίσης δημόσιου χρέους δεν συνέπεσαν. Ούτε και θα ήταν λογικό να περιμένει κανείς να συμπέσουν στα πλαίσια μιας νομισματικής και τελωνειακής ένωσης εθνικών κρατών των οποίων τα χρηματοπιστωτικά συστήματα είναι συνδεδεμένα στον μέγιστο βαθμό και με κάθε δυνατό τρόπο. Αυτό που έχει σημασία, από τη σκοπιά της συνολικής κάλυψης της εξέλιξης της παρούσας κρίσης, είναι οι θεμελιώδεις αιτιακές σχέσεις οι οποίες μετέβαλαν την κρίση από τραπεζική σε κρίση δανεισμού και ξανά σε τραπεζική. Από τη στιγμή που οι σχέσεις αυτές λειτούργησαν όπως λειτούργησαν, το γεγονός ότι η παραπάνω μετατόπιση συνοδεύτηκε και από μια μετατόπιση του γεωγραφικού επίκεντρου της κρίσης θα έπρεπε να είναι αναμενόμενο. Οι τραπεζικές κρίσεις πάντοτε πλήττουν περισσότερο τα πιο μοχλευμένα πιστωτικά συστήματα ενώ οι κρίσεις χρέους πάντοτε πλήττουν περισσότερο τις δημοσιονομικά και εξαγωγικά πιο αδύναμες οικονομίες και δεν είναι καθόλου σαφές γιατί θα πρέπει οι τελευταίες να φιλοξενούν κατ' ανάγκην τα πρώτα.

Το αντικείμενο της Ενότητας 6 εντοπίζεται λοιπόν στη λειτουργία αυτών ακριβώς των βασικών αιτιακών σχέσεων. Για την ακρίβεια, από το αιτιακό σύ-

μπλεγμα το οποίο δημιουργούν ο τομέας του δημόσιου χρέους αφενός και ο τραπεζικός τομέας αφετέρου, η παρούσα ενότητα θα εστιάσει στην ανάλυση της μιας μόνο κατεύθυνσης, αυτής που οδηγεί από το δημόσιο χρέος στο τραπεζικό σύστημα και η οποία αφορά κυρίως –αν και σε καμία περίπτωση αποκλειστικά– τις περιφερειακές οικονομίες της ευρωζώνης και τα τραπεζικά τους συστήματα. Η ανάλυση αυτή θα είναι επιπλέον τόσο θεωρητική, υπό την έννοια ότι θα αναφερθούν και θα συζητηθούν οι λόγοι για τους οποίους τα προβλήματα εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους μεταδίδονται στο τραπεζικό σύστημα, όσο και εμπειρική, υπό την έννοια ότι θα παρουσιαστούν οικονομικά και στατιστικά στοιχεία τα οποία δείχνουν το βαθμό στον οποίον η μετάδοση αυτή έχει συντελεστεί και, φυσικά, τα επακόλουθά της.

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση αυτή, είναι απαραίτητο να αναφερθούν ρητά δύο σημαντικές, για τη δομή της παρούσας ενότητας, διακρίσεις. Η πρώτη εξ αυτών είναι η διάκριση μεταξύ της επίδρασης της κρίσης χρέους στο τραπεζικό σύστημα αυτής καθαυτήν και της επίδρασης της γενικότερης οικονομικής δυσπραγίας. Στην πρώτη περίπτωση, αναφερόμαστε σε συγκεκριμένες συνέπειες της κρίσης χρέους οι οποίες επιδρούν άμεσα στην οικονομική κατάσταση του τραπεζικού συστήματος λόγω της σύνδεσης του συστήματος αυτού με την αγορά δημόσιου χρέους. Στη δεύτερη περίπτωση, αναφερόμαστε σε γενικότερες συνέπειες της κρίσης χρέους οι οποίες επιδρούν στο τραπεζικό σύστημα εμμέσως, διαμέσου του αντίκτυπού τους στη συνολική οικονομική δραστηριότητα, τμήμα της οποίας είναι ασφαλώς και το τραπεζικό σύστημα. Εδώ η έμφαση θα δοθεί στην πρώτη περίπτωση, δηλαδή στις μορφές επίδρασης οι οποίες αναφέρονται ειδικά στη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Εντούτοις, αμέσως μετά, στην Ενότητα 6.2, θα περιγραφούν εν συντομία οι έμμεσες επιδράσεις, οι οποίες δεν είναι λιγότερο σημαντικές.

Η δεύτερη διάκριση είναι αυτή μεταξύ άμεσης και έμμεσης έκθεσης του τραπεζικού τομέα στο δημόσιο χρέος μιας χώρας, με την πρώτη να απειλεί κυρίως το εγχώριο τραπεζικό σύστημα και τη δεύτερη κυρίως το ξένο. Φυσικά, οι ξένες τράπεζες έχουν επίσης άμεση έκθεση στο δημόσιο χρέος της εκάστοτε χώρας, η οποία μάλιστα μπορεί να είναι και σημαντική. Είναι όμως κατά κανόνα μικρότερη από την έκθεση του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, ενώ κατά πάσα πιθανότητα δεν αποτελεί τον μεγαλύτερο κίνδυνο γι' αυτές. Σε αντίθεση με ό,τι αποτελεί τη συμβατική σοφία των συμμετεχόντων στον ελληνικό δημόσιο διάλογο, με την

αντίληψη δηλαδή ότι η διεθνής διάσταση της ελληνικής κρίσης χρέους αρχίζει και τελειώνει στο ύψος των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου τα οποία βρίσκονται στα έντρομα χέρια Γερμανών και Γάλλων τραπεζιτών, η αλήθεια είναι ότι η συγκεκριμένη μορφή έκθεσης είναι ίσως αυτή που κρύβει τους λιγότερους κινδύνους. Η έμμεση έκθεση, η οποία θα δούμε στην Ενότητα 6.4 σε τι ακριβώς συνίσταται, είναι δυνητικά πολύ πιο καταστροφική και αποτελεί την πραγματική βόμβα στα θεμέλια του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος σε περίπτωση ανεξέλεγκτης πτώχευσης κάποιας περιφερειακής οικονομίας. Επιπλέον, θα πρέπει να τονιστεί ότι, πέραν της έκθεσης στο δημόσιο χρέος, άμεσης ή έμμεσης, υπάρχουν και άλλες δίοδοι μέσω των οποίων μια κρίση χρέους οδηγεί σε δυσχέρειες του τραπεζικού τομέα. Αυτές θα περιγραφούν επίσης παρακάτω (Ενότητα 6.5), ούτως ώστε να καταστεί σαφές ότι επίσης πλήττουν δυσανάλογα τα εγχώρια τραπεζικά συστήματα σε σχέση με τα ξένα.

6.2 Η επίδραση της ύφεσης στον τραπεζικό τομέα

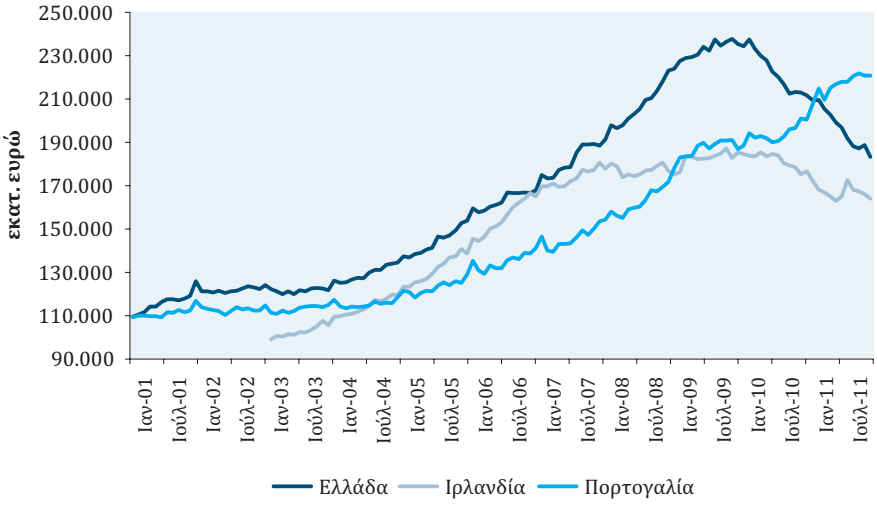
Η οικονομική ύφεση αποτελεί τη δίοδο μέσω της οποίας η κρίση του δημόσιου χρέους επιδρά εμμέσως στο τραπεζικό σύστημα. Η ύφεση αυτή προέρχεται μεν από τη μετάδοση στην πραγματική οικονομία της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-2008, εντείνεται όμως τόσο εξαιτίας της χρονικής της διάρκειας όσο και εξαιτίας του μεγέθους που προσέλαβε από τις πολιτικές λιτότητας στις οποίες στράφηκαν οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις για να περιορίσουν τα δημοσιονομικά τους ελλείμματα και να ανακόψουν την αυξητική πορεία του δημόσιου χρέους τους. Ως εκ τούτου, θα ήταν μάλλον θεμιτό να θεωρήσουμε την παρατεταμένη ύφεση και τις συνέπειές της στη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος ως ένα έμμεσο αποτέλεσμα της κρίσης χρέους. Αυτό καθίσταται ακόμα πιο σαφές εάν λάβουμε υπ' όψιν τις ιδιαιτερότητες τις οποίες αντιμετωπίζουν τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης τα οποία επλήγησαν από την κρίση δανεισμού. Οι χώρες αυτές δεν έχουν ούτε τη δυνατότητα άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής, η οποία θα μπορούσε να οδηγήσει σε κάποια ελάφρυνση του βάρους, είτε μέσω πληθωριστικών πιέσεων είτε μέσω κάποιας μερικής νομισματοποίησης του χρέους, ούτε το περιθώριο υποτίμησης του νομίσματός τους. Ως αποτέλεσμα, από τη στιγμή που βρίσκονται αντιμέτωπες με μια κρίση δανεισμού, δεν έχουν στην πραγματικότητα καμία διέξοδο πέραν της προσπάθειας δραστικής μείωσης των ελλειμμάτων τους – παρά το γεγονός ότι ακόμα και η συγκεκριμένη διέξο-

δος σπανίως επιτυγχάνει λόγω των αρνητικών της επιπτώσεων στην εν γένει οικονομική δραστηριότητα. Όταν μάλιστα όλα τα παραπάνω λαμβάνουν χώρα στα πλαίσια ενός διεθνούς περιβάλλοντος το οποίο χαρακτηρίζεται από αστάθεια, αβεβαιότητα και αναιμική μεγέθυνση στις πλέον ανεπτυγμένες οικονομίες, η αποτυχία της παραπάνω συνταγής είναι μάλλον δεδομένη εκ των προτέρων. Όπως έχει ήδη γίνει εμφανές στις περιπτώσεις της Ελλάδας, της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας, το μόνο αποτέλεσμα είναι η περαιτέρω εμβάθυνση της ύφεσης, η οποία εντείνει τα υπάρχοντα προβλήματα και δημιουργεί πλείστα όσα νέα, μεταξύ άλλων και στον τραπεζικό τομέα.

Όμως, αν και είναι απολύτως θεμιτό να συμπεριλάβουμε την εντονότατη ύφεση στις συνέπειες της κρίσης χρέους, δεν είναι πάντοτε εφικτό ή εύκολο στην πράξη να διαχωριστεί με ακρίβεια η αρνητική επίδραση στον τραπεζικό τομέα που προέρχεται από την οικονομική ύφεση από αυτήν που οφείλεται στην ίδια την κρίση χρέους, χωρίς δηλαδή τη διαμεσολάβηση της γενικότερης οικονομικής δυσπραγίας. Θα δούμε στη συνέχεια πέντε τρόπους με τους οποίους η οικονομική ύφεση επιδρά αρνητικά στην υγεία και την ευρωστία του τραπεζικού συστήματος, καθώς και κάποια στοιχεία τα οποία δείχνουν με πιο εύληπτο τρόπο την επίδραση αυτή, αλλά θα πρέπει να είναι σαφές ότι η πρακτική διάκριση μεταξύ των επιπτώσεων οι οποίες οφείλονται αποκλειστικά στην ύφεση και αυτών οι οποίες θα ελάμβαναν χώρα ακόμα και απουσία υφέσεως είναι κατά πάσα πιθανότητα αδύνατη.

Ο πρώτος και πλέον προφανής τρόπος μέσω του οποίου η οικονομική δυσπραγία επιδεινώνει την κατάσταση του τραπεζικού συστήματος είναι μέσω της κατακόρυφης αύξησης των επισφαλών απαιτήσεων. Αυτές μπορεί να αφορούν μια πληθώρα στοιχείων του ενεργητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως μετοχές ή ομολογιακούς τίτλους άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων ή και επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα, αλλά κατά κύριο λόγο αναφέρονται στη δανειοδότηση νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Οι λόγοι για τους οποίους τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις δυσκολεύονται σε περιόδους ύφεσης να εξυπηρετήσουν στο ακέραιο τα δάνεια τα οποία είχαν λάβει κατά το παρελθόν θα πρέπει να είναι προφανείς. Όπως δείχνει ξεκάθαρα και η παρούσα συγκυρία στη χώρα μας, υπό τις συνθήκες αυτές μεγάλο μέρος των δανειοληπτών αδυνατούν να εξοφλήσουν τους τόκους ή και το κεφάλαιο των δανείων, οι αιτήσεις για διακανονισμούς και οι δικαστικές προσφυγές με σκοπό την αναδιάρθρωση των ιδιωτικών

Διάγραμμα 16: Καταθέσεις κατοίκων εσωτερικού πλην γενικής κυβέρνησης σε εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα - υπόλοιπα



Πηγή: Κεντρικές τράπεζες

χρεών αυξάνονται κατακόρυφα και τα τραπεζικά ιδρύματα αναγκάζονται να παραγράψουν μέρος των απαιτήσεών τους και να αυξήσουν τις προβλέψεις για επισφάλειες στους ισολογισμούς τους, με αποτέλεσμα την επιδείνωση των βασικών τους δεικτών. Σύμφωνα με τη συγκεντρωτική λογιστική κατάσταση των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, η οποία δημοσιεύεται από την Τράπεζα της Ελλάδος, οι προβλέψεις των ιδρυμάτων αυτών για επισφαλή δάνεια ανήλθαν τον Σεπτέμβριο του 2011 σε 18,2 δισ. ευρώ, από 13,5 δισ. ευρώ προ ενός έτους και μόλις 8,1 δισ. ευρώ τον Σεπτέμβριο του 2009, ενώ τα αντίστοιχα ποσά κυμαίνονταν μεταξύ 5-6 δισ. ευρώ πριν την εμφάνιση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Μάλιστα, οι προβλέψεις αυτές ως ποσοστό των καταθέσεων αυξήθηκαν από μόλις 2,8% τον Σεπτέμβριο του 2009 σε 4,6% τον Σεπτέμβριο του 2010 και σε 7,3% έναν χρόνο μετά. Σε σχέση δε με τις καταθέσεις του ελληνικού ιδιωτικού τομέα, οι προβλέψεις για επισφαλή δάνεια του εγχώριου τραπεζικού συστήματος αγγίζουν πλέον το 10%, με τις προβλέψεις αυτές να παρουσιάζουν σαφή ανοδική και τις εν λόγω καταθέσεις σαφή καθοδική τάση. Με δεδομένες μάλιστα τις δυσχερέστατες συνθήκες που αντιμετωπίζει σήμερα η ελληνική οικονομία, όπως το γεγονός ότι το 2011 θα καταγραφεί λογικά η μεγαλύτερη ύφεση των τελευταίων ετών, η οποία θα συνεχιστεί και το 2012 για πέμπτη συνεχή χρονιά, καθώς και το γεγονός ότι η ανεργία δεν δείχνει κανένα σημάδι οπισθοχώρησης,

ενώ οι μισθοί στον ιδιωτικό και στον δημόσιο τομέα έχουν μειωθεί δραματικά, το παραπάνω ποσοστό των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια δεν αποκλείεται να αποδειχθεί σύντομα εξαιρετικά συντηρητικό.

Οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα, των οποίων η σαφής καθοδική τάση αναφέρθηκε παραπάνω και απεικονίζεται στο Διάγραμμα 16, αποτελούν το δεύτερο πρόβλημα το οποίο η ύφεση εναποθέτει στους ώμους του τραπεζικού συστήματος. Αποτελούν επίσης ένα πρόβλημα οι αιτίες του οποίου είναι εξίσου προφανείς με αυτές της αύξησης των επισφαλών δανείων. Η μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών οδηγεί αναπόφευκτα σε εκροή καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα, καθώς τα νοικοκυριά προσπαθούν να διατηρήσουν ένα, κατά το δυνατό, σταθερό βιοτικό επίπεδο ή να αποπληρώσουν υποχρεώσεις τις οποίες είχαν αναλάβει σε περιόδους οικονομικής ευμάρειας. Η εκροή αυτή των καταθέσεων καθίσταται ακόμα πιο βέβαιη και αναμενόμενη εάν λάβουμε υπ' όψιν ότι σε αρκετές περιπτώσεις η διατήρηση του βιοτικού επιπέδου δεν αποτελεί μόνο επιλογή αλλά και αναγκαιότητα, καθώς σημαντικές πτυχές του επιπέδου αυτού δεν μπορούν να μεταβληθούν άμεσα ή ακόμα και βραχυπρόθεσμα.

Τα στοιχεία του Διαγράμματος 16 δείχνουν καθαρά ότι η διαδικασία αυτή έχει ήδη ξεκινήσει στην Ελλάδα και την Ιρλανδία, όχι όμως και στην Πορτογαλία, όπου η οικονομική ύφεση δεν έχει ακόμα ενταθεί σε βαθμό συγκρίσιμο με ό,τι συμβαίνει στις άλλες δύο χώρες. Ακόμα και στην περίπτωση της Πορτογαλίας, βέβαια, δεν είναι καθόλου απίθανο να βρισκόμαστε στην απαρχή μιας παρόμοιας διαδικασίας. Στη χώρα αυτή, οι συνολικές καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα παρουσιάζουν σταθερότητα κατά το τελευταίο τετράμηνο του δείγματος (Ιούνιος 2011-Σεπτέμβριος 2011), η οποία μένει να δούμε αν αποτελεί ένα τυχαίο φαινόμενο ή αν αποτελεί ένδειξη του ότι το ύψος των καταθέσεων έχει φτάσει σε ένα μέγιστο επίπεδο από το οποίο μπορεί στη συνέχεια να αρχίσει η καθοδική πορεία. Για τις περιπτώσεις δε της Ελλάδας και της Ιρλανδίας, τα στοιχεία φαίνεται να μην επιδέχονται καμία αμφισβήτηση.[19] Στην Ελλάδα, το ύψος των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα, πλην των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, στα εγχώρια νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ανήλθε τον Σεπτέμβριο του 2011 σε μόλις 183,2 δισ. ευρώ. Το ίδιο μέ-

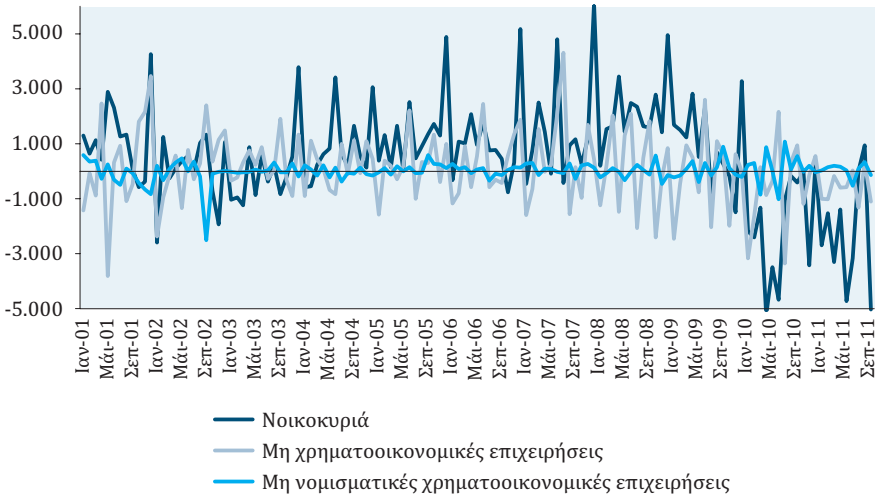
19. Τα παρακάτω στοιχεία προέρχονται από τις Κεντρικές Τράπεζες της Ελλάδας και της Ιρλανδίας.

γεθος ανερχόταν σε 199,2 δισ. πριν από έξι μήνες, σε 213 δισ. πριν από ένα έτος, σε 227,8 δισ. πριν από 18 μήνες και σε 237,8 δισ. ευρώ τον Σεπτέμβριο του 2009, όταν έφτασε στο μέγιστο ύψος του και πριν αρχίσει η κατακόρυφη πτώση. Εξίσου, αν όχι περισσότερο, ανησυχητικό είναι και το γεγονός ότι η εκροή των καταθέσεων φαίνεται να λαμβάνει χώρα με αυξανόμενο ρυθμό. Ο ρυθμός μείωσης των καταθέσεων μεταξύ Σεπτεμβρίου 2009 και Σεπτεμβρίου 2010 ανήλθε σε 10,4%, ενώ κατά το αμέσως επόμενο δωδεκάμηνο ο ρυθμός αυτός διαμορφώθηκε στο 14%. Από το μέγιστο του Σεπτεμβρίου του 2009, οι καταθέσεις στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα έχουν μειωθεί σωρευτικά σχεδόν κατά το ένα τέταρτο, για την ακρίβεια κατά 23%, χωρίς να διαφαίνεται κάποια αλλαγή της τάσης αυτής στο προσεχές μέλλον.

Στην περίπτωση της Ιρλανδίας, η μείωση είναι λιγότερο δραστική αλλά σε καμία περίπτωση αμελητέα. Το συνολικό ύψος των καταθέσεων στα ιρλανδικά τραπεζικά ιδρύματα άρχισε να σταθεροποιείται το καλοκαίρι του 2007, παρουσιάζοντας μικρές μόνο αυξομειώσεις για τα επόμενα δύο έτη. Έφτασε στο μέγιστο επίπεδο των 187,1 δισ. ευρώ τον Αύγουστο του 2009, για να μειωθεί εν συνεχεία σε 178,7 δισ. τον Αύγουστο του 2010 και σε 166,2 δισ. έναν χρόνο μετά. Οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής ανέρχονται σε -4,5% και σε -7%, υποδηλώνοντας και εδώ μια σταδιακή επιδείνωση της κρίσης και μια επιτάχυνση της εκροής καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα.

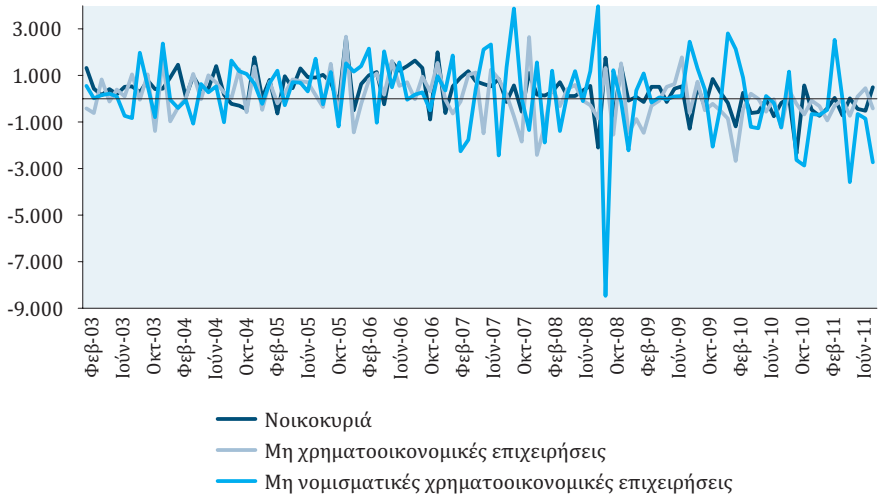
Τα Διαγράμματα 17 και 18 παρουσιάζουν ίσως ακόμα σημαντικότερες πληροφορίες, καθώς απεικονίζουν την εξέλιξη των καθαρών ροών των καταθέσεων στις δύο χώρες ανά τομέα. Στην περίπτωση της Ελλάδας είναι ξεκάθαρη η μετατόπιση των νοικοκυριών από το θετικό στο αρνητικό φάσμα, με τις καθαρές εκροές καταθέσεων να είναι ιδιαιτέρως έντονες από την άνοιξη του 2010. Έντονες καθαρές εκροές, με μεγαλύτερη μάλιστα συχνότητα σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια, παρουσιάζουν και οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, ενώ οι καταθετικές ροές των μη νομισματικών χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων παρουσιάζουν κατά κανόνα χαμηλή μεταβλητότητα με σημαντικές διακυμάνσεις μόνο κατά την άνοιξη και το καλοκαίρι του 2010. Στην περίπτωση της Ιρλανδίας, αντιθέτως, η μεταβλητότητα των καταθετικών ροών των μη νομισματικών χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων υπερβαίνει κατά πολύ τα αντίστοιχα μεγέθη για τα νοικοκυριά και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Και είναι κατά βάση οι καθαρές εκροές αυτής της ομάδας επιχειρήσεων που ερμηνεύουν το μεγαλύτερο

Διάγραμμα 17: Καταθέσεις κατοίκων εσωτερικού πλην γενικής κυβέρνησης σε εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα – ροές - Ελλάδα



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Διάγραμμα 18: Καταθέσεις κατοίκων εσωτερικού πλην γενικής κυβέρνησης σε εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα – ροές - Ιρλανδία



Πηγή: Central Bank of Ireland

μέρος της μείωσης των ιρλανδικών καταθέσεων, παρά το γεγονός ότι σημαντικές εκροές παρουσιάζονται και στους άλλους δύο τομείς.

Το τρίτο σκέλος της έμμεσης επίδρασης της κρίσης χρέους στο τραπεζικό

σύστημα σχετίζεται με τις αναταράξεις που δημιουργούνται στη διατραπεζική αγορά και έχει προφανείς επιπτώσεις τόσο στο κόστος χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων όσο και στη ρευστότητά τους. Στη συγκεκριμένη περίπτωση την οποία εξετάζουμε, τα προβλήματα της διατραπεζικής αγοράς σχετίζονται περισσότερο με τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2008 παρά με την ίδια την ύφεση της ελληνικής, ή όποιας άλλης, οικονομίας. Εντούτοις, η κατακόρυφη πτώση της οικονομικής δραστηριότητας θα οδηγούσε αναπόφευκτα και σε περιορισμό της διατραπεζικής πίστωσης, σε μικρότερο ασφαλώς βαθμό, ακόμα και αν δεν είχε προηγηθεί μια παγκόσμια κρίση στα πλαίσια της οποίας η όποια εμπιστοσύνη υπήρχε μεταξύ των διαφόρων πιστωτικών ιδρυμάτων κατέρρευσε εν μια νυκτί. Η συγκεκριμένη επίδραση είναι εξαιρετικά σημαντική καθώς η διατραπεζική αγορά, εγχώρια και διεθνής, αποτελεί το κυριότερο μέσο κάλυψης των αναγκών των πιστωτικών ιδρυμάτων σε ρευστότητα, τουλάχιστον κατά τις περιόδους των παχιών αγελάδων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα όσον αφορά το ελληνικό τραπεζικό σύστημα αποτελεί ο λόγος καταθέσεων και ρέπος προς τα χορηγηθέντα δάνεια, ο οποίος, μέσα σε ένα περιβάλλον άπλετης και φθηνής ρευστότητας διαμέσου κυρίως της διατραπεζικής αγοράς, μειώθηκε σημαντικά κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, από 167,5% τον Σεπτέμβριο του 2001 σε 118,2% τον Σεπτέμβριο του 2007. Κατά την επόμενη διετία, ο λόγος αυτός αυξήθηκε ξανά σε επίπεδα υψηλότερα του 130% καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα περιόρισαν τη δανειοδότησή τους την επαύριον της διεθνούς κρίσης ενώ οι καταθέσεις συνέχισαν να αυξάνονται εφόσον η κρίση δεν είχε πλήξει ακόμα σε σημαντικό βαθμό την πραγματική οικονομία. Κατά την τελευταία δε διετία, ο λόγος καταθέσεων προς δάνεια κατέρρευσε λόγω της μεγάλης εκροής των καταθέσεων, για να διαμορφωθεί τον Σεπτέμβριο του 2011 στο 89,5%.[20]

Ο περιορισμός της διατραπεζικής αγοράς οδηγεί κατά κανόνα σε αύξηση του κόστους χρηματοδότησης των τραπεζικών ιδρυμάτων, καθώς και σε αναζήτηση εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης, ενώ συντελεί στη συνολική μείωση της ρευστότητας στο σύστημα. Οι συγκεντρωτικές λογιστικές καταστάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος παρέχουν κάποια χρήσιμα στοιχεία για το μέγεθος του πλήγματος το οποίο υπέστη και συνεχίζει να υφίσταται η διατραπεζική αγορά ως βασική πηγή χρηματοδότησης του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Μετα-

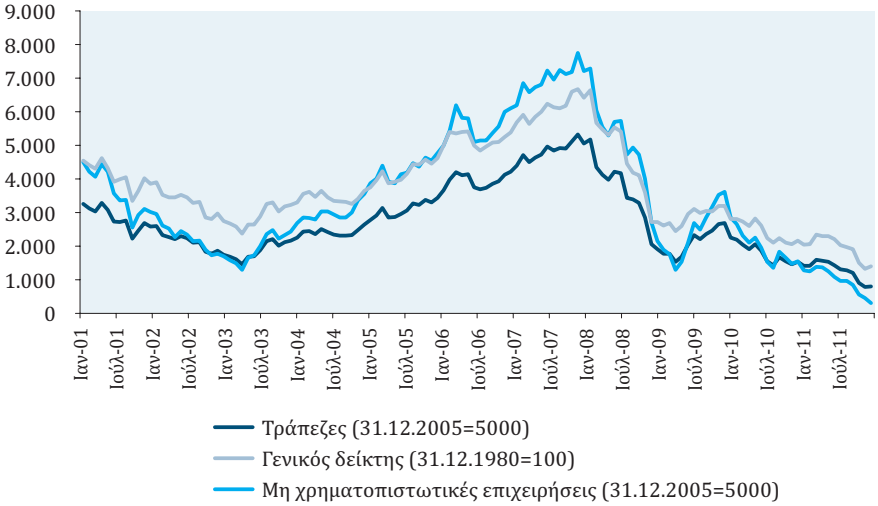
20. Τα στοιχεία έχουν αντληθεί από τη συγκεντρωτική λογιστική κατάσταση πιστωτικών ιδρυμάτων της Τράπεζας της Ελλάδος.

ξύ του Σεπτεμβρίου του 2009 και του Σεπτεμβρίου του 2010, το σύνολο των καταθέσεων και των ρέπος της διατραπεζικής αγοράς στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα μειώθηκε κατά 22%, για να μειωθεί περαιτέρω κατά 26,2% στη διάρκεια του επόμενου δωδεκάμηνου. Σε απόλυτους όρους, το εν λόγω μέγεθος μειώθηκε από 82,6 δισ. ευρώ σε μόλις 47,5 δισ. ευρώ μέσα σε δύο μόλις έτη, με τη μείωση να παρουσιάζεται εξίσου ισχυρή τόσο για την εγχώρια όσο και για την εξωτερική διατραπεζική αγορά. Συγκεκριμένα, το σύνολο καταθέσεων και ρέπος της εγχώριας διατραπεζικής αγοράς μειώθηκε σωρευτικά κατά 78%, με το αντίστοιχο ποσοστό μείωσης για τη διεθνή διατραπεζική αγορά να ανέρχεται σε 37%. Δραματική ήταν κατά το ίδιο χρονικό διάστημα η αύξηση των υποχρεώσεων των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων προς την Τράπεζα της Ελλάδος, κάτι που αποτελεί σαφή ένδειξη της προαναφερθείσας προσπάθειας εύρεσης εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης. Οι εν λόγω υποχρεώσεις αυξήθηκαν από 38 δισ. ευρώ τον Σεπτέμβριο του 2009 στα 103,1 δισ. τον Ιούνιο του 2011, για να υποχωρήσουν τρεις μήνες μετά στα 78,2 δισ. ευρώ.

Μία τέταρτη συνέπεια της ύφεσης στις επιδόσεις του τραπεζικού συστήματος σχετίζεται και αυτή με τη γενικότερη κατάσταση αβεβαιότητας και αντανακλάται στη χρηματιστηριακή αξία των πιστωτικών ιδρυμάτων. Η έκδηλη και δικαιολογημένη ανησυχία γύρω από τη μελλοντική κερδοφορία των τραπεζών, καθώς και η αβεβαιότητα σε σχέση με το πραγματικό ύψος των επισφαλειών τους και με τη δυνατότητά τους να αντεπεξέλθουν στο κατά κανόνα υψηλότερο κόστος δανεισμού, οδηγούν φυσιολογικά στην κατακρήμνιση της κεφαλαιοποίησής τους, εντείνοντας κατ' αυτόν τον τρόπο τα ήδη υφιστάμενα προβλήματα χρηματοδότησης και καθιστώντας δυσχερέστερη την άντληση επαρκών πόρων από την αγορά μέσω της αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου, ακριβώς τη στιγμή κατά την οποία μια τέτοια αύξηση είναι απολύτως απαραίτητη.

Το Διάγραμμα 19 απεικονίζει την πορεία του γενικού δείκτη, του δείκτη των τραπεζών και του δείκτη των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών, τεκμηριώνοντας τα παραπάνω σχόλια. Όπως φαίνεται από το διάγραμμα, το μεγαλύτερο μέρος της πτώσης του τραπεζικού δείκτη προήλθε από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, κάτι που υποδηλώνεται σαφώς από την έντονα πτωτική τάση η οποία ξεκίνησε στις αρχές του 2008. Εντούτοις, παρά την πρόσκαιρη άνοδο του δείκτη κατά το δεύτερο μισό του 2009, η πτωτική τάση

Διάγραμμα 19: Δείκτης τιμών Χρηματιστηρίου Αθηνών



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

επανήλθε δριμύτερη από τις αρχές του 2010, οδηγώντας το δείκτη σε πρωτοφανώς χαμηλά επίπεδα.

Τέλος, η οικονομική κρίση επιδρά αρνητικά στο τραπεζικό σύστημα και με έναν ακόμα τρόπο, ο οποίος είναι κατά βάση κοινός και ισχύει εξίσου για όλους τους κλάδους της οικονομίας. Πρόκειται περί της όξυνσης του ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων, η οποία αποτελεί σε μεγάλο βαθμό συνέπεια όλων όσων έχουν προαναφερθεί. Η μείωση των καταθέσεων, η διαγραφή επισφαλών απαιτήσεων, το κλείσιμο της κάνουλας της διατραπεζικής αγοράς και η εντεινόμενη δυσκολία άντλησης νέων κεφαλαίων από τις χρηματαγορές οδηγούν αναπόφευκτα σε εντονότερο ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών, με τον ανταγωνισμό αυτόν να αποτυπώνεται τόσο στα περιθώρια κέρδους όσο και στην όξυνση των κεντρομόλων δυνάμεων οι οποίες ευνοούν την αναδιάρθρωση του κλάδου προς την κατεύθυνση της αύξησης της συγκέντρωσης μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, είναι εξαιρετικά δύσκολο, αν όχι αδύνατο, να διαχωρίσουμε, σε σχέση με τις πέντε προαναφερθείσες επιπτώσεις, την επίδραση της οικονομικής ύφεσης από την επίδραση της κρίσης χρέους αυτής καθαυτή. Προφανώς δεν υπάρχει καμία αμφιβολία ως προς το ότι αυτή καθαυτή η κρίση χρέους θα είχε όλες τις παραπάνω συνέπειες, ακόμα και χωρίς τη διαμεσολάβη-

ση της πτώσης της οικονομικής δραστηριότητας. Ούτε αμφισβητείται βέβαια το ότι, σε πολλές από τις παραπάνω περιπτώσεις, το ζήτημα του δημόσιου χρέους μπορεί να αποτελεί σημαντικότερη αιτία από τη γενικότερη οικονομική δυσπραγία. Οι καταθέσεις δεν μειώνονται μόνο λόγω της προσπάθειας των νοικοκυριών να διατηρήσουν ένα λίγο-πολύ σταθερό βιοτικό επίπεδο παρά τη μείωση των εισοδημάτων τους, αλλά και λόγω του κινδύνου ανεξέλεγκτης χρεοκοπίας του ελληνικού κράτους ο οποίος οδηγεί πολλές από τις καταθέσεις αυτές στα ασφαλή καταφύγια ξένων και λιγότερο ευάλωτων τραπεζικών συστημάτων. Η αύξηση των επισφαλών απαιτήσεων δεν οφείλεται μόνο στη μείωση των εισοδημάτων των μισθωτών και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, αλλά και στην άτυπη εσωτερική στάση πληρωμών που έχει ήδη κηρύξει το ελληνικό δημόσιο προς τους πάσης φύσεως προμηθευτές του. Η διατραπεζική αγορά θα είχε μεν πληγεί ούτως ή άλλως, δεν θα είχε όμως καταρρεύσει ολοκληρωτικά εάν το φάσμα του υπέρογκου δημόσιου χρέους δεν πλανιόταν απειλητικά πάνω από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, ενώ το ίδιο ισχύει και για την ουσιαστική εκμηδένιση της κεφαλαιοποίησης των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων η οποία, παρά τα όποια προβλήματα αντιμετωπίζουν πράγματι τα ιδρύματα αυτά, θα ήταν αδιανόητη σε οποιαδήποτε άλλη περίπτωση.[21]

Ως εκ τούτου, η επιλογή μας να εντάξουμε όλες τις παραπάνω επιπτώσεις στις έμμεσες μάλλον παρά στις άμεσες συνέπειες της κρίσης χρέους δεν είναι σε καμία περίπτωση αυτονόητη και θα πρέπει να αντιμετωπιστεί με τη δέουσα επιφυλακτικότητα. Δεν είναι εντούτοις αδικαιολόγητη. Ο βασικός σκοπός που εξυπηρετεί η επιλογή αυτή δεν είναι ο διαχωρισμός των επιπτώσεων οι οποίες προκαλούνται αποκλειστικά και μόνο λόγω της ύφεσης, χωρίς την παραμικρή ανάμειξη της κρίσης χρέους αυτής καθαυτή. Τέτοιου είδους επιπτώσεις κατά πάσα πιθανότητα δεν υπάρχουν, τουλάχιστον όχι σε κάποια καθαρή μορφή. Είναι μάλλον ο διαχωρισμός των επιπτώσεων οι οποίες οφείλονται αποκλειστικά και μόνο στην κρίση χρέους ως τέτοια, δηλαδή στη σημασία που έχει η αγορά κρατικού χρέους για το εγχώριο, αλλά και το ξένο, τραπεζικό σύστημα και στις

21. Η σημαντική πτώση της κεφαλαιοποίησης των πιστωτικών ιδρυμάτων δεν είναι βέβαια αποκλειστικά ελληνικό πρόβλημα, αν και η Ελλάδα είναι η μόνη χώρα στην οποία έχει λάβει τέτοιες διαστάσεις. Από τον Ιανουάριο του 2010 έως τον Σεπτέμβριο του 2011, η κεφαλαιοποίηση των τραπεζικών ιδρυμάτων της ΕΕ έχει μειωθεί κατά περίπου 40% (IMF, 2011a).

ειδικές διασυνδέσεις που δημιουργούνται μεταξύ της δυνατότητας ενός κράτους να εξυπηρετεί το χρέος του και της κατάστασης του τραπεζικού συστήματος που αυτή η δυνατότητα, ή η απουσία της, συνεπάγεται. Αυτού του είδους οι επιπτώσεις αποτελούν το βασικό αντικείμενο της Ενότητας 6 και σε αυτές είναι αφιερωμένες οι επόμενες σελίδες.

6.3 Άμεση έκθεση

Από τις επιπτώσεις αυτές, καμία δεν είναι πιο προφανής από την άμεση έκθεση του τραπεζικού συστήματος σε τίτλους χρέους της χώρας η οποία υφίσταται την κρίση δανεισμού. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η συγκεκριμένη επίπτωση της κρίσης χρέους στον τραπεζικό τομέα είναι μακράν η πιο προβεβλημένη στα πλαίσια του δημόσιου διαλόγου, στο βαθμό μάλιστα που δίνεται συχνά η εντύπωση ότι αποτελεί και τη μοναδική, ή τουλάχιστον τη μοναδική άξια λόγου, επίπτωση. Όπως θα δούμε στη συνέχεια, η άμεση έκθεση σε τίτλους κρατικού χρέους αποτελεί πράγματι και κατά κανόνα την πιο επικίνδυνη μορφή επίδρασης της κρίσης χρέους στον τραπεζικό τομέα όσον αφορά το εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Αυτό όμως δεν ισχύει κατ' ανάγκην για τα πιστωτικά ιδρύματα ξένων χωρών, ενώ ακόμα και για τα εγχώρια η άμεση έκθεση δεν αποτελεί σε καμία περίπτωση τη μόνη σημαντική μορφή επίδρασης. Είναι εντούτοις η πιο προφανής και εύκολα αντιληπτή, και αυτό μόνο ασήμαντο δεν είναι.

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι μέσω των οποίων η κατοχή τίτλων δημόσιου χρέους σημαντικής αξίας μπορεί να πλήξει τα κατέχοντα πιστωτικά ιδρύματα.[22] Ο πρώτος και πιο άμεσος σχετίζεται με τις κεφαλαιακές ζημίες οι οποίες εγγράφονται αυτόματα στους ισολογισμούς των τραπεζών όταν μειώνεται η αξία των τίτλων αυτών που αποτιμώνται σε τιμές αγοράς. Σε περίπτωση που τα επιτόκια δανεισμού ενός κράτους αυξηθούν για οποιονδήποτε λόγο στη δευτερογενή αγορά χρέους του, οι αποτιμήσεις των ομολόγων του κράτους αυτού μειώνονται. Και στο βαθμό που τα συγκεκριμένα ομόλογα αποτιμώνται στις τιμές που διαμορφώνονται στη δευτερογενή αγορά, η μείωση αυτή των τιμών των ομολόγων ισοδυναμεί με αυτόματη και άμεση μείωση της αξίας του ενεργητικού των κατεχουσών τραπεζών. Αυτή η απομείωση των στοιχείων του ενεργητικού αυξάνει τον κίνδυνο τον οποίον αντιπροσωπεύουν τα συγκεκριμένα τραπεζικά

22. Για μια λεπτομερή πραγμάτευση του θέματος αυτού, βλ. BIS-CGFS (2011b).

ιδρύματα, ή μάλλον αυξάνει την εκτίμηση των αγορών περί του κινδύνου αυτού, καθώς οδηγεί σε χαμηλότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, σε υψηλότερους δείκτες μόχλευσης και σε χαμηλότερους δείκτες ρευστότητας των ιδρυμάτων αυτών. Η επιδείνωση των παραπάνω δεικτών και η συνεπαγόμενη αύξηση του κινδύνου που συνδέεται με τα εν λόγω ιδρύματα οδηγεί στη συνέχεια σε αύξηση του κόστους χρηματοδότησής τους, αφενός διότι οι δυνητικοί επενδυτές απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις για την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους και αφετέρου διότι η αποστροφή στον κίνδυνο μειώνει τον αριθμό των διαθέσιμων επενδυτών. Αν και η ροή αυτή των γεγονότων ακούγεται εξαιρετικά ανησυχητική, η αλήθεια είναι ότι η συγκεκριμένη επίπτωση στην οικονομική κατάσταση των τραπεζών δεν είναι ιδιαιτέρως σημαντική, καθώς η μεγάλη πλειονότητα των τίτλων κρατικού χρέους που διακρατούν τα τραπεζικά ιδρύματα δεν αποτιμάται στις τιμές που διαμορφώνονται στη δευτερογενή αγορά,[23] αλλά στην ονομαστική αξία των τίτλων αυτών. Εντούτοις, η συγκεκριμένη επίπτωση μπορεί να είναι σημαντική για το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, ή για συγκεκριμένα πιστωτικά ιδρύματα που ανήκουν σε αυτό, στο βαθμό που η έκθεση στο εγχώριο χρέος αντιστοιχεί σε σημαντικό μέρος των υφιστάμενων κεφαλαίων. Στην περίπτωση αυτή, ακόμα και ένα μικρό ποσοστό τίτλων αποτιμώμενων σε τιμές αγοράς μπορεί να προκαλέσει αξιόλογα προβλήματα ρευστότητας και κόστους χρηματοδότησης.

Το γεγονός βέβαια ότι οι τράπεζες προστατεύονται από τις απότομες εναλλαγές των τιμών στη δευτερογενή αγορά χρέους, αποτιμώντας τα περισσότερα ομόλογα που διακρατούν στην ονομαστική τους αξία, δεν σημαίνει ότι ο κίνδυνος εκ της έκθεσής τους στα ομόλογα αυτά αποσοβείται. Αυτό που αποφεύγεται είναι απλώς η άμεση και αυτόματη καταβαράθρωση κάποιων βασικών χρηματοοικονομικών δεικτών, όχι όμως και ο δυνητικός κίνδυνος που τα ομόλογα αυτά αντιπροσωπεύουν. Στην πραγματικότητα, οι όροι χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων επιδεινώνονται και τα επιτόκια τα οποία αντιμετωπί-

23. Στο άρθρο των Blundell-Wignall and Slovik (2010) δίνονται αρκετά στοιχεία για το ποσοστό των κρατικών ομολόγων τα οποία κατέχονται από ευρωπαϊκές τράπεζες και αποτιμώνται σε τιμές αγοράς, όπως τα στοιχεία αυτά προέκυψαν από τα stress tests του καλοκαιριού του 2010. Οι συγγραφείς ασκούν κριτική στο γεγονός ότι αγνοήθηκε ολοκληρωτικά ο κίνδυνος από τα λοιπά κρατικά ομόλογα, κάτι που υποδηλώνει μια υπόθεση περί μηδενικής πιθανότητας κάποιας αναδιάρθρωσης δημόσιου χρέους.

ζουν στις χρηματαγορές αυξάνονται, ακόμα και αν όλοι οι διακρατούμενοι τίτλοι αποτιμώνται στην ονομαστική τους αξία. Στην περίπτωση αυτή, βέβαια, οι κεφαλαιακές ζημίες των τραπεζών πραγματοποιούνται και καταγράφονται στους ισολογισμούς τους μόνο όταν και εάν, στα πλαίσια κάποιας αναδιάρθρωσης του εν λόγω δημόσιου χρέους, οι τράπεζες αυτές ανταλλάξουν τους τίτλους τους με νέους τίτλους χαμηλότερης καθαρής παρούσας αξίας ή εάν οι τίτλοι αυτοί αποπληρωθούν στη λήξη τους σε ποσοστό μόνο της ονομαστικής τους αξίας. Εάν η κρίση δανεισμού αντιμετωπιστεί χωρίς να οδηγήσει σε οποιασδήποτε μορφής αναδιάρθρωση, χρεοκοπία ή στάση πληρωμών, τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούν απλώς να διακρατήσουν τους τίτλους αυτούς εισπράττοντας κανονικά τους ετήσιους τόκους και λαμβάνοντας πίσω το κεφάλαιο κατά τη λήξη τους.

Ο λόγος για τον οποίον το παραπάνω θετικό σενάριο σπανίως υλοποιείται είναι ότι οι κρίσεις χρέους αυξάνουν ακριβώς την πιθανότητα κάποιας μορφής, εθελοντικής ή μη, αναδιάρθρωσης, σε κάποιες δε περιπτώσεις την καθιστούν μάλλον αναπόφευκτη. Αυτό σημαίνει ότι η παραπάνω συλλογιστική, η οποία οδηγεί στην επιδείνωση των όρων χρηματοδότησης των τραπεζών, συνεχίζει να ισχύει στο ακέραιο, παρά το γεγονός ότι καμία ζημία δεν καταγράφεται λογιστικά και κανένας χρηματοοικονομικός δείκτης δεν μεταβάλλεται τυπικά προς τη λάθος κατεύθυνση. Ο λόγος είναι, προφανώς, ότι από τη στιγμή που οι αγορές θα εκφράσουν με έκδηλο τρόπο την αμφιβολία τους σχετικά με το εάν το εν λόγω δημόσιο χρέος μπορεί πράγματι να εξυπηρετηθεί, οι δυνητικοί επενδυτές θα θεωρήσουν τη λογιστική καταγραφή ή μη των ζημιών ως ένα τυπικό και επουσιώδες ζήτημα και θα εστιάσουν αποκλειστικά και μόνο στην έκθεση των συγκεκριμένων πιστωτικών ιδρυμάτων στο δημόσιο χρέος της χώρας η οποία υφίσταται την κρίση. Αυτό θα συμβεί –και κατά κανόνα συμβαίνει– ανεξαρτήτως του εάν τελικά η όποιας μορφής χρεοκοπία της εν λόγω χώρας αποφευχθεί ή όχι. Το ότι οι εξελίξεις είναι ακόμα πιο οδυνηρές για το τραπεζικό σύστημα σε περίπτωση που η χρεοκοπία αυτή καταστεί τελικά αναπόφευκτη είναι μάλλον προφανές. Όχι μόνον οι ζημίες θα καταγραφούν και επισήμως, αλλά στην περίπτωση που η έκθεση στο δημόσιο χρέος είναι σημαντική –όπως συμβαίνει κατά κανόνα σε σχέση με το εγχώριο τραπεζικό σύστημα– είναι πολύ πιθανό να μην διακυβεύεται απλώς και μόνον η ρευστότητα των εκτεθειμένων τραπεζών και το κόστος δανεισμού τους, αλλά και η ίδια η επιβίωσή τους.

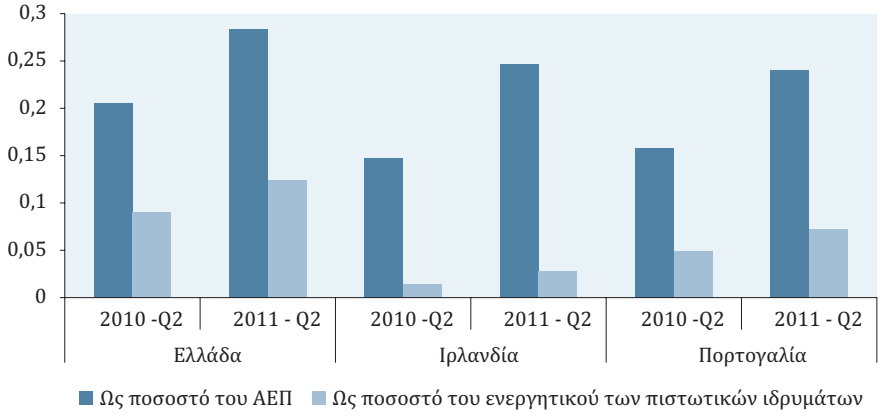
Ένας τελευταίος τρόπος με τον οποίον η διακράτηση τίτλων δημόσιου χρέ-

ους μπορεί να δημιουργήσει σημαντικά προβλήματα στα πιστωτικά ιδρύματα εν μέσω μιας κρίσης δανεισμού, είναι η ουσιαστική απώλεια της δυνατότητας ρευστοποίησης των συγκεκριμένων τίτλων. Ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά των κρατικών ομολόγων που τα καθιστούν ελκυστικές επενδύσεις για τα τραπεζικά ιδρύματα, μαζί με τη μεγαλύτερη ασφάλεια την οποία συνήθως παρέχουν και τον μεγάλο όγκο συναλλαγών της αγοράς χρέους κρατών, είναι το ότι αποτελούν ένα από τα πιο ρευστά περιουσιακά στοιχεία που διατίθενται στις διεθνείς αγορές. Αυτή η δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης ουσιαστικά εξαλείφεται ως αποτέλεσμα της κρίσης χρέους, καθώς όχι μόνον οι τιμές των τίτλων αυτών στη δευτερογενή αγορά είναι ούτως ή άλλως χαμηλότερες, αλλά επιπλέον, εάν η εν λόγω κρίση είναι αρκετά έντονη, δεν είναι καν εύκολο να βρεθεί αγοραστής. Σε τέτοιες συνθήκες, εάν οι τράπεζες ρευστοποιήσουν κάποιους από τους τίτλους χρέους που διακρατούν, θα αναγκαστούν να καταγράψουν σημαντικότατες ζημίες, με όλες τις προαναφερθείσες επιπτώσεις μιας τέτοιας εξέλιξης στους όρους χρηματοδότησής τους. Εάν αποφασίσουν να αποφύγουν την καταγραφή αυτή των ζημιών διακρατώντας τους εν λόγω τίτλους, δεν αποκλείεται να αντιμετωπίσουν πιεστικά προβλήματα ρευστότητας, ενώ, όπως είδαμε παραπάνω, ακόμα και σε αυτήν την περίπτωση δύσκολα θα αποφύγουν κάποια επιδείνωση των όρων χρηματοδότησής τους. Στην Ενότητα 6.5 θα δούμε ότι η ουσιαστική απώλεια της ρευστότητας των κρατικών ομολόγων δημιουργεί προβλήματα στο τραπεζικό σύστημα, ακόμα και εάν δεν λάβουμε υπ' όψιν τη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησής τους στην αγορά. Προς το παρόν όμως η ανάλυση θα μείνει στο επίπεδο των πλέον άμεσων και απλοϊκών συνεπειών της έκθεσης του τραπεζικού συστήματος σε τίτλους κρατικού χρέους.

Ξεκινώντας από τα εγχώρια τραπεζικά συστήματα των κρατών που αντιμετωπίζουν προβλήματα δανεισμού και τα οποία πλήττονται συνήθως εντονότερα από την κρίση χρέους λόγω της κατά κανόνα μεγαλύτερης έκθεσής τους σε τίτλους χρέους των κρατών στα οποία δραστηριοποιούνται, το Διάγραμμα 20 παρουσιάζει κάποια πρώτα στοιχεία για το μέγεθος της έκθεσης αυτής, καθώς και για την εξέλιξή της κατά την τελευταία διετία.[24] Το διάγραμμα απεικονίζει το ύψος των συνολικών απαιτήσεων του εγχώριου πιστωτικού συστήματος από τη γενική κυβέρνηση στις τρεις χώρες της ευρωζώνης που αντιμετωπίζουν την

24. Τα στοιχεία που παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 20 έχουν αντληθεί από τα IMF (2010a) και (2011a).

Διάγραμμα 20: Απαιτήσεις εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων από τη γενική κυβέρνηση

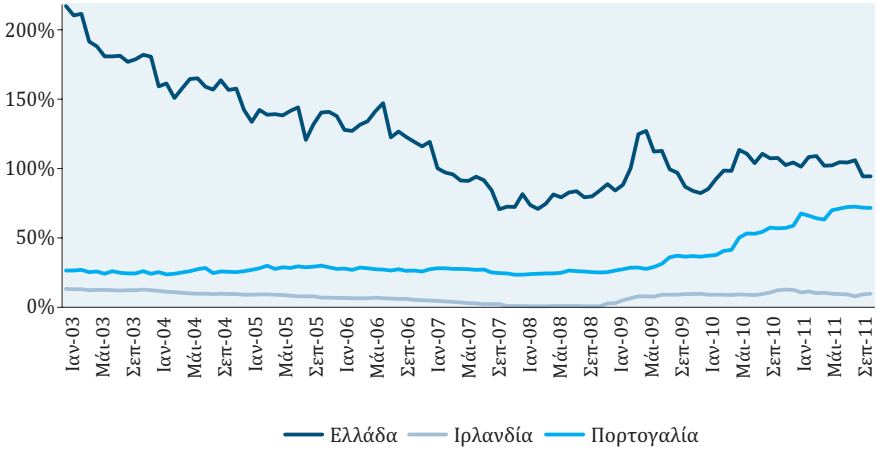


Πηγή: ΔΝΤ

οξύτερη κρίση δανεισμού κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2010 και το αντίστοιχο τρίμηνο του 2011. Είναι χαρακτηριστικό ότι μέσα στο εν λόγω δωδεκάμηνο, οι απαιτήσεις αυτές έχουν αυξηθεί και στις τρεις χώρες, τόσο ως ποσοστό του ΑΕΠ όσο και ως ποσοστό της αξίας του ενεργητικού του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι εν λόγω απαιτήσεις αυξήθηκαν από 20,6% σε 28,3% για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, από 14,8% σε 24,6% για το ιρλανδικό και από 15,8% σε 24% για το πορτογαλικό, αντιστοιχούν πλέον δηλαδή και στις τρεις αυτές χώρες στο ένα τέταρτο τουλάχιστον του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος. Ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού των εν λόγω τραπεζικών συστημάτων, οι απαιτήσεις έναντι της γενικής κυβέρνησης κυμαίνονται μεν σε χαμηλότερα επίπεδα, παρουσιάζοντας όμως επίσης αυξητικές τάσεις. Εκφρασμένες κατά τον τρόπο αυτόν, οι απαιτήσεις έναντι της γενικής κυβέρνησης έφτασαν στο 12,4% από 9% μόλις ένα έτος νωρίτερα στην Ελλάδα, στο 2,8% από 1,4% στην Ιρλανδία και στο 7,2% από 4,9% στην Πορτογαλία.

Μια καλύτερη εικόνα για την έκθεση των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων σε κρατικούς τίτλους χρέους δίνεται από το Διάγραμμα 21, όπου παρουσιάζεται ο λόγος των διακρατούμενων τίτλων κρατικού χρέους προς τα συνολικά κεφάλαια και αποθεματικά του τραπεζικού συστήματος στις τρεις αυτές χώρες, καθώς και η εξέλιξη του λόγου αυτού κατά τη διάρκεια της τελευταίας οκταετίας. Όπως φαίνεται ξεκάθαρα στο διάγραμμα, το ελληνικό πιστωτικό σύστημα είναι

Διάγραμμα 21: Αξία κρατικού χρέους προς κεφάλαια και αποθεματικά του εγχώριου τραπεζικού συστήματος



Πηγή: Κεντρικές τράπεζες

το πιο επικίνδυνα εκτεθειμένο στο εγχώριο δημόσιο χρέος σε σχέση με τα συνολικά του κεφάλαια και αποθεματικά. Στις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας, ο λόγος μεταξύ των δύο αυτών μεγεθών κυμαινόταν σε επίπεδα σταθερά υψηλότερα του 200%, κάτι που ισοδυναμεί με μια εξαιρετική ευαισθησία του εγχώριου τραπεζικού συστήματος στις εξελίξεις στην αγορά ελληνικού δημόσιου χρέους. Η τάση ήταν εντούτοις ολοφάνερα καθοδική, με αποτέλεσμα ο λόγος αυτός να διαμορφωθεί σε επίπεδα ελάχιστα υψηλότερα του 70% κατά τα τέλη του 2007 και στις αρχές του επόμενου έτους. Στη συνέχεια, όμως, η τάση αυτή αντιστρέφεται και ο λόγος των διακρατούμενων τίτλων κρατικού χρέους προς τα συνολικά κεφάλαια και αποθεματικά του ελληνικού τραπεζικού συστήματος αρχίζει και πάλι να αυξάνεται, αν και με μάλλον αργούς ρυθμούς. Από την άνοιξη του 2010 και ύστερα, ο λόγος αυτός κυμαίνεται σταθερά άνω του 100% για να μειωθεί σε επίπεδα ελάχιστα χαμηλότερα (95%) μόλις τον Αύγουστο του 2011.

Η αρχικά καθοδική και εν συνεχεία –από το ίδιο περίπου χρονικό σημείο– ανοδική πορεία του λόγου αυτού παρατηρείται και στην περίπτωση του ιρλανδικού τραπεζικού συστήματος, αν και εδώ η άμεση έκθεση των τραπεζών στο δημόσιο χρέος κινείται διαχρονικά σε εξαιρετικά χαμηλότερα και σαφώς ακίνδυνα επίπεδα. Ο λόγος κρατικού χρέους προς κεφάλαια και αποθεματικά ξεκινάει από το 13% στις αρχές του 2003 για να μειωθεί μόλις στο 1% μέχρι το τέλος του

2008, οπότε αρχίζει να αυξάνεται ξανά, για να διαμορφωθεί και πάλι σε διψήφια, αν και ιδιαιτέρως χαμηλά ποσοστά. Η Ιρλανδία αποτελεί το χαρακτηριστικό παράδειγμα χώρας στην οποία η πηγή του κακού ήταν μάλλον η έκθεση του δημοσίου στο τραπεζικό χρέος παρά το αντίστροφο, κάτι που αποδεικνύεται από τα στοιχεία του συγκεκριμένου διαγράμματος, χωρίς βέβαια αυτό να σημαίνει ότι η αντίστροφη αιτιακή σχέση δεν καθίσταται επικίνδυνη από τη στιγμή που η κρίση χρέους έχει καταστεί πραγματικότητα.

Στην περίπτωση της Πορτογαλίας η εξέλιξη ήταν κάπως διαφορετική, καθώς η ούτως μετρώμενη έκθεση του τραπεζικού συστήματος στο δημόσιο χρέος δεν μειώθηκε αλλά παρέμεινε λίγο-πολύ σταθερή κατά το μεγαλύτερο μέρος της προηγούμενης δεκαετίας, αν και τα συγκεκριμένα επίπεδα ήταν σαφώς εγγύτερα στα αντίστοιχα ιρλανδικά παρά στα ελληνικά και κυμαίνονταν μεταξύ 25% και 30%. Από την άλλη πλευρά, η Πορτογαλία είναι επίσης η χώρα στην οποία η χρηματοπιστωτική κρίση οδήγησε στην ταχύτερη και πιο απότομη αύξηση του λόγου των τίτλων δημόσιου χρέους προς τα συνολικά κεφάλαια και αποθεματικά του τραπεζικού συστήματος από την άνοιξη του 2009 και ύστερα. Ο λόγος αυτός ανερχόταν μόλις στο 29% τον Μάρτιο του 2009 για να ανέλθει στο 41% έπειτα από έναν χρόνο και στο 63% τον Μάρτιο του 2011. Η ανοδική του πορεία συνεχίστηκε και στη διάρκεια του επόμενου εξαμήνου, με το εν λόγω ποσοστό να διαμορφώνεται τον Σεπτέμβριο του 2011 στο ιστορικά υψηλό μέγεθος του 72%, υποδεικνύοντας μια διαρκώς αυξανόμενη ευαισθησία του πορτογαλικού συστήματος στα προβλήματα της εγχώριας αγοράς χρέους η οποία, πέραν της αυξητικής της τάσης, έχει φτάσει πλέον και σε επίπεδα ιδιαιτέρως υψηλά και επικίνδυνα ακόμα και σε απόλυτους όρους. Τα στοιχεία δείχνουν ότι όσο το πορτογαλικό χρέος παρέμενε σε μάλλον χαμηλά επίπεδα και όσο η άπλετη και φθηνή ρευστότητα στις διεθνείς αγορές επέτρεπε στο πορτογαλικό δημόσιο να αναχρηματοδοτεί το χρέος του με χαμηλά επιτόκια, το πορτογαλικό τραπεζικό σύστημα διατήρησε μια μάλλον χαμηλή, σε σχέση με τα κεφάλαιά του, έκθεση στο συνολικό χρέος της χώρας. Όταν όμως οι διεθνείς συνθήκες επιδεινώθηκαν λόγω της χρηματοπιστωτικής κρίσης και το δημόσιο χρέος άρχισε να αυξάνεται υπό το βάρος των μεγαλύτερων πλέον δημοσιονομικών ελλειμμάτων, το πορτογαλικό τραπεζικό σύστημα άρχισε να αναλαμβάνει τη χρηματοδότηση ενός ολοένα αυξανόμενου μέρους του πορτογαλικού δημόσιου χρέους. Η λογική αυτή ισχύει, τηρουμένων των αναλογιών, και για τις άλλες δύο χώρες, σε καμία όμως από αυτές

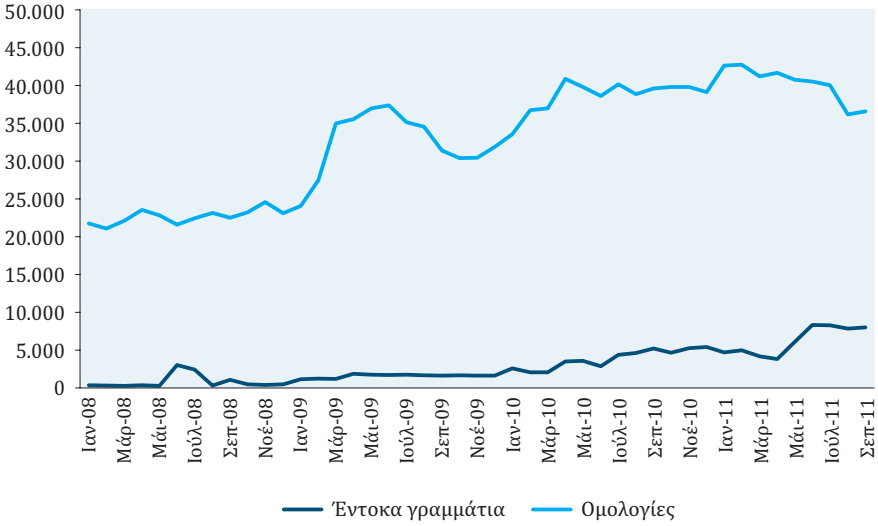
ο λόγος κρατικών ομολόγων προς τα κεφάλαια του τραπεζικού συστήματος δεν αυξήθηκε τόσο ραγδαία όσο στην Πορτογαλία.

Αν όμως η κατάσταση του πορτογαλικού τραπεζικού συστήματος παρουσιάζει την ταχύτερη επιδείνωση, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα είναι αυτό που βρίσκεται στην πιο δεινή θέση. Σε απόλυτους όρους, τα ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα διακρατούσαν τίτλους δημόσιου χρέους συνολικής αξίας 44,7 δισ. ευρώ τον Σεπτέμβριο του 2011, από μόλις 33,1 δισ. ευρώ δύο χρόνια νωρίτερα, πριν δηλαδή την απαρχή της κρίσης δανεισμού του ελληνικού κράτους. Στην Ιρλανδία, στη διάρκεια της ίδιας διετίας, η έκθεση του τραπεζικού συστήματος στο δημόσιο χρέος ανήλθε από 8,1 δισ. ευρώ σε 12,7 δισ. ευρώ, ενώ τα αντίστοιχα μεγέθη στην Πορτογαλία ήταν 9,6 δισ. ευρώ και 23,8 δισ. ευρώ αντίστοιχα.[25] Η έκθεση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος είναι επομένως σαφώς πιο ανησυχητική, ιδίως εφόσον, όπως είδαμε, είναι κατά πολύ μεγαλύτερη και σε σχετικούς όρους. Το γεγονός ότι το δημόσιο χρέος των ελληνικών τραπεζών είναι περίπου ίσο με το σύνολο των κεφαλαίων και αποθεματικών τους σημαίνει ότι μια μεγάλης έκτασης αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους, πόσο μάλλον μια ενδεχόμενη ανεξέλεγκτη χρεοκοπία του, θα ήταν αδύνατο να αντιμετωπιστεί χωρίς μια μεγάλης κλίμακας ανακεφαλαιοποίησή του.

Το μόνο στοιχείο το οποίο μετριάζει κάπως, αν και όχι αρκετά, το βάρος του ελληνικού τραπεζικού συστήματος είναι η σύνθεση των τίτλων κρατικού χρέους που διακρατούνται, η οποία έχει μεταβληθεί δραματικά κατά την τελευταία διετία. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 22, η έκθεση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος σε ομόλογα του ελληνικού δημοσίου παρουσίασε απότομη αύξηση σε δύο χρονικές περιόδους: στις αρχές του 2009, όταν άρχισαν για πρώτη φορά να αυξάνονται τα περιθώρια των επιτοκίων δανεισμού του ελληνικού κράτους έναντι των αντίστοιχων επιτοκίων της Γερμανίας, και κατά τους πρώτους μήνες του 2010, όταν, στις τελευταίες δημοπρασίες ομολόγων στις οποίες προέβη το ελληνικό κράτος πριν αποκλειστεί εξ ολοκλήρου από τις αγορές, οι ελληνικές τράπεζες επωφελήθηκαν από το συνδυασμό των υψηλότατων πλέον επιτοκίων και της σχεδόν άτοκης ρευστότητας που τους παρείχε η ΕΚΤ, αυξάνοντας σημαντικά τις τοποθετήσεις τους σε ελληνικά κρατικά ομόλογα. Στη συνέχεια,

25. Τα στοιχεία περί έκθεσης στο δημόσιο χρέος των εγχώριων τραπεζικών ιδρυμάτων προέρχονται από τις αντίστοιχες κεντρικές τράπεζες των τριών χωρών.

Διάγραμμα 22: Τίτλοι ελληνικού δημοσίου στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

η έκθεσή τους σε ομόλογα του ελληνικού δημοσίου παρέμεινε σχετικά σταθερή, με κάποιες μικρές μόνο αυξομειώσεις μεταξύ της άνοιξης και του φθινοπώρου του 2011.

Αντιθέτως, σημαντικότατη είναι η αύξηση της έκθεσης των ελληνικών τραπεζών σε έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου, η οποία φαίνεται μάλιστα να επιταχύνεται ακριβώς κατά την περίοδο στην οποία η έκθεση σε ομόλογα φαίνεται να σταθεροποιείται, δηλαδή μετά τους πρώτους μήνες του 2010. Η εν λόγω έκθεση του εγχώριου πιστωτικού συστήματος ανερχόταν στο αστείο ποσό των 344 εκατ. ευρώ τον Ιανουάριο του 2008 και του 1,1 δισ. ευρώ μετά από ένα έτος, διαμορφώθηκε όμως στα 2,6 δισ. τον Ιανουάριο του 2010 και στα 4,7 δισ. τον Ιανουάριο του 2011, για να εκτοξευτεί στα 8 δισ. ευρώ τον Σεπτέμβριο του ίδιου έτους. Ακόμα πιο εντυπωσιακή είναι η εξέλιξη της έκθεσης σε έντοκα γραμμάτια ως ποσοστού της συνολικής έκθεσης σε κρατικό χρέος. Το ποσοστό αυτό αυξήθηκε δραματικά από 1,55% τον Ιανουάριο του 2008 σε 18% τον Σεπτέμβριο του 2011, με τα έντοκα γραμμάτια να αποτελούν πλέον σχεδόν το ένα πέμπτο της συνολικής έκθεσης του εγχώριου τραπεζικού συστήματος στο δημόσιο χρέος. Η μεταβολή αυτή της κατανομής του διακρατούμενου δημόσιου χρέους εις βάρος των ομολόγων και υπέρ των εντόκων γραμματίων πε-

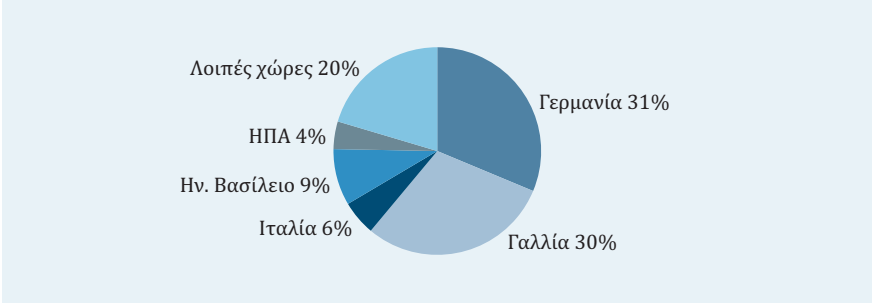
ριορίζει αναμφισβήτητα το ρίσκο του ελληνικού τραπεζικού συστήματος από την έκθεσή του στο δημόσιο χρέος, χωρίς όμως να αναιρεί τη μεγάλη του ευαισθησία. Ακόμα και αν δεν λάβουμε καθόλου υπ' όψιν τα έντοκα γραμμάτια, η έκθεση του εγχώριου τραπεζικού συστήματος στο δημόσιο χρέος ανέρχεται –τον Σεπτέμβριο του 2011– σε 36,7 δισ. ευρώ, ήτοι στο 77,8% των συνολικών κεφαλαίων και αποθεματικών του.

Αν και η έκθεση στο δημόσιο χρέος είναι κατά κανόνα πολύ υψηλότερη για το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, το οποίο αντιμετωπίζει ως εκ τούτου και τους μεγαλύτερους κινδύνους από μια κρίση χρέους, η έκθεση ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων μπορεί να είναι επίσης σημαντική. Προφανώς, όλα όσα έχουν αναφερθεί παραπάνω σε σχέση με τους τρόπους με τους οποίους η διακράτηση σημαντικού αριθμού ομολόγων επιδρά στην οικονομική κατάσταση των πιστωτικών ιδρυμάτων εξακολουθούν να ισχύουν και στην περίπτωση των ξένων τραπεζών. Αυτό που διαφέρει συνήθως είναι η έκταση της έκθεσής τους, καθώς και το γεγονός ότι η έκθεση αυτή αντιστοιχεί σε μικρότερο ποσοστό των συνολικών κεφαλαίων των εν λόγω ιδρυμάτων, ιδίως όταν αναφερόμαστε στην έκθεση μεγάλων διεθνών τραπεζών στο χρέος μικρών χωρών. Εντούτοις, ακόμα και αυτής της μορφής η έκθεση μπορεί να είναι επικίνδυνη, ιδίως στις περιπτώσεις χωρών με πολύ υψηλό δημόσιο χρέος, όπως η Ισπανία και η Ιταλία. Στις υπόλοιπες σελίδες της Ενότητας 6.3, θα αναλυθούν τα διαθέσιμα στοιχεία για την άμεση έκθεση ξένων τραπεζικών ιδρυμάτων στο δημόσιο χρέος των κρατών-μελών της ευρωζώνης που βρίσκονται αντιμέτωπα με μια επικίνδυνη κρίση δανεισμού, δίνοντας έμφαση στα τραπεζικά συστήματα των μεγάλων ευρωπαϊκών χωρών τα οποία είναι και περισσότερο εκτεθειμένα στο χρέος αυτό.[26]

Ξεκινώντας και πάλι από την Ελλάδα, η συνολική έκθεση ξένων τραπεζών στο ελληνικό δημόσιο χρέος ανήλθε τον Μάρτιο του 2011 σε 45 δισ. δολάρια, εκ των οποίων το 95,3%, δηλαδή 42,9 δισ. δολάρια, ήταν στην κατοχή ευρωπαϊκών τραπεζών. Τον Ιούνιο του 2010 η συνολική αυτή έκθεση ανερχόταν σε 65 δισ. δολάρια, έχει καταγράψει δηλαδή μια εντυπωσιακή μείωση της τάξης του 30,7% μέσα σε εννέα μόλις μήνες. Στο Διάγραμμα 23 απεικονίζεται η κατανομή αυτού του τμήματος του ελληνικού δημόσιου χρέους μεταξύ των κυριότερων εθνικών

26. Όλα τα παρακάτω στοιχεία προέρχονται από την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών και αναφέρονται στον Μάρτιο του 2011 (BIS, 2011a).

Διάγραμμα 23: Έκθεση ξένων τραπεζών στον ελληνικό δημόσιο τομέα

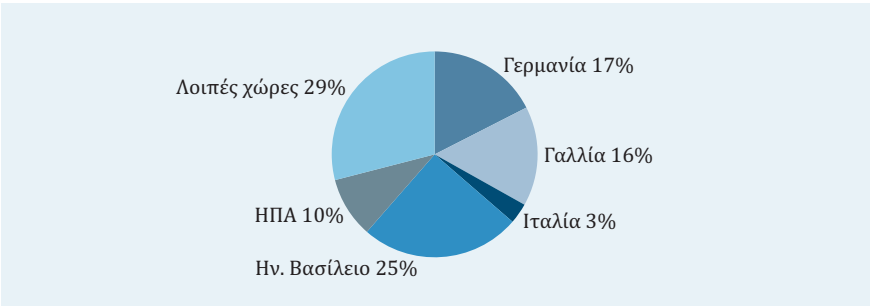


Πηγή: Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (BIS)

τραπεζικών συστημάτων. Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα, η εν λόγω κατανομή είναι αρκετά πυκνή, καθώς το 61% του δημόσιου χρέους που βρίσκεται στα χέρια ξένων τραπεζών περιορίζεται στα τραπεζικά συστήματα δύο μόλις χωρών, της Γαλλίας και της Γερμανίας, με τις γερμανικές τράπεζες να διακρατούν ελληνικά ομόλογα ύψους 14,1 δισ. δολαρίων και την έκθεση των γαλλικών τραπεζών να ανέρχεται στα 13,4 δισ. δολάρια. Το τρίτο τη τάξει τραπεζικό σύστημα ως προς την έκθεσή του σε ομόλογα του ελληνικού δημοσίου είναι το βρετανικό, του οποίου όμως η έκθεση ανέρχεται στο σχετικά ασήμαντο ποσό των 3,9 δισ. δολαρίων.

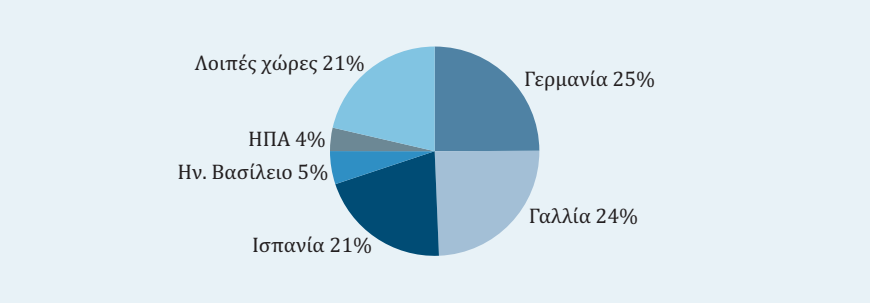
Στην περίπτωση της Ιρλανδίας, η έκθεση των ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων είναι ουσιαστικά ασήμαντη, όπως ασήμαντο ήταν στην πραγματικότητα και το ίδιο το ιρλανδικό δημόσιο χρέος πριν την ανάληψη των ζημιών του εγχώριου τραπεζικού συστήματος από την κυβέρνηση της χώρας. Η συνολική έκθεση των ξένων τραπεζών στο ιρλανδικό δημόσιο χρέος ανέρχεται, σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών, σε μόλις 18,2 δισ. δολάρια, από 22,2 δισ. τον Ιούνιο του 2010, με τις ευρωπαϊκές τράπεζες να έχουν στα λογιστικά τους βιβλία το 79,6% του παραπάνω ποσού, δηλαδή 14,5 δισ. δολάρια. Για ευνόητους λόγους, τη μεγαλύτερη έκθεση, ίση με 4,6 δισ. δολάρια, παρουσιάζουν οι τράπεζες του Ηνωμένου Βασιλείου, ενώ η έκθεση των γερμανικών και των γαλλικών τραπεζών ανέρχεται σε 3,2 και 2,8 δισ. δολάρια αντίστοιχα. Η έκθεση των λοιπών εθνικών ευρωπαϊκών τραπεζικών συστημάτων είναι κατ' ουσίαν ανύπαρκτη, ενώ τα αμερικανικά πιστωτικά ιδρύματα είναι εκτεθειμένα σε ιρλανδικά ομόλογα αμελητέας, σε σχέση με το μέγεθος των κεφαλαίων τους, αξίας.

Διάγραμμα 24: Έκθεση ξένων τραπεζών στον ιρλανδικό δημόσιο τομέα



Πηγή: BIS

Διάγραμμα 25: Έκθεση ξένων τραπεζών στον πορτογαλικό δημόσιο τομέα



Πηγή: BIS

Η έκθεση στο πορτογαλικό χρέος είναι σαφέστατα υψηλότερη, καθώς τα σχετικά νούμερα προσομοιάζουν περισσότερο στην ελληνική παρά στην ιρλανδική περίπτωση, ενώ πιο ανησυχητική για το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα είναι και η κατανομή της έκθεσης αυτής μεταξύ των τραπεζικών συστημάτων της ευρωζώνης.

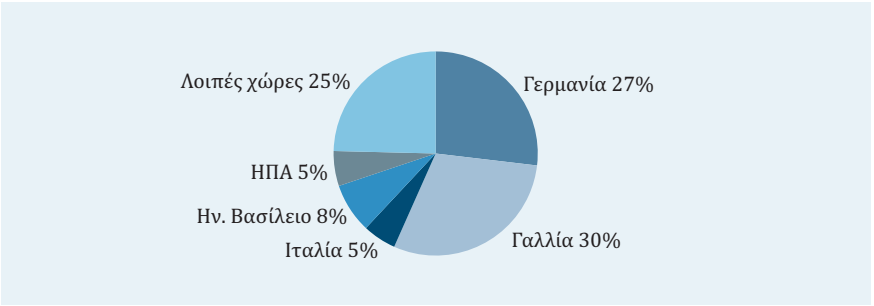
Η έκθεση των ευρωπαϊκών τραπεζών διαμορφώνεται τον Μάρτιο του 2011 στα 32,9 δισ. δολάρια, αποτελώντας το 92,3% της συνολικής έκθεσης ξένων –μη πορτογαλικών– πιστωτικών ιδρυμάτων στο χρέος της χώρας, έχοντας μειωθεί κατά 19,7% κατά το προηγούμενο εννεάμηνο. Οι γερμανικές και γαλλικές τράπεζες αποτελούν, όπως και στην περίπτωση της Ελλάδας, τους κύριους κατόχους του πορτογαλικού χρέους, αυτό όμως που διαφοροποιεί και καθιστά πιο επικίνδυνη την πορτογαλική περίπτωση είναι η ευρεία έκθεση των ισπανικών τραπεζών. Οι τελευταίες κατέχουν το ένα πέμπτο του συνολικού πορτογαλικού χρέους

που διακρατείται από ξένα πιστωτικά ιδρύματα, έχοντας στα χέρια τους τίτλους της γειτονικής τους χώρας συνολικής αξίας 7,2 δισ. δολαρίων, ελάχιστα μικρότερης της αντίστοιχης αξίας των πορτογαλικών τίτλων που φυλάσσονται σε γαλλικά και γερμανικά θησαυροφυλάκια. Το ποσό αυτό καθαυτό δεν είναι φυσικά σημαντικό και σε καμία περίπτωση ικανό να δημιουργήσει από μόνο του εκτεταμένα προβλήματα στο ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα, αποτελεί όμως απλώς την κορυφή του παγόβουνου για ένα τραπεζικό σύστημα –το ισπανικό– το οποίο έχει πληγεί ανεπανόρθωτα από την κατάρρευση της εγχώριας αγοράς ακινήτων χωρίς να έχει ακόμα ανακεφαλαιοποιηθεί επαρκώς.

Φυσικά, οποιαδήποτε παράθεση στοιχείων περί της άμεσης έκθεσης ξένων τραπεζών στο χρέος χωρών που αντιμετωπίζουν κρίση δανεισμού θα ήταν λειψή και μάλλον επουσιώδης εάν περιοριζόταν στις παραπάνω χώρες. Αν και αυτές είναι οι χώρες που έχουν μέχρι στιγμής πληγεί στον μεγαλύτερο βαθμό από την κρίση, οι συγκεκριμένες αγορές χρέους είναι μάλλον περιορισμένες και τα εμπλεκόμενα ποσά μάλλον μικρά σε σχέση με τα μεγέθη του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος. Είναι βέβαια γεγονός ότι από τη στιγμή που οι μεγαλύτερες ευρωπαϊκές τράπεζες, όπως και οι ισπανικές, δεν έχουν ανακεφαλαιοποιηθεί ουσιωδώς μετά την κρίση του 2007-2008, ακόμα και αυτά τα σχετικά μικρά ποσά μπορούν εύκολα να αποτελέσουν τη σπίθα η οποία θα αναφλέξει ολόκληρη την μπαρουταποθήκη. Είναι όμως επίσης προφανές ότι η έκθεση των ξένων τραπεζών στις παραπάνω χώρες έχει μειωθεί δραστικά, σε μεγάλο βαθμό χάρη στις παρεμβάσεις της ΕΚΤ στις δευτερογενείς αγορές, καθώς και ότι, ακόμα και αν εξελιχθεί το πλέον καταστροφικό σενάριο, τα εναπομείναντα ποσά μπορούν να καλυφθούν εύκολα από τις κυβερνήσεις των μεγάλων ευρωπαϊκών χωρών, αρκεί βεβαίως να υπάρχει η αντίστοιχη πολιτική βούληση. Επιπλέον, στα πλαίσια της παρούσας ενότητας, η έμφαση είναι στραμμένη αποκλειστικά στην αρνητική επίδραση του υψηλού δημόσιου χρέους στο τραπεζικό σύστημα και όχι στα οποιαδήποτε άλλα, αναμφίβολα υπαρκτά και μάλλον ακόμα μεγαλύτερα, προβλήματα των ευρωπαϊκών τραπεζών.

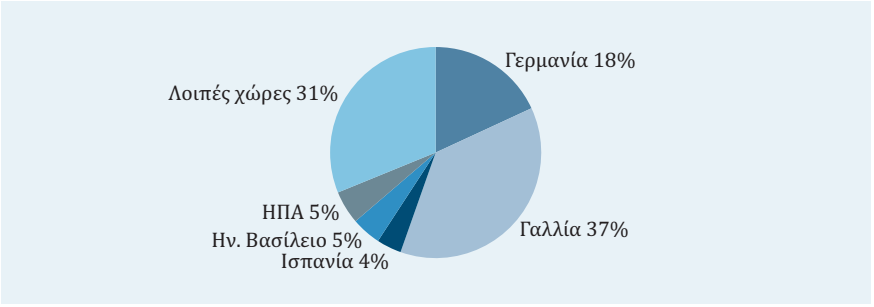
Στις περιπτώσεις της Ισπανίας, σε μικρότερο βαθμό, και της Ιταλίας, κατά κύριο λόγο, οι παραπάνω επιφυλάξεις σε σχέση με το μέγεθος του προβλήματος το οποίο μπορεί να προκύψει μέσω της άμεσης έκθεσης των ξένων τραπεζών έχουν σαφώς μικρότερη ισχύ. Τα μεγέθη εδώ είναι σημαντικά σε απόλυτα νούμερα και δεν μπορούν να θεωρηθούν αμελητέα σε σχέση με το μέγεθος των εν λόγω τραπεζών.

Διάγραμμα 26: Έκθεση ξένων τραπεζών στον ισπανικό δημόσιο τομέα



Πηγή: BIS

Διάγραμμα 27: Έκθεση ξένων τραπεζών στον ιταλικό δημόσιο τομέα



Πηγή: BIS

Το συνολικό ισπανικό χρέος το οποίο κατέχεται από ξένες τράπεζες είναι ίσο με 109,4 δισ. δολάρια, με τις ευρωπαϊκές τράπεζες να συμμετέχουν στο ποσό αυτό κατά 82,5%, να διακρατούν δηλαδή 90,3 δισ. δολάρια κρατικού χρέους. Οι γαλλικές και οι γερμανικές τράπεζες κατέχουν το μεγαλύτερο μέρος του χρέους αυτού, με την έκθεσή τους να ανέρχεται σε 32,6 και 29,4 δισ. δολάρια αντιστοίχως.

Ακόμα και το ισπανικό χρέος, όμως, η έκθεση στο οποίο έχει μειωθεί ελάχιστα σε σχέση με τον Ιούνιο του 2010, δεν μπορεί να συγκριθεί, από άποψη μεγέθους και συνεπαγόμενης επικινδυνότητας, με το ιταλικό. Συνολικά, 281,6 δισ. δολάρια ιταλικού χρέους βρίσκονται διασκορπισμένα στο διεθνές –πλην Ιταλίας– τραπεζικό σύστημα, με τα 233,5 εξ αυτών, δηλαδή το 82,9%, να παραμένουν εντός της ευρωπαϊκής ηπείρου. Το ποσό αυτό είναι μειωμένο κατά το ένα πέμπτο σε σχέση με τα περίπου 350 δισ. δολάρια ιταλικού χρέους τα οποία κατείχαν ξένα πιστω-

τικά ιδρύματα τον Ιούνιο του 2010, βρίσκεται όμως ακόμα σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα. Εξαιρετικά μεγάλη κι επικίνδυνη είναι η συμμετοχή των γαλλικών τραπεζών, οι οποίες κατέχουν άνω του ενός τρίτου του ιταλικού χρέους που κατέχεται από ξένες τράπεζες, με το απόλυτο ποσό να ανέρχεται σε 105 δισ. δολάρια, ποσό σχεδόν διπλάσιο από την άμεση έκθεση των γαλλικών τραπεζών στο δημόσιο χρέος και των τεσσάρων προαναφερθέντων κρατών μαζί. Το ποσοστό συμμετοχής των γερμανικών τραπεζών είναι μεν σχετικά περιορισμένο, σε απόλυτα όμως νούμερα αγγίζει τα 51 δισ. δολάρια, σχεδόν το ήμισυ της συνολικής έκθεσης των γερμανικών τραπεζών στο δημόσιο χρέος των πέντε χωρών των οποίων τα στοιχεία παρουσιάστηκαν. Ως αποτέλεσμα του μεγέθους της αγοράς χρέους της, η Ιταλία διαφοροποιεί σημαντικά το βαθμό επικινδυνότητας τον οποίον η άμεση έκθεση στο χρέος των περιφερειακών ευρωπαϊκών οικονομιών συνεπάγεται. Με την προσθήκη της, τα μέχρι πρότινος μικρά ποσά αυξάνονται δραματικά και το όλο ζήτημα μετατρέπεται σε μείζονα κίνδυνο για τη σταθερότητα του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Συνολικά, συμπεριλαμβάνοντας και την Ιταλία, η έκθεση των γαλλικών και των γερμανικών τραπεζών στο δημόσιο χρέος χωρών οι οποίες βρίσκονται σε κρίση ανέρχεται σε 162,5 και 106,4 δισ. δολάρια αντίστοιχα, ποσά τα οποία ίσως να αποτελούν τα ίδια ένα σημαντικό τμήμα της ευρωπαϊκής μπαρουταποθήκης και όχι απλά τη σπίθα που κινδυνεύει να την τινάξει στον αέρα.

6.4 Έμμεση έκθεση

Ως έμμεση έκθεση του τραπεζικού συστήματος στο δημόσιο χρέος μιας χώρας ορίζουμε γενικά την έκθεση αυτή η οποία είναι ανεξάρτητη της κατοχής ομολογιακών ή άλλων τίτλων κρατικού χρέους. Στην Ενότητα 6.4, θα παρατεθούν και θα σχολιαστούν τα πλέον πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία σε σχέση με δύο μορφές έκθεσης του ξένου τραπεζικού συστήματος, εκ των οποίων μόνο η μία μπορεί να αποκληθεί έμμεση στη βάση του παραπάνω ορισμού. Η έτερη μορφή έκθεσης που θα συζητηθεί μπορεί να ονομαστεί έμμεση μόνο καταχρηστικά, καθώς δεν αποτελεί έκθεση στο δημόσιο χρέος υπό τη στενή έννοια του όρου. Ανήκει όμως ουσιαστικά στην ίδια ακριβώς κατηγορία και ως τέτοια θα αντιμετωπιστεί στη συνέχεια.

Το τι σημαίνει έμμεση έκθεση πιστωτικών ιδρυμάτων στο δημόσιο χρέος μιας χώρας με τη στενή έννοια του όρου είναι μάλλον σαφές. Μία τράπεζα μπορεί να

μην κατέχει ούτε ένα ευρώ δημόσιου χρέους κάποιας εν κρίσει ευρισκόμενης χώρας, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι η εν λόγω κρίση δεν την αφορά ή ότι δεν είναι σε θέση να την απειλήσει. Οι τράπεζες είναι κατά κανόνα –πόσο μάλλον σε ένα περιβάλλον όπως αυτό της ΕΕ, το οποίο χαρακτηρίζεται από ισχυρές διασυνδέσεις μεταξύ των εθνικών οικονομιών– εκτεθειμένες όχι μόνο στο δημόσιο χρέος άλλων χωρών, αλλά και στο χρηματοπιστωτικό τους σύστημα. Από τη στιγμή που αυτό το εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι σοβαρά εκτεθειμένο στο δημόσιο χρέος της χώρας που το φιλοξενεί, όπως πράγματι ισχύει στην περίπτωση των κρατών-μελών της ευρωζώνης, η άμεση έκθεση του ξένου τραπεζικού συστήματος στο εγχώριο τραπεζικό, ή γενικότερα χρηματοπιστωτικό, σύστημα αποτελεί αυτομάτως και έμμεση έκθεσή του στο εγχώριο δημόσιο χρέος. Η κρίση χρέους μιας χώρας αποτελεί απειλή για μια ξένη τράπεζα όχι μόνο στο βαθμό που η τράπεζα διακρατά ομολογίες του δημόσιου τομέα της χώρας αυτής, αλλά και στο βαθμό στον οποίον έχει σημαντικές τοποθετήσεις στον τραπεζικό τομέα της εν λόγω χώρας, ο οποίος θα πληγεί οξύτατα από τη συγκεκριμένη κρίση χρέους. Οι τοποθετήσεις μπορεί να αναφέρονται σε ομόλογα τα οποία έχουν εκδώσει οι τράπεζες της χώρας η οποία πλήττεται από την κρίση χρέους, ή σε συμμετοχές στο μετοχικό κεφάλαιο των τραπεζών αυτών, ή σε δάνεια τα οποία έχουν δοθεί στις τράπεζες αυτές μέσω της διατραπεζικής αγοράς, ή σε οτιδήποτε άλλο μπορεί να συνέχει τα δύο τραπεζικά συστήματα, υπό την έννοια ότι η ενδεχόμενη κρίση του ενός θα μεταδοθεί μολυσματικά και στο άλλο.

Σε σχέση με την άμεση έκθεση στην οποία εστίαζε η Ενότητα 6.3, η έμμεση έκθεση είναι μάλλον απειλητικότερη για δύο λόγους. Ο πρώτος λόγος είναι ότι όσον αφορά τη συγκεκριμένη μορφή έκθεσης, τα στοιχεία δεν μπορεί ποτέ να είναι απολύτως ξεκάθαρα. Σε κάποιον βαθμό αυτό ισχύει και για την άμεση κατοχή ομολόγων. Είναι γνωστό, για παράδειγμα, ότι πριν τα stress tests που έλαβαν χώρα το καλοκαίρι του 2010 δεν υπήρχε σχεδόν καμία αξιόπιστη πληροφόρηση για την έκθεση των μεγάλων ευρωπαϊκών τραπεζών στο ελληνικό χρέος,[27] με τις διεθνείς αγορές να κινούνται σχεδόν αποκλειστικά στη βάση εικασιών αμφίβολης αξιοπιστίας και φημών ακόμα πιο αμφίβολης ανιδιοτέλειας. Εντούτοις, η πολυπλοκότητα των δύο ζητημάτων δεν μπορεί ποτέ να είναι η ίδια. Σε μια άκρως διεθνοποιημένη οικονομία σαν την ευρωζώνη, η οποία λειτουργεί στα

27. Βλ. Blundell-Wignall and Slovik (2010).

πλαίσια μιας νομισματικά και τελωνειακά ενιαίας περιοχής και εντός της οποίας η κίνηση των κεφαλαίων δεν αντιμετωπίζει σχεδόν κανέναν περιορισμό, η διασύνδεση μεταξύ των εθνικών τραπεζικών συστημάτων μπορεί να πάρει άπειρες μορφές, δημιουργώντας ένα πολύπλοκο κουβάρι το οποίο είναι μάλλον αδύνατο να ξετυλιχτεί. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι η ίδια η ιδέα της επ' άπειρον μεταδιδόμενης μόλυνσης ως αποτέλεσμα μορφών έμμεσης έκθεσης στο χρέος μιας και μόνο χώρας είναι πολύ απειλητικότερη από τη σαφέστερη και πιο περιορισμένη άμεση έκθεση. Το ζήτημα εδώ δεν έχει να κάνει τόσο με το μέγεθος των εμπλεκομένων ποσών, αλλά με την ίδια τη διαδικασία της μόλυνσης, η οποία στα πλαίσια ενός συστήματος με τα χαρακτηριστικά της ευρωζώνης μπορεί να διαδοθεί με αστραπιαία ταχύτητα και να προκαλέσει δυσανάλογες ζημίες. Επιπλέον, είναι μάλλον προφανές το πώς οι μορφές άμεσης και έμμεσης έκθεσης στο δημόσιο χρέος κάποιας χώρας θα αλληλενεργούσαν στην περίπτωση που ξεκινούσε μία τέτοια διαδικασία.

Η δεύτερη μορφή έμμεσης έκθεσης, αυτή δηλαδή η οποία δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως τέτοια επακριβώς, είναι η έκθεση των ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα των χωρών οι οποίες τελούν υπό καθεστώς κρίσης χρέους. Ο λόγος για τον οποίον ο όρος έμμεση έκθεση είναι στη συγκεκριμένη περίπτωση λίγο καταχρηστικός είναι ότι δεν πρόκειται περί πραγματικής έκθεσης στο δημόσιο χρέος των εν λόγω χωρών. Πρόκειται μάλλον περί της γενικότερης έκθεσης των ξένων τραπεζών στην οικονομία η οποία πλήττεται από την κρίση χρέους. Η εν λόγω έκθεση δεν έχει καμία σχέση με την, άμεση ή έμμεση, κατοχή κρατικών τίτλων χρέους, όμως η απειλή την οποία ενσαρκώνει αποτελεί άμεση συνέπεια της κρίσης χρέους αφενός και της διασύνδεσης μεταξύ διαφορετικών εθνικών οικονομιών αφετέρου. Αποτελεί επίσης τον μεγαλύτερο ίσως κίνδυνο, παρά το γεγονός ότι η ύπαρξη και η έκτασή της συνήθως παραβλέπονται προς όφελος της πιο άμεσης έκθεσης, η οποία παίρνει τη μορφή κατοχής ομολόγων. Αποτελεί τέλος τον σημαντικότερο λόγο για τον οποίον οι συχνά επαναλαμβανόμενες το τελευταίο διάστημα θεωρήσεις περί χρηματοπιστωτικής απομόνωσης των πληγέντων κρατών, ούτως ώστε τα προβλήματά τους να μην μεταδοθούν στις ακόμα υγιείς οικονομίες της ευρωζώνης, συνιστούν μάλλον ασκήσεις επί χάρτου παρά σοβαρές προσπάθειες ανάλυσης και αντιμετώπισης της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους.

Αν και δεν έχει μέχρι στιγμής διατυπωθεί ρητά, θα πρέπει να είναι προφανές

ότι και οι δύο μορφές έμμεσης έκθεσης οι οποίες θα αναλυθούν εδώ αφορούν κατά κύριο λόγο το μη εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Η έκθεση σε άλλες τράπεζες που κατέχουν κρατικούς τίτλους χρέους αποτελεί μάλλον δευτερεύον ζήτημα για τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα, τα οποία ούτως ή άλλως κατέχουν το μεγαλύτερο τμήμα του χρέους αυτού – ενώ η γενικότερη έκθεση στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα της εγχώριας οικονομίας αποτελεί απλώς το βασικό αντικείμενο της οικονομικής δραστηριότητας του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Στην περίπτωση των ξένων τραπεζών, τα πράγματα είναι προφανώς διαφορετικά. Η έμμεση έκθεση των ιδρυμάτων αυτών δεν είναι καθόλου δεδομένη, ή μάλλον δεν είναι καθόλου δεδομένο ότι η έκθεση αυτή θα είναι αρκετά ισχυρή για να οδηγήσει σε σημαντικά φαινόμενα μόλυνσης του διεθνούς τραπεζικού συστήματος λόγω της κρίσης χρέους κάποιων μεμονωμένων χωρών. Εάν πράγματι δεν είναι τόσο ισχυρή, τότε η άμεση έκθεση μπορεί θεωρητικά να περιοριστεί εύκολα –με κάποιες επιφυλάξεις όσον αφορά περιπτώσεις σαν της Ιταλίας– και η προαναφερθείσα θεώρηση περί χρηματοπιστωτικής απομόνωσης ίσως και να είναι σε θέση να λειτουργήσει. Στην αντίθετη όμως περίπτωση, η έμμεση έκθεση μπορεί να αναδειχθεί σε πραγματικό κουτί της Πανδώρας για το ξένο τραπεζικό σύστημα, παρά τη δευτερεύουσα σημασία της για το εγχώριο.

Στη συνέχεια θα παρουσιαστούν τα πλέον πρόσφατα στοιχεία για την έκθεση των ξένων τραπεζών στον χρηματοπιστωτικό και στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα των πέντε κρατών-μελών της ευρωζώνης που έχουν κατά κύριο λόγο πληγεί από την κρίση χρέους. Αρχικά θα παρουσιαστούν τα συνολικά στοιχεία, καθώς και η μεταβολή τους μεταξύ Ιουνίου 2010 και Μαρτίου 2011,[28] ενώ κατόπιν θα παρουσιαστούν τα στοιχεία για την έκθεση συγκεκριμένων εθνικών τραπεζικών συστημάτων. Τα συνολικά στοιχεία για την έκθεση στην ελληνική οικονομία δίνονται στον Πίνακα 9. Στον πίνακα αυτόν, όπως και σε εκείνους που θα ακολουθήσουν για τις υπόλοιπες χώρες, δίνονται, για λόγους ολοκληρωμένης παρουσίασης, και τα στοιχεία για την έκθεση στο δημόσιο χρέος τα οποία συζητήθηκαν στην Ενότητα 6.3. Επίσης, για λόγους σύγκρισης, τα περί έκθεσης στοιχεία δίνονται τόσο σε immediate borrower basis όσο και σε ultimate risk basis, αν και η δεύτερη κατηγορία είναι σαφώς πιο σημαντική.

28. Τα στοιχεία για τον Ιούνιο του 2010 και τον Μάρτιο του 2011 έχουν αντληθεί από τις τριμηνιαίες εκθέσεις της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών του Δεκεμβρίου 2010 και του Σεπτεμβρίου 2011 αντίστοιχα (BIS, 2010 και 2011a).

Πίνακας 9: Έκθεση ξένων τραπεζών στην ελληνική οικονομία (BIS consolidated statistics)

	Ιούνιος 2010		Μάρτιος 2011		Δ %
	(εκατ. $)	%	(εκατ. $)	%	
έκθεση ανά τομέα (i.b.b.)					
Χρηματοπιστωτικός τομέας	30.650	24,29%	20.209	18,56%	-34,07%
Μη χρηματοπιστωτικός τομέας	31.299	24,81%	29.383	26,99%	-6,12%
Δημόσιος τομέας	64.217	50,90%	59.275	54,45%	-7,70%
έκθεση ανά τομέα (u.r.b.)					
Χρηματοπιστωτικός τομέας	12.322	7,87%	11.024	7,97%	-10,53%
Μη χρηματοπιστωτικός τομέας	79.225	50,61%	82.226	59,48%	3,79%
Δημόσιος τομέας	64.987	41,52%	45.001	32,55%	-30,75%
χρονική διάρκεια ομολόγων					
έως 1 έτος	34.919	35,39%	32.080	36,39%	-8,13%
από 1 έως 2 έτη	5.277	5,35%	4.264	4,84%	-19,20%
άνω των 2 ετών	58.473	59,26%	51.817	58,78%	-11,38%

Πηγή: BIS

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 9, ενώ η πρώτη μορφή έμμεσης έκθεσης, η έκθεση δηλαδή στον ελληνικό χρηματοπιστωτικό τομέα, είναι μάλλον ασήμαντη και σίγουρα πολύ μικρότερη από την έκθεση στο δημόσιο χρέος της χώρας, η δεύτερη μορφή έμμεσης έκθεσης, η αναφερόμενη δηλαδή στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα της ελληνικής οικονομίας, είναι πολύ πιο σημαντική. Επιπλέον, ενώ η έκθεση των ξένων τραπεζών τόσο στον δημόσιο όσο και στον χρηματοπιστωτικό τομέα μειώθηκε σημαντικά μεταξύ Ιουνίου του 2010 και Μαρτίου του 2011, η έκθεση στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα παρουσίασε μία, έστω μικρή, αύξηση, με αποτέλεσμα να συνιστά πλέον σχεδόν το 60% της συνολικής έκθεσης του ξένου τραπεζικού συστήματος στην ελληνική οικονομία. Η συνολική έκθεση στην ελληνική οικονομία έχει πράγματι μειωθεί, ανέρχεται όμως ακόμα σε επίπεδα υψηλότερα του 60% του ελληνικού ΑΕΠ, ενώ η σχέση μεταξύ των βραχυπρόθεσμων και των μακροπρόθεσμων ομολογιών που βρίσκονται στα χέρια ξένων τραπεζών έχει παραμείνει ουσιαστικά αμετάβλητη στο σύνολο της οικονομίας.

Τα αντίστοιχα στοιχεία για την ιρλανδική οικονομία παρουσιάζονται στον

Πίνακας 10: Έκθεση ξένων τραπεζών στην ιρλανδική οικονομία (BIS consolidated statistics)

	Ιούνιος 2010		Μάρτιος 2011		Δ %
	(εκατ. $)	%	(εκατ. $)	%	
έκθεση ανά τομέα (i.b.b.)					
Χρηματοπιστωτικός τομέας	262.725	45,12%	166.674	32,03%	-36,56%
Μη χρηματοπιστωτικός τομέας	301.846	51,84%	340.786	65,50%	12,90%
Δημόσιος τομέας	17.747	3,05%	12.832	2,47%	-27,69%
έκθεση ανά τομέα (u.r.b.)					
Χρηματοπιστωτικός τομέας	145.671	28,21%	78.905	16,72%	-45,83%
Μη χρηματοπιστωτικός τομέας	348.471	67,48%	374.701	79,41%	7,53%
Δημόσιος τομέας	22.248	4,31%	18.248	3,87%	-17,98%
χρονική διάρκεια ομολόγων					
έως 1 έτος	291.427	59,54%	212.869	48,74%	-26,96%
από 1 έως 2 έτη	19.190	3,92%	22.065	5,05%	14,98%
άνω των 2 ετών	178.860	36,54%	201.796	46,21%	12,82%

Πηγή: BIS

Πίνακα 10, με το πλέον εντυπωσιακό εξ αυτών, αν και μάλλον αναμενόμενο, να είναι η εξαιρετικά μεγάλη έκθεση των ξένων τραπεζών στον ιρλανδικό ιδιωτικό τομέα.

Η έκθεση αυτή υπερβαίνει το 95% της συνολικής έκθεσης ξένων τραπεζών στην ιρλανδική οικονομία, αν και η κατανομή μεταξύ χρηματοπιστωτικού και μη χρηματοπιστωτικού τομέα μετεβλήθη δραματικά μεταξύ του καλοκαιριού του 2010 και της άνοιξης του 2011. Η έκθεση στον ιρλανδικό χρηματοπιστωτικό τομέα μειώθηκε περίπου κατά το ήμισυ μέσα σε εννέα μόλις μήνες, για να φτάσει να αποτελεί μόλις το 16,7%, από 28,2%, της συνολικής έκθεσης στην ιρλανδική οικονομία. Αντιθέτως, η έκθεση στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα της χώρας παρουσίασε μια μάλλον σημαντική αύξηση της τάξης του 7,5% και ανέρχεται πλέον στο τρομακτικά υψηλό επίπεδο των 375 δισ. δολαρίων, επίπεδο υπερδιπλάσιο του ιρλανδικού ΑΕΠ, ενώ συνιστά πλέον τα τέσσερα πέμπτα της συνολικής έκθεσης ξένων τραπεζών στην οικονομία της χώρας. Σε αντίθεση δε με την περίπτωση της Ελλάδας, αυτή η μεταβολή υπέρ της συμμετοχής του μη χρηματοπι-

Πίνακας 11: Έκθεση ξένων τραπεζών στην πορτογαλική οικονομία (BIS consolidated statistics)

	Ιούνιος 2010		Μάρτιος 2011		Δ %
	(εκατ. $)	%	(εκατ. $)	%	
έκθεση ανά τομέα (i.b.b.)					
Χρηματοπιστωτικός τομέας	72.514	49,72%	61.690	47,94%	-14,93%
Μη χρηματοπιστωτικός τομέας	39.083	26,80%	36.098	28,05%	-7,64%
Δημόσιος τομέας	34.261	23,49%	30.902	24,01%	-9,80%
έκθεση ανά τομέα (u.r.b.)					
Χρηματοπιστωτικός τομέας	53.203	25,12%	43.848	20,62%	-17,58%
Μη χρηματοπιστωτικός τομέας	114.618	54,12%	133.554	62,80%	16,52%
Δημόσιος τομέας	43.959	20,76%	35.279	16,59%	-19,75%
χρονική διάρκεια ομολόγων					
έως 1 έτος	44.431	37,08%	45.022	44,42%	1,33%
από 1 έως 2 έτη	8.783	7,33%	8.022	7,91%	-8,66%
άνω των 2 ετών	66.613	55,59%	48.319	47,67%	-27,46%

Πηγή: BIS

στωτικού τομέα συνοδεύτηκε και από την αισθητή διαφοροποίηση της χρονικής διάρθρωσης των διακρατούμενων ομολογιών, με το 46,2% των ομολόγων να είναι πλέον υπερδιετούς χρονικής διάρκειας και με μια χαρακτηριστική μείωση, σε απόλυτους όσο και σε σχετικούς όρους, των ομολόγων με διάρκεια μικρότερη των δώδεκα μηνών.

Όσον αφορά την Πορτογαλία, η έκθεση στον χρηματοπιστωτικό της τομέα διαμορφώνεται στα 43,8 δισ. δολάρια, μειωμένη κατά 17,6% σε σχέση με τον Ιούνιο του 2010, ενώ η έκθεση στον μη χρηματοπιστωτικό της τομέα κινείται και εδώ αντίστροφα, παρουσιάζοντας σημαντική αύξηση, κατά το ίδιο χρονικό διάστημα, της τάξης του 16,5% και ανερχόμενη πλέον σε 133,5 δισ. δολάρια, ήτοι σε περισσότερο από 60% της συνολικής έκθεσης στην πορτογαλική οικονομία.

Στην Πορτογαλία, η μεταβολή της έκθεσης στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα της χώρας βρίσκεται κάπου στο ενδιάμεσο μεταξύ της μάλλον μικρής τέτοιας μεταβολής στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας και της δραστικής μεταβολής που έλαβε χώρα στην Ιρλανδία. Το ίδιο ισχύει και ως προς τη συμμετοχή

Πίνακας 12: Έκθεση ξένων τραπεζών στην ισπανική οικονομία (BIS consolidated statistics)

	Ιούνιος 2010		Μάρτιος 2011		Δ %
	(εκατ. $)	%	(εκατ. $)	%	
έκθεση ανά τομέα (i.b.b.)					
Χρηματοπιστωτικός τομέας	363.656	55,95%	326.010	50,66%	-10,35%
Μη χρηματοπιστωτικός τομέας	193.853	29,82%	216.822	33,70%	11,85%
Δημόσιος τομέας	92.485	14,23%	100.639	15,64%	8,82%
έκθεση ανά τομέα (u.r.b.)					
Χρηματοπιστωτικός τομέας	255.323	35,17%	216.699	29,85%	-15,13%
Μη χρηματοπιστωτικός τομέας	359.536	49,52%	399.918	55,09%	11,23%
Δημόσιος τομέας	111.199	15,32%	109.370	15,07%	-1,64%
χρονική διάρκεια ομολόγων					
έως 1 έτος	214.909	43,28%	243.478	49,43%	13,29%
από 1 έως 2 έτη	47.600	9,59%	39.275	7,97%	-17,49%
άνω των 2 ετών	234.006	47,13%	209.854	42,60%	-10,32%

Πηγή: BIS

του δημόσιου τομέα στη συνολική έκθεση των ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων, η οποία ανέρχεται στην Πορτογαλία στο 16,6%, ενώ βρίσκεται περίπου στο ένα τρίτο για την ελληνική οικονομία και σε ποσοστό μικρότερο από το ένα εικοστό για την ιρλανδική. Χαρακτηριστικό της πορτογαλικής περίπτωσης είναι το γεγονός ότι μεταξύ Ιουνίου του 2010 και Μαρτίου του 2011 η συνολική έκθεση στην οικονομία της χώρας δεν μειώθηκε, καθώς η μείωση της έκθεσης σε δημόσιο και χρηματοπιστωτικό τομέα υπερκαλύφθηκε από τη σημαντική αύξηση που παρουσιάστηκε στον μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα. Η διακράτηση ομολόγων πράγματι μειώθηκε, καθώς αφορά κατά κύριο λόγο τον δημόσιο και τον χρηματοπιστωτικό τομέα, με τη μείωση να αφορά σχεδόν εξ ολοκλήρου τα μακροχρόνια ομόλογα, κάτι που οδήγησε σε σημαντική μεταβολή της δομής του διακρατούμενου από ξένες τράπεζες ομολογιακού χρέους της χώρας υπέρ των βραχυπρόθεσμων τίτλων.

Παρόμοια με τα πορτογαλικά είναι και τα στοιχεία περί της έκθεσης του ξένου τραπεζικού συστήματος στην ισπανική οικονομία, με την προφανή φυσικά

διαφορά του σχετικού μεγέθους και της επικινδυνότητας που αυτό συνεπάγεται. Όπως στην Πορτογαλία, έτσι και στην Ισπανία η συνολική έκθεση δεν μετεβλήθη σημαντικά, αν και η κατανομή της έκθεσης αυτής μεταξύ των διαφόρων τομέων της οικονομίας διαφοροποιήθηκε, με τον μη χρηματοπιστωτικό τομέα να αυξάνει σημαντικά το σχετικό, αλλά και το απόλυτο, ειδικό του βάρος. Σε αντίθεση με την πορτογαλική περίπτωση, η έκθεση στον δημόσιο τομέα της Ισπανίας παραμένει σταθερή, αν και είναι βέβαιο ότι θα έχει μειωθεί σημαντικά από τον Μάρτιο του 2011, καθώς η μεγάλη αναταραχή στη δευτερογενή αγορά του ισπανικού χρέους ξεκίνησε το καλοκαίρι και ιδίως μετά τη συμφωνία της 21ης Ιουλίου. Σταθερός παρέμεινε κατά το εξεταζόμενο διάστημα και ο όγκος των ισπανικής προέλευσης ομολόγων, καθώς η σημαντική αύξηση του όγκου των βραχυπρόθεσμων ομολόγων υποκατέστησε τους μεσοπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους τίτλους τους οποίους οι ξένες τράπεζες ξεφορτώθηκαν σε μεγάλες ποσότητες. Αυτό βέβαια που κάνει την Ισπανία να ξεχωρίζει πραγματικά από τις τρεις προηγούμενες χώρες είναι απλώς το απόλυτο μέγεθος της συνολικής έκθεσης του ξένου τραπεζικού συστήματος. Ακόμα και μειωμένη, η έκθεση στον ισπανικό χρηματοπιστωτικό τομέα υπερβαίνει τα 200 δισ. δολάρια, ενώ η έκθεση στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα της χώρας είναι σχεδόν διπλάσια, με ό,τι αυτό μπορεί να συνεπάγεται σε περίπτωση όξυνσης της κρίσης δανεισμού του ισπανικού κράτους.

Αν η Ισπανία αποτελεί μια υπερδιογκωμένη εκδοχή του πορτογαλικού προβλήματος, η περίπτωση της Ιταλίας προσομοιάζει, από ποιοτικής απόψεως, περισσότερο στην ελληνική οικονομία, υπό την έννοια ότι ο δημόσιος τομέας είναι υπεύθυνος για ένα μεγάλο μέρος της συνολικής έκθεσης των ξένων τραπεζών στην εγχώρια οικονομία. Το ποσοστό αυτό μειώθηκε σημαντικά μεταξύ Ιουνίου 2010 και Μαρτίου 2011, και κατά πάσα πιθανότητα έχει μειωθεί περαιτέρω έκτοτε, η συνολική όμως έκθεση στην ιταλική οικονομία παρέμεινε μάλλον σταθερή, λόγω της σημαντικής αύξησης που παρατηρήθηκε πρωτίστως στον μη χρηματοπιστωτικό και δευτερευόντως στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Η συνολική έκθεση των ξένων τραπεζών στον ιταλικό ιδιωτικό τομέα αγγίζει πλέον τα 630 δισ. δολάρια, ποσό το οποίο μπορεί να μην είναι ιδιαιτέρως μεγάλο σε σύγκριση με το μέγεθος της ιταλικής οικονομίας, αρκεί όμως και με το παραπάνω για να δημιουργήσει τεράστια προβλήματα στο διεθνές τραπεζικό σύστημα εάν η πορεία των εξελίξεων στο μέτωπο της κρίσης δημόσιου χρέους επαληθεύσει τις πολυάριθμες απαισιόδοξες προβλέψεις. Όσον αφορά τη χρονική διάρθρωση του

Πίνακας 13: Έκθεση ξένων τραπεζών στην ιταλική οικονομία (BIS consolidated statistics)

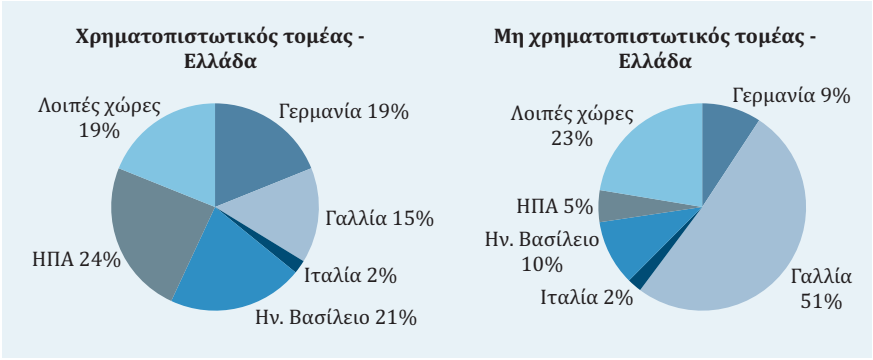
	Ιούνιος 2010		Μάρτιος 2011		Δ %
	(εκατ. $)	%	(εκατ. $)	%	
έκθεση ανά τομέα (i.b.b.)					
Χρηματοπιστωτικός τομέας	301.395	42,27%	336.524	46,66%	11,66%
Μη χρηματοπιστωτικός τομέας	120.062	16,84%	116.291	16,12%	-3,14%
Δημόσιος τομέας	291.582	40,89%	268.399	37,21%	-7,95%
έκθεση ανά τομέα (u.r.b.)					
Χρηματοπιστωτικός τομέας	156.294	17,17%	166.039	18,22%	6,24%
Μη χρηματοπιστωτικός τομέας	404.203	44,41%	463.408	50,86%	14,65%
Δημόσιος τομέας	349.670	38,42%	281.635	30,91%	-19,46%
χρονική διάρκεια ομολόγων					
έως 1 έτος	244.995	44,37%	278.523	49,92%	13,69%
από 1 έως 2 έτη	30.102	5,45%	41.946	7,52%	39,35%
άνω των 2 ετών	277.023	50,17%	237.517	42,57%	-14,26%

Πηγή: BIS

διακρατούμενου από ξένες τράπεζες ιταλικού ομολογιακού χρέους, η μεταβολή είναι παραπλήσια της ισπανικής περίπτωσης, με μόνη διαφορά τη μεγάλη αύξηση των μεσοπρόθεσμων τίτλων.

Πέραν των συνολικών στοιχείων που παρουσιάστηκαν στις προηγούμενες σελίδες, μεγάλη σημασία έχει και η κατανομή της έμμεσης έκθεσης των ξένων τραπεζών μεταξύ συγκεκριμένων εθνικών τραπεζικών συστημάτων. Με άλλα λόγια, είναι σημαντικό να δούμε όχι μόνο το εύρος της έκθεσης των ξένων τραπεζών συνολικά στον χρηματοπιστωτικό και στον μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα μιας χώρας, αλλά και το πόσο μεγάλη είναι η έκθεση τραπεζών συγκεκριμένης εθνικότητας, πόσο ευάλωτο είναι δηλαδή το τραπεζικό σύστημα συγκεκριμένων χωρών σε μια πιθανή μετάδοση της κρίσης χρέους κάποιας άλλης χώρας. Στις εναπομείνασες σελίδες της Ενότητας 6.4 θα παρουσιαστούν τα στοιχεία αυτά για τις πέντε παραπάνω χώρες της ευρώζωνης, με την έμφαση να δίνεται στην έκθεση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος στις χώρες αυτές, και κυρίως των γαλλικών και γερμανικών τραπεζών. Όλα τα παρακάτω στοιχεία

Διάγραμμα 28: Έκθεση ξένων τραπεζικών συστημάτων στην Ελλάδα



Πηγή: BIS

αναφέρονται στον Μάρτιο του 2011 και είναι εκφρασμένα στη βάση του τελικού ρίσκου (ultimate risk basis).[29]

Στο Διάγραμμα 28 βλέπουμε ότι στην περίπτωση της Ελλάδας, η έμμεση έκθεση ξένων τραπεζικών συστημάτων στον χρηματοπιστωτικό και στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα ακολουθεί εντελώς διαφορετική κατανομή. Όσον αφορά τον χρηματοπιστωτικό τομέα, η μεγαλύτερη έκθεση παρατηρείται στα αγγλοσαξονικά τραπεζικά συστήματα, με αυτό των ΗΠΑ να συμμετέχει σχεδόν κατά το ένα τέταρτο στη συνολική έκθεση ξένων τραπεζών, έχοντας συνολικές τοποθετήσεις ύψους 2,7 δισ. δολαρίων στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες ευθύνονται για το 72,7% της συνολικής έκθεσης, αλλά τα αντίστοιχα ποσοστά είναι μάλλον μικρά για τις τράπεζες της Γαλλίας και της Γερμανίας, οι οποίες μόλις ξεπερνούν από κοινού το ένα τρίτο του συνολικού ποσού. Πολύ διαφορετική είναι η εικόνα στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα, ο οποίος είναι ούτως ή άλλως σημαντικότερος λόγω της σαφώς μεγαλύτερης έκθεσης σε αυτόν των μη ελληνικών τραπεζών. Επί συνολικής έκθεσης 82,2 δισ. δολαρίων, η έκθεση των ευρωπαϊκών τραπεζών ανέρχεται σε 76,8 δισ., ήτοι στο 93,4% του συνόλου, με τις γαλλικές τράπεζες να είναι μακράν οι πλέον εκτεθειμένες, έχοντας συνολικές τοποθετήσεις ύψους 41,9 δισ. δολαρίων. Είναι χαρακτηριστικό ότι το δεύτερο τη τάξει τραπεζικό σύστημα είναι το βρετανικό, η έκθεση του οποίου ανέρχεται μόλις

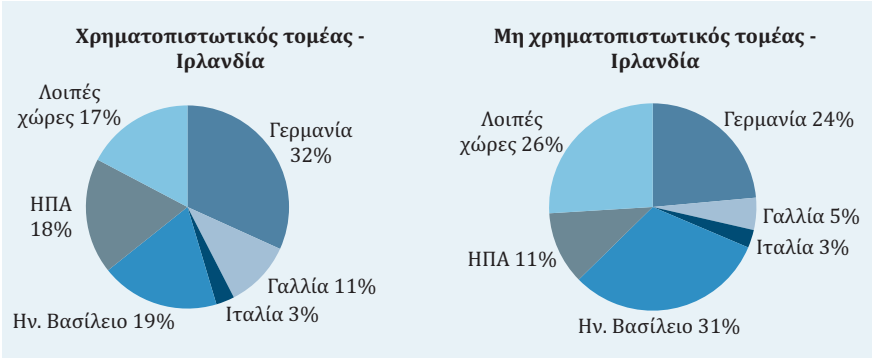
29. Όλα τα στοιχεία προέρχονται από την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (BIS, 2011a).

στο 10% της συνολικής, ενώ ιδιαιτέρως χαμηλή, στο 9% του συνόλου, είναι και η έκθεση των γερμανικών τραπεζών. Εξίσου χαρακτηριστικό είναι και το γεγονός ότι το 73,6% της συνολικής έκθεσης του γαλλικού πιστωτικού συστήματος στην ελληνική οικονομία εντοπίζεται στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα, τη στιγμή που για το σύνολο των ξένων τραπεζών ο τομέας αυτός αντιπροσωπεύει μόλις το 59,5% της έκθεσής τους στην οικονομία της χώρας. Αντιθέτως, από τη συνολική έκθεση των γερμανικών τραπεζών στην ελληνική οικονομία, μόνο το 32% εντοπίζεται στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα, με τον δημόσιο τομέα να καταλαμβάνει τη μερίδα του λέοντος με ποσοστό 59,2% επί του συνόλου.

Στην Ιρλανδία, η έκθεση των ευρωπαϊκών τραπεζών ανέρχεται στο 76,8% του συνόλου για τον χρηματοπιστωτικό τομέα και στο 80,6% για τον μη χρηματοπιστωτικό τομέα, με τις αμερικανικές τράπεζες να καλύπτουν και στις δύο περιπτώσεις το μεγαλύτερο μέρος του εναπομείναντος ποσού. Αντίθετα απ' ό,τι θα ανέμενε κανείς, οι γερμανικές τράπεζες συγκεντρώνουν μακράν το μεγαλύτερο ποσοστό έκθεσης στον χρηματοπιστωτικό τομέα της χώρας, με την έκθεση αυτή να ανέρχεται σε απόλυτα νούμερα σε 25 δισ. δολάρια, ποσό ελάχιστα μικρότερο από την από κοινού έκθεση βρετανικών και αμερικανικών τραπεζών. Όσον αφορά τον μη χρηματοπιστωτικό τομέα, η έκθεση των γερμανικών τραπεζών φτάνει τα 88,3 δισ. δολάρια, σε επίπεδο δηλαδή υπερτριπλάσιο της έκθεσής τους στις ιρλανδικές τράπεζες, αν και το ποσοστό επί της συνολικής έκθεσης των ξένων τραπεζών μόλις προσεγγίζει το ένα τέταρτο. Κορυφαία έκθεση στον ιρλανδικό μη χρηματοπιστωτικό τομέα παρουσιάζουν οι βρετανικές τράπεζες, με τις τοποθετήσεις τους να ανέρχονται σε 117,1 δισ. δολάρια, δηλαδή σχεδόν στο ένα τρίτο του συνόλου, ενώ, σε αντίθεση με την ελληνική περίπτωση, η έκθεση των γαλλικών τραπεζών είναι σχετικά μικρή (18,8 δισ. δολάρια ή 5% του συνόλου).

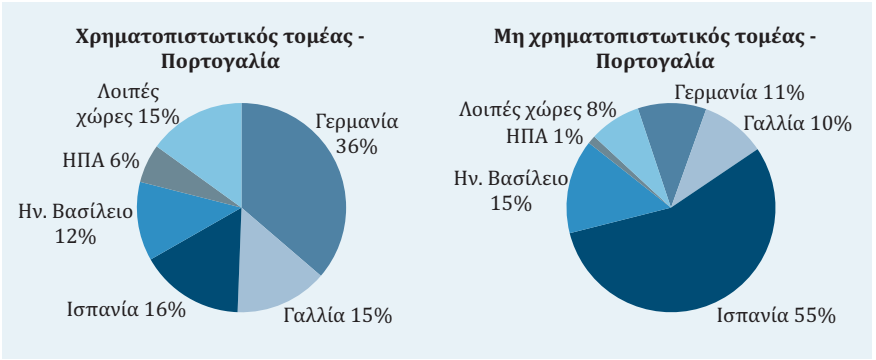
Οι γερμανικές τράπεζες παρουσιάζουν μεγάλη έκθεση και στον πορτογαλικό χρηματοπιστωτικό τομέα, με τις τοποθετήσεις τους να υπερβαίνουν το ένα τρίτο των συνολικών και να ανέρχονται σε 15,9 δισ. δολάρια, τη στιγμή που οι συνολικές τοποθετήσεις των ευρωπαϊκών τραπεζών ισούνται με 40,7 δισ. δολάρια, δηλαδή με το 93% του συνόλου. Αν και μόνο το 20,6% της συνολικής έκθεσης ξένων τραπεζών στην πορτογαλική οικονομία εντοπίζεται στον χρηματοπιστωτικό τομέα της χώρας, το ποσοστό αυτό εκτοξεύεται στο 41% ειδικά για τις γερμανικές τράπεζες. Μικρότερη του αναμενόμενου είναι η έκθεση των ισπανικών τραπεζών στον πορτογαλικό χρηματοπιστωτικό τομέα, η οποία ανέρχεται σε

Διάγραμμα 29: Έκθεση ξένων τραπεζικών συστημάτων στην Ιρλανδία



Πηγή: BIS

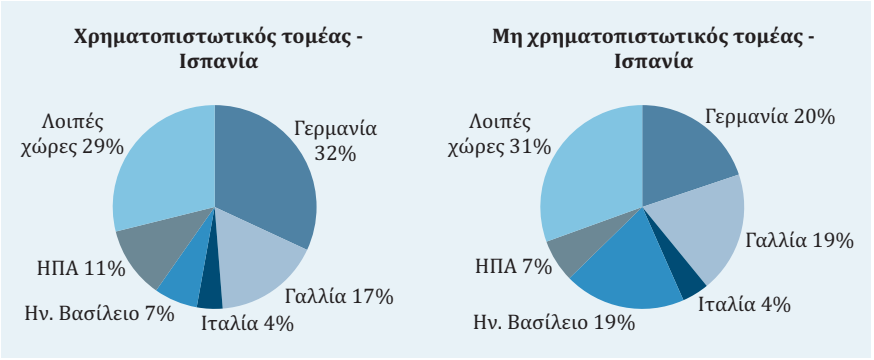
Διάγραμμα 30: Έκθεση ξένων τραπεζικών συστημάτων στην Πορτογαλία



Πηγή: BIS

7 δισ. δολάρια και αντιστοιχεί μόλις στο 8% της συνολικής έκθεσης των ισπανικών πιστωτικών ιδρυμάτων στην οικονομία της γειτονικής χώρας. Αντιθέτως, στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα της χώρας εντοπίζεται το 83,8% της συνολικής έκθεσης των ισπανικών τραπεζών, οι τοποθετήσεις των οποίων ισούνται με 74,1 δισ. δολάρια, αποτελώντας πάνω από το ήμισυ της συνολικής έκθεσης ξένων τραπεζών στον συγκεκριμένο τομέα. Σε 24,8 δισ. δολάρια ανέρχεται η συνολική έκθεση των βρετανικών τραπεζών στον πορτογαλικό ιδιωτικό τομέα, ενώ ίση με 19,7 δισ. δολάρια είναι η αντίστοιχη έκθεση των γαλλικών τραπεζών, με τον μη χρηματοπιστωτικό τομέα να συγκεντρώνει και στις δύο περιπτώσεις το μεγαλύτερο μέρος των εν λόγω τοποθετήσεων. Εντυπωσιακό είναι πάντως το ποσοστό των ευρωπαϊκών τραπεζών συνολικά, το οποίο αγγίζει το 98%.

Διάγραμμα 31: Έκθεση ξένων τραπεζικών συστημάτων στην Ισπανία

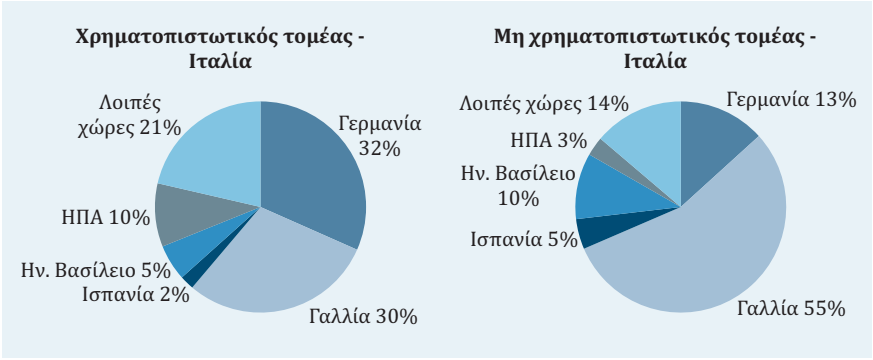


Πηγή: BIS

Ο ισπανικός χρηματοπιστωτικός τομέας παρουσιάζει ομοιότητες με τον πορτογαλικό, υπό την έννοια ότι και σε αυτήν την περίπτωση η μεγαλύτερη έκθεση παρατηρείται στα γερμανικά τραπεζικά ιδρύματα. Στην Ισπανία, η έκθεση αυτή αγγίζει το 32% σε σχετικούς όρους και τα 69,1 δισ. δολάρια σε απόλυτους, με την έκθεση των γαλλικών τραπεζών να φτάνει στα 36,5 δισ. δολάρια. Συνολικά, οι ευρωπαϊκές τράπεζες είναι εκτεθειμένες κατά 85,7% στο χρέος του ισπανικού χρηματοπιστωτικού τομέα, με τις αμερικανικές να είναι υπεύθυνες για το μεγαλύτερο μέρος της λοιπής έκθεσης. Η έκθεση στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα της χώρας είναι περισσότερο μοιρασμένη, αν και το ποσοστό των ευρωπαϊκών πιστωτικών ιδρυμάτων αυξάνεται στο 90,2%. Τρεις χώρες, η Γερμανία, η Γαλλία και το Ηνωμένο Βασίλειο, συγκεντρώνουν το 60% της συνολικής έκθεσης με σχεδόν ταυτόσημα επιμέρους ποσοστά και με ποσά που κυμαίνονται λίγο κάτω από τα 80 δισ. δολάρια, ενώ αρκετά μεγάλο είναι και το ποσοστό της συνολικής έκθεσης το οποίο εντοπίζεται στις λοιπές χώρες και το οποίο ανέρχεται σε 122 δισ. δολάρια. Εντούτοις, σχεδόν ολόκληρο το ποσό αυτό αντιπροσωπεύει την έκθεση τραπεζών από μικρότερες ευρωπαϊκές χώρες (Βέλγιο, Ολλανδία, Ιρλανδία), κάτι που σημαίνει ότι το ισπανικό ιδιωτικό χρέος αποτελεί σοβαρή απειλή για το ευρωπαϊκό σύστημα, όχι μόνο λόγω του όγκου του, αλλά και λόγω της διασποράς του σε πλήθος εθνικών τραπεζικών συστημάτων.

Το ιταλικό ιδιωτικό χρέος αποτελεί επίσης βραδυφλεγή βόμβα στα θεμέλια του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος, όχι όμως λόγω της διασποράς του. Ούτε και λόγω του μεγέθους του, το οποίο είναι μεν μεγάλο σε απόλυτους όρους,

Διάγραμμα 32: Έκθεση ξένων τραπεζικών συστημάτων στην Ιταλία



Πηγή: BIS

δεν είναι όμως εξαιρετικό σε σχέση με το μέγεθος της ιταλικής οικονομίας. Το μεγάλο πρόβλημα στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι μάλλον η συγκέντρωση του χρέους αυτού στα τραπεζικά συστήματα των δύο μεγαλύτερων οικονομιών της ευρωζώνης και ιδίως στο γαλλικό. Η γερμανική έκθεση είναι στην πραγματικότητα μεγαλύτερη στον χρηματοπιστωτικό τομέα της χώρας, ανερχόμενη σε 52,5 δισ. δολάρια, έναντι 49,1 δισ. της αντίστοιχης γαλλικής. Στην περίπτωση όμως του μη χρηματοπιστωτικού τομέα, ο οποίος όπως έχουμε δει κρύβει και τους μεγαλύτερους κινδύνους, η έκθεση των γαλλικών τραπεζών φτάνει σε δυσθεώρητα ύψη, ανερχόμενη σε 256,1 δισ. δολάρια, έναντι μόλις 61,4 δισ. για τις γερμανικές τράπεζες. Η συνολική έκθεση των ευρωπαϊκών τραπεζών φτάνει στο 87,1% στον χρηματοπιστωτικό και στο 95% στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα, ενώ ακόμα και τα μικρότερα ποσοστά των λοιπών ευρωπαϊκών χωρών, όπως για παράδειγμα της Ισπανίας, φαίνονται αρκετά πιο απειλητικά εάν μεταφραστούν σε απόλυτα νούμερα. Η συνολική έκθεση των ισπανικών τραπεζών στον ιταλικό ιδιωτικό τομέα ανέρχεται σε 25,1 δισ. δολάρια, ενώ σε διπλάσια περίπου επίπεδα ανέρχεται η έκθεση των βρετανικών πιστωτικών ιδρυμάτων.

6.5 Η χρηματοδότηση του τραπεζικού συστήματος

Ο τίτλος της Ενότητας 6.5 είναι ίσως λίγο παραπλανητικός, υπό την έννοια ότι όσα αναφέρθηκαν προηγουμένως, στις Ενότητες 6.3 και 6.4, επίσης επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τη χρηματοδότηση του τραπεζικού συστήματος. Εντούτοις, στην περίπτωση της έκθεσης, άμεσης ή έμμεσης, των χρηματοπιστωτικών

ιδρυμάτων στο χρέος μιας χώρας, η επιδείνωση των όρων χρηματοδότησης προκύπτει ως αυτόματη συνέπεια της μείωσης των βασικών δεικτών κερδοφορίας και κεφαλαιακής επάρκειας των ιδρυμάτων αυτών. Αντιθέτως, στα πλαίσια της Ενότητας 6.5 θα περιγραφούν οι τρόποι μέσω των οποίων η κρίση δημόσιου χρέους επιδρά αρνητικά στη γενικότερη κατάσταση και ειδικότερα στις συνθήκες χρηματοδότησης του τραπεζικού συστήματος, χωρίς κατ' ανάγκην η επίδραση αυτή να συνοδεύεται από ή να έπεται κάποιας τέτοιας επιδείνωσης των βασικών χρηματοοικονομικών δεικτών. Εν ολίγοις, η παρούσα ενότητα θα εστιάσει στην ανάλυση άλλου είδους επιδράσεων της κρίσης χρέους στον τραπεζικό τομέα, οι οποίες οφείλονται τόσο στο μεγάλο ειδικό βάρος που έχουν στις διεθνείς αγορές οι αγορές κρατικού χρέους όσο και στις ιδιαίτερες διασυνδέσεις που δημιουργούνται μεταξύ ενός κράτους και του εγχώριου τραπεζικού συστήματος.[30] Καθώς οι επιδράσεις αυτές αντανακλώνται κατά κύριο λόγο στην επιδείνωση των συνθηκών χρηματοδότησης του τραπεζικού τομέα, η Ενότητα 6.5 θα κλείσει με την παράθεση κάποιων στοιχείων τα οποία θα αφορούν κατά βάση –αν και όχι αποκλειστικά– το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και τα οποία θα υποδηλώνουν τόσο το εύρος αυτής της επιδείνωσης όσο και τις συνέπειές της.

Πριν την παράθεση και ανάλυση των σχετικών στοιχείων, θα περιγραφούν τρεις επιπλέον βασικές δίοδοι μέσω των οποίων η κρίση δημόσιου χρέους μεταδίδεται στον τραπεζικό τομέα, με το κέντρο βάρους να εντοπίζεται πλέον, σε αντίθεση με την Ενότητα 6.4, στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Η πρώτη εξ αυτών συνδέεται με το γεγονός ότι οι τίτλοι κρατικού χρέους χρησιμοποιούνται κατά κόρον από το τραπεζικό σύστημα ως εχέγγυα δανεισμού στις διεθνείς αγορές, καθώς, όπως έχει ήδη αναφερθεί, η ιδιαιτέρως ρευστή φύση των τίτλων αυτών τους καθιστά ιδανικούς ως εχέγγυα για την άμεση άντληση ρευστότητας. Όταν όμως η αξία τους μειωθεί στη δευτερογενή αγορά χρέους λόγω της ύπαρξης σοβαρών αμφιβολιών για τη δυνατότητα εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους της χώρας η οποία τους έχει εκδώσει, η χρήση των τίτλων αυτών για την άντληση ρευστότητας από τις διεθνείς αγορές αρχίζει να παρουσιάζει προβλήματα. Πρώτον, επειδή μια σοβαρή υποβάθμιση των ομολόγων αυτών συνεπάγεται ότι δεν θα μπορούν πλέον να αποτελέσουν εχέγγυα για την άντληση ρευστότητας από κάποιες συγκεκριμένες πηγές. Αυτό ισχύει όχι μόνο για τις ξένες χρηματαγορές,

30. Η παρακάτω περιγραφή αυτών των επιδράσεων στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στο BIS-CGFS (2011b).

αλλά ίσχυε μέχρι πρότινος ακόμα και για την ΕΚΤ, η οποία αναγκάστηκε υπό το βάρος της κρίσης να τροποποιήσει τους μέχρι τότε ισχύοντες κανονισμούς της έτσι ώστε να μπορεί να αποδεχτεί ως εχέγγυα δανεισμού ομόλογα κρατών-μελών της ευρωζώνης με εξαιρετικά χαμηλή πιστοληπτική αξιολόγηση. Δεύτερον, επειδή όποτε ένα κρατικό ομόλογο χρησιμοποιείται κατ' αυτόν τον τρόπο υφίσταται κάποια μειωμένη αποτίμηση, υπό την έννοια ότι η αντλούμενη ρευστότητα δεν ισούται με την ονομαστική του αξία, αλλά υπολείπεται αυτής. Το ποσοστό απομείωσης της ονομαστικής αξίας του ομολόγου, το οποίο καθορίζει τον όγκο της ρευστότητας που μπορεί να αντλήσει ένα τραπεζικό ίδρυμα προσφέροντας ως εχέγγυο ένα κρατικό ομόλογο δεδομένης ονομαστικής αξίας, τείνει προφανώς να αυξάνεται όσο μεγαλύτερο είναι το ρίσκο το οποίο το συγκεκριμένο ομόλογο ενσωματώνει. Αυτό σημαίνει ότι, υπό συνθήκες κρίσης χρέους, κρατικοί τίτλοι ίσης ονομαστικής αξίας οδηγούν –όταν χρησιμοποιούνται ως εχέγγυα– σε άντληση ολοένα μικρότερης πραγματικής ρευστότητας.

Λαμβάνοντας υπ' όψιν ότι η χρήση των διακρατούμενων κρατικών ομολόγων αποτελεί σημαντικότατη πηγή άντλησης ρευστότητας, όχι μόνο μέσω της ΕΚΤ, αλλά και μέσα από τις ιδιωτικές αγορές ρέπος, καθώς και μέσα από την έκδοση καλυμμένων ομολογιών, καθίσταται σαφές το μέγεθος του πλήγματος που υφίσταται το τραπεζικό σύστημα ως αποτέλεσμα της μείωσης της αξίας των κρατικών ομολόγων τα οποία διακρατά. Λαμβάνοντας δε υπ' όψιν ότι, όπως είδαμε προηγουμένως, η άμεση έκθεση στους κρατικούς τίτλους χρέους είναι κατά κανόνα εντονότερη για το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, το πλήγμα για τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα καθίσταται διπλό. Όχι μόνο η μεγάλη έκθεσή τους στο δημόσιο χρέος απειλεί να καταβαραθρώσει τους βασικούς χρηματοοικονομικούς τους δείκτες, οδηγώντας τα σε αναγκαστική ανακεφαλαιοποίηση, αλλά επιπλέον η δυνατότητα χρήσης της έκθεσης αυτής ως πηγής άντλησης ρευστότητας τίθεται εν κινδύνω, ή τουλάχιστον μετριάζεται σε σημαντικό βαθμό.

Η πολλάκις διαπιστωμένη σε εμπειρικό επίπεδο συσχέτιση μεταξύ της πιστοληπτικής αξιολόγησης μιας χώρας και της πιστοληπτικής αξιολόγησης του τραπεζικού της συστήματος αποτελεί έναν ακόμη τρόπο με τον οποίον η κρίση χρέους του δημόσιου τομέα μεταδίδεται στον τραπεζικό τομέα. Η ύπαρξη αυτής της συσχέτισης μόνο παράδοξη δεν είναι. Όλα όσα έχουν μέχρι στιγμής αναφερθεί σχετικά με την αρνητική επίδραση της κρίσης χρέους στο τραπεζικό σύστημα υποδηλώνουν, εμμέσως πλην σαφώς, αυτό ακριβώς – ότι δηλαδή η κρίση χρέους

μιας χώρας θα επηρεάσει αναπόφευκτα τους όρους χρηματοδότησης του πιστωτικού της συστήματος. Ως αποτέλεσμα, οι συνεχείς υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης ενός κράτους αποτελούν σχεδόν πάντοτε το προοίμιο αντίστοιχων υποβαθμίσεων των τραπεζικών του ιδρυμάτων, ακόμα και αν τα ιδρύματα αυτά δεν αντιμετώπιζαν εξαρχής ανυπέρβλητα προβλήματα. Το πώς στη συνέχεια η υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των τραπεζών επιδρά στις συνθήκες και στο κόστος χρηματοδότησής τους θα πρέπει να είναι σαφές. Όπως και στην περίπτωση των κρατών, η υποβάθμιση αυξάνει το επιτόκιο των τίτλων χρέους τους οποίους εκδίδει το τραπεζικό σύστημα, ενώ ο αριθμός των διαθέσιμων επενδυτών μειώνεται όχι μόνο λόγω του αυξημένου ρίσκου, αλλά και διότι συγκεκριμένοι επενδυτές, όπως τα ασφαλιστικά ταμεία, δεν έχουν τη νομική δυνατότητα να αγοράσουν τους τίτλους αυτούς εάν η αξιολόγηση των τραπεζών οι οποίες τους εκδίδουν πέσει κάτω από κάποιο προκαθορισμένο όριο.[31]

Η εμπειρία των τελευταίων χρόνων στις χώρες της ευρωζώνης οι οποίες επλήγησαν κατά κύριο λόγο από την κρίση χρέους θα πρέπει να αποτελεί επαρκή απόδειξη των παραπάνω. Εντούτοις, κάποια στοιχεία από την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (BIS) είναι τόσο εντυπωσιακά που θα ήταν λάθος να μην αναφερθούν. Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτά, από την 1η Νοεμβρίου του 2009 και ύστερα, κάθε υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του ελληνικού δημοσίου είχε ως αποτέλεσμα τη μετέπειτα υποβάθμιση, κατά μέσο όρο, του 92% των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, με το αντίστοιχο ποσοστό να ανέρχεται στο 62% για τις ιρλανδικές και στο 71% για τις πορτογαλικές τράπεζες.[32]

Ένας τελευταίος τρόπος επίδρασης της κρίσης χρέους στον τραπεζικό τομέα σχετίζεται με τις κρατικές εγγυήσεις οι οποίες δίνονται για τη χρηματοδότηση των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων και οι οποίες χάνουν ουσιαστικά κάθε αξία όταν το κράτος που τις έχει χορηγήσει αντιμετωπίζει το ίδιο σοβαρά προ-

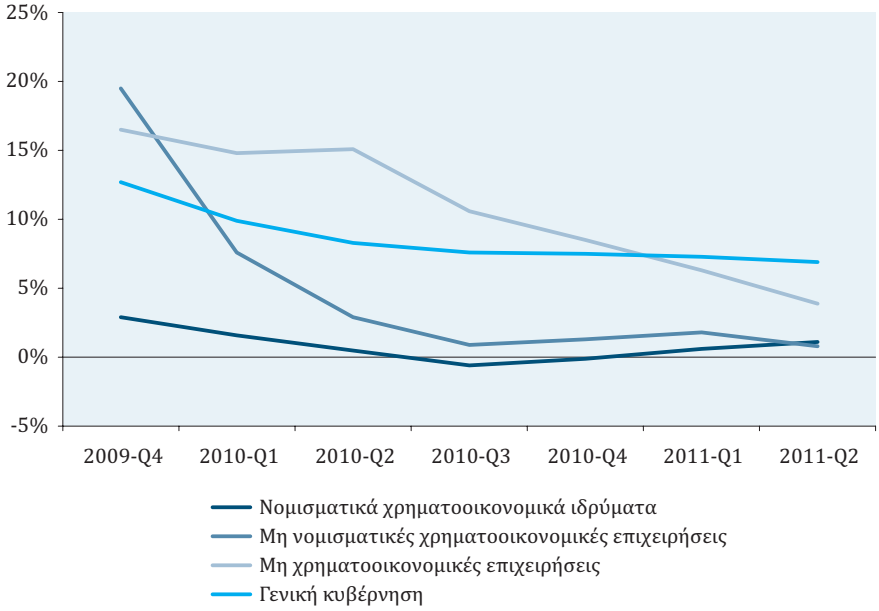
31. Η συσχέτιση μεταξύ κρατών και εγχώριου τραπεζικού συστήματος φαίνεται και από τα περιθώρια των CDS των τραπεζικών ιδρυμάτων. Σύμφωνα με στοιχεία που παραθέτουν η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα περιθώρια αυτά βρίσκονται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα για τις αμερικανικές και τις ασιατικές τράπεζες, είναι όμως ιδιαιτέρως υψηλά για τις ευρωπαϊκές τράπεζες και ιδίως για τις προερχόμενες από χώρες οι οποίες αντιμετωπίζουν έντονα δημοσιονομικά προβλήματα (BIS, 2011b και IMF, 2011a).

32. Βλ. BIS-CGFS (2011b).

βλήματα εξυπηρέτησης του χρέους του. Οι εγγυήσεις αυτές δόθηκαν κατά κόρον από τα ευρωπαϊκά κράτη στα τραπεζικά τους ιδρύματα κατά την πρώτη φάση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, ώστε να στηριχτεί η ρευστότητά τους και να αποφευχθεί η ολοκληρωτική κατάρρευση του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Χάρη στις εγγυήσεις αυτές, τα ευρωπαϊκά πιστωτικά ιδρύματα ήταν σε θέση να αντλήσουν ρευστότητα από τις διεθνείς αγορές με σαφώς χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης από αυτό που θα αντιμετώπιζαν εάν η εθνική τους κρατική οντότητα δεν είχε αναλάβει το ρόλο του εγγυητή. Οι συγκεκριμένες παρεμβάσεις των ευρωπαϊκών κρατών λειτούργησαν και κατόρθωσαν να μειώσουν σημαντικά το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών τους, διότι μέσω των κρατικά εγγυημένων τραπεζικών ομολογιών τα κράτη προσέδιδαν ουσιαστικά στις τράπεζές τους τη δική τους πιστοληπτική αξιολόγηση, η οποία ήταν κατά τη συγκεκριμένη περίοδο πολύ ανώτερη. Προφανώς, όμως, όταν, ως αποτέλεσμα και αυτών ακριβώς των εγγυήσεων, η πιστοληπτική αξιολόγηση κάποιων ευρωπαϊκών κρατών άρχισε να καταρρέει, οι εγγυήσεις προς το τραπεζικό τους σύστημα δεν μπορούσαν πλέον να επιτελέσουν τον ίδιο ρόλο και οι τράπεζες των χωρών αυτών άρχισαν να αντιμετωπίζουν και πάλι ένα αυξημένο κόστος χρηματοδότησης.

Όλοι οι παραπάνω λόγοι συνετέλεσαν στη μετάδοση της κρίσης από τον τομέα του δημόσιου χρέους πίσω στον τραπεζικό τομέα, από τον οποίον η κρίση είχε άλλωστε ξεκινήσει. Η επαναφορά όμως της κρίσης στον τραπεζικό τομέα δεν παρουσίαζε τη συμμετρία την οποία υποδηλώνει η παραπάνω πρόταση. Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2008 ξεκίνησε από τα τραπεζικά συστήματα των ισχυρότερων και πλέον ανεπτυγμένων οικονομιών, εντός και εκτός Ευρώπης, αλλά η επάνοδός της στην επιφάνεια μέσω της κρίσης δημόσιου χρέους πλήττει κατά κύριο λόγο τα τραπεζικά συστήματα των σχετικά λιγότερο ανεπτυγμένων περιφερειακών χωρών της ευρωζώνης. Φυσικά, αυτό δεν σημαίνει ότι τραπεζικά συστήματα όπως το γαλλικό ή το γερμανικό δεν απειλούνται εκ νέου λόγω της έκθεσής τους στις υπό πτώχευση οικονομίες της περιφέρειας, καθώς και λόγω του ότι ακόμα δεν έχουν απαλλαγεί από τα χρέη τα οποία η διεθνής κρίση τους κληροδότησε. Είναι όμως γεγονός ότι, πέραν της έμμεσης έκθεσης η οποία εξ ορισμού αναφέρεται κυρίως στο ξένο τραπεζικό σύστημα, όλοι οι προαναφερθέντες τρόποι μετάδοσης της κρίσης πλήττουν εντονότερα –και κάποιοι εξ αυτών αποκλειστικά– τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα.

Διάγραμμα 33: Έκδοση χρέους στην ευρωζώνη ανά τομέα – ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής

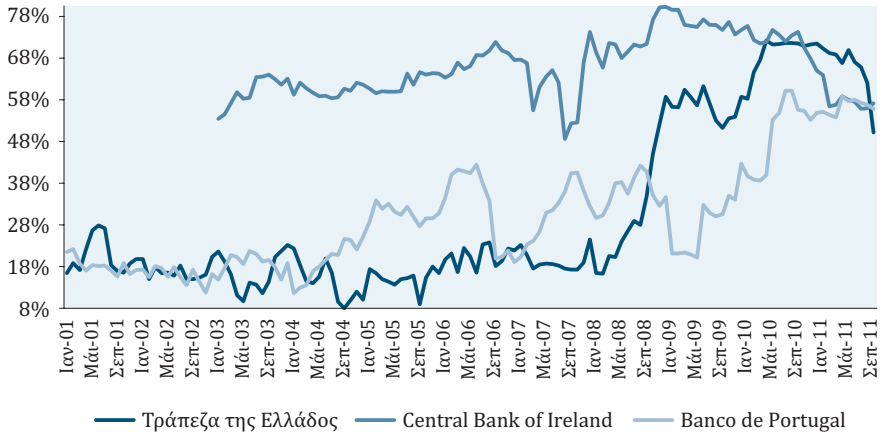


Πηγή: ΕΚΤ

Το Διάγραμμα 33 δείχνει ξεκάθαρα ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ευρωζώνης βρίσκεται, συνολικά, σε μάλλον προβληματική κατάσταση. Απεικονίζει τους ετήσιους ρυθμούς μεταβολής της έκδοσης χρέους στην ευρωζώνη ανά τομέα, από το τελευταίο τρίμηνο του 2009, όταν δηλαδή κατέστη εμφανής η κρίση δανεισμού που αντιμετώπιζε η ελληνική οικονομία, μέχρι και το δεύτερο τρίμηνο του 2011.[33] Η επιβράδυνση της έκδοσης χρέους είναι εμφανής σε κάθε τομέα, πουθενά όμως οι ρυθμοί μεταβολής δεν είναι τόσο χαμηλοί όσο στα νομισματικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Στην κατηγορία αυτή, η συνολική έκδοση χρέους αυξανόταν, σε ετήσια βάση, σχεδόν κατά 3% στα τέλη του 2009, μειώθηκε στο δεύτερο ήμισυ του 2010, με το ρυθμό μεταβολής να καθίσταται αρνητικός τόσο για το τρίτο όσο και για το τέταρτο τρίμηνο, και παρουσίασε πολύ μικρή αύξηση κατά τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2011. Χαρακτηριστική είναι και η πτώση στην κατηγορία των μη νομισματικών χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων, όπου ο

33. Τα στοιχεία προέρχονται από τις εκδόσεις "Monthly Bulletin" της ΕΚΤ του Φεβρουαρίου 2011 και του Οκτωβρίου 2011 (ECB, 2011a και b).

Διάγραμμα 34: Απαιτήσεις από νομισματικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα ως προς το σύνολο του ενεργητικού



Πηγή: Κεντρικές τράπεζες

ρυθμός μεταβολής της έκδοσης χρέους μειώθηκε, μέσα σε λιγότερο από δύο έτη, από το 19,5% σχεδόν στο μηδέν. Η δραστική μείωση, ή έστω επιβράδυνση, της έκδοσης χρέους των τραπεζών της ευρωζώνης αντανακλά προφανώς την κατάσταση στην οποία έχει περιέλθει η ευρωπαϊκή διατραπεζική αγορά, την προσπάθεια των τραπεζών να περιορίσουν τους δείκτες μόχλευσής τους και την ολοένα ισχυρότερη εξάρτησή τους από τη χρηματοδότηση της ΕΚΤ. Αν και τα παραπάνω δείχνουν να έχουν, στον έναν ή στον άλλον βαθμό, καθολική ισχύ, τα στοιχεία του Διαγράμματος 34 δείχνουν το μέγεθος του προβλήματος για τα τραπεζικά συστήματα των τριών χωρών που έχουν κυρίως πληγεί από την κρίση χρέους.

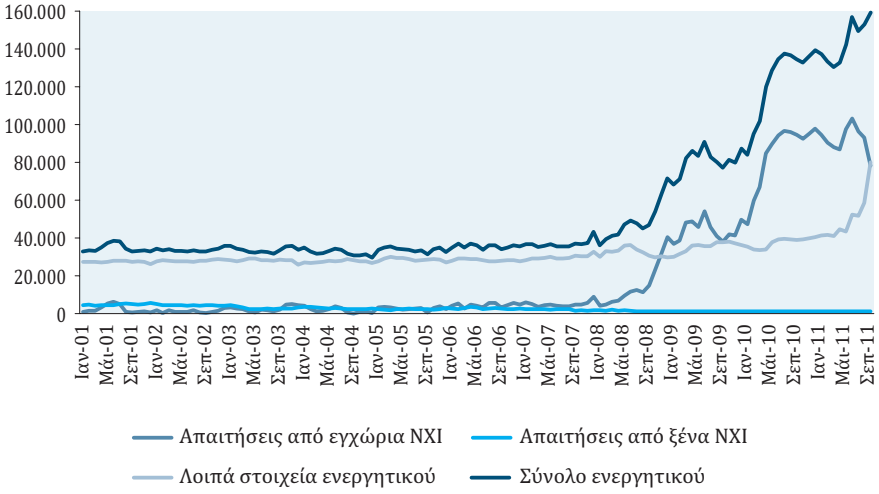
Στο Διάγραμμα 34 απεικονίζεται η εξέλιξη του λόγου των απαιτήσεων έναντι των νομισματικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων προς το σύνολο του ενεργητικού για τις τρεις κεντρικές τράπεζες των χωρών που έχουν βιώσει την εντονότερη κρίση δημόσιου χρέους. Η αύξηση του λόγου αυτού υποδηλώνει ότι τα νομισματικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα καταφεύγουν σε ολοένα μεγαλύτερο βαθμό στην άντληση ρευστότητας από την ΕΚΤ μέσω των εθνικών τους κεντρικών τραπεζών. Όταν συμβαίνει αυτό, η λογιστική κατάσταση των εν λόγω κεντρικών τραπεζών διευρύνεται, καθώς η αυξημένη χορήγηση ρευστότητας προς τον εγχώριο χρηματοπιστωτικό τομέα καταγράφεται στο παθητικό της κεντρικής τράπεζας ως αύξηση των υποχρεώσεών της προς νομισματικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα του εξωτερικού και στο ενεργητικό της ως αύξηση

των απαιτήσεών της έναντι των νομισματικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων του εσωτερικού. Επομένως, ο λόγος των απαιτήσεων αυτών προς το σύνολο του ενεργητικού της κεντρικής τράπεζας θα πρέπει να αυξάνεται.

Η αύξηση αυτή είναι ορατή διά γυμνού οφθαλμού στο Διάγραμμα 34: σε μικρότερο βαθμό στην Ιρλανδία, όπου ο λόγος των απαιτήσεων έναντι νομισματικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων προς το συνολικό ενεργητικό της κεντρικής τράπεζας της χώρας κυμαινόταν ανέκαθεν σε μάλλον υψηλά επίπεδα, κοντά ή και άνω του 60%, για να αγγίξει το 80% την επαύριο της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και να αποκλιμακωθεί στη συνέχεια σε επίπεδα κοντά στον μακροχρόνιο μέσο όρο του. Είναι ορατή σε δραματικά μεγάλο όμως βαθμό στην Ελλάδα και στην Πορτογαλία. Στην Τράπεζα της Ελλάδος, οι εν λόγω απαιτήσεις ήταν μικρότερες του 20% του συνόλου του ενεργητικού μέχρι και τον Φεβρουάριο του 2008, οπότε ξεκίνησε μια ταχύτατη άνοδος χάρη στην οποία το ποσοστό αυτό αυξήθηκε στο 56% έναν χρόνο μετά και έφτασε να υπερβαίνει το 70% κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2010, πριν αποκλιμακωθεί κατά το 2011 σε επίπεδα τα οποία παραμένουν κατά πολύ υψηλότερα της προ κρίσεως κατάστασης. Στην Πορτογαλία, ο λόγος αυτός αυξήθηκε από το 20% στο 42% μεταξύ Ιανουαρίου 2007 και Αυγούστου 2008, αποκλιμακώθηκε προσωρινά στη συνέχεια, και επανήλθε στην αυξητική του πορεία από την άνοιξη του 2009 για να φτάσει σε επίπεδα υψηλότερα του 55% κατά τη διάρκεια του καλοκαιριού του 2011.

Ειδικά στην περίπτωση της Ελλάδας, η πραγματική εικόνα ίσως να είναι ακόμα πιο ανησυχητική απ' ό,τι δείχνουν τα παραπάνω νούμερα. Τόσο στην Ελλάδα όσο και στην Ιρλανδία, οι απαιτήσεις της κεντρικής τράπεζας έναντι των νομισματικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων φαίνεται να αποκλιμακώνονται εντός του 2011, παραμένοντας ωστόσο σε ιδιαιτέρως υψηλά επίπεδα. Σε αντίθεση όμως με τη λογιστική κατάσταση της ιρλανδικής κεντρικής τράπεζας, η οποία δείχνει έναν σαφή περιορισμό του συνολικού ενεργητικού (και παθητικού) από τον Δεκέμβριο του 2010 και ύστερα, το ενεργητικό της Τράπεζας της Ελλάδος συνεχίζει να διευρύνεται μέχρι και τα τελευταία στοιχεία του Σεπτεμβρίου του 2011. Ταυτόχρονα, μεταξύ Ιουνίου και Σεπτεμβρίου του έτους αυτού, η μείωση των απαιτήσεων έναντι νομισματικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων από 103,1 σε 78,2 δισ. ευρώ συνοδεύεται από μια παρομοίου μεγέθους ραγδαία αύξηση των λοιπών στοιχείων ενεργητικού από 2 σε 41,9 δισ. ευρώ. Αντιθέτως, στην πλευρά του παθητικού, οι υποχρεώσεις της Τράπεζας της Ελλάδος προς νομισμα-

Διάγραμμα 35: Στοιχεία ενεργητικού της Τράπεζας της Ελλάδος

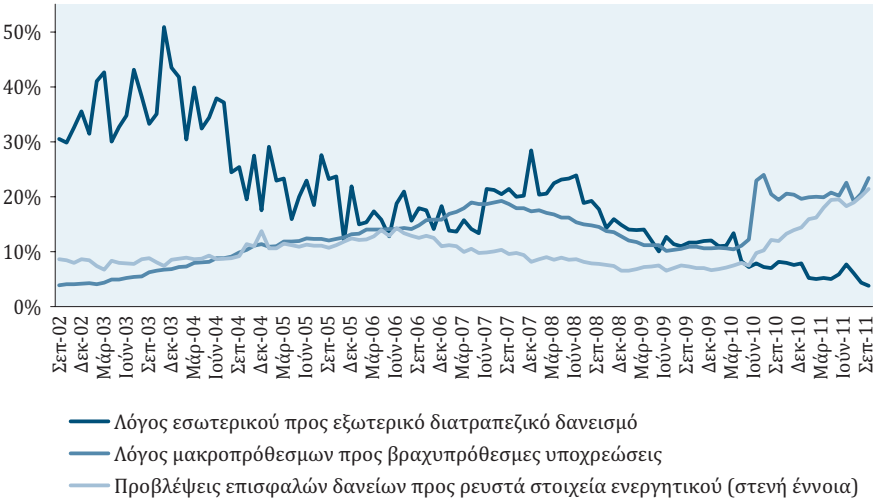


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

τικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα των λοιπών χωρών της ευρωζώνης συνεχίζει να αυξάνεται, φτάνοντας τον Σεπτέμβριο του 2011 στα 100,7 δισ. ευρώ.

Η αντίστροφη πορεία των απαιτήσεων από εγχώρια νομισματικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα και των λοιπών στοιχείων του ενεργητικού της Τράπεζας της Ελλάδος κατά τα μέσα του 2011 φαίνεται ξεκάθαρα και στο Διάγραμμα 35, όπου απεικονίζεται η διαχρονική εξέλιξη των βασικών κατηγοριών του ενεργητικού της. Στην πραγματικότητα, η κατηγορία των «Λοιπών στοιχείων» που παρουσιάζεται στο διάγραμμα δεν ταυτίζεται με την κατηγορία των λοιπών στοιχείων της λογιστικής κατάστασης της Τράπεζας της Ελλάδος. Στα «Λοιπά στοιχεία» του διαγράμματος έχουν συμπεριληφθεί και όλες οι άλλες κατηγορίες του ενεργητικού εκτός των απαιτήσεων από εγχώρια και ξένα νομισματικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Εντούτοις, η απότομη αύξηση των λοιπών στοιχείων που απεικονίζεται στο διάγραμμα οφείλεται εξ ολοκλήρου στην αύξηση κατά το ίδιο χρονικό διάστημα της κατηγορίας των «Λοιπών στοιχείων» της λογιστικής κατάστασης. Βέβαια, ανεξαρτήτως του εάν κάποια από τα «Λοιπά στοιχεία» αντιπροσωπεύουν στην πραγματικότητα χορήγηση ρευστότητας στις ελληνικές τράπεζες μέσω του ευρωσυστήματος, το διάγραμμα δείχνει με απόλυτη σαφήνεια την εκτόξευση του ενεργητικού της Τράπεζας της Ελλάδος από την άνοιξη του 2008 και τη, σχεδόν απολύτως παράλληλη, εκτόξευση των απαιτήσεων έναντι των εγχώριων

Διάγραμμα 36: Αριθμοδείκτες ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

νομισματικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Όπως φαίνεται στο διάγραμμα αυτό, το συνολικό ενεργητικό της εγχώριας κεντρικής τράπεζας ήταν μικρότερο των 40 δισ. ευρώ μέχρι τον Μάρτιο του 2008, για να αγγίξει τα 160 δισ. ευρώ μετά από τριάμισι χρόνια.

Οι εξελίξεις των τελευταίων ετών στο μέτωπο της ρευστότητας και των συνθηκών χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών καταγράφονται από διαφορετική σκοπιά στο Διάγραμμα 36, στο οποίο απεικονίζεται η διαχρονική εξέλιξη τριών σημαντικών αριθμοδεικτών για το σύνολο των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων. Ο πρώτος είναι ο λόγος του εσωτερικού προς τον εξωτερικό διατραπεζικό δανεισμό, ο οποίος κυμαινόταν σε επίπεδα μεταξύ 30% και 40% στις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας, σταθεροποιήθηκε κάπως σε επίπεδα λίγο πάνω ή λίγο κάτω από το 20% κατά τα μέσα της δεκαετίας και κατέρρευσε ολοκληρωτικά κατά τα έτη τα οποία ακολούθησαν τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση και την κρίση δανεισμού του ελληνικού δημοσίου. Ο λόγος αυτός βρίσκεται σταθερά κάτω από το 10% από την άνοιξη του 2010, φτάνοντας στο χαμηλότερο επίπεδό του (3,8%) τον Σεπτέμβριο του 2011 και δείχνοντας με σαφήνεια την πλήρη κατάρρευση της εγχώριας διατραπεζικής αγοράς. Πρέπει επίσης να τονιστεί ότι η πτώση του εν λόγω δείκτη οφείλεται μάλλον στη δραματική μείωση του δανεισμού προς εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα παρά στην αύξηση του δανεισμού προς

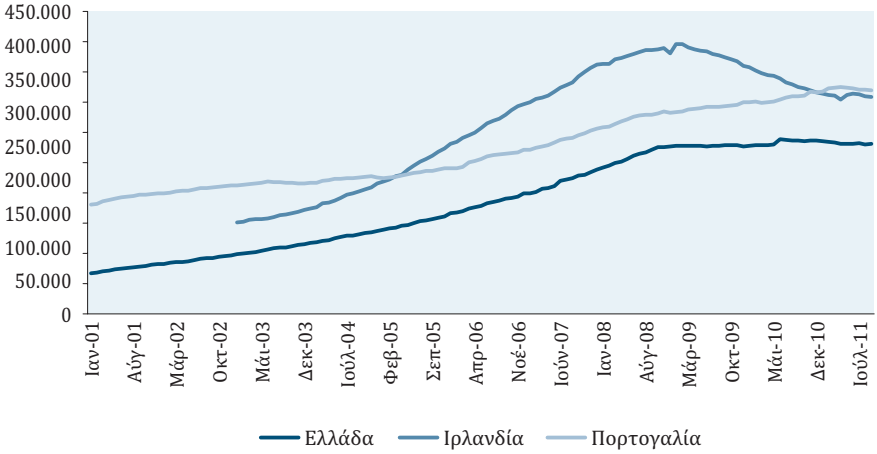
ξένα πιστωτικά ιδρύματα. Τα υπόλοιπα δανείων προς την εγχώρια διατραπεζική αγορά ανήλθαν τον Σεπτέμβριο του 2011 στα 2,8 δισ. ευρώ από σχεδόν 11 δισ. δύο χρόνια νωρίτερα, ενώ τα υπόλοιπα προς την εξωτερική διατραπεζική αγορά μειώθηκαν επίσης κατά το ίδιο χρονικό διάστημα από 94,4 δισ. σε 74,1 δισ. ευρώ.

Ο δεύτερος δείκτης είναι ο λόγος των μακροπρόθεσμων προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, ο οποίος παρουσίαζε ανοδική τάση από τις αρχές της δεκαετίας μέχρι τις αρχές του 2007 αγγίζοντας το 20%, μειώθηκε στη συνέχεια στα επίπεδα του 10% κατά την πρώτη φάση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και εκτινάχτηκε εν συνεχεία σε επίπεδα άνω του 20% μετά τη μετατροπή της κρίσης αυτής σε κρίση δανεισμού του ελληνικού δημοσίου. Στα πλαίσια της αντιμετώπισης της διεθνούς κρίσης, τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα αύξησαν το σχετικό βάρος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους για να επωφεληθούν από τα κατά κανόνα χαμηλότερα επιτόκια με τα οποία οι υποχρεώσεις αυτές σχετίζονται. Όταν όμως η κρίση χρέους του ελληνικού δημοσίου μεταδόθηκε στο τραπεζικό σύστημα της χώρας, το ρίσκο της αναχρηματοδότησης των υποχρεώσεών τους υπερέβη το ρίσκο των σχετικά υψηλότερων επιτοκίων, οδηγώντας τις ελληνικές τράπεζες σε μια νέα, απότομη στροφή προς τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις.[34] Μεταξύ του Μαΐου του 2010 και του Σεπτεμβρίου του 2011, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις των ελληνικών τραπεζών έναντι της Τράπεζας της Ελλάδος, πιστωτικών ιδρυμάτων και πελατών μειώθηκαν από τα 397,4 στα 311,2 δισ. ευρώ. Κατά το ίδιο χρονικό διάστημα, οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις τους αυξήθηκαν από τα 48,6 στα 72,8 δισ. ευρώ.

Ο τρίτος και τελευταίος δείκτης είναι ο λόγος των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια προς τα ρευστά, υπό τη στενή έννοια, στοιχεία του ενεργητικού του ελληνικού πιστωτικού συστήματος. Ο λόγος αυτός ήταν σταθερός μακροχρόνια σε επίπεδα πλησίον του 10%, άρχισε όμως να αυξάνεται ταχύτατα τον Μάιο του

34. Μια παρόμοια εναλλαγή μεταξύ βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους παρατηρείται, για τους ίδιους λόγους, και σε επίπεδο κρατών. Στην ευρωζώνη, οι τίτλοι κρατικού χρέους με υπολειπόμενη διάρκεια μικρότερη ή ίση του ενός έτους αυξήθηκαν, κατά μέσο όρο, από 20,7% του συνόλου το 2008 σε 23% το 2009. Η τάση αυτή αντιστράφηκε το 2010, με το εν λόγω ποσοστό να μειώνεται στο 21,4%, ενώ κατά το πρώτο τρίμηνο του 2011 το ποσοστό αυτό διαμορφώθηκε στο 21,8%. Για τα στοιχεία αυτά, βλ. ECB (2011c). Για μια λεπτομερέστερη ανάλυση της επιλογής μεταξύ βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χρέους και των πιθανών επιπτώσεών της, βλ. BIS-CGFS (2011a).

Διάγραμμα 37: Συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα πλην ΝΧΙ από εγχώρια ΝΧΙ (εκατ. ευρώ)



Πηγή: Κεντρικές τράπεζες

2010, περνώντας μέσα σε δεκαέξι μήνες από το 7,5% στο 21,4% και με την τάση να είναι μονοτονικά αύξουσα.

Η δραματική αυτή αύξηση έλαβε χώρα όχι μόνο λόγω της φυσιολογικής, υπό τις δεδομένες συνθήκες, αύξησης των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια, αλλά και λόγω της μεγάλης μείωσης των ρευστών, υπό τη στενή έννοια, στοιχείων του ενεργητικού. Τα τελευταία ανέρχονταν σε 131,5 δισ. ευρώ τον Μάιο του 2010, αλλά σε μόλις 85,1 δισ. ευρώ τον Σεπτέμβριο του 2011, ενώ κατά την ίδια χρονική περίοδο το συνολικό ενεργητικό των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων μειώθηκε ελάχιστα, από 498,2 δισ. σε 471,7 δισ. ευρώ.

Φυσικά, τα προβλήματα ρευστότητας και χρηματοδότησης τα οποία αντιμετωπίζουν τα πιστωτικά ιδρύματα των χωρών που έχουν κυρίως πληγεί από την κρίση χρέους αντανακλώνται και στο ύψος της χρηματοδότησης που αυτά παρέχουν σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις. Στο Διάγραμμα 37 απεικονίζεται η εξέλιξη της συνολικής χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα από τα τραπεζικά συστήματα της Ελλάδας, της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας. Και στις τρεις αυτές χώρες είναι ξεκάθαρο ότι η ανοδική τάση η οποία ίσχυε καθ' όλην την προηγούμενη δεκαετία έχει ανακοπεί ως αποτέλεσμα της κρίσης χρέους των εν λόγω κρατών. Στην περίπτωση μάλιστα της Ιρλανδίας, η τάση αυτή έχει ξεκάθαρα αντιστραφεί, με τη συνολική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα να σταθεροποιείται κατά

τους τελευταίους μήνες σε επίπεδα ελάχιστα υψηλότερα των 320 δισ. ευρώ από περίπου 400 δισ. ευρώ κατά τους πρώτους μήνες του 2009. Στην Πορτογαλία, η χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα έχει σταθεροποιηθεί από τον Νοέμβριο του 2010, ενώ στην Ελλάδα παραμένει στα ίδια επίπεδα κατά τα τελευταία δυόμισι χρόνια, από τότε δηλαδή που τα επιτόκια δανεισμού του ελληνικού δημοσίου άρχισαν την ανοδική τους πορεία σε σχέση με τα αντίστοιχα γερμανικά. Σε συνδυασμό με τη σκληρή πολιτική λιτότητας η οποία ακολουθείται και στις τρεις αυτές χώρες, η ουσιαστική διακοπή της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα από το τραπεζικό σύστημα είναι προφανές ότι θα εντείνει τον φαύλο κύκλο ύφεσης και δημόσιου χρέους στον οποίον έχουν ήδη βυθιστεί.

6.6 Επίλογος

Το βασικότερο ιδιάζον χαρακτηριστικό του τραπεζικού συστήματος της ευρωζώνης είναι ότι, στην πραγματικότητα, η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2008 δεν έχει αντιμετωπιστεί ακόμα. Οι χορηγήσεις ρευστότητας και εγγυήσεων από τις ευρωπαϊκές κυβερνήσεις κατόρθωσαν μεν να κρατήσουν το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα στη ζωή, όχι όμως και να οδηγήσουν στην πλήρη καταγραφή των πραγματικών ζημιών των ευρωπαϊκών πιστωτικών ιδρυμάτων και στην απαιτούμενη ανακεφαλαιοποίησή τους. Σε κάποιες περιπτώσεις, η αδυναμία αντιμετώπισης των υπέρογκων προβλημάτων του τραπεζικού τομέα γονάτισε ολόκληρη την εγχώρια οικονομία, όπως έχει ήδη συμβεί στην Ιρλανδία και όπως κοντεύει να συμβεί στην Ισπανία. Σε άλλες περιπτώσεις, ευρωπαϊκές οικονομίες έφτασαν στην ίδια οικτρή κατάσταση χωρίς τη μεσολάβηση κάποιας κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού τους συστήματος. Και στις δύο όμως περιπτώσεις, η δημιουργηθείσα κρίση δημόσιου χρέους επέτεινε σε μεγάλο βαθμό τα ήδη υφιστάμενα προβλήματα του τραπεζικού συστήματος, ενώ δημιούργησε και κάποια καινούρια.

Στις προηγούμενες σελίδες, είδαμε με ποιους ακριβώς τρόπους η κρίση χρέους των περιφερειακών χωρών της ευρωζώνης μεταδόθηκε στον τραπεζικό τομέα αυξάνοντας το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών, περιορίζοντας την πρόσβασή τους στις διεθνείς αγορές, ωθώντας τις να μετριάσουν ακόμα περισσότερο τη χρηματοδότηση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και απειλώντας ευθέως, σε περίπτωση μη ευνοϊκής εξέλιξης της κρίσης χρέους, την ίδια την επιβίωσή τους. Αναφέρθηκαν οι λόγοι για τους οποίους η εν λόγω κρίση πλήττει

με μεγαλύτερη ένταση τα εγχώρια τραπεζικά συστήματα, αλλά αναλύθηκαν λεπτομερώς και οι κίνδυνοι τους οποίους αντιμετωπίζουν οι τράπεζες των μεγάλων ευρωπαϊκών οικονομιών λόγω της έκθεσής τους στις οιονεί πτωχευμένες χώρες και λόγω της διασύνδεσης των εθνικών πιστωτικών συστημάτων. Τέλος, πλήθος στοιχείων παρουσιάστηκαν και σχολιάστηκαν σε σχέση τόσο με τη μετάδοση της κρίσης από τον τομέα του δημόσιου χρέους στον τραπεζικό τομέα όσο και με τις επιπτώσεις της μετάδοσης αυτής.

Το προφανές συμπέρασμα που προκύπτει από τα παραπάνω είναι ότι η κρίση χρέους και η κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ευρωζώνης είναι σε μεγάλο βαθμό αλληλένδετες. Επιπλέον, έχουν εμπλακεί σε μια σχέση σωρευτικής αιτιότητας, στα πλαίσια της οποίας κάθε όξυνση της μιας οδηγεί με μαθηματική ακρίβεια στην επιδείνωση της άλλης. Αυτό είναι ήδη εμφανές στις περιπτώσεις των χωρών οι οποίες αντιμετωπίζουν την οξύτερη κρίση χρέους και οι οποίες έχουν, ως αποτέλεσμα αυτής, αποκλειστεί πλήρως από τις διεθνείς αγορές, αλλά δεν θα αργήσει να γίνει εμφανές παντού όταν τα βήματα της Ελλάδας, της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας ακολουθήσει κάποια λατινογενής χώρα με μεγαλύτερο ειδικό βάρος. Στην περίπτωση αυτή, η εκ νέου μετάδοση της κρίσης από τον τομέα του δημόσιου χρέους στον τραπεζικό τομέα, αν και ποιοτικά όμοια με τις τρεις παραπάνω περιπτώσεις, θα λάβει καινοφανείς διαστάσεις, στο βαθμό μάλιστα που δεν αποκλείεται το υψηλό δημόσιο χρέος να εκληφθεί ως το σχετικά μικρότερο από τα προβλήματα που θα αντιμετωπίζει η ευρωζώνη.

7. Ο ρόλος της εφαρμοζόμενης πολιτικής δανεισμού/λιτότητας και του μηχανισμού στήριξης EFSF στη συντήρηση/επιτάχυνση της κρίσης

7.1 Εισαγωγή

Ο βασικός σκοπός της παρούσας ενότητας είναι η διερεύνηση της πιθανής μελλοντικής εξέλιξης του δημόσιου χρέους της χώρας μέσω της χρήσης ενός υπολογιστικού προγράμματος προσομοιώσεων. Το ούτως ή άλλως υψηλό ελληνικό δημόσιο χρέος αυξήθηκε δραματικά την τελευταία τριετία λόγω των επιπτώσεων της διεθνούς οικονομικής κρίσης, με την αυξητική αυτή πορεία να συνεχίζεται ακόμα και μετά την ένταξη της χώρας στον διεθνή μηχανισμό στήριξης. Εφόσον το ζήτημα του υψηλού δημόσιου χρέους αποτελεί μία από τις σημαντικότερες εκφάνσεις της σημερινής κρίσης, όχι μόνο σε εθνικό αλλά και σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, καθίσταται απαραίτητη η εμπεριστατωμένη απάντηση στο ερώτημα εάν και κατά πόσον είναι το χρέος αυτό ακόμα διαχειρίσιμο. Στην περίπτωση που η απάντηση στο παραπάνω ερώτημα είναι καταφατική, τότε το ενδιαφέρον και η έμφαση μετατοπίζονται στο ζήτημα της διαχείρισής του και στο ποιες εκ των διαφόρων τακτικών οι οποίες έχουν μέχρι στιγμής ακολουθηθεί –ή απλώς προταθεί στα πλαίσια του δημόσιου διαλόγου– είναι προσφορότερες. Εάν όμως η απάντηση είναι αρνητική και το ελληνικό δημόσιο χρέος έχει καταστεί πλέον μη βιώσιμο, τότε όλες οι προαναφερθείσες τακτικές, με πρώτη μεταξύ αυτών τον ίδιο το μηχανισμό στήριξης, μάλλον έχουν σχεδιαστεί εν αγνοία θεμελιωδών πτυχών της πραγματικότητας.

Οι προσομοιώσεις, των οποίων τα αποτελέσματα θα παρουσιαστούν στη συνέχεια, αποτελούν μια προσπάθεια να απαντηθεί το παραπάνω κρίσιμο ερώτημα. Θα πρέπει εντούτοις να τονιστεί ότι δεν προσφέρουν κάποια μονοσήμαντη

πρόβλεψη του τι μέλλει γενέσθαι. Αντιθέτως, παρέχουν μια ευρεία δυνατότητα διαφορετικών προβλέψεων και εκτιμήσεων για την πορεία του ελληνικού δημόσιου χρέους, αναλόγως των υποθέσεων περί των βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών και της διαχρονικής τους εξέλιξης. Δεν προκύπτουν, με άλλα λόγια, από κάποιο κλειστό μακροοικονομικό υπόδειγμα γενικής ισορροπίας, αλλά συνίστανται απλώς στην τεχνική, αριθμητική κατάδειξη της πορείας του δημόσιου χρέους υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις. Και ακριβώς μέσα από αυτές τις προϋποθέσεις είναι δυνατόν να εκφραστούν διαφορετικές θεωρητικές αντιλήψεις, καθώς και να αποκλειστούν ως μη λογικοί κάποιοι εκ των πιθανών συνδυασμών. Ως εκ τούτου, θα πρέπει να συζητηθούν και να δικαιολογηθούν οι κύριες υποθέσεις στις οποίες βασίζονται τα σενάρια των οποίων τα αποτελέσματα θα παρουσιαστούν στη συνέχεια, καθώς και η ίδια η δομή των σεναρίων αυτών.

Ο βασικός σκοπός της Ενότητας 7, όπως διατυπώθηκε παραπάνω, είναι αρκετά γενικός. Δύο πιο συγκεκριμένα και επιμέρους ζητήματα, στην ανάλυση και διερεύνηση των οποίων θα αφιερωθεί ένα μεγάλο μέρος των παρακάτω σελίδων, είναι αφενός η σύγκριση διαφορετικών πολιτικών με κριτήριο την προκύπτουσα διαχρονική πορεία του χρέους και αφετέρου ο εμπλουτισμός των θεωρητικών εκτιμήσεων με κάποια εμπειρική τάξη μεγέθους. Η δε τάξη μεγέθους αυτή αναφέρεται όχι μόνο στις τελικές τιμές των βασικών υπό μελέτη μεγεθών –δηλαδή του δημόσιου χρέους και του δημοσιονομικού ελλείμματος– αλλά και στις τιμές των λοιπών μεταβλητών οι οποίες απαιτούνται προκειμένου να οδηγηθεί το σύστημα στη μία ή στην άλλη δυνατή τροχιά.

Στη βάση όσων έχουν γραφεί μέχρι στιγμής, οι Ενότητες 7.2, 7.3 και 7.4 έχουν μάλλον το χαρακτήρα της προεργασίας. Συγκεκριμένα, στην Ενότητα 7.2 περιγράφονται τα τρία γενικά σενάρια της προσομοίωσης και αναλύονται οι υποθέσεις τους, η εσωτερική τους λογική, καθώς και οι πιθανές επιπτώσεις τους στην εξέλιξη των βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών. Η Ενότητα 7.3 αποτελεί τη δομή της προσομοίωσης, υπό την έννοια ότι περιγράφονται μαθηματικά οι βασικές σχέσεις μεταξύ των κύριων μεταβλητών, καθώς και η διαδικασία υπολογισμού των τιμών των μεταβλητών αυτών κατά τη λειτουργία του προγράμματος προσομοίωσης. Στην Ενότητα 7.4 διευκρινίζονται οι βασικές υποθέσεις για τις τέσσερις βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές (κρατικά έσοδα, δημόσιες δαπάνες, ποσοστιαίοι ρυθμοί μεταβολής του ΑΕΠ και κόστος νέου δανεισμού) σε κάθε ένα εκ των τριών γενικών σεναρίων. Η Ενότητα 7.5 περιλαμβάνει την

παρουσίαση και ερμηνεία των αποτελεσμάτων των προσομοιώσεων, ενώ η Ενότητα 7.6 περιέχει μια ανάλυση ευαισθησίας των αποτελεσμάτων αυτών σε αποκλίσεις των τιμών των βασικών μεταβλητών από εκείνες που έχουν υποτεθεί. Τέλος, στην Ενότητα 7.7 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα αντίστοιχων προσομοιώσεων στη βάση των αποφάσεων της 21ης Ιουλίου και της 26ης Οκτωβρίου.

7.2 Τα τρία σενάρια της προσομοίωσης

Στην Ενότητα 7.2 θα περιγραφεί η λογική των τριών γενικών σεναρίων τα οποία θα χρησιμοποιηθούν στη συνέχεια ως βάση των προσομοιώσεων της εξέλιξης του ελληνικού δημόσιου χρέους. Συγκεκριμένα, θα αναλυθούν οι υποθέσεις –ρητές ή μη– στις οποίες βασίζονται, καθώς και οι πιθανές επιπτώσεις οι οποίες θα προκύψουν από την εφαρμογή των σχετικών οικονομικών πολιτικών, κυρίως, αλλά όχι αποκλειστικά, όσον αφορά το επίπεδο του δημόσιου χρέους. Επίσης, θα αξιολογηθούν οι ποσοτικές προβλέψεις των σεναρίων αυτών, στο βαθμό τουλάχιστον που τέτοιου είδους προβλέψεις έχουν διατυπωθεί ρητώς. Θα πρέπει βέβαια να σημειωθεί προκαταβολικά ότι η κατηγοριοποίηση των εν λόγω σεναρίων είναι κάπως σχηματική. Αφενός, όπως θα φανεί στη συνέχεια, τα πρώτα δύο σενάρια έχουν τόσα κοινά στοιχεία που θα ήταν ίσως λογικότερο να θεωρηθεί το δεύτερο ως μία υποπερίπτωση του πρώτου, παρά ως αυτόνομη πρόταση διεξόδου από την κρίση. Αφετέρου, το τρίτο σενάριο δεν αποτελεί τη μοναδική εναλλακτική πρόταση διεξόδου που έχει διατυπωθεί, αλλά είναι η μόνη τέτοια πρόταση που θα συμπεριληφθεί στις προσομοιώσεις.

7.2.1 Ο διεθνής μηχανισμός στήριξης

Προφανώς, το πρώτο σενάριο δεν μπορεί να είναι άλλο από την πολιτική η οποία έχει μέχρι στιγμής εφαρμοστεί και καθορίσει τις εξελίξεις. Ως γνωστόν, η πολιτική αυτή συνίσταται στη (σταδιακή) δημιουργία ενός διεθνούς μηχανισμού στήριξης ο οποίος θα δανειοδοτεί τις χώρες που αντιμετωπίζουν προβλήματα δανεισμού από τις διεθνείς αγορές, με προϋπόθεση την εφαρμογή σκληρών προγραμμάτων δημοσιονομικής εξυγίανσης και την αυστηρή εξωτερική επιτήρηση της ακολουθούμενης οικονομικής πολιτικής. Ο μηχανισμός καλείται διεθνής και όχι ευρωπαϊκός λόγω της συμμετοχής σε αυτόν και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, ενώ η δημιουργία του καλείται σταδιακή διότι ξεκίνησε από την υιοθέτηση ad hoc πολιτικών στην ελληνική περίπτωση, συνέχισε κάπως πιο συντεταγ-

μένα στις περιπτώσεις της δανειοδότησης της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) και αναμένεται να εξελιχθεί στον μόνιμο Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM) από το 2013 και ύστερα.[35]

Η λογική της πολιτικής αυτής είναι αρκετά γνωστή και θα περιγραφεί εδώ μόνο εν τάχει. Βασίζεται κατά κύριο λόγο στην επιβολή ενός αυστηρού προγράμματος δημοσιονομικής εξυγίανσης, μείωσης δηλαδή των δημόσιων δαπανών και αύξησης των φορολογικών εσόδων του κράτους, το οποίο αποσκοπεί στον κατά το δυνατόν συντομότερο περιορισμό του δημοσιονομικού ελλείμματος σε διαχειρίσιμο επίπεδο. Η επίτευξη του στόχου αυτού και η συνεπαγόμενη δημιουργία πρωτογενών δημοσιονομικών πλεονασμάτων θα οδηγήσει στη σταθεροποίηση αρχικά και στη μείωση εν συνεχεία του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, στο βαθμό τουλάχιστον που η οικονομία συνεχίσει να μεγεθύνεται. Σύμφωνα με τη λογική των σχετικών προγραμμάτων σταθεροποίησης, ο κρίσιμος αυτός στόχος, η συνεχιζόμενη δηλαδή επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας, μπορεί να επιτευχθεί μέσω της εφαρμογής διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, όπως η απορύθμιση της αγοράς εργασίας, οι εκτεταμένες αποκρατικοποιήσεις και η απελευθέρωση συγκεκριμένων αγορών οι οποίες χαρακτηρίζονται από υψηλή δυνητική κερδοφορία. Θα επιτευχθεί επίσης μέσω της γενικότερης μείωσης του ποσοστού της κρατικά ελεγχόμενης οικονομικής δραστηριότητας, μείωση η οποία θα αφήσει ελεύθερο ένα πεδίο δόξης λαμπρόν στην ιδιωτική πρωτοβουλία.

Η παραπάνω λογική είναι, αν μη τι άλλο, προβληματική. Πρώτον, επειδή η λογική της εξάλειψης των ελλειμμάτων μέσω της μείωσης των δαπανών και της αύξησης των εσόδων, αν και απολύτως ορθή στην περίπτωση ενός ατόμου ή ενός νοικοκυριού, δεν λειτουργεί εξίσου καλά στην περίπτωση που η μονάδα της ανάλυσης είναι το σύνολο της οικονομίας. Ένα κράτος, πολύ απλά, δεν μπορεί να εξαφανίσει το έλλειμμά του μειώνοντας ισόποσα τις δαπάνες του ή αυξάνοντας ισόποσα τη φορολογική επιβάρυνση των πολιτών του ή ακολουθώντας κάποιον

35. Για περισσότερες λεπτομέρειες πάνω στο ελληνικό πρόγραμμα χρηματοδότησης, βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2010), καθώς και IMF (2010b). Για τα αντίστοιχα προγράμματα της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας, βλ. European Commission (2011b), EU/IMF (2011), European Commission (2011b) και IMF (2011b). Λεπτομέρειες για το μηχανισμό ESM περιέχονται στο Κείμενο Συμπερασμάτων του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της 24ης-25ης Μαρτίου 2011.

συνδυασμό των πολιτικών αυτών. Υπό συνθήκες δε οικονομικής ύφεσης, η παραπάνω λογική δεν λειτουργεί καθόλου, ή μάλλον λειτουργεί ιδιαιτέρως αποτελεσματικά προς την αντίθετη κατεύθυνση. Δεύτερον, επειδή η δανειοδότηση αποτελεί λύση όταν κάποιο κράτος αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας, αλλά όχι όταν το πρόβλημα έγκειται στην αδυναμία αποπληρωμής των χρεών του. Τρίτον, επειδή το δημόσιο χρέος μιας χώρας ως ποσοστό του ΑΕΠ της μειώνεται όταν ο ποσοστιαίος ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας της είναι υψηλότερος του μέσου επιτοκίου που αντιμετωπίζει, ενώ οι εν λόγω πολιτικές οδηγούν σε δυσθεώρητα ύψη το επιτόκιο αυτό και καθιστούν αρνητικούς τους ρυθμούς μεγέθυνσης. Και τέταρτον, επειδή η προσδοκία ότι αυτή η καταβαράθρωση της οικονομικής δραστηριότητας θα αποφευχθεί μέσω των παραπάνω διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων αποτελεί, στην καλύτερη των περιπτώσεων, απλώς ευσεβή πόθο.

Αν και οι εκτιμήσεις της προηγούμενης παραγράφου ακούγονται ίσως υπερβολικά απαισιόδοξες, τα αποτελέσματα της εν λόγω πολιτικής κατά το τελευταίο έτος δεν θα δικαιολογούσαν μια ευνοϊκότερη τοποθέτηση. Ο ρυθμός μείωσης του ΑΕΠ ήταν πέρυσι –και συνεχίζει να είναι– σαφώς μεγαλύτερος του προβλεπόμενου, τα επιτόκια δανεισμού του ελληνικού δημοσίου έχουν αυξηθεί κατακόρυφα κατά τη διάρκεια του τελευταίου έτους, η επιστροφή του ελληνικού δημοσίου στις διεθνείς αγορές εντός του 2012 αποτελεί πλέον όνειρο θερινής νυκτός και η προσεχής δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων σενάριο επιστημονικής φαντασίας, όσες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις έχουν γίνει δεν έχουν επιφέρει κανένα απολύτως από τα προβλεπόμενα οφέλη, ενώ ακόμα και η μείωση του ελλείμματος, η οποία πράγματι επετεύχθη, απαίτησε ιδιαιτέρως δυσανάλογα δημοσιονομικά μέτρα.

Εντούτοις, το πρώτο σενάριο το οποίο θα μελετηθεί συνίσταται ακριβώς στη συνέχιση αυτής της μέχρι στιγμής εφαρμοζόμενης πολιτικής, αν μη τι άλλο επειδή, παρά την εντός και εκτός Ελλάδας πανθομολογούμενη πλέον αποτυχία της, δεν διαφαίνεται κάποια ισχυρή πολιτική βούληση διαφοροποίησής της. Επιπλέον, διότι είναι από μόνο του σημαντικό να διερευνηθεί η πιθανή εξέλιξη του δημόσιου χρέους στην περίπτωση αυτή. Τα αποτελέσματα της εν λόγω άσκησης μπορούν στη συνέχεια να χρησιμοποιηθούν είτε ως ένα επιπλέον κριτήριο της επιτυχίας ή μη της εν λόγω πολιτικής, ιδίως εφόσον η σταθεροποίηση και η μείωση του χρέους αποτελούν τους κατεξοχήν στόχους της, είτε ως σημείο αναφοράς

στη βάση του οποίου διαφορετικές προτάσεις θα μπορούν να αξιολογηθούν. Τέλος, το σενάριο αυτό μπορεί εύκολα να επεκταθεί ώστε να συμπεριλάβει και την τακτική της επαναγοράς μέρους του ελληνικού χρέους στη δευτερογενή αγορά με τα έσοδα που θα προκύψουν από τις μαζικές αποκρατικοποιήσεις οι οποίες έχουν προβλεφθεί, δίνοντάς μας έτσι μια εκτίμηση του καλύτερου δυνατού αποτελέσματος που μπορεί να προκύψει μέσω της συνέχισης της συγκεκριμένης πολιτικής.

7.2.2 Η εθελοντική ανταλλαγή των ελληνικών ομολόγων

Το δεύτερο σενάριο το οποίο θα εξεταστεί συνίσταται στην εθελοντική –εκ μέρους των ιδιωτών πιστωτών της χώρας– ανταλλαγή μέρους του υφιστάμενου ελληνικού χρέους με νέο χρέος. Βασίζεται, με άλλα λόγια, στην ιδέα ότι οι πιστωτές του ελληνικού δημοσίου θα αποδεχθούν να ανταλλάξουν τα ομόλογα που έχουν στην κατοχή τους και τα οποία λήγουν, και πρέπει επομένως να αποπληρωθούν στην ονομαστική τους αξία, με νέα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου. Με τον τρόπο αυτόν, η αποπληρωμή του κεφαλαίου των συγκεκριμένων ομολόγων μετατίθεται χρονικά στο προσεχές μέλλον και το ελληνικό κράτος βλέπει τις ετήσιες ανάγκες χρηματοδότησής του να μειώνονται κατά το συνολικό ποσό των τίτλων οι οποίοι θα ανταλλαγούν. Φυσικά, οι εν λόγω χρηματοδοτικές ανάγκες θα προκύψουν ξανά όταν λήξουν και τα νέα αυτά ομόλογα, αλλά φαίνεται πως επικρατεί η προσδοκία ότι μέχρι τότε το πρόβλημα του ελληνικού χρέους θα έχει αντιμετωπιστεί, ή τουλάχιστον περιοριστεί σημαντικά, με αποτέλεσμα να είναι σε θέση το ελληνικό κράτος να προχωρήσει στην περαιτέρω αναχρηματοδότηση του χρέους του μέσω δανεισμού από τις διεθνείς αγορές.

Υπάρχουν διάφορα ζητήματα τα οποία θα πρέπει να σχολιαστούν σε σχέση με το συγκεκριμένο σενάριο. Κατά πρώτο λόγο, η παραπάνω διαδικασία αποτελεί στην πραγματικότητα μια μορφή αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους, όσο φιλότιμα και αν προσπαθούσαν μέχρι πριν λίγους μήνες οι Ευρωπαίοι ιθύνοντες να πλάσουν νέους όρους οι οποίοι θα ακούγονται περισσότερο πολιτικά ορθοί. Αποτελεί ωστόσο την πλέον ανούσια μορφή αναδιάρθρωσης, καθώς αποτυγχάνει εκ κατασκευής στο στόχο αυτόν στον οποίο οι αναδιαρθρώσεις χρέους συνήθως αποσκοπούν, δηλαδή στην απομείωση του συνολικού βάρους του χρέους. Υπό το πρίσμα αυτό, και λαμβάνοντας υπ' όψιν ότι η γενικότερη συζήτηση στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης στρεφόταν αρχικά προς την κατεύθυνση μιας

πραγματικής αναδιάρθρωσης, μιας αναδιάρθρωσης δηλαδή η οποία θα περιελάμβανε και τη μείωση της καθαρής παρούσας αξίας του ελληνικού χρέους, το γεγονός ότι οι ευρωπαϊκές ηγεσίες φάνηκε να προκρίνουν προς στιγμήν το σενάριο της εθελοντικής ανταλλαγής δεν θα μπορούσε να θεωρηθεί παρά μόνο ως ουσιαστική οπισθοδρόμηση.[36]

Η όλη ιδέα περί εθελοντικής ανταλλαγής αποτελεί στην πραγματικότητα μια προσπάθεια να καταστεί τεχνητά δυνατό αυτό που συνέβαινε μέχρι τον Απρίλιο του 2010, μέχρι τη στιγμή δηλαδή που το ελληνικό κράτος απεσύρθη από τις διεθνείς αγορές, και το οποίο συνίσταται απλώς στην τακτική αναχρηματοδότηση του δημόσιου χρέους. Υπό φυσιολογικές συνθήκες, η αναχρηματοδότηση συντελείται εντός των αγορών, καθώς οι εισπράξεις από τις εκδόσεις νέων τίτλων χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή του κεφαλαίου παλαιών τίτλων οι οποίοι λήγουν. Προφανώς, η διαδικασία παύει να λειτουργεί ικανοποιητικά όταν, όπως έγινε στις αρχές του προηγούμενου έτους (2010) στην αγορά του ελληνικού χρέους, οι νέες εκδόσεις αντιμετωπίζουν πολύ υψηλότερο κόστος δανεισμού από τις παλαιές, τις οποίες αντικαθιστούν. Υπό την έννοια αυτή, η εθελοντική ανταλλαγή ομολόγων αποσκοπεί στην αποκατάσταση της αναχρηματοδότησης μέρους τουλάχιστον του ελληνικού χρέους από τις αγορές, κάτι που υπό τις σημερινές συνθήκες μπορεί να γίνει –με κάποιο ανεκτό κόστος δανεισμού– μόνο μέσω συμφωνίας των πιστωτών της χώρας.

Επιπλέον, η συμφωνία αυτή πρέπει κατ' ανάγκην να είναι εθελοντική, διότι σε αντίθετη περίπτωση θα εκληφθεί από τις διεθνείς αγορές –όπως δεν έχουν κουραστεί να επισημαίνουν και να προειδοποιούν οι διάφοροι οίκοι αξιολόγησης αλλά και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα– ως πιστωτικό γεγονός, πράγμα που σημαίνει ότι θα πρέπει να πληρωθούν τα ασφάλιστρα κινδύνου του ελληνικού δημοσίου. Το πόσο πιθανή είναι η συμμόρφωση ενός μεγάλου μέρους των πιστωτών του ελληνικού κράτους στο παραπάνω σχέδιο, καθώς και το εάν μια τέτοια συμμόρφωση θα ήταν πράγματι εθελοντική ή «εθελοντική», αποτελούν μάλλον

36. Στη συνέχεια, φυσικά, το ζήτημα μιας πραγματικής αναδιάρθρωσης ετέθη ξανά, αρχικά σε μια μάλλον περιορισμένη μορφή με τη Συμφωνία της 21ης Ιουλίου και ύστερα σε σαφώς πιο επιθετική μορφή στη Συμφωνία της 26ης Οκτωβρίου. Λόγω του ότι οι αποφάσεις αυτές έστρεψαν και πάλι την προσοχή προς την κατεύθυνση της ουσιαστικής αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους, οι επιπτώσεις τους θα συζητηθούν ξεχωριστά παρακάτω.

δευτερεύοντα ζητήματα. Το πρωτεύον φαίνεται να είναι και πάλι η αδυναμία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ή η έλλειψη βούλησης, να καταλήξει σε σαφείς πολιτικές αποφάσεις οι οποίες θα αποσκοπούν πραγματικά στην αντιμετώπιση του προβλήματος και όχι απλώς στην κωλυσιεργία. Πέραν αυτού, η όλη συζήτηση δείχνει ξεκάθαρα, όπως και η αντίστοιχη συζήτηση περί του μηχανισμού στήριξης της Ελλάδας την άνοιξη του 2010, την ανικανότητα, ή την έλλειψη βούλησης, των ευρωπαϊκών ηγεσιών να σκεφτούν με όρους διαφορετικούς από εκείνους που απορρέουν από την απρόσκοπτη λειτουργία των αγορών. Όπως η περυσινή δανειοδότηση της χώρας αντικατέστησε τη δανειοδότηση από τις διεθνείς αγορές όταν αυτή είχε πλέον καταστεί ανέφικτη –διατηρώντας όμως, και μάλιστα επαυξάνοντας, τη λογική των αγορών στους όρους και τις προϋποθέσεις της συμφωνίας–, έτσι και η ιδέα περί εθελοντικής ανταλλαγής των ελληνικών ομολόγων αποτελούσε απλώς μια μέθοδο της οποίας το μοναδικό πλεονέκτημα είναι ότι δεν έρχεται σε αντίφαση με τον τρόπο που θα λειτουργούσαν σε αντίστοιχη περίπτωση οι αγορές.

Τέλος, θα πρέπει να τονιστεί ότι η εθελοντική ανταλλαγή ομολόγων του ελληνικού δημοσίου μπορεί να θεωρηθεί ως αυτόνομο σενάριο αντιμετώπισης της κρίσης μόνο καθ' υπερβολήν: αφενός, διότι, όπως έχει ήδη αναφερθεί, δεν αντιμετωπίζει την κρίση, τουλάχιστον όχι ως προς τη βασική της έκφανση, το υψηλότατο δηλαδή ελληνικό δημόσιο χρέος· αφετέρου, επειδή αποτελεί στην πραγματικότητα συμπλήρωμα του πρώτου σεναρίου παρά αυθύπαρκτη πολιτική πρόταση. Συγκεκριμένα, αποτελεί επακόλουθο της διαπιστωμένης πλέον αποτυχίας του πρώτου σεναρίου, ιδίως όσον αφορά την πρόβλεψή του περί γρήγορης επιστροφής του ελληνικού κράτους στις αγορές. Στο βαθμό που μια τέτοια επιστροφή δεν διαφαίνεται στον ορίζοντα, οι ανάγκες χρηματοδότησης του ελληνικού κράτους (οι οποίες ανέρχονται για την τριετία 2010-2013 σε ποσό αρκετά μεγαλύτερο των 110 δισεκατομμυρίων του μηχανισμού στήριξης) θα πρέπει να καλυφθούν κάπως αλλιώς. Και στο βαθμό που δεν μπορούν να καλυφθούν εξ ολοκλήρου μέσω ενός νέου τεράστιου δανείου από τα κράτη-μέλη της ΕΕ και το ΔΝΤ, θα πρέπει αναγκαστικά να συνδράμουν με κάποιον τρόπο και οι ιδιώτες πιστωτές του ελληνικού κράτους. Όσον αφορά την επιλογή αυτής της συγκεκριμένης, αναιμικής μεθόδου συνδρομής του ιδιωτικού τομέα, οι λόγοι έχουν ήδη αναφερθεί.

7.2.3 Η πρόταση Βαρουφάκη-Holland[37]

Το τρίτο και τελευταίο σενάριο που θα εξεταστεί συνίσταται στην πρόταση για την αντιμετώπιση της κρίσης η οποία έχει διατυπωθεί από τους Γιάνη Βαρουφάκη και Stuart Holland. Ουσιαστικά, επομένως, οι προσομοιώσεις των επόμενων σελίδων αποσκοπούν μεταξύ άλλων και στη σύγκριση της ήδη ακολουθούμενης πολιτικής με τη συγκεκριμένη εναλλακτική πρόταση διεξόδου από την κρίση ως προς τις επιπτώσεις των δύο αυτών τακτικών στην εξέλιξη του δημόσιου χρέους της χώρας. Η εν λόγω πρόταση βασίζεται στη θεώρηση της κρίσης που ταλανίζει την ευρωζώνη ως τριπλής καθώς, πέραν της προφανούς κρίσης χρέους των χωρών της ευρωπαϊκής περιφέρειας, μαίνεται ακόμα μια τραπεζική κρίση –η οποία αποτέλεσε άλλωστε την αρχή του κακού, χωρίς να έχει επιλυθεί ή έστω αντιμετωπιστεί ικανοποιητικά στα τρία χρόνια που έχουν μεσολαβήσει από το 2008– και μια λιγότερο εμφανής, αλλά ίσως σημαντικότερη μακροπρόθεσμα, κρίση επενδύσεων στον πραγματικό τομέα της οικονομικής δραστηριότητας. Επιπλέον, οι τρεις αυτές εκφάνσεις της συνολικότερης οικονομικής κρίσης νοούνται όχι ως ανεξάρτητες, αλλά ως στενά και αιτιακά συνδεδεμένες εκδηλώσεις της γενικής κρίσης, οι οποίες μάλιστα αλληλεπιδρούν με τέτοιον τρόπο ώστε να οδηγούν σε ισχυρότατες σωρευτικές επιπτώσεις. Ως εκ τούτου, η πρόταση των Βαρουφάκη-Holland εμπεριέχει τρία σκέλη, που το καθένα αντιμετωπίζει μία εκ των τριών παραπάνω εκφάνσεων της κρίσης, καθιστώντας όμως σαφές ότι μόνο η ταυτόχρονη αντιμετώπιση και των τριών αυτών εκφάνσεων θα φέρει το επιθυμητό αποτέλεσμα.

Το πρώτο σκέλος της πρότασης, το οποίο είναι το μοναδικό που δεν θα ενσωματωθεί ρητά στην προσομοίωση, σχετίζεται με την ανάγκη ανακεφαλαιοποίησης των ευρωπαϊκών τραπεζών με χρήση των κεφαλαίων του EFSF. Η ανακεφαλαιοποίηση αυτή κρίνεται απαραίτητη καθώς έτσι θα εκκαθαριστούν οι ισολογισμοί των τραπεζών από τα συσσωρευμένα τους χρέη χωρίς ταυτόχρονα να απειληθεί το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα με ολοσχερή κατάρρευση, ενώ τα εν λόγω ιδρύματα θα εξυγιανθούν και θα μπορέσουν να επιστρέψουν στον πραγματικό τους ρόλο, αντί να αποτελούν τεράστιες παγίδες ρευστότητας εντός των οποίων εξαφανίζονται τεράστια κεφάλαια που θα μπορούσαν σίγουρα να χρησιμοποιηθούν κατά πολύ αποδοτικότερο τρόπο. Φυσικά, η χρήση των κεφαλαίων

37. Βλ. Varoufakis and Holland (2011).

του EFSF για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών θα πρέπει να συνοδευτεί από την απόκτηση του αντίστοιχου μετοχικού κεφαλαίου, οδηγώντας έτσι σε μια υπερεθνική κρατικοποίηση μεγάλου μέρους του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος. Στη συνέχεια, προφανώς, αφού δηλαδή τα ιδρύματα αυτά εξυγιανθούν και η κεφαλαιοποίησή τους αυξηθεί, οι συγκεκριμένες μετοχές θα μπορούσαν να πωληθούν και πάλι, εν όλω ή εν μέρει, σε ιδιώτες επενδυτές, έτσι ώστε η ανακεφαλαιοποίηση να μην ζημιώσει τους Ευρωπαίους φορολογούμενους.

Το δεύτερο σκέλος της πρότασης αναφέρεται στην άμεση ανάγκη μείωσης του συνολικού χρέους των περιφερειακών οικονομιών της ευρωζώνης, το οποίο έχει πλέον καταστεί πρακτικά μη διαχειρίσιμο. Η μέθοδος η οποία προτείνεται ώστε να επιτευχθεί η μείωση είναι η μεταφορά ενός τμήματος του δημόσιου χρέους των χωρών αυτών –ή όποιων άλλων χωρών της ευρωζώνης θα επιθυμούσαν να συμμετάσχουν– στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Το τμήμα αυτό συνίσταται στο κατά Μάαστριχτ νόμιμο μέρος του συνολικού δημόσιου χρέους, δηλαδή στο μέρος του χρέους που αντιστοιχεί στο 60% του ΑΕΠ του κάθε κράτους-μέλους. Η ΕΚΤ θα αναλάβει να χρηματοδοτήσει τη διαδικασία μέσω της έκδοσης ευρωομολόγων, ενώ τα κράτη-μέλη θα εξυπηρετούν κανονικά το χρέος τους στην ΕΚΤ επωφελούμενα από τα ιδιαιτέρως χαμηλά επιτόκια που τα ευρωομόλογα αυτά θα αντιμετωπίζουν στις διεθνείς αγορές. Φυσικά, το υπόλοιπο δημόσιο χρέος κάθε κράτους-μέλους παραμένει αποκλειστικά εθνική υπόθεση και θα πρέπει να αναχρηματοδοτείται στις διεθνείς αγορές με το εκάστοτε κόστος δανεισμού που θα επικρατεί σε αυτές. Με τον τρόπο αυτόν επιτυγχάνεται η έμμεση αναδιάρθρωση του χρέους των περιφερειακών, ή όποιων άλλων, ευρωπαϊκών οικονομιών, καθώς η εξυπηρέτηση του χρέους θα καταστεί πολύ λιγότερο δαπανηρή, ενώ η αποπληρωμή του κεφαλαίου θα είναι εύκολο να επιμηκυνθεί σημαντικά. Επιπλέον, η πρόταση αυτή περιέχει και μία επιπλέον μορφή αναδιάρθρωσης, αρκετά πιο άμεση από την προαναφερθείσα, καθώς αναφέρεται και στη δυνατότητα απευθείας μείωσης της καθαρής παρούσας αξίας του χρέους των χωρών οι οποίες θα συμφωνήσουν στην παραπάνω μεταφορά. Πιο συγκεκριμένα, η ΕΚΤ θα είναι σε θέση να απαιτεί μια τέτοια μείωση από ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι θα καταγράφουν τους τίτλους τους στους ειδικούς λογαριασμούς που θα δημιουργηθούν στην ΕΚΤ, ιδίως όταν οι επενδυτές αυτοί είναι τραπεζικά ιδρύματα που επιβιώνουν εδώ και μία τριετία χάρη στην απρόσκοπτη ροή ρευστότητας που η ίδια η ΕΚΤ τους παρέχει, καθώς και χάρη σε εγγυήσεις κρατών της ΕΕ – συ-

μπεριλαμβανομένων και των κρατών τα οποία έχουν πληγεί βαρύτερα από την κρίση δανεισμού.

Το τρίτο σκέλος της πρότασης αφορά την αντιμετώπιση της επενδυτικής κρίσης και εστιάζει στην ανάγκη παραγωγικής ανάπτυξης στις χώρες της ΕΕ, ιδίως τις περιφερειακές, μέσω της χρήσης της χρηματοδότησης της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕ) για τη δημιουργία ενός κύματος επενδύσεων σε πανευρωπαϊκό επίπεδο. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, η ΕΤΕ αδυνατεί την παρούσα στιγμή να παίξει αυτόν το ρόλο, παρά το γεγονός ότι διαθέτει και με το παραπάνω την απαιτούμενη χρηματοδοτική δυνατότητα, λόγω του κανονισμού που ορίζει ότι κάθε επενδυτικό έργο θα πρέπει να συγχρηματοδοτείται κατά 50% από εθνικούς πόρους. Προτείνουν όμως, ελλείψει εθνικών πόρων, την αντικατάστασή τους από κεφάλαια τα οποία θα προέλθουν από την έκδοση των ευρωομολόγων εκ μέρους της ΕΚΤ. Με τον τρόπο αυτόν, θα μπορούσαν να χρηματοδοτηθούν με σχετική ευκολία μαζικές επενδύσεις ακριβώς στις περιοχές που τις έχουν περισσότερο ανάγκη, ενώ η συνεπαγόμενη οικονομική ανάπτυξη θα βοηθούσε όλες τις χώρες της ηπείρου να αφήσουν οριστικά πίσω τους κάθε έκφανση της οικονομικής κρίσης. Λόγω της ιδιαίτερης σημασίας του τρίτου σκέλους της πρότασης Βαρουφάκη-Holland, η προσομοίωση της πρότασης θα σπάσει στη συνέχεια σε δύο μέρη. Το πρώτο εξ αυτών θα περιλαμβάνει μόνο τα δύο πρώτα σκέλη της πρότασης –ουσιαστικά μόνο το δεύτερο, καθώς το πρώτο σκέλος δεν υπεισέρχεται άμεσα στην παρούσα συζήτηση– ενώ το δεύτερο θα περιέχει την ολοκληρωμένη πρόταση.

Θα πρέπει, τέλος, να σημειωθεί ότι η πρόταση των Βαρουφάκη-Holland δεν είναι η μοναδική εναλλακτική πολιτική πρόταση διεξόδου από την κρίση. Αντιθέτως, κατά τον τελευταίο χρόνο έχουν διατυπωθεί και άλλες προτάσεις, παρόμοιας κατά το μάλλον ή ήττον λογικής, οι περισσότερες εκ των οποίων συγκλίνουν σε κάποια κοινά βασικά σημεία.[38] Τέτοια σημεία είναι η εξυγίανση του τραπεζικού τομέα, η αναδιάρθρωση των χρεών των περιφερειακών οικονομιών της Ευρώπης, η μεταρρύθμιση της ευρωζώνης προς την κατεύθυνση μιας κοινής –εν μέρει τουλάχιστον– διαχείρισης του χρέους, η ανάγκη ανάκαμψης της πραγματικής οικονομίας κ.ά. Υπό την έννοια αυτή, η πρόταση των Βαρουφάκη-Holland χρησιμοποιείται στην παρούσα ενότητα όχι μόνο ως μια εναλλακτική διέξοδος

38. Βλ. Buiter et al. (2011), τις δύο μελέτες του Ινστιτούτου Bruegel στα Darvas et al. (2011a) και Darvas et al. (2011b), καθώς και τη μελέτη του Paul de Grauwe (2011).

αυτή καθαυτή, αλλά και ως αντιπροσωπευτική μιας ευρύτερης ομάδας παραπλήσιων προτάσεων, ο αριθμός των οποίων αυξάνεται σταθερά κατά τη διάρκεια του τελευταίου έτους.

7.3 Η λειτουργία της προσομοίωσης

Στην Ενότητα 7.3 θα περιγραφεί το βασικό υπόβαθρο της προσομοίωσης, θα διατυπωθεί δηλαδή και θα ερμηνευτεί το σύνολο των αριθμητικών σχέσεων που συνδέουν τις βασικές μεταβλητές, ενώ θα αναλυθεί και η τεχνική λειτουργία της ίδιας της προσομοίωσης – η μέθοδος μέσω της οποίας οι εκροές του προγράμματος προκύπτουν από τις εισροές του εντός κάθε χρονικής περιόδου. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η βασική λειτουργία της προσομοίωσης διέπεται από απλές αριθμητικές ή λογιστικές σχέσεις, στις οποίες δεν έχει ενσωματωθεί καμία απολύτως θεωρητική αντίληψη και κανένα συμπέρασμα που θα μπορούσε να προκύψει από κάποιο αφηρημένο, μαθηματικό οικονομικό υπόδειγμα. Η αναφορά και η συζήτηση των όποιων θεωρητικών ζητημάτων μετατίθενται στην Ενότητα 7.4, η οποία θα εστιάσει στις συγκεκριμένες υποθέσεις περί της διαχρονικής εξέλιξης των βασικών μεταβλητών.

Εφόσον η βασική εκροή της προσομοίωσης είναι το επίπεδο του δημόσιου χρέους στη διαχρονική του πορεία, είναι σημαντικό να τονιστεί ότι η εξέλιξη του δημόσιου χρέους έχει μια δική της εσωτερική λογική, η οποία απορρέει από τον ίδιο τον ορισμό των σχετικών μεταβλητών. Στην πραγματικότητα, η εξέλιξη αυτή δίνεται από την παρακάτω απλή εξίσωση διαφορών

$$d_t - d_{t-1} = p_t + \left(\frac{i-g}{1+g}\right) d_{t-1} \qquad (2)$$

όπου d_t είναι το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά την παρούσα χρονική περίοδο, d_{t-1} το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ την αμέσως προηγούμενη χρονική περίοδο, p_t είναι το πρωτογενές δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ, i το μέσο πραγματικό επιτόκιο που συνδέεται με το υφιστάμενο, σε κάθε χρονική στιγμή, χρέος της οικονομίας και g ο ποσοστιαίος ρυθμός μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ, δηλαδή ο ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας.

Η παραπάνω εξίσωση προκύπτει από τον εισοδηματικό περιορισμό της κυβέρνησης, σύμφωνα με τον οποίον το άθροισμα των πρωτογενών δαπανών και των δαπανών εξυπηρέτησης του χρέους θα πρέπει να ισούται με το άθροισμα

των κρατικών εσόδων και της απόλυτης αύξησης του συνολικού δημόσιου χρέους. Είναι μια ιδιαιτέρως χρήσιμη σχέση, όχι μόνο επειδή προσφέρει έναν εύκολο τρόπο υπολογισμού του δημόσιου χρέους –εάν το πρωτογενές έλλειμμα, ο ρυθμός μεγέθυνσης και το επιτόκιο είναι γνωστά–, αλλά και διότι δείχνει ότι κάποια ζητήματα που αφορούν την εξέλιξη του χρέους ίσως να μην είναι τόσο αυτονόητα όσο εκ πρώτης όψεως φαίνονται. Παραδείγματος χάριν, από την εξίσωση αυτή προκύπτει σαφώς ότι στο βαθμό που ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ υπερβαίνει το κόστος δανεισμού, το δημόσιο χρέος μπορεί να μειωθεί ακόμα και σε μια οικονομία η οποία συνεχίζει να δημιουργεί πρωτογενή ελλείμματα στο διηνεκές. Μάλιστα, το περιθώριο μείωσης του δημόσιου χρέους κατ' αυτόν τον τρόπο είναι μεγαλύτερο για οικονομίες οι οποίες χαρακτηρίζονται από υψηλό επίπεδο χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ τους.[39]

Από θεωρητικής απόψεως, μια μελέτη της εξέλιξης του δημόσιου χρέους θα μπορούσε να βασιστεί στην παραπάνω σχέση, στην οποία θα έπρεπε απλώς να προστεθούν κατάλληλες υποθέσεις για τη διαχρονική πορεία των πρωτογενών ελλειμμάτων, των επιτοκίων δανεισμού και του ρυθμού μεγέθυνσης. Οι προσομοιώσεις της παρούσας ενότητας βασίζονται ωστόσο σε μια διαφορετική μεθοδολογία, στα πλαίσια της οποίας τόσο τα ελλείμματα όσο και το συνολικό χρέος υπολογίζονται βήμα-βήμα στη βάση των θεμελιωδών συστατικών τους στοιχείων. Φυσικά, οι δύο μέθοδοι είναι απολύτως ισοδύναμες, αλλά η δεύτερη είναι αρκετά πιο εύχρηστη για τους σκοπούς της παρούσας ενότητας και επιτρέπει την πιο εύκολη διερεύνηση της τελικής επίπτωσης στο χρέος από κάθε μεταβολή των σχετικών μακροοικονομικών μεταβλητών. Η μεθοδολογία αυτή μπορεί να παρουσιαστεί μέσα από λίγες απλές αριθμητικές σχέσεις, αφού πρώτα εξηγηθούν τα διάφορα σύμβολα που θα χρησιμοποιηθούν στη συνέχεια. Τα βασικά μεγέθη που χρησιμοποιούνται στην προσομοίωση είναι τα παρακάτω.

G_t: πρωτογενείς δαπάνες γενικής κυβέρνησης

T_t: συνολικά έσοδα γενικής κυβέρνησης

R_t: συνολικά χρεολύσια

R_t^*: χρεολύσια παλαιών δανείων

39. Μια ιδιαιτέρως ενδιαφέρουσα ανάλυση τέτοιου είδους ζητημάτων, στη βάση της παραπάνω εξίσωσης διαφορών και σε σχέση με το ομοσπονδιακό χρέος των ΗΠΑ, δίδεται από τον Galbraith (2011).

R_t^{IMF}: χρεολύσια δανείου ΔΝΤ

R_t^{EU}: χρεολύσια δανείου ΕΕ

R_t^B: χρεολύσια νέων δανείων

I_t: τόκοι

I_t^*: τόκοι παλαιών δανείων

B_t: νέος δανεισμός

iB_t: τόκοι νέου δανεισμού

D_t: χρέος γενικής κυβέρνησης (σε απόλυτο μέγεθος)

P_t: πρωτογενές έλλειμμα (σε απόλυτο μέγεθος)

DF_t: συνολικό έλλειμμα γενικής κυβέρνησης (σε απόλυτο μέγεθος)

L_t: χρηματικές εισροές από ΔΝΤ/ΕΕ

Μεταξύ των παραπάνω μεγεθών, κάποια αποτελούν σταθερές παραμέτρους, οι τιμές των οποίων είναι δεδομένες και δεν μεταβάλλονται. Τα μεγέθη αυτά είναι τα εξής: R_t^*, R_t^{IMF}, R_t^{EU}, I_t^* και L_t δηλαδή τα τοκοχρεολύσια των παλαιών δανείων, συμπεριλαμβανομένων των δανείων του μηχανισμού στήριξης, καθώς και οι χρηματικές εισροές από το μηχανισμό αυτόν. Άλλα τρία από τα παραπάνω μεγέθη αποτελούν εισροές της προσομοίωσης, υπό την έννοια ότι η τιμή τους, αν και όχι κατ' ανάγκην σταθερή, δίνεται εξ υποθέσεως. Τα μεγέθη αυτά είναι οι πρωτογενείς δαπάνες, τα συνολικά έσοδα και το επιτόκιο του νέου δανεισμού i. Απομένουν επτά μεταβλητές οι οποίες καθορίζονται, σε κάθε χρονική περίοδο, από τις παρακάτω σχέσεις.

$$I_t = I_t^* + iB_t \tag{3}$$

Η σχέση αυτή λέει απλά ότι οι συνολικοί τόκοι που πρέπει το δημόσιο να πληρώσει σε κάθε χρονική περίοδο ισούνται με το άθροισμα των τόκων των παλαιών δανείων και των τόκων του νέου δανεισμού. Στην πρώτη κατηγορία περιλαμβάνονται και οι τόκοι των δανείων του μηχανισμού στήριξης.

$$R_t = R_t^* + R_t^{IMF} + R_t^{EU} + R_t^B \tag{4}$$

Ακριβώς όπως παραπάνω, με τη μόνη διαφορά ότι εδώ αναφερόμαστε στα χρεολύσια των δανείων και όχι στους τόκους.

$$R_t^B = B_{t-v} \tag{5}$$

Οι αποπληρωμές νέου δανεισμού τη χρονική περίοδο t θα ισούνται με το

ύψος του νέου δανεισμού κατά τη χρονική περίοδο $(t-v)$, όπου v είναι η χρονική διάρκεια των ομολόγων μέσω των οποίων επιτυγχάνεται ο νέος δανεισμός. Για λόγους απλούστευσης, κάνουμε τη μη ρεαλιστική υπόθεση ότι το v είναι σταθερό.[40]

$$P_t = G_t - T_t \tag{6}$$

Δηλαδή, το πρωτογενές έλλειμμα δίνεται από τη διαφορά πρωτογενών δαπανών και συνολικών εσόδων.

$$DF_t = P_t + I_t \tag{7}$$

Το συνολικό έλλειμμα ισούται με το πρωτογενές συν τους τόκους.

$$D_t = D_{t-1} + DF_t \tag{8}$$

Το δημόσιο χρέος ισούται με το δημόσιο χρέος κατά την προηγούμενη περίοδο συν το συνολικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης.

$$B_t = DF_t + R_t - L_t \tag{9}$$

Η τελευταία σχέση λέει ότι το ύψος του νέου δανεισμού, δηλαδή οι ανάγκες χρηματοδότησης του ελληνικού δημοσίου, σε κάθε χρονική περίοδο ισούται με το συνολικό έλλειμμα συν τις αποπληρωμές χρεολυσίων μείον τις χρηματικές εισροές του μηχανισμού στήριξης. Στην περίπτωση που το μέγεθος αυτό είναι αρνητικό, το πρόγραμμα της προσομοίωσης το προσθέτει στις χρηματικές εισροές της επόμενης χρονιάς. Εάν δηλαδή τα δάνεια από το ΔΝΤ και την ΕΕ αρκούν και με το παραπάνω για την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών του δημοσίου κατά το έτος 2011, το ποσό που θα περισσέψει θα χρησιμοποιηθεί για την κάλυψη των αναγκών αυτών κατά το επόμενο έτος. Πρέπει τέλος να σημειωθεί ότι από τα δύο μεγέθη τα οποία αυξάνουν τον νέο δανεισμό, δηλαδή τις αποπληρωμές χρεολυσίων και το συνολικό έλλειμμα, μόνο το δεύτερο αυξάνει το συνολικό δημόσιο χρέος. Αντιθέτως, οι αποπληρωμές χρεολυσίων μέσω νέου δανεισμού, η αναχρηματοδότηση δηλαδή του χρέους το οποίο λήγει, αυξάνουν και μειώνουν το συνολικό χρέος κατά το ίδιο ποσό, δεν μεταβάλλουν συνεπώς το συνολικό του

40. Για την ακρίβεια, υποθέτουμε ότι κάθε νέος δανεισμός λαμβάνει χώρα αποκλειστικά και μόνο μέσω ομολόγων επταετούς διάρκειας. Η υπόθεση γίνεται προφανώς για λόγους απλοποίησης του υπολογιστικού προγράμματος και δεν επηρεάζει ουσιαστικά τα αποτελέσματα.

ύψος. Το μόνο πράγμα που μπορεί να μεταβληθεί μέσω της αναχρηματοδότησης του χρέους είναι οι μελλοντικοί τόκοι, καθώς το κόστος του νέου δανεισμού μπορεί να υπερβαίνει ή να υπολείπεται του κόστους των παλαιών δανείων.

Τα παραπάνω αποτελούν μια ακριβή περιγραφή της γενικής λογικής που βρίσκεται πίσω από την προσομοίωση. Από καθαρά υπολογιστικής απόψεως, η προσομοίωση διαφέρει από τις παραπάνω σχέσεις σε ένα μόνο πράγμα. Η διαφορά έγκειται στο ότι στα πλαίσια της προσομοίωσης οι τόκοι του παλαιού δανεισμού συνυπολογίζονται απευθείας στις δημόσιες δαπάνες και μόνο οι τόκοι του νέου δανεισμού προστίθενται εκ των υστέρων ώστε να υπολογιστεί το συνολικό έλλειμμα. Ο λόγος για τον οποίον ακολουθήθηκε αυτή η τακτική είναι πολύ απλά η έλλειψη ακριβών στοιχείων για τη δομή των τόκων των παλαιών δανείων, συμπεριλαμβανομένων και των δανείων του μηχανισμού στήριξης, κάτι που σημαίνει ότι το πρόγραμμα προσομοίωσης δεν προβαίνει σε σαφή διαχωρισμό μεταξύ πρωτογενών δαπανών και τόκων παλαιών δανείων. Στην Ενότητα 7.4 θα συζητηθεί η σημασία και η πιθανή έκταση αυτού του προβλήματος, καθώς και ο βαθμός στον οποίον μπορεί να αντιμετωπιστεί μέσω κατάλληλων υποθέσεων για την εξέλιξη των δημόσιων δαπανών. Η απουσία πάντως του παραπάνω διαχωρισμού σημαίνει ότι η προσομοίωση δεν περιλαμβάνει καμία ρητή εκτίμηση του πρωτογενούς ελλείμματος. Η διαφορά μάλιστα μεταξύ δαπανών και εσόδων, όπως τα μεγέθη αυτά παρουσιάζονται στο πρόγραμμα προσομοίωσης, δεν αντιστοιχεί γενικά ούτε στο πρωτογενές ούτε στο συνολικό έλλειμμα. Αντιστοιχεί ουσιαστικά στο συνολικό έλλειμμα κατά τις πρώτες χρονικές περιόδους της προσομοίωσης, οπότε οι τόκοι των παλαιών δανείων είναι οι μόνοι που υφίστανται, ενώ αντιστοιχεί χονδρικά στο πρωτογενές έλλειμμα κατά τις τελευταίες χρονικές περιόδους της προσομοίωσης, οπότε τα παλαιά δάνεια έχουν σχεδόν εξ ολοκλήρου αποπληρωθεί και οι μόνοι τόκοι που πληρώνονται είναι αυτοί που συνδέονται με τον νέο δανεισμό.

7.4 Υποθέσεις περί των βασικών μεταβλητών

Οι σχέσεις που διατυπώθηκαν στην Ενότητα 7.3 δεν παρουσιάζουν καμία απολύτως θεωρητική δυσκολία. Πρόκειται μάλλον περί αυτονόητων ζητημάτων και ταυτολογιών, οι οποίες όμως έπρεπε να διατυπωθούν ρητά τόσο για λόγους πληρότητας της παρουσίασης όσο και για να καταστεί σαφής η εσωτερική λειτουργία του προγράμματος της προσομοίωσης. Αυτό που δεν είναι καθόλου αυ-

τονόητο, ωστόσο, και το οποίο προαπαιτεί κάποια, έστω γενική, θεωρητική αντίληψη περί της λειτουργίας του οικονομικού συστήματος, είναι το σύνολο των υποθέσεων οι οποίες θα χρησιμοποιηθούν σε κάθε ένα από τα τρία σενάρια όσον αφορά τις τιμές των μεταβλητών που αποτελούν εισροές στο πρόγραμμα αυτό. Τρεις από τις μεταβλητές αυτές αναφέρθηκαν ήδη στην Ενότητα 7.3 και είναι οι δημόσιες δαπάνες, τα κρατικά έσοδα και το κόστος του νέου δανεισμού. Μία τέταρτη, η οποία δεν αναφέρθηκε, είναι ο ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας. Προηγουμένως, τόσο το δημοσιονομικό έλλειμμα όσο και το δημόσιο χρέος ορίστηκαν ως απόλυτα μεγέθη. Επομένως, είναι απαραίτητη κάποια εκτίμηση του ύψους του συνολικού προϊόντος ώστε να μπορούν τα μεγέθη αυτά να εκφραστούν, όπως θα έπρεπε, ως ποσοστά του ΑΕΠ. Εδώ θα αναφερθούν λοιπόν και θα δικαιολογηθούν οι ακριβείς υποθέσεις σχετικά με την εξέλιξη των τεσσάρων αυτών μεταβλητών στα πλαίσια του κάθε βασικού σεναρίου.

Ξεκινώντας από τα έσοδα, θα πρέπει να σημειωθεί ότι στην προσομοίωση λαμβάνονται υπ' όψιν όχι μόνο τα φορολογικά, αλλά τα συνολικά κρατικά έσοδα στο επίπεδο της γενικής κυβέρνησης, στα οποία περιλαμβάνονται επίσης οι ασφαλιστικές εισφορές, τα μερίσματα που εισπράττει το δημόσιο λόγω της συμμετοχής του στο μετοχικό κεφάλαιο των κερδοφόρων ΔΕΚΟ, καθώς και λοιπές πηγές εσόδων. Η βασική υπόθεση είναι ότι τα κρατικά έσοδα αποτελούν συνάρτηση του συνολικού εισοδήματος στην οικονομία, με την ακριβή σχέση να δίνεται από την απλή γραμμική εξίσωση

$$T_t = \alpha + \beta \text{ΑΕΠ}_t \qquad (10)$$

Οι συντελεστές α και β της εξίσωσης αυτής εκτιμήθηκαν διά της μεθόδου των απλών ελαχίστων τετραγώνων στη βάση ενός δείγματος 16 παρατηρήσεων, από το 1995 έως το 2010. Οι εκτιμήσεις που προέκυψαν ανήλθαν σε 1,684 για τον σταθερό όρο και σε 0,383 για το β, πράγμα που σημαίνει ότι μία μεταβολή του ΑΕΠ κατά 1 ευρώ συνδέεται με μία προς την ίδια κατεύθυνση μεταβολή των συνολικών κρατικών εσόδων κατά 38,3 λεπτά. Η τιμή της στατιστικής F ανήλθε σε 843,14 επιβεβαιώνοντας έτσι τη στατιστική σημαντικότητα και των δύο συντελεστών σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Ο πολλαπλός συντελεστής προσδιορισμού (R^2) υπολογίστηκε στο 0,983, το οποίο σημαίνει ότι σχεδόν το σύνολο της μεταβλητότητας των κρατικών εσόδων μπορεί να εξηγηθεί στατιστικά από τη μεταβλητότητα του ΑΕΠ. Στα πλαίσια της προσομοίωσης, τα κρατικά έσοδα των μελλοντικών ετών προσδιορίζονται στη βάση των παραπάνω εκτιμήσεων,

καθώς και στη βάση των υποθέσεων περί του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ. Υποθέτουμε, με άλλα λόγια, ότι παρά τις εντεινόμενες προσπάθειες περιορισμού του ελλείμματος μέσω και της αύξησης της φορολογικής επιβάρυνσης, η εσωτερική λογική του καθορισμού των συνολικών εσόδων από το ύψος του συνολικού εισοδήματος είναι αδύνατον να αναιρεθεί. Κάτι τέτοιο θα μπορούσε βέβαια να γίνει εμμέσως, μέσω δηλαδή της βελτίωσης των φοροεισπρακτικών μηχανισμών και της πάταξης της φοροδιαφυγής, καθώς και της εισφοροδιαφυγής. Τέτοιου είδους εξελίξεις θα μπορούσαν να αποτυπωθούν ως αυξήσεις της τιμής του συντελεστή β, ώστε να προκύπτουν υψηλότερα κρατικά έσοδα για κάθε δεδομένο επίπεδο του ΑΕΠ. Αυτό πράγματι θα γίνει στα πλαίσια της ανάλυσης ευαισθησίας, όπου θα υπολογιστεί η απαιτούμενη αύξηση του συντελεστή αυτού ώστε να μεταβληθούν ουσιωδώς τα βασικά αποτελέσματα της προσομοίωσης. Στα πλαίσια δε της προσομοίωσης των βασικών σεναρίων, μια τέτοια θετική εξέλιξη θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι αποτυπώνεται εμμέσως στις ιδιαιτέρως ευνοϊκές υποθέσεις για το ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας οι οποίες θα αναφερθούν στη συνέχεια. Προφανώς, τέλος, ο τρόπος εκτίμησης των μελλοντικών ροών κρατικών εσόδων είναι ο ίδιος και στα τρία βασικά σενάρια τα οποία θα εξεταστούν.

Περνώντας στις υποθέσεις περί δημόσιων δαπανών, θα πρέπει καταρχήν να σημειωθεί ότι αναφερόμαστε πάντοτε στις δαπάνες της γενικής και όχι της κεντρικής κυβέρνησης. Η βασική υπόθεση εδώ είναι ότι οι δημόσιες δαπάνες μειώνονται κατά 3% το 2011 και κατά 1% το 2012, ως αποτέλεσμα των μέτρων περιορισμού του ελλείμματος, ενώ παραμένουν σταθερές στον υπόλοιπο ορίζοντα της προσομοίωσης, δηλαδή από το 2013 έως και το 2026. Η υπόθεση αυτή ακούγεται ίσως υπερβολικά συντηρητική, ιδίως δεδομένης της μείωσης των δημόσιων δαπανών κατά 8,3% το 2010, από 124,2 σε 113,9 δισ. ευρώ, αλλά υπάρχουν διάφοροι λόγοι οι οποίοι επιβάλλουν συντηρητικές εκτιμήσεις στο συγκεκριμένο ζήτημα. Πρώτον, μειώσεις των δημόσιων δαπανών αντίστοιχες με αυτή του προηγούμενου έτους (2010) είναι μάλλον αδύνατο να επιτευχθούν ξανά, χωρίς τουλάχιστον να οδηγήσουν σε οικονομική εξαθλίωση ενός μεγάλου τμήματος του πληθυσμού, σε πλήρη διάρρηξη του κοινωνικού ιστού και σε ουσιαστική κατάρρευση βασικών οικονομικών και κοινωνικών λειτουργιών του κράτους. Δεύτερον, εάν ληφθεί υπ' όψιν ότι στα ποσά αυτά των δημόσιων δαπανών περιλαμβάνονται και οι τόκοι, καθώς και ότι οι καταβαλλόμενοι τόκοι

των παλαιών δανείων θα αυξηθούν στη διάρκεια των επόμενων ετών, η μείωση των πρωτογενών δημόσιων δαπανών την οποία υποθέτουμε είναι στην πραγματικότητα μεγαλύτερη του 3% και του 1%. Τρίτον, οι δημόσιες δαπάνες συνδέονται και αυτές στενά με το ύψος του συνολικού εισοδήματος, κυρίως λόγω της πολλαπλασιαστικής επίδρασης των δημόσιων δαπανών και ιδίως εκείνων που συνδέονται με το Πρόγραμμα Δημόσιων Επενδύσεων. Σε περιόδους ύφεσης ή επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας, οι δημόσιες δαπάνες αυξάνονται μέσω της επίδρασης των αυτόματων σταθεροποιητών και η δραστική μείωσή τους, ακόμα και αν είναι επιτυχής, απλώς εντείνει την ύφεση – κάτι που περιγράφει με αρκετά μεγάλη ακρίβεια τι συνέβη στην ελληνική οικονομία κατά το προηγούμενο έτος. Επομένως, δεδομένων των ευνοϊκών υποθέσεών μας περί της εξέλιξης του συνολικού εισοδήματος, η υπόθεση περί μείωσης των δημόσιων δαπανών κατά 3% και 1% εντός των ετών 2011 και 2012 αντιστοίχως είναι μάλλον λογικές. Μια περιπλοκή δημιουργείται ωστόσο όσο απομακρυνόμαστε χρονικά από την αφετηρία της προσομοίωσης εξαιτίας του γεγονότος ότι οι εν λόγω δαπάνες δεν είναι οι πρωτογενείς, αλλά περιλαμβάνουν και τις πληρωμές των τόκων. Καθώς απομακρυνόμαστε χρονικά από το 2011, οι τόκοι των νέων δανείων, οι οποίοι υπολογίζονται ξεχωριστά, θα υποκαθιστούν σε ολοένα μεγαλύτερο βαθμό τους τόκους των παλαιών δανείων, οι οποίοι είναι ήδη ενσωματωμένοι στις δημόσιες δαπάνες. Αυτό σημαίνει ότι η υπόθεσή μας περί σταθερότητας των δημόσιων δαπανών από το 2013 και μετά υποδηλώνει στην πραγματικότητα μια άρρητη υπόθεση περί αύξησης των πρωτογενών δαπανών κατά τα μεταγενέστερα έτη της προσομοίωσης, όταν δηλαδή το μεγαλύτερο μέρος των παλαιών δανείων θα έχει αποπληρωθεί και οι τόκοι που συνδέονται με τα δάνεια αυτά θα αντιπροσωπεύουν ένα σαφώς μικρότερο και συρρικνούμενο τμήμα των συνολικών δαπανών της γενικής κυβέρνησης. Η μεροληψία που μπορεί να προκύψει στα τελικά αποτελέσματα εκ της περιπλοκής αυτής είναι μάλλον μικρή, ιδίως υπό το πρίσμα της προαναφερθείσας σχέσης μεταξύ δημόσιων δαπανών και συνολικού ΑΕΠ. Εντούτοις, για να καταστεί σαφές ότι τα όποια αποτελέσματα δεν επηρεάζονται ουσιωδώς από την εν λόγω περιπλοκή, θα παρουσιαστούν στην Ενότητα 7.5 και τα αποτελέσματα μιας υποπερίπτωσης κάθε σεναρίου, στα πλαίσια της οποίας το ύψος των δημόσιων δαπανών έχει διορθωθεί έτσι ώστε να αφαιρούνται από το συνολικό μέγεθος οι τόκοι των παλαιών δανείων καθώς αυτά αποπληρώνονται. Στην περίπτωση αυτή, οι δημόσιες δαπάνες θα διαμορφωθούν σε 96 δισ. ευρώ το 2026 από 113,9 δισ. ευρώ

το 2010, παρουσιάζοντας δηλαδή σωρευτική μείωση της τάξης του 15,7% σε ορίζοντα δεκαπενταετίας. Επιπλέον, στα πλαίσια της ανάλυσης ευαισθησίας θα υπολογιστεί η μείωση των δημόσιων δαπανών η οποία απαιτείται προκειμένου να μεταβληθούν τα ποιοτικά αποτελέσματα της προσομοίωσης και θα καταστεί σαφές ότι η συγκεκριμένη περιπλοκή είναι, στην πραγματικότητα, σχετικά ασήμαντη. Τέλος, όπως και στην περίπτωση των κρατικών εσόδων, οι υποθέσεις περί της εξέλιξης των δημόσιων δαπανών θα είναι οι ίδιες σε όλα τα σενάρια τα οποία θα παρουσιαστούν στη συνέχεια.

Η σημαντικότερη ίσως μεταβλητή είναι ο ποσοστιαίος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ, καθώς οι μεταβολές της μπορεί να έχουν τη μεγαλύτερη επίδραση στη διαχρονική εξέλιξη ελλειμμάτων και χρέους. Ταυτοχρόνως, είναι και η πλέον «ανοικτή» εκ των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται εδώ, υπό την έννοια ότι οι προσδιοριστικοί της παράγοντες είναι αρκετά πιο περίπλοκοι και λιγότερο μονοσήμαντοι σε σχέση με άλλες μακροοικονομικές μεταβλητές. Οι υποθέσεις που κάνουμε για το ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας είναι κατά πάσα πιθανότητα οι ευνοϊκότερες δυνατές. Συγκεκριμένα, υποθέτουμε ότι στη διάρκεια του 2011 το ελληνικό ΑΕΠ θα μειωθεί μόνο κατά 3,2%, τη στιγμή που ο στόχος της ελληνικής κυβέρνησης αναφέρεται πλέον σε ύφεση της τάξης του 5,5% σε ετήσια βάση.[41] Επιπλέον, υποθέτουμε ότι η φετινή χρονιά είναι η τελευταία χρονιά ύφεσης, καθώς το ΑΕΠ θα παραμείνει σταθερό το 2012 και θα αρχίσει να αυξάνεται, σηματοδοτώντας μια ήπια αλλά υπαρκτή ανάκαμψη από το επόμενο έτος. Για την ακρίβεια, ο ρυθμός μεγέθυνσης θα είναι, σύμφωνα με το βασικό σενάριο, ίσος με 1% για τα έτη 2013-2014, με 2% για τα έτη 2015-2019 και 2023-2026 και με 1,5% για τα έτη 2020-2022. Ο βαθμός της αισιοδοξίας που εμπεριέχεται στις υποθέσεις αυτές θα πρέπει να είναι σαφής. Κατά πρώτο λόγο,

41. Η ύφεση κατά 3,2% την οποία υποθέτουμε για το 2011 αποτελεί την αρχική πρόβλεψη η οποία ενσωματώθηκε στην τρίτη επικαιροποίηση του «Μνημονίου Συνεννόησης για τις Συγκεκριμένες Προϋποθέσεις Οικονομικής Πολιτικής» τον Φεβρουάριο του 2011 και η οποία, όπως αποδείχτηκε πολύ γρήγορα, ήταν εκτός πραγματικότητας. Στο κείμενο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (European Commission, 2011c), το οποίο κυκλοφόρησε τον Ιούλιο, οι περί ύφεσης προβλέψεις ανέβηκαν στο 3,8% και συνέχισαν να αυξάνονται έκτοτε. Σύμφωνα με τα μέχρι στιγμής, μη εποχικά διορθωμένα, στοιχεία της Εθνικής Στατιστικής Υπηρεσίας, η ύφεση, σε ετήσια βάση και σε τρέχουσες τιμές, διαμορφώθηκε στο 6,9% κατά το πρώτο τρίμηνο, στο 5,6% κατά το δεύτερο και στο 3,7% κατά το τρίτο τρίμηνο του έτους (2011).

επειδή το πλέον πιθανό σενάριο θα ήταν μια ισχυρότερη ύφεση για το φετινό έτος (2011) και μια συνέχιση της ύφεσης τουλάχιστον κατά τα δύο επόμενα χρόνια, ενώ οι θετικοί ρυθμοί μεγέθυνσης οι οποίοι υποτίθενται μπορεί να μην ακούγονται εντυπωσιακοί, αλλά είναι αρκετά υψηλοί δεδομένων των μακροχρόνιων επιδόσεων της ελληνικής οικονομίας. Και κατά δεύτερον, επειδή καθιστούν τις προαναφερθείσες υποθέσεις περί δημόσιων δαπανών και κρατικών εσόδων πολύ πιο ευνοϊκές απ' ό,τι εκ πρώτης όψεως φαίνονται, για λόγους που έχουν ήδη αναφερθεί. Θα πρέπει να σημειωθεί εδώ, ως προκαταβολική απάντηση σε πιθανές κριτικές, ότι είναι μάλλον απίθανο να επιτευχθεί στα προσεχή έτη σημαντική μεγέθυνση της ελληνικής οικονομίας μέσω των διαφόρων διαρθρωτικών αλλαγών οι οποίες περιλαμβάνονται στα σχέδια δημοσιονομικής προσαρμογής της ελληνικής κυβέρνησης και της ΕΕ. Μέτρα όπως η απελευθέρωση των «κλειστών» επαγγελμάτων, οι πωλήσεις μετοχικών μεριδίων του δημοσίου ή η συρρίκνωση του κράτους, ανεξαρτήτως των οποιωνδήποτε θετικών ή προβληματικών τους σημείων, δεν αποτελούν ούτε κατά διάνοια μεταρρυθμίσεις οι οποίες θα οδηγήσουν σε επέκταση της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας. Η επέκταση αυτή, παρά την ήδη αναφερθείσα περίπλοκη φύση της, προκύπτει κατά κύριο λόγο, παντού και πάντοτε, από την εκτεταμένη διενέργεια παραγωγικών επενδύσεων –κρατικών ή ιδιωτικών– και απουσία αυτών μεταρρυθμίσεις όπως οι παραπάνω δεν θα συνιστούν παρά μεταβιβάσεις ιδιοκτησιακών δικαιωμάτων στην καλύτερη των περιπτώσεων ή μετατόπιση μέρους του βάρους του χρέους από τον δημόσιο στον ιδιωτικό τομέα στη χειρότερη. Επομένως, οι θετικοί ρυθμοί μεγέθυνσης που υποθέτουμε για τα προσεχή έτη αντιστοιχούν μάλλον στη βούλησή μας να διερευνήσουμε τα αποτελέσματα του πλέον ευνοϊκού –δεδομένων των περιστάσεων– σεναρίου, παρά σε κάποια πεποίθηση περί των ευεργετικών επιδράσεων μέτρων όπως τα παραπάνω. Σε αντίθεση με τις δύο προηγούμενες μεταβλητές, υποθέτουμε ότι η διαχρονική εξέλιξη του ΑΕΠ θα διαφέρει μεταξύ των πρώτων δύο σεναρίων και της πρότασης Βαρουφάκη-Holland. Για την ακρίβεια, οι παραπάνω ρυθμοί μεγέθυνσης αναφέρονται τόσο στα δύο πρώτα σενάρια όσο και στο σενάριο της πρότασης αυτής χωρίς το τρίτο της σκέλος, χωρίς δηλαδή το πανευρωπαϊκό πρόγραμμα παραγωγικών επενδύσεων το οποίο θα βασιστεί στη χρηματοδότηση της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων. Οι ρυθμοί μεγέθυνσης θα πρέπει όμως να είναι σαφώς υψηλότεροι όταν το σκέλος αυτό συμπεριλαμβάνεται στην προσομοίωση. Στην περίπτωση αυτή, υποθέτουμε ότι, μετά την ύφεση κατά 3,2% το 2011, ο ρυθμός μεταβολής

του ΑΕΠ θα διαμορφωθεί σε 2%, 3% και 4% αντίστοιχα κατά τα τρία επόμενα έτη, για να σταθεροποιηθεί στη συνέχεια στο 3,5% στα έτη 2015-2026, ρυθμοί οι οποίοι, υπό το πρίσμα της ανάγκης παραγωγικών επενδύσεων στις χώρες της ευρωπαϊκής περιφέρειας αλλά και των χρηματοδοτικών δυνατοτήτων της ΕΤΕ, αποτελούν μάλλον εφικτούς στόχους.

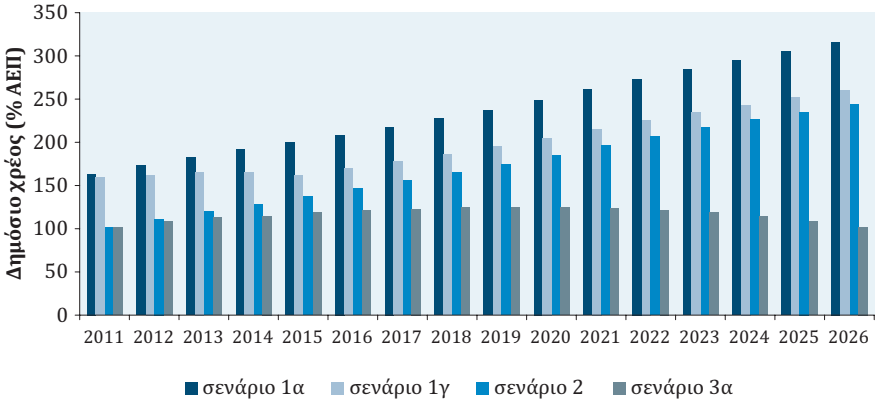
Όσον αφορά τέλος το επιτόκιο το οποίο θα αντιμετωπίζει το ελληνικό δημόσιο όποτε προβαίνει σε νέο δανεισμό, οι υποθέσεις μας θα είναι και εδώ εξωπραγματικά ευνοϊκές. Υποθέτουμε ότι τόσο οι χρηματοδοτικές ανάγκες του ελληνικού δημοσίου μετά το 2013 όσο και τα χρηματοδοτικά κενά του προγράμματος στήριξης κατά τα έτη 2012 και 2013 καλύπτονται εξ ολοκλήρου μέσω δανεισμού από τις αγορές με επιτόκιο της τάξης του 6%. Υποθέτουμε δηλαδή ότι οι προβλέψεις του αρχικού μνημονίου θα επιβεβαιωθούν πλήρως, παρά το γεγονός ότι πλέον τις έχουν αποκηρύξει ακόμα και οι συγγραφείς του, με την Ελλάδα να επιστρέφει στις αγορές το 2012, όταν εμφανίζονται τα πρώτα χρηματοδοτικά κενά στο πρόγραμμα σταθεροποίησης. Ο λόγος που επιλέγουμε τον νέο δανεισμό από τις αγορές, και όχι από τις χώρες της ΕΕ μέσω ενός δεύτερου δανείου, είναι όχι μόνο ότι θέλουμε να ακολουθήσουμε τις προβλέψεις του αρχικού σχεδίου, όχι μόνο επειδή η πολιτική απόφαση περί ενός δεύτερου δανείου δεν έχει ακόμα ληφθεί την ώρα που γράφονται αυτές οι γραμμές, αλλά και διότι η συνεχής παραχώρηση δανείων κάποια στιγμή θα τελειώσει ούτως ή άλλως και η στιγμή αυτή δεν μπορεί να είναι πολύ μακριά στο μέλλον. Όσον αφορά το ύψος του επιτοκίου, είναι λίγο υψηλότερο αυτού που αντιμετωπίζει κατά τα τέλη του 2011 στις διεθνείς αγορές η Ιταλία και σαφώς χαμηλότερο αυτού που αντιμετώπιζε το ελληνικό κράτος κατά τις τελευταίες του εξορμήσεις στις αγορές την άνοιξη του 2010, ενώ βρίσκεται πολύ κοντά στο αρχικό επιτόκιο των δανείων που προέρχονται από τα κράτη-μέλη της ΕΕ. Εν ολίγοις, αποτελεί όχι απλώς μια λογική εκτίμηση, αλλά μάλλον το χαμηλότερο δυνατό επιτόκιο το οποίο θα μπορούσε στις παρούσες συνθήκες να εξασφαλίσει η χώρα είτε μέσω των διεθνών αγορών είτε μέσω κάποιας διακρατικής συμφωνίας. Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι στη βασική προσομοίωση της πρότασης των Βαρουφάκη-Holland θα υποτεθεί το ίδιο ακριβώς κόστος για τον νέο δανεισμό της χώρας, αν και θα ήταν σαφώς πιο εύλογο να υποθέσει κανείς ότι η εφαρμογή της εν λόγω πρότασης θα οδηγήσει στη μείωση του κόστους δανεισμού για το ελληνικό δημόσιο στα επίπεδα του 4% περίπου.

7.5 Τα βασικά αποτελέσματα της προσομοίωσης

Τα κύρια αποτελέσματα της προσομοίωσης παρουσιάζονται στα Διαγράμματα 38α και 38β, όπου δίδεται η εξέλιξη του ελληνικού δημόσιου χρέους κατά την περίοδο 2011-2026 στη βάση τεσσάρων βασικών σεναρίων. Το πρώτο σενάριο (1α) έγκειται στη συνέχιση, δίχως μεταβολές, της πολιτικής που συνδέεται με τον διεθνή μηχανισμό στήριξης και η οποία ασκείται ήδη εδώ και πάνω από ένα έτος. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, το σενάριο αυτό υποθέτει ρυθμούς μεγέθυνσης της τάξης του 1,5%-2% για τη χρονική περίοδο 2015-2026, καθώς και μείωση των δημόσιων δαπανών κατά 3% και 1% τα έτη 2011 και 2012 αντιστοίχως. Το δεύτερο σενάριο (1γ) περιλαμβάνει πέραν των υποθέσεων αυτών και τις επιπτώσεις της αναχρηματοδότησης του ελληνικού χρέους μέσω της εθελοντικής ανταλλαγής ομολόγων, τα οποία αντιστοιχούν στο 50% των συνολικών ομολόγων τα οποία λήγουν κάθε χρόνο. Αυτό σημαίνει ότι κάθε έτος το 50% των συνολικών αποπληρωμών του κεφαλαίου των τίτλων που λήγουν μετατίθεται χρονικά κατά επτά έτη, με το επιτόκιο των νέων ομολόγων να διαμορφώνεται στο 6%. Προφανώς, το γεγονός αυτό δεν μεταβάλλει ούτε κατ' ελάχιστον τη διαχρονική πορεία του ελληνικού χρέους, καθώς πρόκειται απλώς περί της φυσιολογικής μορφής αναχρηματοδότησης του χρέους, την οποία υποθέτουμε ούτως ή άλλως και περιλαμβάνεται στην προσομοίωση μόνο για λόγους πληρότητας. Εκτός αυτού, το σενάριο 1γ περιλαμβάνει επίσης και την επίπτωση της επαναγοράς χρέους μέσω της είσπραξης συνολικών εσόδων ίσων με 50 δισ. ευρώ από ένα εκτεταμένο πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων κατά την περίοδο 2011-2015. Αν και ο συγκεκριμένος στόχος είναι μάλλον εξωπραγματικός, υποθέτουμε ότι το εν λόγω πρόγραμμα επιτυγχάνει τους σκοπούς του απολύτως, δημιουργώντας έσοδα ίσα με 5 δισ. το 2011, 10 δισ. το 2012, 7 δισ. το 2013, 13 δισ. το 2014 και 15 δισ. το 2015. Επιπλέον, υποθέτουμε ότι η μαζική επαναγορά χρέους εκ μέρους του ελληνικού κράτους δεν οδηγεί σε καμία απολύτως αύξηση των τιμών των ελληνικών τίτλων στη δευτερογενή αγορά, καθώς και ότι το ελληνικό κράτος αγοράζει τους εν λόγω τίτλους μόλις στο 60% της ονομαστικής τους αξίας, αποσύρει δηλαδή συνολικό χρέος ίσο με 83,3 δισ. ευρώ. Τέλος, δεν συνυπολογίζουμε την αναπόφευκτη μείωση των κρατικών εσόδων λόγω της απώλειας για το ελληνικό κράτος σημαντικών μετοχικών μεριδίων σε ιδιαιτέρως κερδοφόρες επιχειρήσεις.

Το σενάριο 2 αποτελεί την πρόταση Βαρουφάκη-Holland λαμβάνοντας υπ' όψιν μόνο τα δύο πρώτα της σκέλη, χωρίς δηλαδή την υπόθεση περί υψηλότερων

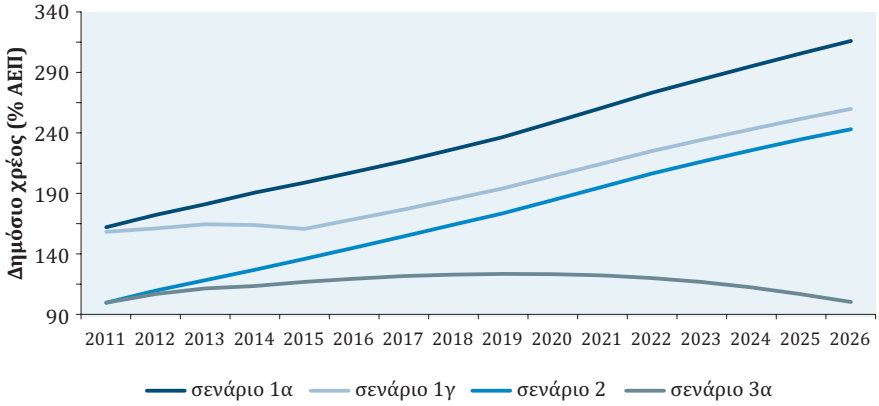
Διάγραμμα 38α: Εξέλιξη δημόσιου χρέους – σύγκριση σεναρίων



ρυθμών μεγέθυνσης λόγω του μαζικού προγράμματος παραγωγικών επενδύσεων της ΕΤΕ. Το σενάριο αυτό περιλαμβάνει τις ίδιες υποθέσεις με τα δύο παραπάνω σενάρια ως προς την εξέλιξη του ΑΕΠ και των δημόσιων δαπανών, ενώ περιλαμβάνει και μείωση της καθαρής παρούσας αξίας του ελληνικού χρέους κατά 35%. Επιπλέον, υποθέτουμε ότι το τμήμα του ελληνικού δημόσιου χρέους το οποίο μεταφέρεται στην ΕΚΤ εξυπηρετείται με επιτόκιο 3% και σε χρονικό ορίζοντα 20ετίας ο οποίος ξεκινάει από το 2015. Τέλος, το σενάριο 3α συνίσταται στην ολοκληρωμένη πρόταση Βαρουφάκη-Holland και διαφέρει από το προηγούμενο μόνο στο ύψος των ρυθμών μεγέθυνσης οι οποίοι διαμορφώνονται σε 3,5% καθ' όλην την περίοδο 2015-2026.

Το βασικό συμπέρασμα της προσομοίωσης πρέπει να είναι προφανές από τα δύο αυτά διαγράμματα. Με την εξαίρεση της ολοκληρωμένης πρότασης Βαρουφάκη-Holland, όλα τα υπόλοιπα σενάρια παρουσιάζουν μια εκρηκτική πορεία του ελληνικού χρέους, με τις μεταξύ τους διαφορές να είναι αποκλειστικά και μόνο ποσοτικής φύσης. Η πορεία αυτή είναι πιο εμφανής, όπως θα ανέμενε κανείς, στο σενάριο 1α, με το δημόσιο χρέος να αγγίζει το 200% του ΑΕΠ το 2015, το 250% του ΑΕΠ το 2020 και να φτάνει το 2026 στο 316,1%. Η επαναγορά χρέους μέσω των εισπράξεων του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων επιφέρει πράγματι κάποιες σημαντικές ποσοτικές διαφοροποιήσεις. Το δημόσιο χρέος σταθεροποιείται μέχρι και το 2015 σε επίπεδα ελάχιστα υψηλότερα του 160% του ΑΕΠ, ενώ καταλήγει το 2026 να είναι χαμηλότερο σε σχέση με το προηγούμενο σενάριο κατά 56 ποσοστιαίες μονάδες, οι οποίες, με τις υποθέσεις που έχουμε κάνει για

Διάγραμμα 38β: Εξέλιξη δημόσιου χρέους – σύγκριση σεναρίων

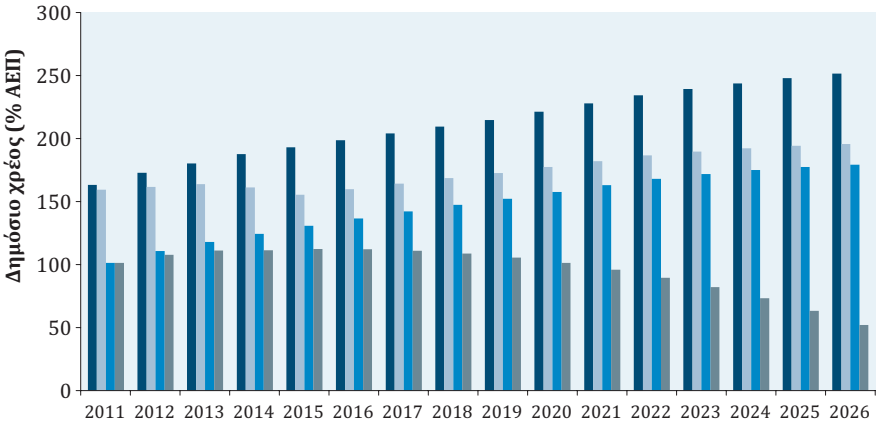


την πορεία του ΑΕΠ, αντιστοιχούν σε απόλυτο χρέος 158 δισ. ευρώ. Προφανώς, το ποσό αυτό είναι πολύ μεγαλύτερο από τα 83,3 δισ. χρέους που αποσύρονται, καθώς το δημόσιο γλιτώνει μέσω της επαναγοράς και τους μελλοντικούς τόκους των συγκεκριμένων ομολόγων. Το βασικό συμπέρασμα εντούτοις είναι ότι η πορεία του χρέους παραμένει εκρηκτική παρά τις ιδιαιτέρως ευνοϊκές υποθέσεις σε σχέση με την επιτυχία του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων, με το ύψος του δημόσιου χρέους –είτε σε απόλυτους όρους είτε ως ποσοστό του ΑΕΠ– να καθίσταται τεράστιο και μη διαχειρίσιμο στο τέλος του χρονικού ορίζοντα της προσομοίωσης.

Παρόμοια είναι τα αποτελέσματα από την εν μέρει εφαρμογή της πρότασης των Βαρουφάκη-Holland, από αυτό δηλαδή που αποκαλούμε σενάριο 2. Το δημόσιο χρέος μειώνεται αρχικά στο 101% του ΑΕΠ, καθώς η αναδιάρθρωσή του μέσω της μεταφοράς μέρους του στην ΕΚΤ συνοδεύεται από μείωση της καθαρής παρούσας αξίας του κατά 35%, παρουσιάζει όμως στη συνέχεια την ίδια ακριβώς εκρηκτική μακροχρόνια τάση όπως και στα δύο προηγούμενα παραδείγματα. Ξεπερνάει το 150% του ΑΕΠ μέχρι το 2017 και το 200% μέχρι το 2022 και καταλήγει να ισούται το 2026 με το 243,7% του ΑΕΠ, ελάχιστα χαμηλότερο σε σχέση με το σενάριο των αποκρατικοποιήσεων.

Το τελευταίο σενάριο, δηλαδή η ολοκληρωμένη πρόταση των Βαρουφάκη-Holland, είναι το μόνο το οποίο διαφοροποιείται ξεκάθαρα από τα προηγούμενα. Το δημόσιο χρέος ξεκινάει και εδώ από το 101% του ΑΕΠ, αυξάνεται για μερικά χρόνια καθώς η οικονομία συνεχίζει να δημιουργεί ελλείμματα, σταθεροποιείται

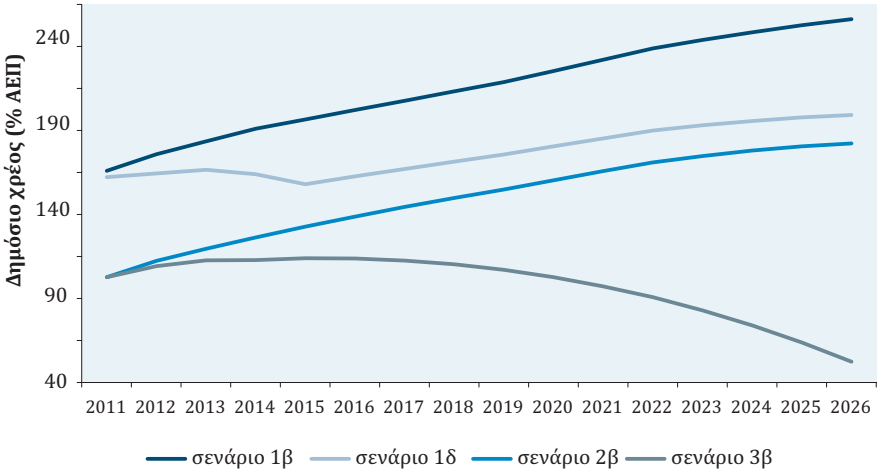
Διάγραμμα 39α: Εξέλιξη δημόσιου χρέους με διορθωμένες δημόσιες δαπάνες – σύγκριση σεναρίων



στο 124% του ΑΕΠ μεταξύ των ετών 2018-2020 και στη συνέχεια αρχίζει να μειώνεται καθώς η σωρευτική οικονομική μεγέθυνση εξαλείφει σταδιακά τα ελλείμματα τα οποία ανατροφοδοτούν το χρέος και οδηγεί στη δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων. Το 2026, το δημόσιο χρέος καταλήγει στο 102% του ΑΕΠ, στο επίπεδο δηλαδή από το οποίο είχε ξεκινήσει, παρουσιάζοντας μια σαφέστατη πτωτική τάση και με το ρυθμό μείωσής του να αυξάνεται κατά την τελευταία πενταετία του χρονικού ορίζοντα της προσομοίωσης. Τα Διαγράμματα 38α και 38β απεικονίζουν ξεκάθαρα τη μεγάλη διαφορά την οποία προκαλεί στην εξέλιξη του χρέους το τρίτο σκέλος της πρότασης Βαρουφάκη-Holland και αιτιολογούν έτσι την απόφασή μας να σπάσουμε τα αποτελέσματα της πρότασης αυτής σε δύο μέρη ώστε να φανεί καλύτερα η πραγματική αιτία ανακοπής της εκρηκτικής πορείας του χρέους.

Στα Διαγράμματα 39α και 39β απεικονίζονται τα ίδια ακριβώς σενάρια όπως και παραπάνω, με μόνη διαφορά τη διόρθωση του διαχρονικού ύψους των δημόσιων δαπανών ώστε να αφαιρούνται σταδιακά οι τόκοι των παλαιών δανείων τα οποία αποπληρώνονται. Με άλλα λόγια, παύει να ισχύει η προαναφερθείσα άρρητη υπόθεση περί μικρών αυξήσεων των δημόσιων δαπανών μετά τα πρώτα χρόνια εφαρμογής του προγράμματος. Η μείωση των πρωτογενών δημόσιων δαπανών ανέρχεται και πάλι σε 3% για το 2011 και σε 1% για το 2012.

Διάγραμμα 39β: Εξέλιξη δημόσιου χρέους με διορθωμένες δημόσιες δαπάνες – σύγκριση σεναρίων



Για την αφαίρεση από το συνολικό μέγεθος των δημόσιων δαπανών των τόκων παλαιών δανείων χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία του ΟΔΔΗΧ για τις ανά έτος αποπληρωμές ομολόγων του δημοσίου, καθώς και ένα μεσοσταθμικό επιτόκιο της τάξης του 5,23%.[42]

Όπως φαίνεται από τα Διαγράμματα 39α και 39β, η κατά τον παραπάνω τρόπο διόρθωση των δημόσιων δαπανών μειώνει σημαντικά το διαχρονικό επίπεδο του χρέους, δεν μεταβάλλει όμως τα ποιοτικά αποτελέσματα όσον αφορά τη σύγκριση μεταξύ των διαφόρων σεναρίων που απεικονίζονται. Στην περίπτωση του βασικού σεναρίου (1β), η πορεία του χρέους παραμένει εκρηκτική, με το δημόσιο χρέος να ξεπερνάει, το 2026, το 250% του ΑΕΠ. Στο σενάριο με τις εκτεταμένες αποκρατικοποιήσεις (1δ), το δημόσιο χρέος σταθεροποιείται και πάλι, παρουσιάζοντας και μια μικρή μείωση, κατά τα πρώτα χρόνια εφαρμογής του προγράμματος, για να αρχίσει στη συνέχεια να αυξάνεται ξανά, φτάνοντας τελικά στο 196% του ΑΕΠ και χωρίς να έχει σταθεροποιηθεί εξ ολοκλήρου μέχρι το τέλος του χρονικού ορίζοντα της προσομοίωσης.

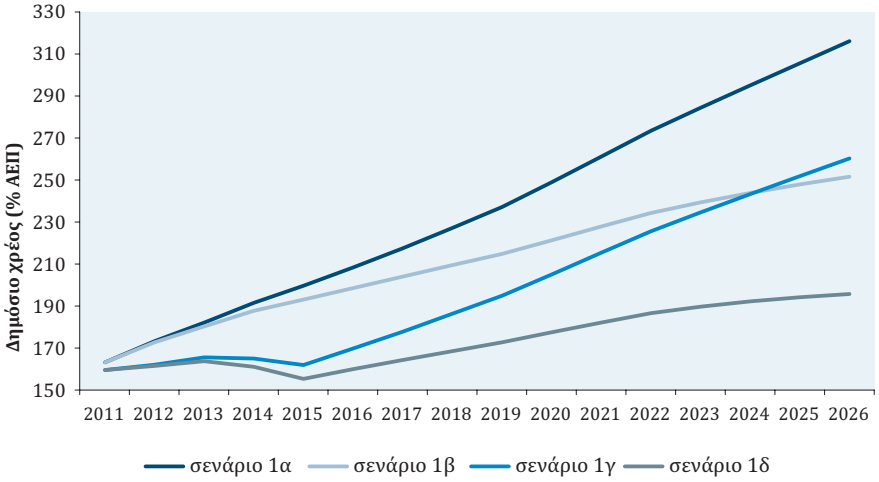
42. Εάν, για παράδειγμα το 2012 λήγουν ελληνικά ομόλογα συνολικής αξίας x ευρώ, το επόμενο έτος οι δημόσιες δαπάνες μειώνονται κατά x επί 0,0523, κατά τους ετήσιους τόκους δηλαδή τους οποίους τα ομόλογα αυτά συνεπάγονταν. Η εκτίμηση για το ύψος του μεσοσταθμικού επιτοκίου προέρχεται επίσης από τον ΟΔΔΗΧ.

Το σενάριο 2β συνίσταται στην εφαρμογή της πρότασης των Βαρουφάκη-Holland κατά τα δύο πρώτα της σκέλη. Μετά την αρχική μείωση του δημόσιου χρέους ως αποτέλεσμα της μεταφοράς μέρους του στην ΕΚΤ, η πορεία την οποία ακολουθεί το χρέος είναι εξίσου εκρηκτική με αυτήν των δύο προηγούμενων σεναρίων, καταλήγοντας το 2026 στο 179% του ΑΕΠ χωρίς και πάλι να έχει σταθεροποιηθεί εξ ολοκλήρου. Όπως και προηγουμένως, η εφαρμογή της ολοκληρωμένης πρότασης των Βαρουφάκη-Holland (σενάριο 3β) αποτελεί το μόνο σενάριο που διαφοροποιείται σαφώς από τα υπόλοιπα. Μετά την αρχική του μείωση, το δημόσιο χρέος σταθεροποιείται για μία περίπου πενταετία στα επίπεδα του 110%-112% του ΑΕΠ και στη συνέχεια αρχίζει να μειώνεται ολοένα ταχύτερα, φτάνοντας τελικά μόλις στο 52% του ΑΕΠ.

Στα Διαγράμματα 40, 41α και 41β απεικονίζονται τα αποτελέσματα της προσομοίωσης στη βάση της σύγκρισης εντός κάθε βασικού σεναρίου και όχι μεταξύ των σεναρίων αυτών. Θεωρούμε πλέον δύο μόνο βασικά σενάρια, τη συνέχιση του προγράμματος σταθεροποίησης (το οποίο εμπεριέχει ως υποπεριπτώσεις την εθελοντική ανταλλαγή ομολόγων και την επαναγορά τίτλων) και την ολοκληρωμένη πρόταση των Βαρουφάκη-Holland. Ο Πίνακας 14 στο τέλος της Ενότητας 7.5 παρουσιάζει συνοπτικά τις υποθέσεις όλων των σεναρίων, τα αποτελέσματα των οποίων απεικονίζονται στα προηγούμενα διαγράμματα. Το Διάγραμμα 40 απεικονίζει τις διάφορες υποπεριπτώσεις του πρώτου γενικού σεναρίου, οι οποίες έχουν όλες ήδη παρουσιαστεί.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, το σενάριο 1δ αποτελεί την καλύτερη δυνατή περίπτωση εντός του πλαισίου του μηχανισμού στήριξης και τα αποτελέσματά του θα πρέπει να θεωρηθούν ωσάν να καταδείκνυαν τα ελάχιστα δυνατά επίπεδα του δημόσιου χρέους υπό την προϋπόθεση της συνέχισης της ακολουθούμενης μέχρι σήμερα πολιτικής. Λαμβάνοντας δε υπ' όψιν ότι το σενάριο αυτό υποθέτει ταυτόχρονα συνεχείς αυξήσεις του ΑΕΠ, συνεχείς μειώσεις των δημόσιων δαπανών και ένα πρόγραμμα επαναγοράς χρέους πολύ πιο επιτυχημένο απ' ό,τι τολμούν να φανταστούν και οι θερμότεροι συνήγοροί του, είναι εύλογο να εικάσουμε ότι τα πραγματικά επίπεδα του δημόσιου χρέους –σε περίπτωση συνέχισης της ίδιας πολιτικής– θα υπερβούν κατά πολύ τα ελάχιστα αυτά επίπεδα του συγκεκριμένου σεναρίου. Όσον αφορά τα αποτελέσματα αυτά καθαυτά, η προσομοίωση του σεναρίου 1δ δείχνει ότι η εκρηκτική πορεία του δημόσιου χρέους αμβλύνεται σε μεγάλο βαθμό, καθώς η συνεχής μείωση των δημόσιων

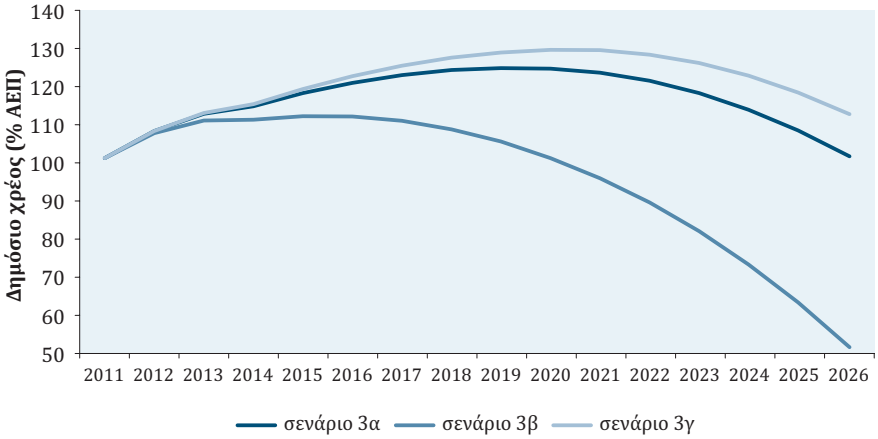
Διάγραμμα 40: Εξέλιξη δημόσιου χρέους – πρόγραμμα σταθεροποίησης



δαπανών και η συνεχής αύξηση του ΑΕΠ οδηγούν ταχύτερα στην επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων, με το χρέος να παρουσιάζει ενδείξεις μακροχρόνιας σταθεροποίησης, παρά το γεγονός ότι η σταθεροποίηση αυτή δεν επιτυγχάνεται απολύτως μέχρι το 2026. Ακόμα όμως και σε αυτήν την περίπτωση, τα επίπεδα στα οποία οδηγείται και στα οποία τελικά (σχεδόν) σταθεροποιείται το δημόσιο χρέος παραμένουν εξαιρετικά υψηλά. Το χρέος παραμένει σχετικά σταθερό κατά την πρώτη πενταετία της προσομοίωσης λόγω των εσόδων από τις αποκρατικοποιήσεις, αυξάνεται στη συνέχεια ξεπερνώντας το 170% του ΑΕΠ το 2019 και το 190% του ΑΕΠ το 2024 και σταθεροποιείται τελικά σε ένα επίπεδο λίγο πάνω από το 195% του ΑΕΠ.

Στα Διαγράμματα 41α και 41β απεικονίζονται αντίστοιχες υποπεριπτώσεις της πρότασης των Βαρουφάκη-Holland. Στο Διάγραμμα 41α χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς το σενάριο 3α, το οποίο παρουσιάστηκε παραπάνω, ενώ στο Διάγραμμα 41β χρησιμοποιείται το σενάριο 3δ, το οποίο διαφέρει από το προηγούμενο μόνο στο ότι υποθέτουμε λίγο υψηλότερους ρυθμούς μεγέθυνσης. Συγκεκριμένα, υποθέτουμε ότι οι ρυθμοί μεγέθυνσης της οικονομίας διαμορφώνονται σε 4% (αντί του 3,5%) καθ' όλη τη διάρκεια της χρονικής περιόδου 2015-2026. Επιπλέον, απεικονίζονται σε κάθε διάγραμμα τα αποτελέσματα δύο υποπεριπτώσεων, μιας ευνοϊκότερης (σενάρια 3β και 3ε αντίστοιχα) και μιας δυσμενέστερης (σενάρια 3γ και 3στ αντίστοιχα). Η ευνοϊκή υποπερίπτωση συ-

Διάγραμμα 41α: Εξέλιξη δημόσιου χρέους – πρόταση Βαρουφάκη-Holland (i)

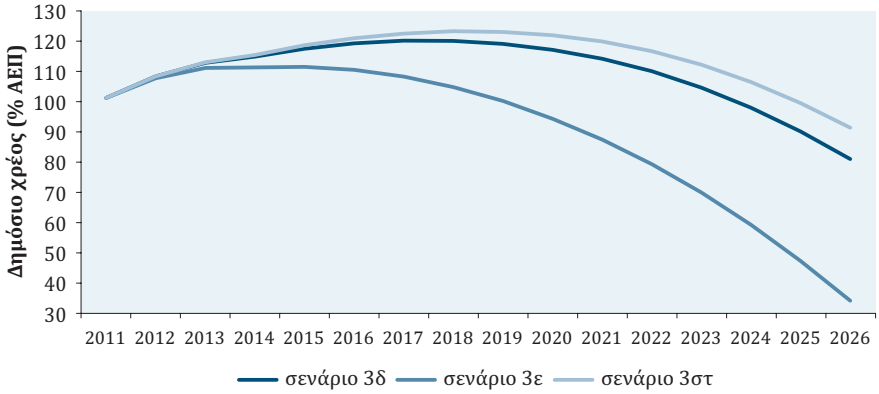


νίσταται, όπως και παραπάνω, στη συνεχή μείωση των δημόσιων δαπανών κατά τη χρονική διάρκεια 2012-2026 λόγω της αφαίρεσης των τόκων των παλαιών δανείων, ενώ η δυσμενής στην εφαρμογή της πρότασης των Βαρουφάκη-Holland χωρίς απομείωση της καθαρής παρούσας αξίας του δημόσιου χρέους.

Όπως είναι φυσιολογικό, η υπόθεση της συνεχιζόμενης μείωσης των δημόσιων δαπανών οδηγεί και στις δύο περιπτώσεις στην ταχύτερη σταθεροποίηση του χρέους, η οποία μάλιστα λαμβάνει χώρα σχεδόν αμέσως, καθώς και στη μεγαλύτερη και πιο απότομη μείωσή του στη συνέχεια. Αντιθέτως, η υπόθεση της ήπιας αναδιάρθρωσης, αυτής δηλαδή που δεν συνοδεύεται από κάποια μείωση της καθαρής παρούσας αξίας του χρέους, καθυστερεί τη σταθεροποίηση του χρέους κατά 2-3 έτη και οδηγεί σε ένα μονίμως υψηλότερο επίπεδο χρέους σε σχέση με το σενάριο αναφοράς. Για την αποφυγή παρερμηνειών, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η μείωση της καθαρής παρούσας αξίας του χρέους, όποτε αυτή λαμβάνει χώρα, αναφέρεται αποκλειστικά στο τμήμα εκείνο του συνολικού χρέους το οποίο μεταφέρεται στην ΕΚΤ και όχι στο λοιπό χρέος, το οποίο συνεχίζει να αποτελεί αποκλειστική υποχρέωση της χώρας που το εξέδωσε. Το λοιπό αυτό τμήμα του χρέους είναι επομένως αρχικά το ίδιο και στις δύο περιπτώσεις, όπως φαίνεται και στα Διαγράμματα 41α και 41β, ενώ η μεταγενέστερη απόκλιση μεταξύ των σεναρίων 3α και 3γ αφενός και μεταξύ των 3δ και 3στ αφετέρου οφείλεται προφανώς στη διαφορά των τόκων οι οποίοι καταβάλλονται στην ΕΚΤ για την εξυπηρέτηση του κατά Μάαστριχτ νόμιμου χρέους.

Το σημαντικότερο ίσως συμπέρασμα που προκύπτει από τα δύο αυτά τελευ-

Διάγραμμα 41β: Εξέλιξη δημόσιου χρέους – πρόταση Βαρουφάκη-Holland (ii)



ταία διαγράμματα είναι προφανώς η ζωτική σημασία του ρυθμού μεγέθυνσης της οικονομίας, καθώς ακόμα και μία διαφορά μισής ποσοστιαίας μονάδας οδηγεί, σε μικρό σχετικά χρονικό διάστημα, σε σημαντικές αποκλίσεις στο τελικό ύψος του χρέους. Συγκρίνοντας τα αντίστοιχα σενάρια με ρυθμούς μεγέθυνσης 3,5% και 4%, βρίσκουμε ότι στη δεύτερη περίπτωση το χρέος διαμορφώνεται το 2026 στο 81% του ΑΕΠ έναντι 102% στο σενάριο αναφοράς, στο 34% έναντι 52% στο ευνοϊκό σενάριο (συνεχείς μειώσεις των δημόσιων δαπανών) και στο 91,4% έναντι 113% στο πλέον δυσμενές σενάριο (μηδενική μείωση της καθαρής παρούσας αξίας του χρέους).

Ωστόσο, παρά τις διαφοροποιήσεις αυτές, οι οποίες αναλόγως των συγκεκριμένων υποθέσεων μπορεί να είναι και αρκετά σημαντικές σε ποσοτικούς όρους, όλες οι προσομοιώσεις της πρότασης των Βαρουφάκη-Holland παρουσιάζουν ένα κοινό ποιοτικό πρότυπο το οποίο είναι ορατό διά γυμνού οφθαλμού. Σε όλες αυτές τις προσομοιώσεις, το χρέος αυξάνεται για λίγο μετά την αρχική του μείωση, ως αποτέλεσμα των υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων τα οποία δεν μπορούν να εξαλειφθούν άμεσα, σταθεροποιείται σχετικά γρήγορα και στη συνέχεια αρχίζει να μειώνεται από τη στιγμή που οι σημαντικοί ρυθμοί μεγέθυνσης όχι μόνο αρχίζουν να δημιουργούν πρωτογενή πλεονάσματα, αλλά και υπερκερούν την επίδραση των τόκων. Στις περισσότερες δε των περιπτώσεων που έχουν παρουσιαστεί, το επίπεδο του χρέους το 2026 είναι χαμηλότερο, σε κάποιες πολύ χαμηλότερο, του 100% του ΑΕΠ, ενώ σε όλες τις περιπτώσεις η πορεία του είναι τέτοια που το καθιστά διαχειρίσιμο ακόμα και σε υψηλότερα επίπεδα.

Πίνακας 14: Ερμηνεία σεναρίων

	Ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ			Μείωση δημόσιων δαπανών		Εθελοντικές ανταλλαγές ομολόγων ίσες με το 50% των τίτλων που λήγουν	Αποκρατικοποιήσεις 50 δισ. € και επαναγορά τίτλων στο 60% της αξίας τους	Μείωση της ΚΠΑ του χρέους κατά 35%
	χαμηλός	μέσος	υψηλός	τα πρώτα δύο έτη	όλα τα έτη			
σενάριο 1α	✓			✓				
σενάριο 1β	✓				✓			
σενάριο 1γ	✓			✓		✓	✓	
σενάριο 1δ	✓				✓	✓	✓	
σενάριο 2	✓			✓				✓
σενάριο 2β	✓				✓			✓
σενάριο 3α		✓		✓				✓
σενάριο 3β		✓			✓			✓
σενάριο 3γ		✓		✓				
σενάριο 3δ			✓	✓				✓
σενάριο 3ε			✓		✓			✓
σενάριο 3στ			✓	✓				

7.6 Ανάλυση ευαισθησίας των βασικών σεναρίων

Η Ενότητα 7.6 αποσκοπεί στη διερεύνηση του εάν και κατά πόσον μεταβάλλονται τα ποιοτικά αποτελέσματα που παρουσιάστηκαν προηγουμένως στην περίπτωση που μεταβληθούν οι υποθέσεις περί της εξέλιξης των βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών. Ο σκοπός είναι, με άλλα λόγια, να καταδειχθεί ότι τα παραπάνω αποτελέσματα δεν οφείλονται στην επιλογή των συγκεκριμένων τιμών τις οποίες παίρνουν οι μεταβλητές αυτές στα παραπάνω σενάρια, αλλά παραμένουν όμοια από ποιοτικής απόψεως ακόμα και αν οι τιμές αυτές αλλάξουν. Η γενική μέθοδος στη βάση της οποίας θα διεξαχθεί η ανάλυση ευαισθησίας είναι η ακόλουθη: θα υπολογίζεται, για κάθε βασικό σενάριο και για κάθε μεταβλητή, η τιμή την οποία πρέπει η μεταβλητή αυτή να πάρει προκειμένου να μετα-

βληθούν τα ποιοτικά αποτελέσματα της προσομοίωσης. Εφόσον υπολογιστούν οι τιμές αυτές, η ισχύς των αποτελεσμάτων της προσομοίωσης μπορεί εύκολα να αξιολογηθεί στη βάση του πόσο εύλογο είναι να πάρει η εκάστοτε μεταβλητή τη συγκεκριμένη τιμή.

Προφανώς, η ανάλυση αυτή δεν θα διεξαχθεί για όλα τα σενάρια που παρουσιάστηκαν στην Ενότητα 7.5, αλλά μόνο για τα τρία βασικά, αυτά δηλαδή που έχουν αποκληθεί σενάρια 1α, 2 και 3α αντίστοιχα. Υπενθυμίζεται ότι το πρώτο συνίσταται στη συνέχιση, χωρίς καμία απολύτως μεταβολή, της σημερινής πολιτικής του προγράμματος σταθεροποίησης, το δεύτερο στην εφαρμογή της πρότασης των Βαρουφάκη-Holland μόνο κατά τα δύο πρώτα της σκέλη και το τρίτο στην εφαρμογή της ολοκληρωμένης πρότασης.

Φυσικά, η ανάλυση της ευαισθησίας των τελικών αποτελεσμάτων στις μεταβολές των υποθέσεων έχει νόημα μόνο προς μία κατεύθυνση, προς την κατεύθυνση δηλαδή της αντιστροφής των όποιων ποιοτικών αποτελεσμάτων. Για παράδειγμα, εφόσον, σύμφωνα με τα παραπάνω αποτελέσματα, η τροχιά που ακολουθεί το δημόσιο χρέος στα δύο πρώτα σενάρια είναι εκρηκτική, η ανάλυση ευαισθησίας θα πρέπει να διεξαχθεί μόνο προς την κατεύθυνση της πιθανής σταθεροποίησης του χρέους κάτω από διαφορετικές (λογικές) υποθέσεις και όχι όσον αφορά την –πιθανώς– ακόμα πιο εκρηκτική πορεία την οποία το χρέος θα μπορούσε να πάρει κάτω από λιγότερο ευνοϊκές υποθέσεις. Μας ενδιαφέρει το εάν η εξέλιξη του χρέους φανερώνει μια εκρηκτική ή μια σταθεροποιητική τροχιά και όχι το πόσο ακριβώς εκρηκτική είναι η τροχιά αυτή στην πρώτη περίπτωση. Τα παραπάνω σχόλια είναι μεν αυτονόητα, συνεπάγονται όμως ότι η ανάλυση ευαισθησίας δεν θα συμπεριλάβει κάποιες από τις μεταβλητές οι οποίες έχουν χρησιμοποιηθεί μέχρι στιγμής. Συγκεκριμένα, η ανάλυση ευαισθησίας των πρώτων δύο σεναρίων δεν θα συμπεριλάβει το επιτόκιο νέου δανεισμού το οποίο, για λόγους που έχουν ήδη αναφερθεί, είναι πρακτικά αδύνατον να λάβει κάποια τιμή μικρότερη της υποτεθείσας. Επίσης, δεν θα συμπεριλάβει μεταβολές στα αποτελέσματα του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων, καθώς οι υποθέσεις περί του συγκεκριμένου ζητήματος δεν επιδέχονται στην πραγματικότητα καμία απολύτως βελτίωση. Η υπόθεση ότι το σύνολο των ελληνικών τίτλων θα επαναγοραστεί μόλις στο 60% της ονομαστικής τους αξίας είναι ήδη υπερβολικά αισιόδοξη, ενώ η υπόθεση περί των συνολικών εσόδων από τις αποκρατικοποιήσεις έχει τεθεί στο 100% του στόχου που έχει διατυπώσει η κυβέρνηση. Αντιστρόφως,

στην ανάλυση ευαισθησίας του δεύτερου βασικού σεναρίου δεν θα χρησιμοποιηθεί ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ, καθώς είναι ακριβώς η εξέλιξη της συγκεκριμένης μεταβλητής που διαχωρίζει πρακτικά το δεύτερο από το τρίτο σενάριο. Στην ανάλυση, πάλι, του τρίτου σεναρίου, θα ληφθούν υπ' όψιν και οι μεταβολές του επιτοκίου νέου δανεισμού, καθώς το τελευταίο, αν και δεν μπορεί να είναι χαμηλότερο της βασικής μας υπόθεσης, μπορεί σίγουρα να είναι υψηλότερο.

Στρεφόμενοι στα ακριβή κριτήρια της ανάλυσης ευαισθησίας, αυτά προφανώς θα διαφέρουν μεταξύ των πρώτων δύο σεναρίων αφενός και του τρίτου σεναρίου αφετέρου, λόγω των ποιοτικά διαφορετικών αποτελεσμάτων τους. Όσον αφορά τα δύο πρώτα σενάρια, τα οποία υποδεικνύουν μια εκρηκτική πορεία του δημόσιου χρέους, θα χρησιμοποιηθούν δύο διαφορετικά κριτήρια, ένα λιγότερο και ένα περισσότερο αυστηρό. Το λιγότερο αυστηρό κριτήριο είναι η σταθεροποίηση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ μέχρι το τέλος του χρονικού ορίζοντα της προσομοίωσης, μέχρι δηλαδή το 2026. Το ερώτημα που θέλουμε να απαντήσουμε τίθεται επομένως ως εξής: ποια θα πρέπει να είναι η εξέλιξη της χ μεταβλητής (έστω των δημόσιων δαπανών) προκειμένου η εκρηκτική πορεία του χρέους να αμβλυνθεί και να ανακοπεί μέχρι το 2026, προκειμένου δηλαδή μέχρι το 2026 το χρέος να έχει σταματήσει να αυξάνεται; Το δεύτερο και αυστηρότερο κριτήριο μπορεί να διατυπωθεί ως εξής: ποια θα πρέπει να είναι η εξέλιξη της χ μεταβλητής ώστε το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ να έχει μειωθεί, εν έτει 2026, σε επίπεδα χαμηλότερα αυτών του 2010; Προφανώς, ακόμα και το σχετικά αυστηρό κριτήριο, δεν είναι ιδιαίτερα αυστηρό σε απόλυτους όρους. Ένα πρόγραμμα σταθεροποίησης το οποίο αποσκοπεί στην αντιμετώπιση μιας κρίσης χρέους και το οποίο δεν έχει κατορθώσει να μειώσει το χρέος σε επίπεδα έστω και λίγο χαμηλότερα των αρχικών, μετά από δεκαπέντε ολόκληρα χρόνια, δεν μπορεί να θεωρηθεί υπόδειγμα ορθής δημοσιονομικής διαχείρισης. Δεδομένου μάλιστα του ότι το ελληνικό δημόσιο χρέος βρισκόταν ήδη το 2010 σε επίπεδα υψηλότερα του 140% του ΑΕΠ, η πρόκληση που θέτει το δεύτερο κριτήριο δεν είναι πολύ μεγάλη. Στην πραγματικότητα, ακόμα και ένα πρόγραμμα σταθεροποίησης το οποίο θα πληρούσε το δεύτερο κριτήριο, δεν είναι καθόλου σίγουρο ότι δεν θα χαρακτηριζόταν ως αποτυχημένο. Όπως έχει ήδη υποδηλωθεί, οι μεταβλητές οι οποίες θα ληφθούν υπ' όψιν στην ανάλυση ευαισθησίας των δύο αυτών σεναρίων θα είναι οι δημόσιες δαπάνες, τα κρατικά έσοδα και ο ρυθμός

μεταβολής του ΑΕΠ, με την τελευταία μεταβλητή να χρησιμοποιείται μόνο για το πρώτο σενάριο.

Όσον αφορά την ολοκληρωμένη πρόταση των Βαρουφάκη-Holland, το κριτήριο θα είναι προφανώς διαφορετικό και θα έγκειται στη μη σταθεροποίηση του δημόσιου χρέους μέχρι το 2026. Το βασικό ερώτημα θα τίθεται δηλαδή αντιστρόφως και θα αναφέρεται στις τιμές οι οποίες θα πρέπει να επικρατήσουν ώστε να αναιρεθεί η πορεία σταθεροποίησης και συρρίκνωσης του χρέους που παρουσιάστηκε στην Ενότητα 7.5. Στην περίπτωση αυτή, οι μεταβλητές θα είναι οι ίδιες με τις παραπάνω, συν το επιτόκιο νέου δανεισμού, καθώς και το επιτόκιο με το οποίο θα εξυπηρετείται το χρέος που μεταφέρεται, στα πλαίσια της πρότασης των Βαρουφάκη-Holland, στην ΕΚΤ.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η μέθοδος η οποία θα ακολουθηθεί συνίσταται στην εύρεση, σε κάθε περίπτωση, της πορείας των διαφόρων μεταβλητών η οποία θα οδηγούσε, ceteris paribus, είτε στη σταθεροποίηση και μείωση του χρέους (σενάρια 1 και 2) είτε στη μη σταθεροποίησή του (σενάριο 3). Θα πρέπει όμως να σημειωθεί ότι τα αποτελέσματα τα οποία θα προκύψουν νοούνται απλώς και μόνο ως έλεγχοι της ισχύος των αποτελεσμάτων της Ενότητας 7.5 πιο πριν, και όχι ως αυτόνομα σενάρια που οδηγούν σε διαφορετικά αποτελέσματα από τα προηγούμενα. Όπως θα καταστεί σαφές και στη συνέχεια, οι συνδυασμοί των τιμών των βασικών μεταβλητών οι οποίοι θα προκύψουν αποτελούν απλώς τις λύσεις σε ένα τεχνικής φύσης, μαθηματικό πρόβλημα και όχι λογικές υποθέσεις περί της πιθανής εξέλιξης των εν λόγω μεταβλητών. Στην Ενότητα 7.4, προσπαθήσαμε να διατυπώσουμε και να αιτιολογήσουμε τέτοιου είδους λογικές υποθέσεις, στη βάση των οποίων κατασκευάστηκαν τα διάφορα σενάρια της Ενότητας 7.5. Ο σκοπός της παρούσας άσκησης είναι μάλλον διαφορετικός. Σχετίζεται με το πόσο εύρωστα είναι τα παραπάνω ποιοτικά αποτελέσματα και όχι με τη διατύπωση και υιοθέτηση εναλλακτικών σεναρίων. Φυσικά, εναλλακτικά σενάρια μπορεί να υπάρχουν άπειρα. Αλλά τα σενάρια των οποίων οι υποθέσεις δεν παραβιάζουν την κοινή οικονομική λογική είναι αρκετά πιο περιορισμένα.

Ξεκινάμε την καταγραφή των αποτελεσμάτων της ανάλυσης ευαισθησίας από το πρώτο σενάριο, τη συνέχιση δηλαδή της μέχρι σήμερα ασκούμενης πολιτικής, και συγκεκριμένα, από την επίδραση στα αποτελέσματα του σεναρίου αυτού τυχόν μεταβολών στο ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας. Όσον αφορά το πρώτο κριτήριο, το δημόσιο χρέος σταθεροποιείται τελικά για ρυθμούς μεταβο-

λής του ΑΕΠ οι οποίοι ανέρχονται σε 1% για το 2012, 2% για τη διετία 2013-2014, 3% για τις περιόδους 2015-2019 και 2023-2026 και 2,5% για την εμβόλιμη περίοδο 2020-2022. Με άλλα λόγια, η τελική σταθεροποίηση του δημόσιου χρέους απαιτεί ρυθμούς μεγέθυνσης υψηλότερους κατά μία ποσοστιαία μονάδα σε σχέση με το βασικό σενάριο για κάθε έτος μεταξύ 2012 και 2026. Το ΑΕΠ του έτους 2026 διαμορφώνεται στην περίπτωση αυτή σε 329 δισ. ευρώ έναντι 284 δισ. ευρώ στο βασικό σενάριο με τους χαμηλότερους κατά μία μονάδα ρυθμούς μεγέθυνσης, παρουσιάζοντας έτσι σωρευτική αύξηση της τάξης του 15,8%. Το δε δημόσιο χρέος σταθεροποιείται τελικά τα δύο τελευταία χρόνια της προσομοίωσης στο 223% του ΑΕΠ. Όσον αφορά το δεύτερο κριτήριο, για να μειωθεί το δημόσιο χρέος μέχρι το 2026 σε επίπεδα χαμηλότερα αυτών του 2010, απαιτούνται ρυθμοί μεγέθυνσης υψηλότεροι κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες αυτών του βασικού σεναρίου για κάθε έτος μεταξύ 2012-2026 (2012: 2%, 2013-2014: 3%, 2015-2019 και 2023-2026: 4%, 2020-2022: 3,5%). Η σωρευτική αύξηση του ΑΕΠ σε σχέση με το βασικό σενάριο ανέρχεται στην περίπτωση αυτή σε 96 δισ. ευρώ (380,5 δισ. από 284 δισ. στο βασικό σενάριο) ή σε 34% σε ποσοστιαίους όρους, ενώ το δημόσιο χρέος φτάνει στο μέγιστο σημείο του το 2017 (177,8%) και μειώνεται στη συνέχεια για να καταλήξει στο 146% του ΑΕΠ το 2026.

Περνώντας στις δημόσιες δαπάνες, το δημόσιο χρέος σταθεροποιείται μέχρι το 2026 για μειώσεις ίσες με 3% το 2011, 1% το 2012 και 1,5% για κάθε έτος μεταξύ 2013-2026. Στην περίπτωση αυτή, οι δημόσιες δαπάνες μειώνονται σωρευτικά κατά 22,3% (από 113,9 δισ. σε 88,5 δισ. ευρώ), αν και όπως έχουμε δει η πραγματική απαιτούμενη μείωση είναι μικρότερη λόγω της συμπερίληψης των τόκων των παλαιών δανείων στα μεγέθη των δημόσιων δαπανών, ενώ το χρέος σταθεροποιείται τελικά στο ιδιαιτέρως υψηλό επίπεδο του 240%-241% του ΑΕΠ. Οι δε μειώσεις των δημόσιων δαπανών οι οποίες απαιτούνται για τη μείωση του χρέους μέχρι το 2026 σε επίπεδα χαμηλότερα του 2010 ανέρχονται σε 5% για το 2011 και 3% για κάθε επόμενο έτος μέχρι το 2026. Οι δημόσιες δαπάνες πρέπει δηλαδή να μειωθούν σωρευτικά από 113,9 δισ. σε μόλις 68,5 δισ. ευρώ, δηλαδή κατά 39,8% σε ορίζοντα δεκαπενταετίας, επιστρέφοντας έτσι στα επίπεδα των ετών 2001-2002. Στην περίπτωση αυτή, το δημόσιο χρέος αυξάνεται μέχρι το 2017 και μειώνεται στο 142% του ΑΕΠ μέχρι το 2026.

Τέλος, πρέπει να ελέγξουμε την ευαισθησία των αποτελεσμάτων σε μεταβολές των υποθέσεών μας περί κρατικών εσόδων, μέσω της υιοθέτησης διαφορε-

τικών τιμών για το συντελεστή β. Όπως έχουμε δει, ο συντελεστής αυτός δείχνει την ποσοστιαία μεταβολή των συνολικών κρατικών εσόδων για κάθε μεταβολή του ΑΕΠ και οι πιθανές μεταβολές του μπορούν να θεωρηθούν ως ενδείξεις βελτίωσης (ή επιδείνωσης) των εισπρακτικών μηχανισμών του κράτους. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης ευαισθησίας δείχνουν ότι η σταθεροποίηση του χρέους απαιτεί την αύξηση του εν λόγω συντελεστή από 0,383 σε 0,435, ενώ η μείωση του χρέους στη βάση του δεύτερου κριτηρίου απαιτεί την αύξησή του σε 0,46. Στην πρώτη περίπτωση, το δημόσιο χρέος σταθεροποιείται τελικά σε επίπεδο λίγο πάνω από το 200% του ΑΕΠ, ενώ στη δεύτερη περίπτωση καταλήγει το 2026 στο 147%, σχεδόν στο ίδιο δηλαδή επίπεδο από το οποίο ξεκίνησε το 2010. Όσον αφορά την πραγματική αύξηση των κρατικών εσόδων η οποία υπονοείται από τις μεταβολές αυτές του συντελεστή β, ανέρχεται σε 13,4% στην πρώτη περίπτωση και σε 19,8% στη δεύτερη, σε σχέση όχι με το αρχικό ύψος των κρατικών εσόδων το 2010, αλλά με το ύψος τους το 2026 υπό το βασικό σενάριο, υπό την υπόθεση δηλαδή ότι ο εν λόγω συντελεστής διατηρεί την εκτιμώμενη τιμή του 0,383.

Προχωρώντας στην ανάλυση ευαισθησίας του δεύτερου σεναρίου, δηλαδή της πρότασης των Βαρουφάκη-Holland χωρίς το τρίτο σκέλος της, η σταθεροποίηση του δημόσιου χρέους στο επίπεδο του 175% του ΑΕΠ επιτυγχάνεται με μειώσεις των δημόσιων δαπανών κατά 4% το 2011, 2% το 2012 και 1% ετησίως για ολόκληρη τη λοιπή περίοδο της προσομοίωσης, με τις δημόσιες δαπάνες να μειώνονται σωρευτικά από 113,9 σε 93 δις ευρώ (18,3%). Για να είναι τα αποτελέσματα της ανάλυσης ευαισθησίας συγκρίσιμα, χρησιμοποιούμε ως δεύτερο κριτήριο, στην περίπτωση της πρότασης Βαρουφάκη-Holland, τη μείωση του χρέους μέχρι το 2026 σε επίπεδα χαμηλότερα αυτών του 2011 αντί του 2010. Ο λόγος είναι ότι η εφαρμογή της εν λόγω πρότασης μειώνει άμεσα το δημόσιο χρέος σχεδόν στο επίπεδο του 100% του ΑΕΠ το 2011, κάτι που καθιστά το προηγούμενο κριτήριο άνευ νοήματος. Για να μειωθεί το δημόσιο χρέος στο 99% του ΑΕΠ μέχρι το 2026, οι απαιτούμενες μειώσεις των δημόσιων δαπανών ανέρχονται σε 4% το 2011, 3% το 2012 και 2,5% ετησίως για κάθε μεταγενέστερο έτος. Σωρευτικά, αυτό ισοδυναμεί με μείωση των δημόσιων δαπανών κατά 34,7%, από 113,9 δισ. σε μόλις 74,4 δισ. ευρώ.

Οι αντίστοιχες απαιτούμενες τιμές του συντελεστή β των κρατικών εσόδων διαμορφώνονται σε 0,43 για τη σταθεροποίηση και σε 0,455 για τη μείωση του

δημόσιου χρέους. Η υποδηλούμενη αύξηση των κρατικών εσόδων (υπολογισμένη όπως παραπάνω) ανέρχεται σε 12,1% και σε 18,5% αντίστοιχα, ενώ το επίπεδο του δημόσιου χρέους στο τέλος του ορίζοντα της προσομοίωσης διαμορφώνεται σε 142% και σε 88,6% του ΑΕΠ αντιστοίχως.

Όπως έχουμε δει, στην περίπτωση της ολοκληρωμένης πρότασης των Βαρουφάκη-Holland, η ανάλυση ευαισθησίας κινείται προς την αντίθετη κατεύθυνση, έχοντας δηλαδή ως κριτήριο όχι τη σταθεροποίηση, αλλά τη μη σταθεροποίηση του χρέους μέχρι το 2026. Σε σχέση με το ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας, η σταθεροποίηση του χρέους δεν επιτυγχάνεται όταν η αύξηση του ΑΕΠ είναι μειωμένη κατά 1,25 ποσοστιαίες μονάδες ετησίως σε σχέση με το βασικό σενάριο (2012: 0,75%, 2013: 1,75%, 2014: 2,75%, 2015-2026: 2,25%). Με αυτούς τους ρυθμούς μεταβολής, το ΑΕΠ του 2026 περιορίζεται στα 306,5 δισ. ευρώ έναντι 367,8 δισ. ευρώ στο βασικό σενάριο (μείωση κατά 16,7%), ενώ το δημόσιο χρέος διαμορφώνεται το 2026 σε 193,3% του ΑΕΠ. Σε σχέση με τις δημόσιες δαπάνες, τα αποτελέσματα είναι σαφώς καλύτερα, καθώς το δημόσιο χρέος σταθεροποιείται εντέλει και αρχίζει να μειώνεται ακόμα και αν υποτεθεί ότι οι εν λόγω δαπάνες παραμείνουν σταθερές καθ' όλη τη χρονική διάρκεια της προσομοίωσης στα επίπεδα του 2010, δηλαδή στα 113,9 δισ. ευρώ. Στην περίπτωση αυτή, το δημόσιο χρέος φτάνει στο μέγιστο σημείο του το 2021 (144,6%) και μειώνεται στη συνέχεια, για να διαμορφωθεί το 2026 σε 132,5% του ΑΕΠ.

Η τιμή του συντελεστή β πρέπει να μειωθεί από 0,383 σε 0,32, αντανακλώντας μια διαφορά στα κρατικά έσοδα του έτους 2026 της τάξης του 16,2%, προκειμένου το δημόσιο χρέος να μην σταθεροποιηθεί και να φτάσει στο τελευταίο έτος της προσομοίωσης στο 222,6% του ΑΕΠ. Τα βασικά αποτελέσματα του σεναρίου παρουσιάζουν μεγάλη ανθεκτικότητα και σε σχέση με τα δύο επιτόκια τα οποία περιλαμβάνονται στην ανάλυση, δηλαδή το επιτόκιο του νέου δανεισμού καθώς και το επιτόκιο με το οποίο εξυπηρετείται το χρέος που έχει περάσει στην ΕΚΤ. Όσον αφορά το πρώτο, πρέπει να ανέλθει στο 12% για να ανακοπεί η σταθεροποιητική τάση του δημόσιου χρέους, με το χρέος να φτάνει στην περίπτωση αυτή το 178,6% του ΑΕΠ το 2026. Όσον αφορά το δεύτερο, το χρέος εκτροχιάζεται για επιτόκιο ίσο με το εξωφρενικά υψηλό 20%, οπότε και φτάνει το 210% του ΑΕΠ στο τέλος της προσομοίωσης.

Πρέπει βέβαια να σημειωθεί ότι η παραπάνω ανάλυση ευαισθησίας (για την ολοκληρωμένη πρόταση των Βαρουφάκη-Holland) διεξάγεται αποκλειστικά και

μόνο στη βάση του κριτηρίου της μη σταθεροποίησης του χρέους μέχρι το 2026 και όχι στη βάση κάποιου αυθαίρετα οριζόμενου στόχου για το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Όπως και στην αντίστοιχη ανάλυση των δύο προηγούμενων σεναρίων, το κριτήριο το οποίο χρησιμοποιείται δεν είναι, με άλλα λόγια, ιδιαιτέρως αυστηρό. Εντούτοις, η ανθεκτικότητα των βασικών του αποτελεσμάτων σε μεταβολές των υποθέσεων φαίνεται αρκετά ικανοποιητική, καθώς, όπως και στην περίπτωση των δύο προηγούμενων σεναρίων, η ποιοτική διαφοροποίηση των αποτελεσμάτων απαιτεί στις περισσότερες των περιπτώσεων σημαντικότατες αποκλίσεις από τις βασικές υποθέσεις.

7.7 Η συμφωνία της 21ης Ιουλίου

Η παραπάνω ανάλυση θα παραμείνει ανολοκλήρωτη και σε κάποιον βαθμό ανεπίκαιρη χωρίς τη συμπερίληψη σε αυτήν των επιπτώσεων της συμφωνίας της 21ης Ιουλίου.[43] Αν και χρειάστηκαν ελάχιστες μόνο εβδομάδες για να καταστεί σαφές ότι η συμφωνία αυτή δεν θα μπορούσε να αποτελέσει την πολυπόθητη λύση στην κρίση που αντιμετωπίζει η ευρωζώνη –στην πραγματικότητα αποτέλεσε μάλλον την αφορμή για την επιτάχυνση και τη διεύρυνση της κρίσης–, οι προβλέψεις της θα πρέπει να ενσωματωθούν στην έως τώρα ανάλυση. Πρώτον, διότι παρά τα σκοτεινά της σημεία, τις γκρίζες ζώνες τις οποίες δημιούργησε και κάποιες καταφανώς λαθεμένες παραδοχές της, η συμφωνία αυτή σφράγισε ανεξίτηλα τις προσπάθειες της ευρωζώνης για την εύρεση κάποιας διεξόδου από την κρίση. Δεύτερον, διότι αποτέλεσε την πρώτη επίσημη συμφωνία στα πλαίσια της οποίας γινόταν λόγος, έστω και σε κάποιο μάλλον αόριστο πλαίσιο, για την ανάγκη αναδιάρθρωσης του ελληνικού δημόσιου χρέους μέσω και της απομείωσης της ονομαστικής αξίας μέρους των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου. Και τρίτον, επειδή παρά την προφανή αποτυχία της, φαίνεται ότι η συμφωνία αυτή θα αποτελέσει τη βάση πιθανών μελλοντικών συμφωνιών.

Στα πλαίσια της Ενότητας 7.7 θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα μιας προσομοίωσης της εξέλιξης του δημόσιου χρέους υπό τις παραδοχές της συμφωνίας της 21ης Ιουλίου και λαμβάνοντας υπ' όψιν τις μεταβολές που η συμφωνία αυτή επιφέρει στα σχετικά μακροοικονομικά μεγέθη. Επίσης, θα υποτεθούν χαμηλότερες τιμές τόσο για το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ κατά τα πρώτα έτη της προ-

43. Βλ. Council of the European Union (2011).

σομοίωσης όσο και για τα αναμενόμενα έσοδα του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων. Οι μεταβολές προς το δυσμενέστερο των τιμών που υποθέτουμε για τις δύο αυτές μεταβλητές κρίνονται αναγκαίες για λόγους ρεαλισμού, καθώς έχει καταστεί σαφές –από το τρίτο τρίμηνο του 2011, αν όχι νωρίτερα– ότι τόσο οι αρχικές προβλέψεις περί της ποσοστιαίας μεταβολής του ΑΕΠ όσο και οι αρχικοί στόχοι του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων ήταν υπέρ το δέον αισιόδοξοι. Εφόσον οι μεταβολές αυτές αναφέρονται απλώς σε υποθέσεις οι οποίες εισάγονται απευθείας στο πρόγραμμα προσομοίωσης χωρίς να παρουσιάζουν καμία εννοιολογική δυσκολία, η παρακάτω πραγμάτευση θα επικεντρωθεί στις ουσιώδεις μεταβολές οι οποίες επέρχονται ως αποτέλεσμα της συμφωνίας της 21ης Ιουλίου και στη μέθοδο μέσω της οποίας θα ενσωματωθούν στην ήδη υπάρχουσα δομή του προγράμματος προσομοίωσης.

Η εν λόγω συμφωνία περιέχει, σε γενικές γραμμές, τέσσερις τέτοιες ουσιώδεις μεταβολές οι οποίες θα πρέπει να ληφθούν υπ' όψιν. Αυτές είναι α) η μείωση του επιτοκίου στα δάνεια που προέρχονται από την ΕΕ σε ποσοστό της τάξης του 3,5%-4%, β) η επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής των δανείων από την ΕΕ και το ΔΝΤ στα 25 έτη με μία δεκαετή περίοδο χάριτος, γ) η μετακύλιση ή ανταλλαγή μέρους των παλαιών ομολόγων που λήγουν μέχρι το 2014 (ή το 2020) με νέα ομόλογα υψηλότερου επιτοκίου (7%) και μεγαλύτερης διάρκειας (30 έτη) και δ) η διάρθρωση του νέου δανείου των 109 δισ. ευρώ. Στις αμέσως επόμενες σελίδες θα περιγραφεί η μέθοδος χειρισμού των αποφάσεων αυτών στα πλαίσια του προγράμματος προσομοίωσης και θα διατυπωθούν οι επιμέρους υποθέσεις, όπου αυτές είναι απαραίτητες.

Ξεκινώντας από τη μείωση του επιτοκίου για τα δάνεια από την ΕΕ, θα πρέπει να σημειωθεί ξανά ότι λόγω της κατασκευής του αλγορίθμου του προγράμματος προσομοιώσεων, οι τόκοι των παλαιών δανείων –συμπεριλαμβανομένων των δανείων από ΔΝΤ και ΕΕ– προσμετρώνται απευθείας στις δημόσιες δαπάνες και δεν υπολογίζονται ξεχωριστά. Ξεχωριστά υπολογίζονται μόνον οι τόκοι που προκύπτουν από τον νέο δανεισμό. Το σωστό θα ήταν να υπολογιστεί πρώτα το πρωτογενές δημοσιονομικό έλλειμμα και στη συνέχεια να προστεθούν σε αυτό οι πληρωμές τόκων, τόσο για τα παλιά ομόλογα που δεν έχουν λήξει ακόμη όσο και για τον νέο δανεισμό. Αντ' αυτού, το πρόγραμμα προσδιορίζει, βάσει των υποθέσεων που γίνονται, ένα ύψος του ελλείμματος στο οποίο περιλαμβάνονται και οι τόκοι των παλαιών δανείων –συμπεριλαμβανομένων των τόκων των δανείων

από ΔΝΤ και ΕΕ– και προσθέτει σε αυτό τους τόκους του νέου δανεισμού οι οποίοι υπολογίζονται ξεχωριστά. Ο λόγος για τη συγκεκριμένη λειτουργία του προγράμματος είναι ότι ενώ η δομή του νέου δανεισμού προσδιορίζεται επακριβώς μέσω του ίδιου του προγράμματος, και στη βάση υποθέσεων για τα επιτόκια και τις περιόδους αποπληρωμής, δεν έχουμε στη διάθεσή μας αντίστοιχα στοιχεία για τη δομή των παλαιών δανείων. Επιπλέον, αφαιρούνται κάθε χρόνο από τις συνολικές δημόσιες δαπάνες οι τόκοι που αντιστοιχούν στα ομόλογα που έληξαν κατά το προηγούμενο έτος (χρησιμοποιώντας ένα μεσοσταθμικό επιτόκιο της τάξης του 5,23%) έτσι ώστε να αποφευχθεί η διπλή καταμέτρηση των τόκων αυτών κατά τα επόμενα έτη. Αυτό σημαίνει ότι το ύψος των επιτοκίων προς την ΕΕ δεν υπεισέρχεται σε κανένα σημείο στη λειτουργία της προσομοίωσης, καθώς οι τόκοι αυτοί είναι εκ των προτέρων ενσωματωμένοι στο ύψος των συνολικών δημόσιων δαπανών.

Επομένως, οποιαδήποτε μεταβολή των επιτοκίων αυτών θα πρέπει να εισέλθει στην ανάλυση μέσω κατάλληλης προσαρμογής του ύψους των δημόσιων δαπανών. Θα πρέπει δηλαδή να εκτιμηθεί η κατ' έτος ελάφρυνση που προκύπτει από την εν λόγω μείωση των επιτοκίων προς την ΕΕ και να αφαιρεθεί το ποσό αυτό από το σύνολο των δημόσιων δαπανών του ίδιου έτους. Έστω, για παράδειγμα, ότι το έτος 2015 τα δάνεια από την ΕΕ τα οποία δεν έχουν ακόμη αποπληρωθεί ανέρχονται σε 80 δισ. με παλαιό επιτόκιο 5% και νέο επιτόκιο 4%. Άρα, η ελάφρυνση που προκύπτει για το συγκεκριμένο έτος ως αποτέλεσμα της μείωσης αυτής του επιτοκίου κατά μία ποσοστιαία μονάδα ανέρχεται σε 80x0,01 = 0,8 δισ., τα οποία θα πρέπει να αφαιρεθούν από τις συνολικές δημόσιες δαπάνες του έτους αυτού. Για να διορθωθεί λοιπόν καταλλήλως το ύψος των δημόσιων δαπανών χρειαζόμαστε: α) το ύψος του παλαιού επιτοκίου των δανείων της ΕΕ, β) μια εκτίμηση του νέου επιτοκίου και γ) τις, κατ' έτος, μη αποπληρωθείσες υποχρεώσεις της χώρας προς την ΕΕ μέχρι το 2026.

Το αρχικό επιτόκιο των δανείων από την ΕΕ ήταν ίσο με το Euribor τριμήνου με περιθώριο 3% κατά την πρώτη τριετία και 4% πέραν της τριετίας. Προβλεπόταν επίσης μία εφάπαξ δαπάνη ίση με το 0,5% του ποσού κάθε δόσης, η οποία χρεώνεται κατά την εκταμίευση της εκάστοτε δόσης και την οποία δεν θα λάβουμε υπ' όψιν στους υπολογισμούς μας. Θεωρούμε λοιπόν ότι το παλαιό επιτόκιο ανέρχεται σε 5,2%, έτσι ώστε να συμπεριληφθεί στους υπολογισμούς και η ελάφρυνση που είχε ήδη προκύψει λόγω της μείωσης του επιτοκίου κατά

μία ποσοστιαία μονάδα, η οποία είχε αποφασιστεί στη Σύνοδο του Μαρτίου. Θα υποθέσουμε επίσης ότι το νέο επιτόκιο θα διαμορφωθεί στο 3,8%, ώστε η κατ' έτος ελάφρυνση να ισούται με το γινόμενο της διαφοράς των δύο αυτών επιτοκίων (1,4%) επί το ύψος των υποχρεώσεων προς την ΕΕ οι οποίες δεν έχουν ακόμα αποπληρωθεί. Όσον αφορά, τέλος, τις μη αποπληρωθείσες υποχρεώσεις, θα ληφθεί υπ' όψιν το παλαιό πρόγραμμα αποπληρωμής των δανείων αυτών και όχι το αντίστοιχο πρόγραμμα που προέκυψε λόγω της επιμήκυνσης που αποφασίστηκε την 21η Ιουλίου. Ο λόγος είναι ότι θέλουμε να απομονώσουμε την ελάφρυνση η οποία προκύπτει για τον κρατικό προϋπολογισμό λόγω της μείωσης του επιτοκίου από οποιαδήποτε άλλη επίδραση της εν λόγω συμφωνίας.

Περνώντας στο ζήτημα της επιμήκυνσης, η αποπληρωμή των δανείων της τρόικας μετατίθεται χρονικά στα 25 έτη με δεκαετή περίοδο χάριτος, κάτι που σημαίνει ότι η αποπληρωμή του κεφαλαίου των δανείων αυτών θα ξεκινήσει το 2021. Ελλείψει στοιχείων για το ακριβές πρόγραμμα αποπληρωμών από το 2021 και ύστερα, θα υποθέσουμε απλώς ότι το πρόγραμμα αυτό παραμένει αμετάβλητο, με απλή χρονική μετάθεση των αντίστοιχων ποσών. Υποθέτουμε δηλαδή ότι το κατ' έτος ύψος των αποπληρωμών κεφαλαίου κατά την περίοδο 2021-2026 ταυτίζεται με τις αντίστοιχες αποπληρωμές της περιόδου 2013-2018, σύμφωνα με το παλαιό, προ της επιμήκυνσης, πρόγραμμα. Η υπόθεση αυτή είναι προφανώς μη ρεαλιστική, αλλά δεν μπορεί να μεταβάλει ουσιαστικά τα αποτελέσματα της προσομοίωσης. Στην πραγματικότητα, τα μεταβάλλει μάλλον θετικά, καθώς οδηγεί σε μεγαλύτερη μείωση των τόκων κατά την τελευταία εξαετία της προσομοίωσης.

Ταυτόχρονα με τη χρονική μετάθεση της αποπληρωμής του κεφαλαίου, εμφανίζονται νέοι τόκοι για τα δάνεια αυτά, οι οποίοι προηγουμένως δεν υφίσταντο. Προ της 21ης Ιουλίου, τα δάνεια θα αποπληρώνονταν εξ ολοκλήρου μέχρι το 2023, ενώ τώρα ένα μέρος μόνο του κεφαλαίου θα έχει αποπληρωθεί μέχρι τη λήξη της προσομοίωσης το 2026. Άρα οι τόκοι των παλαιών δανείων θα είναι πλέον υψηλότεροι για κάθε έτος μεταξύ των ετών 2013-2026. Καθώς οι τόκοι αυτοί, όπως εξηγήσαμε παραπάνω, δεν υπολογίζονται αυτοτελώς, αλλά έχουν ενσωματωθεί στις συνολικές δημόσιες δαπάνες, οι δαπάνες θα πρέπει να διορθωθούν καταλλήλως, μόνο που τώρα η διόρθωση θα είναι προς τα πάνω. Για παράδειγμα, σύμφωνα με το αρχικό σενάριο, η Ελλάδα θα αποπλήρωνε 1,7 δισ. από το δάνειο της τρόικας το 2013 και άλλα 8,5 δισ. το 2014. Μέχρι το τέλος του 2014

θα είχαν αποπληρωθεί δηλαδή 10,2 δισ. εκ των συνολικών 110. Αυτό παύει να ισχύει λόγω της επιμήκυνσης, κάτι που σημαίνει ότι στις συνολικές δημόσιες δαπάνες του έτους 2015 θα πρέπει πλέον να προστεθούν οι τόκοι που αντιστοιχούν (ετησίως) σε αυτά τα 10,2 δισεκατομμύρια. Ομοίως και για τα υπόλοιπα έτη του χρονικού ορίζοντα της προσομοίωσης μέχρι το 2026. Θα πρέπει να προσεχθεί ότι η μείωση του επιτοκίου δανεισμού αναφέρεται μόνο στα δάνεια της ΕΕ, ενώ η επιμήκυνση αναφέρεται σε αυτά της τρόικας συνολικά. Για τη διόρθωση που απαιτείται στο ύψος των δημόσιων δαπανών χρειαζόμαστε επομένως τα εξής: α) τη διαφορά μεταξύ του συνολικού δανείου (110 δισ.) και του μέρους αυτού που θα είχε αποπληρωθεί –στη βάση του αρχικού προγράμματος– για κάθε έτος μεταξύ των ετών 2013-2026 και β) το μεσοσταθμικό επιτόκιο των δανείων σε ΔΝΤ και ΕΕ, λαμβάνοντας υπ' όψιν και τη μεταβολή του επιτοκίου για το μέρος του δανείου που αντιστοιχεί στην ΕΕ, το οποίο υποθέτουμε ότι διαμορφώνεται πλέον στο επίπεδο του 3,5%.

Το τρίτο ζήτημα που έχει τεθεί μέσω της συμφωνίας της 21ης Ιουλίου είναι η μετακύλιση ή ανταλλαγή του μεγαλύτερου μέρους των ελληνικών ομολόγων τα οποία λήγουν έως το 2014. Σε δεύτερη φάση, μια παρόμοια μετακύλιση ή ανταλλαγή σχεδιάζεται να λάβει χώρα και για τα ομόλογα τα οποία λήγουν μέχρι το 2020. Στη συνέχεια θα αναφερθούμε λεπτομερώς στους ακριβείς όρους αυτής της συμφωνίας και στην επίπτωσή τους στο ύψος του ελληνικού δημόσιου χρέους. Προς το παρόν, αρκεί να σημειώσουμε ότι η μετακύλιση των ομολόγων μέσω της εθελοντικής συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα αποτελεί ουσιαστικά μια προσπάθεια να γίνει με τεχνητό τρόπο –δηλαδή μέσω συμφωνίας– αυτό ακριβώς που θα γινόταν φυσιολογικά –μέσω της πρωτογενούς αγοράς ελληνικού χρέους–, υπό άλλες, καλύτερες συνθήκες. Το πρόγραμμα της προσομοίωσης, έτσι όπως έχει κατασκευαστεί, υποθέτει ουσιαστικά το ίδιο ακριβώς πράγμα: ότι δηλαδή οι χρηματοδοτικές ανάγκες του ελληνικού δημοσίου, οι οποίες δεν καλύπτονται από τα δάνεια των ΔΝΤ και ΕΕ, καλύπτονται μέσω νέου δανεισμού. Το αν ο δανεισμός αυτός θα προκύψει μέσα από τις αγορές χρέους ή μέσω ειδικής συμφωνίας με τους ιδιώτες πιστωτές είναι, από την πλευρά της προσομοίωσης και των σκοπών της, αδιάφορο. Η μόνη διαφορά ως προς την εξέλιξη του δημόσιου χρέους είναι ότι το πρόγραμμα υποθέτει επιτόκιο 6% για 7ετή ομόλογα, ενώ η συμφωνία της 21ης Ιουλίου προβλέπει μεγαλύτερο επιτόκιο και μεγαλύτερη

διάρκεια αποπληρωμής. Συγκεκριμένα, θα υποθέσουμε επιτόκιο 7% και χρονική διάρκεια 30 ετών.

Επιπλέον, έτσι όπως είναι κατασκευασμένος ο αλγόριθμος, δεν έχει νόημα να περιοριστούμε σε κάποιο ποσοστό των εν λόγω ομολόγων, καθώς κάποιας μορφής μετακύλιση του 100% αυτών ήδη προϋποτίθεται. Ακόμη περισσότερο, δεν είναι ανάγκη να περιοριστεί αυτή η διαφοροποίηση στα ομόλογα που λήγουν μέχρι το 2014. Μάλιστα, οποιοσδήποτε διαχωρισμός των παλαιών ομολόγων σε κατηγορίες θα δημιουργούσε τεχνικά προβλήματα, τα οποία θα καθιστούσαν αναγκαία τη μετατροπή του αλγορίθμου. Η μετατροπή αυτή δεν θα είχε μεγάλο νόημα, καθώς ούτως ή άλλως οι αποφάσεις της 21ης Ιουλίου περί μετακύλισης είναι στην πραγματικότητα λιγότερο ευνοϊκές από τις υποθέσεις του προγράμματος. Θα ήταν μάλλον προτιμότερο να υποθέσουμε ότι μετακυλίονται κατά 30 έτη και με επιτόκιο 7% όλα τα παλαιά ομόλογα που λήγουν μέχρι το τέλος του ορίζοντα της προσομοίωσης. Το σενάριο αυτό είναι ευνοϊκότερο των αποφάσεων της 21ης Ιουλίου, ενώ θα μας επέτρεπε και να διατηρήσουμε αμετάβλητο τον αλγόριθμο.

Το τελευταίο ζήτημα στο οποίο πρέπει να αναφερθούμε, πριν περάσουμε στην παράθεση των αποτελεσμάτων της προσομοίωσης, είναι η διάρθρωση του νέου δανείου των 109 δισ. και η ακριβής μέθοδος μέσω της οποίας τα κονδύλια αυτά θα εισαχθούν στο πρόγραμμα. Το ζήτημα είναι ιδιαιτέρως σημαντικό, καθώς, σε αντίθεση με το πρώτο δάνειο το οποίο προοριζόταν σχεδόν εξ ολοκλήρου για την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών του ελληνικού δημοσίου (χρεολύσια και ελλείμματα της γενικής κυβέρνησης) κατά τη διάρκεια εφαρμογής του προγράμματος σταθεροποίησης, η δομή του νέου δανείου είναι αρκετά πιο περίπλοκη. Συγκεκριμένα, από τα 109 δισ. του συνολικού δανείου, τα 20 δισ. θα διατεθούν για την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών –προστιθέμενα στα 10 δισ. του πρώτου δανείου τα οποία προορίζονταν για τον ίδιο ακριβώς σκοπό–, άλλα 20 δισ. θα διατεθούν για την επαναγορά ελληνικών ομολόγων με σκοπό τη μείωση του δημόσιου χρέους κατά 12,6 δισ., σε 35 δισ. θα ανέρχονται οι εγγυήσεις των νέων ομολόγων που θα ανταλλαγούν με παλαιά ομόλογα στα πλαίσια της εθελοντικής συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα –στα οποία θα προστεθούν άλλα 7 δισ. χωρίς να υπάρξει επίσημη χρηματοδότηση– και, τέλος, 34 δισ. θα χρησιμοποιηθούν για την κάλυψη των χρηματοδοτικών κενών του ελληνικού κράτους κατά τη διάρκεια εφαρμογής του προγράμματος σταθεροποίησης. Προφανώς, ο

τρόπος ενσωμάτωσης του δανείου αυτού στο πρόγραμμα προσομοίωσης διαφέρει για καθεμία εκ των παραπάνω κατηγοριών.

Καταρχήν, το κονδύλι των 20 δισ. ευρώ για την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών δεν θα συμπεριληφθεί στην ανάλυση της προσομοίωσης. Στην πραγματικότητα, βέβαια, θα έπρεπε να συμπεριληφθεί καθώς οδηγεί σε ισόποση αύξηση του ελληνικού δημόσιου χρέους. Εντούτοις, θα υποθέσουμε ότι, εφόσον η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών μέσω αυτών των κονδυλίων θα οδηγήσει σε κρατικοποιήσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων, η αναγκαία δαπάνη θα καλυφθεί μελλοντικά από τα έσοδα επαναπώλησης μετοχών στον ιδιωτικό τομέα. Υποθέτουμε, με άλλα λόγια, ότι θα υλοποιηθεί το καλύτερο δυνατό σενάριο, υπό την έννοια ότι η απαιτούμενη ανακεφαλαιοποίηση θα λάβει χώρα τάχιστα και με πλήρη επιτυχία, καθώς και ότι τα ούτως κρατικοποιημένα τραπεζικά ιδρύματα θα κατορθώσουν να σταθούν γρήγορα στα πόδια τους με σκοπό να ιδιωτικοποιηθούν ξανά.

Το έτερο κονδύλι των 20 δισ. ευρώ, το οποίο θα διατεθεί για την επαναγορά ομολόγων από τη δευτερογενή αγορά με σκοπό την άμεση μείωση του δημόσιου χρέους, θα αντιμετωπιστεί ακριβώς όπως αντιμετωπίζονται τα έσοδα από τις αποκρατικοποιήσεις. Η προφανής διαφορά είναι βεβαίως ότι η μείωση του χρέους θα είναι πολύ μικρότερη στην περίπτωση αυτή, καθώς το αρχικό κονδύλι, με το οποίο θα επαναγοραστούν οι ελληνικοί τίτλοι, αποτελεί δάνειο. Η συμφωνία προβλέπει επαναγορά των τίτλων αυτών στο 61,43% της ονομαστικής τους αξίας, πράγμα που σημαίνει ότι η πραγματική μείωση του δημόσιου χρέους θα ισούται με 12,6 δισ. ευρώ. Αυτή η μείωση του χρέους είναι απολύτως ισοδύναμη με αυτήν που θα προέκυπτε εάν τα έσοδα από το ελληνικό πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων ήταν αυξημένα κατά 7,56 δισ., υπό την υπόθεση ότι η επαναγορά ομολόγων στη δευτερογενή αγορά λαμβάνει χώρα στο 60% της ονομαστικής τους αξίας.

Τρίτον, τα 35+7 δισ. ευρώ των εγγυήσεων αποτελούν νέο δανεισμό και θα πρέπει να ενσωματωθούν κατά τον τρόπο αυτόν στο πρόγραμμα της προσομοίωσης. Το πρόγραμμα υπολογίζει τον νέο δανεισμό ως το άθροισμα του συνολικού δημοσιονομικού ελλείμματος και των αποπληρωμών μείον τις χρηματικές εισροές από την ΕΕ και το ΔΝΤ. Άρα τα 35+7 δισ. θα πρέπει να προστεθούν στις αποπληρωμές παλαιών δανείων, έτσι ώστε να υπολογίζονται αυτόματα από το πρόγραμμα οι μελλοντικοί τόκοι του νέου αυτού δανεισμού. Ταυτόχρονα όμως,

το κονδύλι αυτό –τόσο τα 35 δισ. ευρώ, τα οποία παρέχονται με επίσημη χρηματοδότηση, όσο και τα 7 δισ. ευρώ, τα οποία θα πρέπει να διατεθούν μετά το 2020 χωρίς επίσημη χρηματοδότηση– αυξάνει ισόποσα το συνολικό δημόσιο χρέος. Θα πρέπει επομένως τα ποσά αυτά να προστεθούν εκ των υστέρων και στο συνολικό ύψος του χρέους. Επιπλέον, λόγω του ότι τα δάνεια της ΕΕ συνοδεύονται, στη βάση της συμφωνίας της 21ης Ιουλίου, από δεκαετή περίοδο χάριτος, τα ποσά αυτά θα πρέπει να προστεθούν στο χρέος «σήμερα», αλλά στις αποπληρωμές μετά από μία δεκαετία. Αυτό είναι απολύτως λογικό, έχει όμως την αρνητική συνέπεια ότι κατά τη διάρκεια της δεκαετίας αυτής οι τόκοι των εν λόγω ποσών δεν θα συνυπολογίζονται, με αποτέλεσμα το συνολικό δημόσιο έλλειμμα, άρα και οι αυξήσεις του χρέους, να υποτιμώνται. Φυσικά, μπορούμε να θεωρήσουμε ότι οι επιπλέον αυτοί τόκοι έχουν ήδη ενσωματωθεί στις δημόσιες δαπάνες, κάτι που θα υποδήλωνε μια άρρητη υπόθεση περί ακόμα μεγαλύτερης μείωσης των πρωτογενών δημόσιων δαπανών. Όσον αφορά την ακριβή χρονική κατανομή αυτών των 42 δισ., το μόνο ξεκάθαρο είναι ότι διαχωρίζονται σε 16,8 δισ. κατά τα έτη 2011-2014, 18,4 δισ. κατά τα έτη 2015-2020 και ακόμα 7 δισ. για την πέραν του 2020 περίοδο. Εφόσον η ακριβής κατανομή δεν είναι γνωστή, κάνουμε την ακόλουθη υπόθεση: 1,8 δισ. το 2011, 5 δισ. κατ' έτος μεταξύ 2012-2014, 3,3 δισ. τα έτη 2015-2016, 3 δισ. μεταξύ 2017-2020, 1,2 δισ. μεταξύ 2021-2025 και 1 δισ. το 2026. Τα ποσά αυτά προστίθενται εκ των υστέρων στο δημόσιο χρέος το οποίο προκύπτει στο τέλος κάθε χρονιάς, καθώς και στις αποπληρωμές παλαιών δανείων με δέκα έτη καθυστέρηση.

Τέλος, τα 34 δισ. που προορίζονται να καλύψουν τα χρηματοδοτικά κενά του ελληνικού δημοσίου θα πρέπει προφανώς να προστεθούν στις εισροές από ΕΕ και ΔΝΤ. Εφόσον και σε αυτήν την περίπτωση δεν γνωρίζουμε την ακριβή χρονική κατανομή των κονδυλίων αυτών, θα υποθέσουμε απλώς ότι από το παραπάνω συνολικό ποσό θα δοθούν 8 δισ. το 2012, 10 δισ. το 2013 και 16 δισ. το 2014. Η υπόθεση αυτή είναι πιθανό να αποδειχθεί αρκετά κοντά στην πραγματικότητα, καθώς οι συνολικές εισροές, συμπεριλαμβανομένου δηλαδή και του πρώτου δανείου, θα ανέρχονται σε 32 δισ. για το 2012, σε 18 δισ. για το 2013 και σε 16 δισ. για το 2014, με τα ποσά να μειώνονται καθώς το πρόγραμμα πλησιάζει στο τέλος του, οπότε το έλλειμμα θα έχει –θεωρητικά– μειωθεί και οι χρηματοδοτικές ανάγκες του ελληνικού δημοσίου θα είναι –επίσης θεωρητικά– μικρότερες.

Τέλος, μένει να ενσωματωθεί στο πρόγραμμα και η διαβόητη απομείωση του

ελληνικού χρέους, η οποία προκύπτει μέσα από την εθελοντική ανταλλαγή ομολόγων από τον ιδιωτικό τομέα και η οποία φυσικά δεν ανέρχεται ούτε κατά διάνοια στο 21% του χρέους. Το ποσοστό αυτό αναφέρεται στη μείωση που επέρχεται στην καθαρά παρούσα αξία των ομολόγων που θα ανταλλαγούν, και μάλιστα υπό την υπόθεση ότι οι ιδιώτες ομολογιούχοι θα κατανέμονταν ομοιόμορφα μεταξύ των τεσσάρων διαφορετικών προτάσεων ανταλλαγής ή μετακύλισης τίτλων τις οποίες αντιμετώπιζαν. Η πραγματική απομείωση του δημόσιου χρέους, στην περίπτωση κατά την οποία η συμφωνία της 21ης Ιουλίου εφαρμοζόταν κατά γράμμα, θα ανερχόταν σε μόλις 13,5 δισ. ευρώ ήτοι περίπου 6% του ΑΕΠ. Όπως και στην περίπτωση του κονδυλίου για επαναγορά ομολόγων, μπορούμε να θεωρήσουμε την απομείωση αυτή του χρέους ως ισοδύναμη με αύξηση των εσόδων του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων, καθώς τα έσοδα αυτά αποτελούν, με βάση την κατασκευή του προγράμματος προσομοίωσης, τον μοναδικό τρόπο με τον οποίον μπορεί να ενσωματωθεί μια απευθείας μείωση του συνολικού χρέους. Για την ακρίβεια, διατηρώντας την υπόθεση περί επαναγοράς τίτλων στο 60% της ονομαστικής τους αξίας, η απομείωση του χρέους κατά 13,5 δισ. ισοδυναμεί με έσοδα αποκρατικοποιήσεων αυξημένα κατά 8,1 δισ. ευρώ.

Μπορούμε πλέον να ανακεφαλαιώσουμε τις νέες υποθέσεις στις οποίες στηρίζεται η προσομοίωση των αποφάσεων της 21ης Ιουλίου και εν συνεχεία να προχωρήσουμε στα αποτελέσματα. Οι νέες υποθέσεις είναι οι ακόλουθες:

α) Οι δαπάνες της γενικής κυβέρνησης μετατρέπονται ώστε να ενσωματώνονται στο συνολικό τους μέγεθος οι επιπτώσεις της μείωσης του επιτοκίου των δανείων της ΕΕ, καθώς και της επιμήκυνσης των δανείων από την ΕΕ και το ΔΝΤ. Ως αρχικό επίπεδο δημόσιων δαπανών, επί του οποίου λαμβάνει χώρα η μετατροπή αυτή, ορίζεται εκείνο που προκύπτει από τη «διόρθωση» των δαπανών ώστε να αποφευχθεί η διπλή μέτρηση των τόκων των παλαιών δανείων. Με άλλα λόγια, λαμβάνεται ως βάση υπολογισμού το καλύτερο δυνατό σενάριο εξέλιξης των δημόσιων δαπανών των προηγούμενων υποενοτήτων.

β) Οι αποπληρωμές του παλαιού ιδιωτικού χρέους αυξάνονται κατά 1,8 δισ. το 2021, κατά 5 δισ. τα έτη 2022-2024 και κατά 3,3 δισ. τα έτη 2025-2026. Όσον αφορά το χρέος προς την ΕΕ και το ΔΝΤ, οι αποπληρωμές των ετών 2013-2018 μετατίθενται στη χρονική περίοδο 2021-2026.

γ) Οι εισροές από ΕΕ και ΔΝΤ ανέρχονται πλέον σε 46,5 δισ. για το 2011, 32 δισ. για το 2012, 18 δισ. για το 2013 και 16 δισ. για το 2014.

δ) Τα έσοδα του ελληνικού προγράμματος αποκρατικοποιήσεων μειώνονται σε 40 δισ. για την περίοδο 2011-2015, από 50 δισ. που ήταν ο αρχικός στόχος, και κατανέμονται ως εξής: 4 δισ. το 2011, 8 δισ. το 2012, 5 δισ. το 2013, 11 δισ. το 2014 και 12 δισ. το 2015. Σε αυτά προστίθενται έσοδα 7,56 δισ. επίδρασης ισοδύναμης με αυτήν του ευρωπαϊκού προγράμματος επαναγοράς ομολόγων, καθώς και 8,1 δισ. επίδρασης ισοδύναμης με αυτήν της απομείωσης του ελληνικού χρέους μέσω της εθελοντικής συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα. Το συνολικό επιπλέον ποσό ανέρχεται σε 2,46 δισ. για το 2011 και σε 3,3 δισ. ετησίως για την περίοδο 2012-2015.

ε) Στο συνολικό δημόσιο χρέος κάθε έτους προστίθενται εκ των υστέρων τα ποσά τα οποία αναφέρονται παραπάνω και τα οποία αφορούν τις εγγυήσεις των τίτλων που ανταλλάσσονται στα πλαίσια της εθελοντικής συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα.

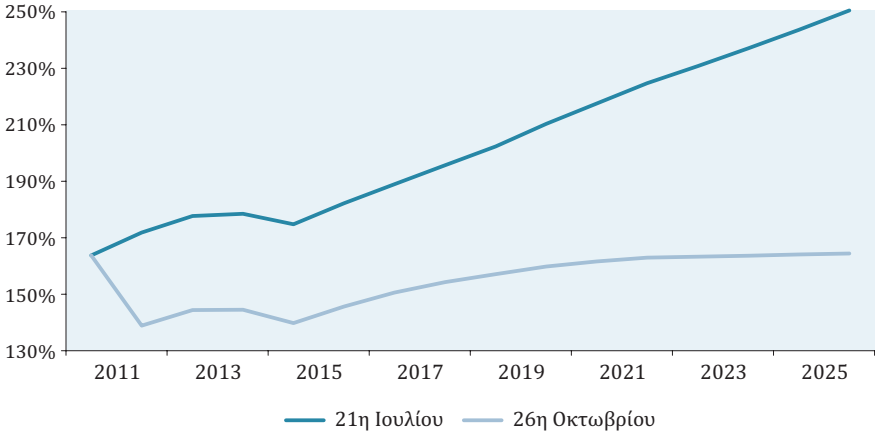
στ) Όλα τα ελληνικά ομόλογα που λήγουν μετακυλίονται με επιτόκιο 7% και διάρκεια αποπληρωμής τα 30 έτη.

ζ) Ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ διαμορφώνεται σε -5,5% για το 2011, σε -2% για το 2012, σε 0,5% για τα έτη 2013-2014, σε 2% για τα έτη 2015-2019, σε 1,5% για τα έτη 2020-2022 και σε 2% για τα έτη 2023-2026. Η αλλαγή αφορά προφανώς μόνο τα πρώτα έτη της προσομοίωσης, με σκοπό να ενσωματώσει τις νέες, δυσμενέστερες προβλέψεις για το παρόν έτος και τα αμέσως απόμενα.

Τα αποτελέσματα της προσομοίωσης παρουσιάζονται στα Διαγράμματα 42 και 43. Σε αυτά έχει συμπεριληφθεί, πέραν του σεναρίου της συμφωνίας της 21ης Ιουλίου, και η προσομοίωση ενός σεναρίου το οποίο βασίζεται στις αποφάσεις της 26ης Οκτωβρίου[44] περί απομείωσης του ιδιωτικά κατεχόμενου χρέους κατά 50%. Το δεύτερο σενάριο μόνο καταχρηστικά μπορεί να θεωρηθεί ως αντιπροσωπευτικό της τελευταίας αυτής συμφωνίας, καθώς οι ακριβείς όροι της δεν είναι ακόμα γνωστοί τη στιγμή που γράφονται αυτές οι γραμμές και κατά πάσα πιθανότητα δεν θα είναι γνωστοί μέχρι τις αρχές του 2012. Σε σχέση με

44. Βλ. Euro Summit Statement, Brussels, 26 October 2011.

Διάγραμμα 42: Εξέλιξη δημόσιου χρέους



το σενάριο της συμφωνίας της 21ης Ιουλίου, έχουν γίνει δύο μόνο μετατροπές. Η πρώτη συνίσταται στη μείωση κατά 50% όλων των αποπληρωμών παλαιών δανείων για τη χρονική περίοδο 2012-2020, κάτι που μειώνει συνολικά τις αποπληρωμές αυτές κατά σχεδόν 100 δισ. ευρώ (για την ακρίβεια, κατά 97,16 δισ.). Η δεύτερη μετατροπή συνίσταται στην καθαρή απομείωση του δημόσιου χρέους κατά 70 δισ. ευρώ, λόγω του ότι η ελάφρυνση του ελληνικού χρέους κατά 100 δισ. συνοδεύεται από πρόσθετο δανεισμό ύψους 30 δισ. ευρώ για τις ανάγκες του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Κατά τα λοιπά, υποθέτουμε ότι όλες οι υπόλοιπες πτυχές της συμφωνίας της 21ης Ιουλίου (π.χ. εγγυήσεις για τη διαδικασία ανταλλαγής των ομολόγων) παραμένουν ως έχουν. Η μείωση του χρέους κατά 70 δισ. θεωρείται ισοδύναμη της κατά 42 δισ. αύξησης των εσόδων από αποκρατικοποιήσεις, τα οποία χρησιμοποιούνται για την επαναγορά τίτλων του ελληνικού δημοσίου από τη δευτερογενή αγορά στο 60% της ονομαστικής τους αξίας. Υποθέτουμε ότι και τα 42 δισ. αυτά προστίθενται στα έσοδα από αποκρατικοποιήσεις του έτους 2012.

Όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 42, η εφαρμογή της συμφωνίας της 21ης Ιουλίου δεν κατορθώνει, όχι απλά να μειώσει, αλλά ούτε καν να σταθεροποιήσει το επίπεδο του ελληνικού χρέους. Το δημόσιο χρέος της χώρας σταθεροποιείται προσωρινά σε επίπεδα λίγο πάνω από το 170% του ΑΕΠ μέχρι το 2015 και στη συνέχεια επιστρέφει στην εκρηκτική πορεία του, ξεπερνώντας το 200% του ΑΕΠ το 2019 και προσεγγίζοντας το 250% μέχρι το τέλος του ορίζοντα της προσομοίωσης. Στην πραγματικότητα, και παρά το γεγονός ότι η εν λόγω συμφωνία

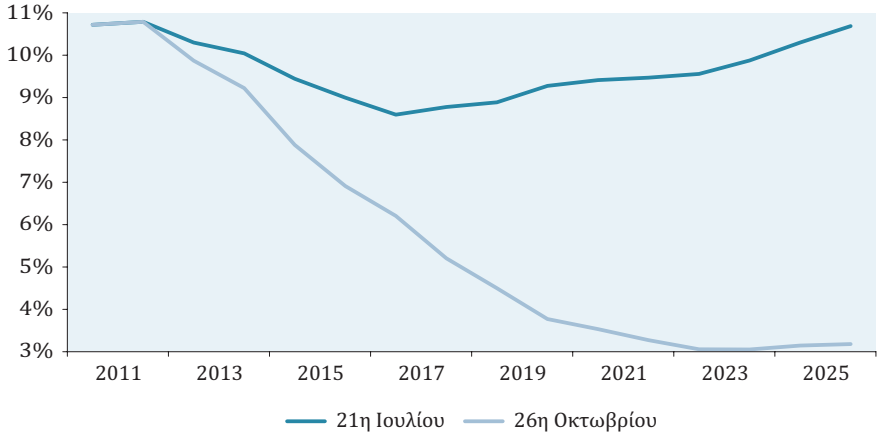
θεωρήθηκε ως η οριστική λύση στην ελληνική κρίση χρέους, ή έστω ως ένα κρίσιμο βήμα προς την κατεύθυνση μιας τέτοιας λύσης, τα αποτελέσματα της προσομοίωσης για το συγκεκριμένο σενάριο δεν είναι καλύτερα από τα αντίστοιχα αποτελέσματα σεναρίων που παρουσιάστηκαν προηγουμένως. Αυτό μάλιστα ισχύει παρά το γεγονός ότι, όπως έχει ήδη αναφερθεί, το παραπάνω σενάριο υποδηλώνει μια μεγαλύτερη μείωση των πρωτογενών δημόσιων δαπανών, και παρά το γεγονός ότι δεν έχουν συμπεριληφθεί τα 20 δισ. πρόσθετου δανεισμού που η συμφωνία προέβλεπε με σκοπό την ανακεφαλαιοποίηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Τα αποτελέσματα αυτά δεν θα έπρεπε να προκαλούν έκπληξη, καθώς πίσω από την επιφάνεια της κατά 21% μείωσης της καθαρής παρούσας αξίας των προς ανταλλαγή τίτλων, η συμφωνία της 21ης Ιουλίου οδηγούσε στην πραγματικότητα σε αύξηση του δημόσιου χρέους της χώρας. Πρώτον, διότι η πραγματική μείωση του χρέους δεν ξεπερνούσε το 11,5% του ΑΕΠ (26,1 δισ. ευρώ), συμπεριλαμβανομένης και της μείωσής του μέσω της επαναγοράς ομολόγων. Δεύτερον, διότι το παραπάνω ποσό είναι σαφώς μικρότερο των 42 δισ. πρόσθετου δανεισμού που προέβλεπε η εν λόγω συμφωνία ως εγγυήσεις της ανταλλαγής αυτής.

Τρίτον, επειδή η συμφωνία προέβλεπε επιτόκια των νέων ομολόγων υψηλότερα από αυτά τα οποία είχαν υποτεθεί στις προσομοιώσεις που παρουσιάστηκαν προηγουμένως. Και τέταρτον, επειδή η επιμήκυνση των δανείων της τρόικας μεταθέτει μεν χρονικά τις απαραίτητες αποπληρωμές, αυξάνει όμως τη συνολική επιβάρυνση λόγω των τόκων, σε βαθμό μάλιστα που να υπερκαλύπτεται η θετική επίδραση από τη μείωση του επιτοκίου για τα δάνεια της ΕΕ.

Τα αποτελέσματα είναι σαφώς καλύτερα για τη συμφωνία της 26ης Οκτωβρίου, στο βαθμό τουλάχιστον που το σενάριο το οποίο παρουσιάζεται μπορεί να θεωρηθεί αντιπροσωπευτικό της συμφωνίας αυτής. Το δημόσιο χρέος μειώνεται απότομα σε επίπεδα κοντά στο 140% του ΑΕΠ, αρχίζει να αυξάνεται και πάλι, αλλά με ιδιαιτέρως αργό και φθίνοντα ρυθμό, και σταθεροποιείται τελικά στα επίπεδα του 165% του ΑΕΠ. Η συμπεριφορά αυτή οφείλεται προφανώς όχι μόνο στη μεγαλύτερη απομείωση του χρέους, αλλά στο ότι ο περιορισμός των χρεολυσίων μειώνει σημαντικά τους τόκους του νέου δανεισμού, οι οποίοι διατηρούνται σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα μέχρι τις αρχές της επόμενης δεκαετίας και δεν επανέρχονται στο σημερινό τους επίπεδο μέχρι το τέλος του ορίζοντα της προσομοίωσης.

Διάγραμμα 43: Εξέλιξη δημοσιονομικού ελλείμματος



Η σημασία των τόκων του νέου δανεισμού φαίνεται ξεκάθαρα στο Διάγραμμα 43, όπου παρουσιάζεται η εξέλιξη του συνολικού δημοσιονομικού ελλείμματος στη βάση των δύο παραπάνω σεναρίων. Στο σενάριο της 21ης Ιουλίου, το έλλειμμα υποχωρεί αρχικά για να επανέλθει στη συνέχεια στα προηγούμενα επίπεδα, ενώ ποτέ δεν μειώνεται κάτω από το 9% του ΑΕΠ. Αντιθέτως, στο σενάριο της 26ης Οκτωβρίου, το έλλειμμα παρουσιάζει σαφή πτωτική τάση και σταθεροποιείται στα επίπεδα του 3% στις αρχές της επόμενης δεκαετίας.

7.8 Επίλογος

Στα πλαίσια της Ενότητας 7, έγινε μια προσπάθεια εκτίμησης της διαχρονικής εξέλιξης του ελληνικού δημόσιου χρέους, καθώς και μια σύγκριση μεταξύ διαφορετικών γενικών κατευθύνσεων της οικονομικής πολιτικής. Τα αποτελέσματα τα οποία προέκυψαν θα πρέπει φυσικά να θεωρηθούν ενδεικτικά και υποκείμενα σε όλες τις απαραίτητες επιφυλάξεις. Αν και θεωρούμε ότι οι υποθέσεις περί της εξέλιξης των βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών είναι αρκετά λογικές και κατάλληλες για τους σκοπούς της παρούσας ενότητας, δεν παύουν να αποτελούν υποθέσεις οι οποίες μπορεί κάλλιστα να αποδειχθούν περισσότερο ή λιγότερο λανθασμένες. Οι επιφυλάξεις θα πρέπει να είναι ακόμα μεγαλύτερες και η αντιμετώπιση των αποτελεσμάτων ακόμα πιο προσεκτική στην περίπτωση των στοιχείων που προκύπτουν από την ανάλυση ευαισθησίας των βασικών σεναρίων. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η κατανόηση των εν λόγω αποτελεσμάτων, όχι απλώς

ως μιας μεθόδου ελέγχου της ευρωστίας των βασικών συμπερασμάτων, αλλά ως εναλλακτικών, συμπληρωματικών συμπερασμάτων, είναι λανθασμένη και θα πρέπει να αποφευχθεί. Φυσικά, όλα τα παραπάνω ισχύουν στον ίδιο βαθμό και για τις προσομοιώσεις των λοιπών χωρών-μελών της ευρωζώνης.

Παρά τις παραπάνω επιφυλάξεις, κάποια συμπεράσματα μπορούν να αντληθούν από τη μελέτη των προσομοιώσεων με σχετική ασφάλεια. Πρώτον, η συνέχιση της μέχρι σήμερα ακολουθούμενης οικονομικής πολιτικής δεν αποτελεί και δεν είναι δυνατόν να αποτελέσει τη λύση στην κρίση χρέους που αντιμετωπίζει η χώρα. Στις περισσότερες από τις παραλλαγές του βασικού σεναρίου οι οποίες εξετάστηκαν, η πορεία του ελληνικού δημόσιου χρέους είναι καταφανώς εκρηκτική, έστω και βάσει ιδιαιτέρως ευνοϊκών υποθέσεων για τους μελλοντικούς ρυθμούς μεγέθυνσης της οικονομίας, έστω μάλιστα και βάσει της υπόθεσης ενός εξαιρετικά επιτυχημένου προγράμματος εκτεταμένων αποκρατικοποιήσεων. Ακόμα και στις πλέον ευνοϊκές παραλλαγές του βασικού σεναρίου, όπου η εκρηκτικότητα του δημόσιου χρέους περιορίζεται δραστικά ή ακόμα και ανακόπτεται, το επίπεδο του δημόσιου χρέους παραμένει εξαιρετικά υψηλό και δεν παρουσιάζει καμία απολύτως πτωτική τάση, ενώ ακόμα και η ανακοπή της εκρηκτικής πορείας του χρέους απαιτεί την πάροδο τουλάχιστον δεκαετίας.

Δεύτερον, η πρόταση των Βαρουφάκη-Holland, εφαρμοζόμενη μόνο κατά τα δύο πρώτα της σκέλη, αδυνατεί να αντιμετωπίσει ουσιαστικά και σε βάθος χρόνου το πρόβλημα, ακόμα κι αν αποτελεί μια πιο ορθολογική μέθοδο διαχείρισης του χρέους των κρατών-μελών της ευρωζώνης. Αυτό μάλιστα συμβαίνει παρά το γεγονός ότι η εφαρμογή της πρότασης συνοδεύεται και από μια αρκετά σημαντική απομείωση της καθαρής παρούσας αξίας του χρέους, η οποία περιορίζει σε μεγάλο βαθμό τις μελλοντικές δαπάνες εξυπηρέτησης του τμήματος του εθνικού χρέους το οποίο έχει μεταφερθεί στην ΕΚΤ.

Και τρίτον, ο μοναδικός τρόπος με τον οποίον μπορεί να αντιμετωπιστεί πραγματικά η ελληνική κρίση χρέους είναι η μακροχρόνια μεγέθυνση της πραγματικής οικονομίας. Στα πλαίσια των παραπάνω προσομοιώσεων, η μεγέθυνση αυτή θεωρείται ότι προκύπτει μέσα από την επιτυχή εφαρμογή και του τρίτου σκέλους της πρότασης των Βαρουφάκη-Holland και αποδεικνύεται ο κρίσιμος παράγων ο οποίος μεταβάλλει ριζικά την τροχιά του ελληνικού δημόσιου χρέους. Το ζήτημα όμως είναι μάλλον ευρύτερο. Όπως γνώριζαν εδώ και πολλές δεκαετίες πολλοί οικονομολόγοι, αλλά και πολιτικοί, η άσκηση περιοριστικής πολιτι-

κής εν μέσω συνθηκών οικονομικής ύφεσης αδυνατεί να επιτύχει τους στόχους της και απλώς παρατείνει και εντείνει την ύφεση. Το γεγονός ότι αυτό ακριβώς συμβαίνει σήμερα σε όλες σχεδόν τις περιφερειακές –και όχι μόνο– οικονομίες της Ευρώπης δείχνει ότι τα εν λόγω ιστορικά διδάγματα είτε έχουν ξεχαστεί από όλους είτε, το πιθανότερο, δεν ενδιαφέρουν πλέον κανέναν. Ακόμα και αυτό το φαινόμενο, βέβαια, δεν είναι ακριβώς καινούριο. Έχει συμβεί πάμπολλες φορές σε χώρες του τρίτου κόσμου κατά τη διάρκεια των τελευταίων τριάντα ετών, με τα ίδια πάντοτε καταστροφικά για την ανάπτυξη των χωρών αυτών αποτελέσματα. Το καινούριο φαινόμενο είναι μάλλον ότι, λόγω της δομής της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης, καθώς και λόγω της κρίσης του 2008 και των επακόλουθών της, το status πολλών ευρωπαϊκών περιφερειακών –και όχι μόνο– χωρών είναι σήμερα παραπλήσιο αυτού που κάποτε είχαν χώρες της Λατινικής Αμερικής και της Νοτιοανατολικής Ασίας.

Παράρτημα ΙΙΙ: Πηγές στατιστικών και οικονομικών στοιχείων

Τα στοιχεία για τις συνολικές δημόσιες δαπάνες, τα συνολικά κρατικά έσοδα και το ΑΕΠ της χώρας προέρχονται από τη Eurostat. Τα στοιχεία για το ύψος του δημόσιου χρέους, καθώς και για το προφίλ αποπληρωμών των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου και των δανείων από ΔΝΤ/ΕΕ, προέρχονται από τον ΟΔΔΗΧ. Στο προφίλ αποπληρωμών των παλαιών χρεών δεν περιλαμβάνονται οι λήξεις των εκδόσεων έντοκων γραμματίων του ελληνικού κράτους. Η διόρθωση των μελλοντικών δημόσιων δαπανών ώστε να αφαιρούνται οι τόκοι του παλαιού χρέους καθώς αυτό αποπληρώνεται έγινε πολλαπλασιάζοντας το συνολικό ποσό αποπληρωμών κάθε έτους με το μεσοσταθμικό επιτόκιο του 5,23%. Στη συνέχεια, το γινόμενο αυτό αφαιρείται από τις συνολικές δημόσιες δαπάνες του επόμενου έτους. Η εκτίμηση περί του ύψους του μεσοσταθμικού επιτοκίου προέρχεται από τον ΟΔΔΗΧ.

8. Εναλλακτικές προτάσεις εξόδου από την κρίση

8.1 Εισαγωγή

Σε αυτή την ενότητα καταγράφεται διεξοδικά η πρόταση της Ερευνητικής Μοναδας Οικονομικής Κρίσης για την έξοδο από την Κρίση της ευρωζώνης. Πρόκειται για μια πρόταση που συντάχθηκε από τους Γιάνη Βαρουφάκη και Stuart Holland και φέρει το όνομα «μετριοπαθής πρόταση» (Varoufakis and Holland, 2011). Ο λόγος που ονομάζεται έτσι είναι διότι, παρόλο που η βασική της παραδοχή έχει θεωρηθεί τολμηρή από πολλούς, στην ουσία δεν απαιτεί καμιά ριζική αλλαγή σε ό,τι αφορά τη δομή και τους θεσμούς της ευρωζώνης.

Η εν λόγω βασική παραδοχή είναι ότι, όσο οι ηγέτες της ευρωζώνης επιμένουν να αντιμετωπίζουν την Κρίση ως κρίση χρέους μερικών χωρών, αντί ως δομική κρίση της ευρωζώνης ολόκληρης η οποία οφείλεται στην κατάρρευση του τραπεζικού τομέα, το ευρωσύστημα είναι καταδικασμένο. Χρειάστηκε να περιμένουμε μέχρι την (τοξική) Συμφωνία της 21ης Ιουλίου 2011 που οδήγησε, από τη μία, την Ιταλία και την Ισπανία, και από την άλλη, τις γαλλογερμανικές τράπεζες στο χείλος της χρεοκοπίας, για να καταδειχθεί με αυτό τον τρόπο η συστημικότητα της Κρίσης και το ότι δεν αφορά μόνο μερικές υπερχρεωμένες χώρες.

Από τότε έχουμε μια σειρά από σχέδια τα οποία διαφέρουν μεν από τη «μετριοπαθή πρόταση», αλλά συμμερίζονται δύο βασικές παραδοχές της: πρώτον, η σημερινή «μνημονιακή» πορεία της ευρωζώνης (η πολιτική διμερών δανείων τύπου Μνημονίου-EFSF, η προσπάθεια να αγνοείται ο πτωχευμένος τραπεζικός γαλλογερμανικός τομέας και, τέλος, η αυστηρή λιτότητα) οδηγεί στην επιδείνωση της Κρίσης και φέρνει πιο κοντά το τραγικό φινάλε του ευρώ. Και, δεύτερον, για να αποφευχθεί αυτό το φινάλε, απαιτείται βαθιά χειρουργική επέμβαση στους θεσμούς της ευρωζώνης ώστε να ενισχυθούν τα σαθρά θεμέλιά της.

Στην Ενότητα 8.2 καταγράφονται μερικά από τα πιο πολυσυζητημένα σχέδια που έχουν προταθεί για την έξοδο από την Κρίση, με την έμφαση να έχει δοθεί στα πιο πρόσφατα σχέδια του δευτέρου μισού του 2011 (υποενότητες 8.2.4 έως 8.2.9). Η «μετριοπαθής πρόταση» καταγράφεται και αναλύεται στην Ενότητα 8.3. Τέλος, η Ενότητα 8.4 συζητά πιθανά ερωτήματα που θα μπορούσαν να γεννηθούν κατά την ανάγνωση της πρότασής μας.

8.2 Επιλεκτική παρουσίαση προτάσεων εξόδου από την κρίση

8.2.1 Η πρόταση Bruegel

Τον Φεβρουάριο του 2011, και ενόψει της ευρωπαϊκής Συνόδου του Μαρτίου, το βελγικό ινστιτούτο Bruegel δημοσιοποίησε την πρότασή του για την έξοδο της Ευρώπης από την οικονομική κρίση.[45]

Οι Darvas, Pisani-Ferry και Sapir προτείνουν μια στρατηγική που περιλαμβάνει τρεις άξονες: ο πρώτος αφορά την *εξυγίανση του τραπεζικού συστήματος στις χώρες της ευρωζώνης*, ο δεύτερος την *εξεύρεση μιας μεθόδου για να μειωθεί το ελληνικό δημόσιο χρέος* και ο τρίτος την *προώθηση της ανάπτυξης και της ανταγωνιστικότητας των περιφερειακών χωρών* (Ελλάδα, Ιρλανδία, Πορτογαλία, Ισπανία).

Σχετικά με τον πρώτο από τους παραπάνω άξονες, η πρόταση Bruegel υποστηρίζει την υλοποίηση αξιόπιστων και αυστηρών «τεστ αντοχής» (stress tests) ως απόλυτη προτεραιότητα για τις τράπεζες της ευρωζώνης, αναφέροντας μάλιστα ότι θα ήταν σκόπιμη και η συμμετοχή του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου για την έγκυρη διεξαγωγή αυτών των τεστ.

Σε ό,τι αφορά τη μείωση του ελληνικού δημόσιου χρέους, η έκθεση αναφέρει ότι η Ελλάδα δεν θα είναι σε θέση να ξεπληρώσει το χρέος, ακόμα και αν τα μέτρα της «ήπιας αναδιάρθρωσης» εφαρμοστούν με επιτυχία: τα μέτρα αυτά περιλαμβάνουν τη μείωση του επιτοκίου δανεισμού από την ΕΕ στο 3,5%, την επιμήκυνση της περιόδου αποπληρωμής, καθώς και την επαναγορά των ομολόγων που κατέχει η ΕΚΤ από την ευρωζώνη (EFSF). Με τις ήπιες αυτές προσαρμογές, για να καταφέρει η Ελλάδα να μειώσει το χρέος στο 60% του ΑΕΠ έως το 2034,

45. Βλ. Darvas et al. (2011a).

θα πρέπει –σύμφωνα με την έκθεση Bruegel– να έχει για τα επόμενα 20 χρόνια πρωτογενές πλεόνασμα τουλάχιστον 6% – κάτι το οποίο οι συγγραφείς θεωρούν απίθανο να επιτευχθεί. Με αυτό λοιπόν ως δεδομένο, οι Darvas, Pisani-Ferry και Sapir προτείνουν την *αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους της Ελλάδας*, και πιο συγκεκριμένα, την *περικοπή περίπου του 30%* του εμπορεύσιμου δημόσιου χρέους ώστε αυτό να γίνει «βιώσιμο» (να υπάρξει δηλαδή ρεαλιστική προοπτική αποπληρωμής του). Το ακριβές ποσοστό της μείωσης προτείνεται να αξιολογηθεί από κοινού από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

Ο τρίτος άξονας της πρότασης Bruegel αναφέρεται στην ενίσχυση της προσαρμογής και της ανάπτυξης των περιφερειακών χωρών μέσω δημοσιονομικής λιτότητας, μεταρρυθμίσεων για την αύξηση της ανταγωνιστικότητας και καλύτερης αξιοποίησης των πόρων των διαρθρωτικών ταμείων.

Ας σημειωθεί εδώ ότι το δεύτερο στάδιο της πρότασης Bruegel, που αναφέρεται στην περικοπή κατά 30% του χρέους, στηρίζεται στην υπόθεση ότι εάν το 2013 η Ελλάδα χρειαστεί νέα βοήθεια, θα υπάρξουν έντονα αρνητικές αντιδράσεις. Αυτή η υπόθεση, ωστόσο, δεν είναι κατ' ανάγκην ορθή, εφόσον η Ελλάδα εφαρμόζει το Μνημόνιο. Εξάλλου, το δημόσιο χρέος θα μπορούσε κάλλιστα να χαρακτηριστεί «βιώσιμο» και σε επίπεδο αρκετά υψηλότερο του 60% του ΑΕΠ (που αναφέρει η πρόταση Bruegel ως στόχο για το 2034), εάν υπάρχει πρωτογενές πλεόνασμα.

8.2.2 Το σχέδιο Buiter

Το «σχέδιο Buiter» συντάχθηκε στις αρχές του 2011 από τον επικεφαλής των οικονομολόγων της Citigroup Willem Buiter, και συνυπογράφεται από τους Ebrahim Rahbari, Jürgen Michels και Giada Giani.[46] Σύμφωνα με τη γνώμη των συντακτών, μια επιτυχημένη προσέγγιση για την έξοδο της ευρωζώνης από την οικονομική κρίση θα πρέπει να ικανοποιεί τα εξής τρία κριτήρια:

(α) Θα πρέπει να περιλαμβάνει έναν μηχανισμό που να θωρακίζει τις οικονομικά φερέγγυες χώρες με προβλήματα ρευστότητας ενάντια σε τυχόν αθέτηση πληρωμών εξαιτίας της περιορισμένης πρόσβασής τους στις αγορές.

46. Βλ. Buiter et al. (2011).

(β) Θα πρέπει να εδραιώσει τη φερεγγυότητα σε όλες τις χώρες της ευρωζώνης, καθώς και στις τράπεζες που θα συνεχίσουν να λειτουργούν.

(γ) Θα πρέπει να βεβαιώνει ότι ενδεχόμενες ζημίες από ατυχείς αποφάσεις και επενδύσεις δεν θα κρατικοποιούνται.

Με βάση τα παραπάνω κριτήρια, το σχέδιο Buiter περιλαμβάνει τρία σκέλη: καταρχήν, προτείνεται η *ενίσχυση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF)*, ώστε η προσωρινή οικονομική υποστήριξη των αδύναμων οικονομιών να αυξηθεί σε τουλάχιστον 2 τρισ. ευρώ από 750 περίπου δισ. ευρώ που είναι σήμερα. Το δεύτερο σκέλος αναφέρεται στην *αναδιάρθρωση του χρέους των χρεοκοπημένων / αφερέγγυων κρατών*. Τέλος, το σχέδιο Buiter προτείνει *αναδιάρθρωση του χρέους και ανακεφαλαιοποίηση των προβληματικών τραπεζών*.

Το πρώτο σκέλος της πρότασης περιλαμβάνει την άμεση καταβολή τουλάχιστον 1 δισ. ευρώ με τη συμμετοχή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, και ουσιαστικά αναφέρει τη δυνατότητα μετατροπής του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας σε τράπεζα που θα εκδίδει ομόλογα και θα έχει τα απαραίτητα κεφάλαια και τις αρμοδιότητες για να προχωρήσει σε ανακεφαλαιοποίηση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η διαφορά του σχεδίου Buiter με εκείνο των Juncker και Tremonti, οι οποίοι προτείνουν την έκδοση «ευρωομολόγων» (βλ. αμέσως παρακάτω), είναι ο ισχυρισμός των δεύτερων πως η έκδοση των ευρωομολόγων ή των ευρωδανείων θα πρέπει να έχει ένα αυστηρό ανώτατο όριο (και όχι να είναι ελεύθερη).

8.2.3 Το σχέδιο Juncker-Tremonti

Η πρόταση εξόδου από την κρίση των Jean-Claude Juncker (πρωθυπουργός και υπουργός Οικονομικών του Λουξεμβούργου) και Giulio Tremonti (υπουργός Οικονομικών της Ιταλίας) δημοσιεύτηκε στις αρχές Δεκεμβρίου του 2010 στην εφημερίδα *Financial Times* (Juncker and Tremonti, 2010). Στη δημοσίευσή τους αυτή, οι Juncker και Tremonti υποστηρίζουν ότι *η έξοδος από την κρίση μπορεί να πραγματοποιηθεί με την έκδοση ευρωομολόγων από έναν ευρωπαϊκό οργανισμό διαχείρισης χρέους* (European Debt Agency).

Πιο συγκεκριμένα, οι Juncker και Tremonti εκτιμούν ότι είναι απαραίτητη η άμεση ίδρυση αυτού του οργανισμού διαχείρισης, ο οποίος να μπορεί να εκδίδει ευρωπαϊκά ομόλογα έως το ποσό που αντιστοιχεί στο 40% του ΑΕΠ κάθε χώρας-

μέλους. Μια τέτοια κίνηση θα μπορούσε, σύμφωνα με τους Juncker και Tremonti, να οδηγήσει στη δημιουργία της πιο σημαντικής αγοράς ομολόγων στην Ευρώπη, η οποία μπορεί να αγγίξει επίπεδα ρευστότητας συγκρίσιμα με αυτα της αμερικανικής αγοράς κρατικού χρέους.

Για να συμβεί αυτό, οι Juncker και Tremonti αναφέρουν δύο επιπλέον βήματα που πρέπει να γίνουν: το πρώτο είναι η χρηματοδότηση (από τον οργανισμό διαχείρισης) έως και 50% των ομολογιακών εκδόσεων από τα κράτη-μέλη –ποσοστό το οποίο, σε ειδικές περιπτώσεις χωρών που έχουν πρόβλημα δανεισμού (όπως η Ελλάδα, η Ιρλανδία ή η Πορτογαλία), θα μπορούσε να φτάσει έως και το 100%–, ώστε να εξασφαλιστεί η ρευστότητα της αγοράς. Το δεύτερο βήμα είναι να προτείνει ο οργανισμός διαχείρισης τη μετατρεψιμότητα των εθνικών ομολόγων σε ευρωομόλογα, με ευνοϊκούς λόγους ανταλλαγής για τις χώρες με προβλήματα δανεισμού. Με τον τρόπο αυτό, οι Juncker και Tremonti εκτιμούν ότι θα αποτραπούν τα φαινόμενα κερδοσκοπίας, ενώ θα πάψει και η εξάρτηση των αδύναμων οικονομιών της Ευρώπης από τα υψηλά επιτόκια των διεθνών αγορών. Πρόκειται, σύμφωνα με τους συγγραφείς, για μια συστημική και αποφασιστική απάντηση στην ευρωπαϊκή κρίση, η οποία περνά το μήνυμα της πολιτικής αφοσίωσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην οικονομική και νομισματική ένωση.

Η απάντηση της Γερμανίας στην πρόταση αυτή των Juncker και Tremonti ήταν κατά βάση αρνητική, καθώς ο Γερμανός υπουργός Οικονομικών Wolfgang Schäuble ισχυρίστηκε ότι η έκδοση των ευρωομολόγων θα απαιτούσε θεμελιώδεις αλλαγές στις ευρωπαϊκές συνθήκες, τονίζοντας επίσης πως οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης θα πρέπει να αποφεύγουν τις λύσεις του εύκολου δανεισμού του παρελθόντος.

Η πρόταση Juncker και Tremonti στηρίζεται στο πολύ βασικό στοιχείο της δημιουργίας μιας πραγματικής νομισματικής ένωσης των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης – που δεν θα εξαντλείται στη χρήση ενός κοινού νομίσματος. Ωστόσο, η μετατροπή της οικονομικής και νομισματικής ένωσης που ουσιαστικά προτείνει μέσω της έκδοσης των ευρωομολόγων δεν είναι αρκετά δραστική, και ο λόγος γι' αυτό είναι ότι, σύμφωνα με τους συγγραφείς, τα ευρωπαϊκά ομόλογα θα εκδίδονται έως το ποσό που αντιστοιχεί στο 40% του ΑΕΠ της κάθε χώρας-μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτό σημαίνει ότι κάθε χώρα θα καλύπτει τα ευρωομόλογα με διαφορετικό ποσοστό (ανάλογα με το ΑΕΠ της) – κάτι που έρχεται σε

αντίθεση με την ιδέα μιας πλήρους οικονομικής και νομισματικής ένωσης των κρατών-μελών.

8.2.4 Η πρόταση Gros-Mayer

Στις 18 Αυγούστου 2011 δημοσιεύτηκε η πρόταση των Daniel Gros και Thomas Mayer (Gros and Mayer, 2011) με τίτλο "Refinancing the EFSF via the ECB" («Επαναχρηματοδοτώντας το EFSF μέσω της ΕΚΤ»). Η ουσία της πρότασής τους είναι απλή: το EFSF διαθέτει μόνο 440 δισ. ευρώ, τα οποία αντλεί από τις διεθνείς αγορές (από ιδιώτες) με την εγγύηση βασικά της Γερμανίας και της Γαλλίας – δηλαδή, ουσιαστικά της Γερμανίας, η οποία επ' ουδενί δεν θέλει να ακούσει για νέες εγγυήσεις προς το EFSF. Πώς λοιπόν το EFSF θα ανακεφαλαιοποιήσει τις τράπεζες και ταυτόχρονα θα «διασώσει» την Ιταλία και την Ισπανία, όταν κάτι τέτοιο απαιτεί τουλάχιστον 3 τρισ. ευρώ; Η απάντηση των Gros-Mayer: *να μετατραπεί το EFSF σε τράπεζα ώστε να μπορεί να δανείζεται* (με κάτι πάνω από 1%) από την ΕΚΤ, όπως κάνουν όλες οι τράπεζες – χρησιμοποιώντας ως εχέγγυο τα κεφάλαια τα οποία διαθέτει, να μπορεί να δανειστεί χρήμα που θα τυπώσει η ΕΚΤ, για να σηκώσει το βάρος των τραπεζών αλλά και των κρατών.

8.2.5 Η πρόταση Geithner

Στο ίδιο μήκος κύματος με την πρόταση Gros-Mayer κινείται μια πρόταση *μετατροπής του EFSF σε ασφαλιστική εταιρεία*, αντί για τράπεζα. Η βασική ιδέα προέρχεται από την άλλη μεριά του Ατλαντικού και συγκεκριμένα από τον Tim Geithner, τον Αμερικανό υπουργό Οικονομικών: σήμερα, στο τέλμα της οικονομικής κρίσης, οι επενδυτές φοβούνται να αγοράσουν ιταλικά, λόγου χάρη, ομόλογα επειδή φοβούνται ότι θα χάσουν το 30%, ας πούμε, της αξίας των ομολόγων αυτών σε περίπτωση που η Ιταλία δεν μπορεί να αποπληρώσει τα χρέη της. Το EFSF, σύμφωνα με την πρόταση αυτή, δεν θα δανείζει στην Ιταλία αλλά θα εγγυάται τις όποιες απώλειες θα έχει ο αγοραστής των ιταλικών ομολόγων. Έτσι, τα 440 δισ. ευρώ που διαθέτει, με επιπλέον εγγυήσεις χρηματοδότησης από την ΕΚΤ (σε περίπτωση μεγάλων απωλειών των ομολογιούχων), θα μπορέσουν να βοηθήσουν την Ιταλία να αντιμετωπίσει το πρόβλημα επαναχρηματοδότησης όγκου χρέους πολύ μεγαλύτερου των κονδυλίων που διαθέτει το EFSF.

8.2.6 Η πρόταση Soros

Μια πιο τεχνική λύση προτάθηκε από τον George Soros στη *Financial Times* (Soros, 2011). Όπως προτείνουμε κι εμείς στο σχέδιο που περιγράφεται στην Ενότητα 8.3, ο Soros συμφωνεί ότι *το EFSF θα πρέπει να ασχοληθεί μόνο με την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών*. Για το δημόσιο χρέος, όμως, έχει την εξής ιδέα: τη *δημιουργία ενός μηχανισμού στην ΕΚΤ που θα επιτρέπει στις χώρες-μέλη να εκδίδουν ομόλογα πολύ μικρής διάρκειας, με χαμηλά επιτόκια, τα οποία θα επιδοτεί η ΕΚΤ* έως ότου η ευρωζώνη καταφέρει να αναθεωρήσει τη Συνθήκη της Λισαβόνας και να μετατραπεί σε ομοσπονδία, δημιουργώντας ομόσπονδο υπουργείο Οικονομικών και, βέβαια, δρομολογώντας το *ευρωομόλογο* που θα εγγυώνται όλες οι χώρες από κοινού.

8.2.7 Η πρόταση του Euronomics Group

Μια από τις πιο ενδιαφέρουσες προτάσεις των τελευταίων μηνών ήταν εκείνη του Euronomics Group (Brunnermeier et al., 2011) το οποίο διατυπώνει με περίπλοκο τρόπο μια απλή πρόταση: τη *δημιουργία νέων δομημένων ομολόγων (CDO) χρησιμοποιώντας ως πρώτη ύλη τα ομόλογα των κρατών της ευρωζώνης*, αυτά που σήμερα εκδίδει το EFSF για να χρηματοδοτεί τις πτωχευμένες χώρες, καθώς και *νέα δάνεια ιδιωτών* που θέλουν να συμμετέχουν στη δημιουργία μιας νέας σειράς δομημένων (δηλαδή τοξικών) ομολόγων, σε συνεργασία αυτήν τη φορά με την ευρωζώνη και την ΕΚΤ. Κινητήρια δύναμη αυτής της νέας αγοράς δομημένων θα είναι, σύμφωνα με τους συγγραφείς της πρότασης πάντα, η απόφαση της ΕΚΤ να αποδέχεται τα δομημένα ομόλογα ως εχέγγυα από όποιον της τα παρουσιάζει για να της ζητήσει δάνειο (συμπεριλαμβανομένων, βεβαίως, των υπό πτώχευση τραπεζών και κρατών-μελών).

Τα παραπάνω σημαίνουν ότι, όπως η Lehman Brothers έπαιρνε τα χρέη των φτωχών Αμερικανών, τα τεμάχιζε και τα συνέρραπτε ξανά δομώντας έτσι τοξικά παράγωγα, το ίδιο μας λένε ότι πρέπει να κάνει και η ευρωζώνη, χτίζοντας μια νέα γιγάντια τοξική πυραμίδα στις πλάτες της ΕΚΤ με σκοπό να... λύσει το πρόβλημα της κρίσης του ευρώ. Και δεν είναι μόνο ότι προτείνουν τη δημιουργία δομημένων CDO. Ακόμα χειρότερα, αν δεχτούμε την άποψη ότι το EFSF είναι από μόνο του δομημένο ως ένα CDO (Varoufakis, 2011b), τότε το Euronomics Group προτείνει ουσιαστικά στην ευρωζώνη και στην ΕΚΤ να δομήσουν ένα CDO πάνω σε ένα άλλο CDO.

8.2.8 Οι απόψεις των φεντεραλιστών

Μέσα στον πανικό, λογικό ήταν να υψωθούν και οι φωνές εκείνων οι οποίοι κρίνουν πως η μόνη λύση, η μοναδική κίνηση που μπορεί να αποτρέψει την κατάρρευση του ευρώ, είναι η *ομοσπονδοποίηση της ευρωζώνης*. Για παράδειγμα, ο Guy Verhofstadt, ο οποίος μάλιστα έχει προσυπογράψει και τη «μετριοπαθή πρόταση», σε άρθρο του στη *Financial Times* (Verhofstadt, 2011) δηλώνει πως έχει μεγάλη σημασία να δοθεί στους Ευρωπαίους πολίτες μια ελπίδα – μια νέα κατευθυντήρια γραμμή που να οδηγεί στην ομοσπονδία το γρηγορότερο δυνατόν. Αυτό που τον ενδιαφέρει πάνω απ' όλα είναι να ταχθούν οι ηγέτες του σκληρού πυρήνα, έστω και στα λόγια, υπέρ της ομοσπονδίας, για να αποκτήσει εν μέσω κρίσης η ευρωζώνη, επιτέλους, ένα όραμα. Δεν εξηγεί τι θα γίνει στο μεσοδιάστημα, που μπορεί να διαρκέσει δεκαετίες, έως ότου ολοκληρωθεί η όποια ομοσπονδοποίηση. Αυτό το κενό ήρθε να καλύψει ο George Soros με τη μεσοπρόθεσμη τεχνική λύση που ήδη παρουσιάστηκε πιο πάνω (Soros, 2011).

8.2.9 Το σχέδιο EURECA

Στα τέλη Σεπτεμβρίου 2011, η εταιρεία συμβούλων Roland Berger δημοσίευσε το «σχέδιο EURECA», το οποίο, σύμφωνα με τους εμπνευστές του, αποτελεί μια πρόταση λύσης για την Ελλάδα και την Ευρώπη (Roland Berger Strategy Consultants, 2011). Το σχέδιο EURECA προκάλεσε αρχικά αρκετό ενδιαφέρον, το οποίο όμως σύντομα έσβησε καθώς μια σειρά από ερευνητές επεσήμαναν τις ανυπέρβλητες αδυναμίες της συγκεκριμένης πρότασης.

Το σχέδιο EURECA προτείνει την *εκχώρηση των περιουσιακών στοιχείων του ελληνικού δημοσίου σε εταιρεία που θα ελέγχεται από ευρωπαϊκό οργανισμό*. Στα περιουσιακά αυτά στοιχεία (αξίας 125 δισ. ευρώ) περιλαμβάνονται λιμάνια, αεροδρόμια, τράπεζες, ακίνητα κλπ., ενώ η ολοκλήρωση της διαδικασίας ιδιωτικοποίησης τοποθετείται στο 2025. Αυτά τα 125 δισ. ευρώ θα μειώσουν το ελληνικό χρέος στο 88% του ΑΕΠ, και η Ελλάδα εκτιμάται ότι θα ξαναβγεί στις αγορές και θα πάψει να πλήττεται από κερδοσκόπους.

Το σχέδιο EURECA έχει αμφισβητηθεί έντονα τόσο για την αποτελεσματικότητά του όσο και για τη λογική του (για παράδειγμα, Durden, 2011). Δεν προκαλεί, ωστόσο, έκπληξη ότι έχει και υποστηρικτές, καθώς πίσω από την επεξεργασία του σχεδίου βρίσκονται στενοί συνεργάτες της Γερμανίδας καγκελάριου Merkel.

8.3 Η «μετριοπαθής πρόταση»

Στην Ενότητα 8.3 καταγράφεται η πρόταση της Ερευνητικής Μοναδας Οικονομικής Κρίσης για την έξοδο από την Κρίση. Εμπνευστές της πρότασης είναι ο Γιάνης Βαρουφάκης και ο Stuart Holland (Varoufakis and Holland, 2011). Περιληπτικά, οι κεντρικοί άξονες της «μετριοπαθούς πρότασης» είναι οι εξής:

(α) *Το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) να μετατραπεί σε πανευρωπαϊκό οργανισμό επιτήρησης και ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών* (αντί να δανείζει τα πτωχευμένα κράτη), καταργώντας το ξεπερασμένο καθεστώς εθνικής εποπτείας των τραπεζών και επιβάλλοντας στους τραπεζίτες αυτό που οι κυβερνήσεις μας δεν μπορούν ή δεν θέλουν να κάνουν: να τους επιβάλουν, δηλαδή, να δεχθούν την ανακεφαλαιοποίηση που είναι προαπαιτούμενο ώστε οι τράπεζες να πάψουν να είναι νεκροζώντανες.

(β) *Η ΕΚΤ να αναλάβει την αποπληρωμή του επιτρεπόμενου κατά Μάαστριχτ μέρους του χρέους όλων των κρατών-μελών* (με παράλληλη έκδοση ευρωομολόγων, τα οποία θα αποπληρώνουν σε βάθος χρόνου και με χαμηλό επιτόκιο τα κράτη-μέλη).

(γ) *Η ενεργοποίηση της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων*, στο πλαίσιο ενός νέου New Deal για την Ευρώπη, μέσω της δυνατότητας να καλύπτεται το ποσοστό της εθνικής χρηματοδότησης από επιπλέον εκδόσεις ευρωομολόγων (τα οποία τα κράτη-μέλη, και πάλι, θα αποπληρώνουν σε βάθος χρόνου).

8.3.1 Εισαγωγή στη λογική της «μετριοπαθούς πρότασης»

Στην προσπάθειά τους να εξευμενίσουν τους οίκους αξιολόγησης, οι κυβερνήσεις της ευρωζώνης υπονομεύουν την αξιοπιστία της Ευρώπης στα μάτια των ψηφοφόρων, των αγορών και των ίδιων των οίκων αξιολόγησης. Αντί να περιορίσουν αυτό που είχε ήδη αναγνωριστεί ως δημοκρατικό έλλειμμα, το κάνουν βαθύτερο και επιβαρύνουν τη δυσχερή κατάσταση που αντιμετωπίζει η ευρωζώνη. Πρόθυμοι να εξυπηρετήσουν τις αγορές, οι ηγέτες της Ευρώπης αγνοούν τις δεσμεύσεις των Συνθηκών για οικονομική και κοινωνική ενότητα, και τις υπονομεύουν με μια σειρά από αποφάσεις (ή με την απουσία αποφάσεων) οι οποίες προσθέτουν στην ήδη σφοδρή οικονομική κρίση μια μείζονα κρίση νομι-

μοποίησης. Έτσι, δεν κινδυνεύει μόνο η οικονομία της ΕΕ, αλλά και η ευρωπαϊκή δημοκρατία.

Δεν έχουν φανεί όλες οι κυβερνήσεις ή οι υπουργοί το ίδιο υποχωρητικοί. Έχουν διατυπωθεί αρκετές προτάσεις για νέους θεσμούς αναφορικά με τη διακυβέρνηση της Ευρώπης. Εντάσσονται σε δύο κατηγορίες: στην πρώτη βρίσκονται οι προτάσεις που απαιτούν εντονότερο ομοσπονδιακό χαρακτήρα, με επίκεντρο τις κοινές δημοσιονομικές πολιτικές. Τέτοιες προτάσεις απορρίπτονται στη βάση μιας ομόθυμης άποψης σύμφωνα με την οποία ο φεντεραλισμός είναι είτε ουτοπικός είτε ανεπιθύμητος. Επίσης, υπάρχει και η δεύτερη κατηγορία προτάσεων, που κινούνται στο ίδιο κλίμα με αυτή που προτείνουμε εδώ (με εξέχον παράδειγμα την πρόταση των Jean-Claude Juncker και Giulio Tremonti που αναφέρθηκε στην υποενότητα 8.2.3) και έχουν κρατηθεί εκτός της επίσημης ημερήσιας διάταξης. Εντωμεταξύ, το μείγμα των πολιτικών που έχουν υιοθετηθεί με στόχο την καταπολέμηση της κρίσης περιλαμβάνει νέα ακριβά δάνεια (σε ήδη υπερχρεωμένα κράτη-μέλη), περισσότερη λιτότητα (η οποία εγγυάται τη μείωση του εθνικού εισοδήματος) και, πιθανότατα, την προοπτική ορισμένων επαναγορών χρέους.

Μέσα στην πολυπλοκότητα της παρούσας κατάστασης, ένα πράγμα είναι ολοφάνερο: ο συνδυασμός των υιοθετούμενων πολιτικών που βασίζεται στο τρίπτυχο δάνεια, λιτότητα και επαναγορά χρέους αποτυγχάνει, τόσο από οικονομική όσο και από πολιτική άποψη. Στις 14 Μαρτίου, και κατόπιν στις 25 Μαρτίου 2011, η ηγεσία της ΕΕ απέτυχε πάλι να συμφωνήσει πώς θα αυξηθεί η χρηματοδότηση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) και μετέθεσε τη λήψη αποφάσεων (λαμβάνοντας υπόψη και την πτώση των κυβερνήσεων σε Πορτογαλία και Ιρλανδία) στον Ιούνιο. Οι χώρες που παρουσιάζουν πλεόνασμα (Γερμανία, Φινλανδία, Αυστρία και Ολλανδία) αντιτίθενται στον άνευ ορίων δανεισμό στη δημοσιονομικά προβληματική περιφέρεια. Η Γερμανία και η Φινλανδία αντιστέκονται στις δημοσιονομικές μεταβιβάσεις που ορίζονται από το EFSF και, μετά το 2013, από έναν Μηχανισμό Ευρωπαϊκής Σταθερότητας.

Η βασική άποψη που εκφράζεται εδώ είναι ότι τίποτα από αυτά δεν είναι απαραίτητο. Όπως θα ισχυριστούμε παρακάτω, η κρίση του ευρώ μπορεί να ξεπεραστεί χωρίς καθόλου δημοσιονομικές μεταβιβάσεις, χωρίς να χρηματοδοτούν οι φορολογούμενοι την εξαγορά ομολόγων και χωρίς να γίνουν αλλαγές στις υπάρχουσες Συμφωνίες. Αυτό που χρειάζεται η Ευρώπη σήμερα είναι:

- Η δέσμευση να σταθεροποιήσει την τρέχουσα κρίση χρέους μεταβιβάζοντας ένα ποσοστό του εθνικού χρέους των κρατών στην Ευρώπη, η οποία δεν έχει σχεδόν καθόλου χρέος (λιγότερο από 1% του ΑΕΠ, ενώ έως τον Μάιο του 2010 δεν είχε καθόλου).
- Να εκδώσει η ΕΚΤ ευρωομόλογα για αυτό το χρέος – κάτι που θα δημιουργούσε μια πολύ ρευστή αγορά για ευρωπαϊκούς τίτλους και θα προσέλκυε κεφάλαιο από τις κεντρικές τράπεζες των πλεονασματικών κρατών και από κρατικά επενδυτικά ταμεία. Αυτή η νέα και εξαιρετικά ρευστή αγορά για ευρωομόλογα θα οδηγήσει στη μείωση των διακυμάνσεων στα άλλα ομόλογα των κρατών-μελών, ενώ θα προσελκύσει χρηματοδότηση προς το «κέντρο», με την οποία θα είναι δυνατή η συγχρηματοδότηση της ανάκαμψης, ώστε η τρέχουσα αδυναμία της ευρωζώνης να γίνει μείζον πλεονέκτημά της.
- Να χρησιμοποιήσει αυτή την εισροή κεφαλαίου σε συνδυασμό με τα κεφάλαια της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕ) (από τις εκδόσεις των δικών της ομολόγων) για να χρηματοδοτήσει το ευρωπαϊκό πρόγραμμα οικονομικής ανάκαμψης για το οποίο η ΕΕ έχει δεσμευτεί από το 2008, αλλά το οποίο είναι προς το παρόν ανενεργό λόγω των αντιπληθωριστικών πολιτικών που ενέχουν τον κίνδυνο μιας διπλής ύφεσης (ύφεση «double dip») όχι μόνο στην Ευρώπη, αλλά και στις Ηνωμένες Πολιτείες.
- Να επιτύχει την ανάκαμψη της οικονομίας στηριζόμενη στο ευρωομόλογο (τοποθετώντας την πλεονάζουσα αποταμίευση σε επενδύσεις, και όχι τυπώνοντας χρήμα), ακολουθώντας το προηγούμενο της αμερικανικής «Νέας Συμφωνίας» (New Deal): μια αξιοσημείωτη προσπάθεια της κυβέρνησης Roosevelt που αποσκοπούσε στο να δημιουργηθεί εκ νέου εμπιστοσύνη στην ικανότητα των κυβερνήσεων να διαχειριστούν τις περιόδους κρίσης (και όχι να είναι συνεχώς τα θύματα ενός φαύλου κύκλου κατά τον οποίο ούτε οι αγορές ούτε οι κυβερνήσεις μπορούν να έχουν το πάνω χέρι).
- Να συνεισφέρει, ως αποτέλεσμα των παραπάνω, σε μια ισορροπημένη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας (κάτι που αποτελεί και μια από τις βασικές φιλοδοξίες των G20), ανακυκλώνοντας τα πλεονάσματα παγκοσμίως σε παραγωγικές, κοινωνικά χρήσιμες και περιβαλλοντικά βιώσιμες επενδύσεις.

Το κλειδί για να πραγματοποιηθούν τα παραπάνω δεν είναι οι δημοσιονο-

μικές μεταβιβάσεις, αλλά η *μεταβίβαση μεριδίων*: η μεταφορά ενός ποσοστού του εθνικού χρέους και του δανεισμού σε ευρωομόλογα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Ο ένας εκ των συγγραφέων της «μετριοπαθούς πρότασης» είχε συστήσει τη δημιουργία ενός νέου θεσμού που να μπορεί να εκδίδει τέτοια ευρωομόλογα σε επιστολή του στον Jacques Delors το 1993. Πιο πρόσφατα, το Ινστιτούτο Breugel έκανε το ίδιο. Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων έχει αρνηθεί να εκδώσει τα ομόλογα, απόφαση συνετή, αφού υπάρχει διαφορά ανάμεσα στα ομόλογα ως εργαλεία για τη σταθεροποίηση του χρέους και στα ομόλογα ως επένδυση για την ανάκαμψη της οικονομίας.

Ωστόσο, το μέγεθος της τρέχουσας κρίσης χρέους είναι τέτοιο που δεν χρειαζόμαστε έναν καινούριο μόνιμο θεσμό (όπως ο Μηχανισμός Ευρωπαϊκής Σταθερότητας, ESM, που θα ενεργοποιηθεί το 2013), ούτε έναν προσωρινό θεσμό όπως το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), αλλά έναν θεσμό αρκούντως αναγνωρισμένο ώστε να αξιώνει το σεβασμό των κεφαλαιαγορών (συμπεριλαμβανομένων των αγορών για ομόλογα παγκοσμίως) και να αποτρέπει τη βραχυπρόθεσμη κερδοσκοπία.

Αν μια τέτοια *μεταβίβαση μεριδίων* του χρέους έφτανε στο 60% του ΑΕΠ (όπως προτείνει η Πολιτική 1 πιο κάτω), θα περιόριζε τον κίνδυνο αδυναμίας πληρωμής για τα πιο χρεωμένα κράτη-μέλη, μειώνοντας το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους, και θα σηματοδοτούσε στις αγορές ομολόγων ότι οι κυβερνήσεις αντιδρούν δυναμικά στην κρίση και δεν είναι θύματα των οίκων αξιολόγησης (που κανείς δεν τους έχει εκλέξει).

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η *μεταβίβαση μεριδίων* δεν συνιστά παραγραφή του χρέους. Τα κράτη-μέλη των οποίων τα ομόλογα θα μεταφέρονται στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θα είναι υπεύθυνα για την πληρωμή των αντίστοιχων τόκων, αλλά τα επιτόκια θα ήταν πολύ χαμηλότερα. Αυτό θα ενδυνάμωνε μάλλον παρά θα υπονόμευε το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (SGP).

Προς το παρόν, το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης έχει μειωμένη αξιοπιστία, όχι μόνο διότι η Γαλλία και η Γερμανία το αποδυνάμωσαν το 2005, αλλά επειδή η μακροοικονομική ανάλυση της μείωσης χρέους δεν επαληθεύεται. Όταν οι οίκοι αξιολόγησης υποβαθμίζουν σταδιακά τα κράτη-μέλη και προκαλούν την αναχρηματοδότηση των δανείων με επιτόκια από 7% έως 10%, η κατάσταση όχι μόνο δεν είναι διαχειρίσιμη, αλλά οδηγεί τις χώρες στο χείλος της στάσης πληρωμών.

Η *μεταβίβαση μεριδίων*, αντιθέτως, θα εξασφάλιζε ότι το χρέος που θα απέμενε για τα περισσότερα κράτη-μέλη (με την εξαίρεση της Ελλάδας, που αποτελεί ειδική περίπτωση) θα ήταν μέσα στα εθνικά όρια που θέτει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (κάτω δηλαδή από το 60% του ΑΕΠ). Για χώρες όπως η Ελλάδα, το εναπομένον χρέος θα ήταν μεγαλύτερο, αλλά κατά 27% για την επόμενη χρονιά, αντί για 87%. (Οι Πολιτικές 1 και 2 της παρούσας πρότασης αναφέρονται σε αυτό πιο λεπτομερώς.)

Ωστόσο, η σταθεροποίηση του χρέους και μόνο δεν μπορεί να δώσει την πλήρη απάντηση στην πολιτική κρίση της Ευρώπης. Η ευρωζώνη χρειάζεται να ανανεώσει τη δέσμευση που ανέλαβε το 2008 για ένα Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Οικονομικής Ανάκαμψης, παίρνοντας μαθήματα από το New Deal του Roosevelt, η επιτυχία του οποίου έδωσε στον Truman την αυτοπεποίθηση να χρηματοδοτήσει το σχέδιο Marshall. Ένας από τους κύριους δικαιούχους του σχεδίου αυτού ήταν η Γερμανία, η οποία ευνοήθηκε τόσο από την αναδιάρθρωση του χρέους της όσο και από την παροχή χρηματοδοτήσεων (και όχι από δάνεια με υψηλά επιτόκια).

Αξίζει να υπενθυμίσουμε ότι η λύση που έδωσε το New Deal δεν ήταν η μείωση των επενδύσεων ούτε η αύξηση των φόρων, αλλά ο δανεισμός για επενδύσεις μέσω ομολόγων του δημοσίου των ΗΠΑ. Αυτά τα ομόλογα δεν σχετίζονται με το χρέος συγκεκριμένων πολιτειών των ΗΠΑ όπως η Καλιφόρνια ή το Ντέλαγουερ. Κατά αντιστοιχία, ούτε τα ευρωομόλογα (τα οποία μπορούν να συμβαδίζουν με αυτά που εκδίδει για δικό της λογαριασμό η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων – βλ. Πολιτική 3) χρειάζεται να βασιστούν στο χρέος των κρατών-μελών της ΕΕ.

Οι εκδόσεις ευρωομολόγων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας δεν συνεπάγονται δημοσιονομικές μεταβιβάσεις, *ούτε εξαγορά εθνικού χρέους, ούτε εθνικές εγγυήσεις*. Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, ήδη διπλάσια σε μέγεθος από την Παγκόσμια Τράπεζα, εκδίδει ομόλογα εδώ και πενήντα χρόνια δίχως τέτοιες εγγυήσεις. Επιπλέον, ευρωομόλογα από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θα προσέλκυαν πλεονάσματα από τις κεντρικές τράπεζες των αναδυόμενων οικονομιών και από κρατικά επενδυτικά ταμεία πρόθυμα να επιτύχουν ένα ευρύτερο και ασφαλέστερο σύστημα διεθνούς αποθεματικού νομίσματος.

Τόσο οι ΗΠΑ όσο και οι οικονομίες με εμπορικό πλεόνασμα (η Κίνα κυρίως) θα είχαν οφέλη αν αυτό περιλαμβανόταν σε ένα Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Ανάκαμψης. Αντίθετα, η συρρίκνωση της ευρωπαϊκής οικονομίας (ως αποτέλεσμα της

σταθεροποίησης του χρέους χωρίς ένα τέτοιο πρόγραμμα) θα μείωνε τις εξαγωγές τους, κάτι που θα ενείχε και τον κίνδυνο μιας διεθνούς διπλής ύφεσης.

Η πρόταση, επομένως, που καταγράφεται εδώ είναι ριζική αλλά και μετριοπαθής, μια και δεν χρειάζεται νέους θεσμούς. Αρκετοί σχολιαστές έχουν ισχυριστεί ότι μια νομισματική ένωση δίχως κοινή δημοσιονομική πολιτική είναι καταδικασμένη να αποτύχει. Αλλά η έκδοση ευρωπαϊκών ομολόγων για μια ευρωπαϊκή «Νέα Συμφωνία» δεν θα χρειαζόταν κάτι αντίστοιχο με το Δημόσιο Ταμείο των ΗΠΑ, δεν θα χρειαζόταν κοινές δημοσιονομικές πολιτικές, ούτε χρηματοδότηση από τους Γερμανούς ή άλλους φορολογούμενους, ούτε κάποια τροποποίηση στους όρους λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ούτε μια νέα ευρωπαϊκή οικονομική κυβέρνηση.

Το θεσμικό πλαίσιο υπάρχει ήδη. Από την εποχή του Μάαστριχτ, και σύμφωνα με όσα προβλέπουν οι ισχύουσες Συνθήκες, οι αρχηγοί των κρατών στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο έχουν τη δυνατότητα να χαράξουν «ευρείες οικονομικές κατευθυντήριες γραμμές» για «γενικές οικονομικές πολιτικές», τις οποίες η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι υποχρεωμένη όχι μόνο να «λάβει υπόψη» ή να «σεβαστεί», αλλά να «υποστηρίξει». Αυτές οι συγκεκριμένες λέξεις μάλιστα έχουν παρθεί απευθείας από το καταστατικό της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας της Γερμανίας, της Bundesbank. Το Άρθρο 282 της Συνθήκης της Λισαβόνας απλοποίησε περαιτέρω τις παραπάνω εκφράσεις, αναφέροντας: «Ο βασικός στόχος του Ευρωπαϊκού Συστήματος των Κεντρικών Τραπεζών (και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας) θα είναι να διατηρεί τη σταθερότητα των τιμών», αλλά και «με την επιφύλαξη του στόχου αυτού, θα πρέπει να υποστηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές της Ένωσης ώστε να συνεισφέρει στην επίτευξη των στόχων της τελευταίας».

Κάποιες οικονομίες της Ευρώπης, όπως και άλλες ανά τον κόσμο, αντιμετωπίζουν αυτή τη στιγμή πληθωριστικές πιέσεις. Αλλά αυτές οι πιέσεις δεν οφείλονται σε υπερβάλλουσα ζήτηση. Προκαλούνται από την αύξηση των τιμών σε αγαθά και τρόφιμα λόγω της μεγάλης ανάπτυξης των αναδυόμενων οικονομιών, από διαρθρωτικούς παράγοντες, καθώς επίσης και από φαινόμενα κερδοσκοπίας. Ειδικά αυτά τα φαινόμενα κερδοσκοπίας θα πρέπει να αντιμετωπιστούν, όπως έχει αναγνωρίσει και ο Nicolas Sarkozy. Οπωσδήποτε, θα πρέπει να διατεθούν περισσότερα τρόφιμα για κατανάλωση παρά για μετατροπή σε βιοκαύσιμα. Ωστόσο, τίποτα από αυτά δεν θα διορθωθεί αν έχουμε περισσότερη λιτότητα

στην Ευρώπη, ενώ, αντίθετα, αν είχαμε ένα Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Ανάκαμψης, περισσότερες επιχειρήσεις θα μπορούσαν να εξασφαλίσουν διαρκείς ταμειακές ροές από έσοδα (και όχι από την αύξηση των τιμών για να καλυφθούν οι μικρότερες ταμειακές ροές λόγω της ύφεσης).

Για να προλάβουμε τους ισχυρισμούς ότι θα χρειαστεί νέο καταστατικό για την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, θα είμαστε σαφείς: δεν χρειάζεται! Από το 1997, και με την πρωτοβουλία του τότε πρωθυπουργού της Πορτογαλίας (ο οποίος ακολούθησε τη σύσταση που του είχε κάνει ο ένας εκ των συγγραφέων), η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων έλαβε ένα «κονδύλι ενότητας και σύγκλισης» από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο για να επενδύσει στην υγεία, την εκπαίδευση, την αναβάθμιση των πόλεων, τις τεχνολογίες στον τομέα του περιβάλλοντος, καθώς και σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις.

Από τότε, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων έχει τετραπλασιάσει το ύψος των χορηγηθέντων δανείων σε περισσότερα από 80 δισ. ευρώ, ποσό που αντιστοιχεί στα δύο τρίτα των «ιδίων πόρων» της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, και θα μπορούσε να το τετραπλασιάσει ξανά έως το 2020, κάνοντας το Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Ανάκαμψης πραγματικότητα. Με αυτή την έννοια, μια «Νέα Συμφωνία» για τη σημερινή Ευρώπη είναι πολύ πιο εφικτή απ' ό,τι πιστεύουν οι ηγέτες της Ευρώπης.

Επομένως, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων ως ο επενδυτικός βραχίονας ενός Ευρωπαϊκού Προγράμματος Ανάκαμψης έχει ήδη μακροοικονομικές προοπτικές. Αυτό ισχύει ακόμα περισσότερο όταν λαμβάνονται υπόψη οι *πολλαπλασιαστές επενδύσεων*. Όπως θα δείξουμε αργότερα, αυτοί οι πολλαπλασιαστές μπορούν να φτάσουν ακόμα και το 3 (δηλαδή, κάθε ευρώ που επενδύεται προσθέτει 3 επιπλέον ευρώ στο ΑΕΠ). Έτσι, εάν στις ευρωπαϊκές επενδύσεις προσθέτουμε ένα τοις εκατό του ΑΕΠ από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, οδηγούμαστε στον τριπλασιασμό του ΑΕΠ χάρη στην ανόρθωση της οικονομίας μέσω των επενδύσεων. Από εδώ θα προέλθουν κι άλλες επενδύσεις, και ο ιδιωτικός τομέας επιβιώνει και δεν αφαιμάσσεται.

Τέλος, η μακροοικονομική ανάκαμψη που προδιαγράφεται εδώ, και για την οποία η ΕΕ έχει δεσμευτεί από το 2008, δεν χρειάζεται να ελέγχεται και να εποπτεύεται ούτε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ούτε από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Τα κριτήρια έχουν ήδη διευκρινιστεί με τις αποφάσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου το 1997. Ούτε θα χρειαστεί να τεθεί το ερώτημα από πού θα προέλ-

θει η ζήτηση. Η φύση της παρούσας κρίσης συνίσταται ακριβώς στη συνύπαρξη ανεπαρκούς ενεργής ζήτησης (κάτι που προκαλεί χαμηλή ανάπτυξη) με υπέρογκη λανθάνουσα ζήτηση για επενδύσεις, ειδικά σε εκείνους τους κοινωνικούς και περιβαλλοντικούς τομείς που έχουν ανατεθεί στην Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων από το 1997.

8.3.2 Η φύση της κρίσης

Κάθε αντίδραση της ευρωζώνης στην κρίση του δημόσιου χρέους χαρακτηρίζεται, σταθερά, από ανεπάρκεια. Εδώ περιλαμβάνονται τόσο το κοινό εγχείρημα της ΕΕ και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) να «σώσουν» τον Μάιο του 2010 την Ελλάδα, όσο και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF), το οποίο επρόκειτο να υποστηρίξει τα υπόλοιπα κράτη-μέλη με δημοσιονομικό πρόβλημα (την Ιρλανδία, την Πορτογαλία και την Ισπανία). Πιο πρόσφατα, οι Ευρωπαίοι ηγέτες ανακοίνωσαν την προσωρινή τους συμφωνία να δημιουργήσουν έναν σταθερό μηχανισμό που θα αντικαταστήσει το EFSF, καθώς και να εφαρμόσουν μια σειρά από μέτρα με στόχο να σταθεροποιήσουν την κρίση. Ωστόσο, η κρίση έγινε ακόμα εντονότερη.

Αυτό οφείλεται στο ότι η κρίση είναι συστημική και πολυδιάστατη, αφού περιλαμβάνει:

- την κρίση δημόσιου χρέους
- την κρίση στον τραπεζικό τομέα και
- την κρίση λόγω του μικρού όγκου των επενδύσεων.

Ο λόγος που οι τρέχουσες πολιτικές της ΕΕ αποτυγχάνουν σε χρηματοοικονομικό και πολιτικό επίπεδο είναι διότι προσπαθούν να αντιμετωπίσουν μόνο μία από τις τρεις εκφάνσεις της κρίσης –την κρίση δημόσιου χρέους– ενώ υποτιμούν την κρίση στον τραπεζικό τομέα και οξύνουν την ανεργία και την ύφεση σε όλες τις οικονομίες της ευρωζώνης εκτός από τις πιο ισχυρές.

Η αποκλειστική έμφαση στο δημόσιο χρέος είναι αντιπαραγωγική. Αντί να μειώνει το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στα πληγέντα κράτη-μέλη, το κάνει χειρότερο. Τα χρέη των κρατών-μελών αντιμετωπίζονται ως εξής:

- με τεράστια, πανάκριβα δάνεια που ουσιαστικά δεν πρόκειται να αποπληρωθούν·
- με τη δημιουργία νέων θεσμών χωρίς αξιοπιστία στις κεφαλαιαγορές, αν μη

τι άλλο αφού οι κυβερνήσεις δεν έχουν ακόμα καταφέρει να συμφωνήσουν για τα κριτήριά τους (για παράδειγμα, το EFSF)·

- με τις αρνητικές επιπτώσεις που προκαλεί η συγκέντρωση κεφαλαίων προς δανεισμό χρησιμοποιώντας τοξικά χρηματοδοτικά μέσα, τα οποία οδηγούν σε μια δυναμική διαδικασία που αυξάνει την πιθανότητα εμφάνισης φαινομένων αθέτησης πληρωμών (κάτι που αυξάνει την πιθανότητα περαιτέρω εξάπλωσης της κρίσης στην ευρωζώνη), και
- με υπερβολικά μέτρα λιτότητας που μειώνουν την απασχόληση, το εισόδημα και τα έσοδα των κρατών-μελών που επιβαρύνονται με αυτά τα νέα δάνεια.

Αλλά το άμεσο αποτέλεσμα είναι η επιδείνωση των άλλων δύο κρίσεων: της κρίσης του τραπεζικού τομέα και της ανεπάρκειας επενδύσεων.

Οι ευρωπαϊκές ιδιωτικές τράπεζες είναι υπερβολικά φορτωμένες με άχρηστους περιουσιακούς τίτλους (ιδιωτικούς και δημόσιους). Πρόκειται για μαύρες τρύπες, στις οποίες η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα διοχετεύει τεράστια ποσά ρευστών διαθεσίμων που περιστασιακά μόνο καταλήγουν να δίνονται με το σταγονόμετρο ως επιπλέον δάνεια σε επιχειρήσεις, αφού οι τράπεζες χρησιμοποιούν τα χρήματα για να την ανακεφαλαιοποίησή τους δίχως να παραγράφουν το χρέος που συνεχίζει να είναι τοξικό.

Εντωμεταξύ, οι πολιτικές της ΕΕ για την καταπολέμηση της κρίσης του δημόσιου χρέους –καθώς στηρίζονται ως επί το πλείστον σε μέτρα λιτότητας (ως προϋπόθεση για τα νέα δάνεια), συμπεριλαμβανομένου του στόχου του υποδιπλασιασμού των δημοσιονομικών ελλειμμάτων έως το 2013– περιορίζουν ακόμα περισσότερο την οικονομική δραστηριότητα και φουσκώνουν τις προσδοκίες για μελλοντικές αθετήσεις πληρωμών.

Ο μηχανισμός που έχει σχεδιαστεί για να συγκεντρώσει χρηματοδότηση για την Ιρλανδία και την Ελλάδα (και τώρα και για την Πορτογαλία) όχι μόνο δεν εξασφαλίζει ότι θα αποφευχθεί μια αθέτηση πληρωμών, αλλά αυξάνει τον κίνδυνο να γίνει το ίδιο σε άλλα κράτη-μέλη όπως η Πορτογαλία. Έτσι, η κρίση αντί να καταπολεμάται, αυτοτροφοδοτείται.

Το πρόβλημα με τα δάνεια και με τα σχέδια επαναγοράς ομολόγων είναι ότι δεν κάνουν τίποτα για να χειριστούν είτε (α) την κρίση του τραπεζικού τομέα ή

(β) την κρίση λόγω του ανεπαρκούς όγκου των επενδύσεων, και (γ) έχουν αμελητέα αποτελέσματα για την αντιμετώπιση της κρίσης του χρέους.

Προτείνουμε, συνεπώς, τέσσερις βασικές αρχές για μια πιο *Εμπεριστατωμένη Λύση*.

Αρχή 1: Η τριπλή κρίση (χρέους, τραπεζικού τομέα και επενδύσεων) πρέπει να αντιμετωπιστεί συγχρόνως. Η σταθεροποίηση του εθνικού χρέους πρέπει να συνδυαστεί με μια αναδιάρθρωση των τραπεζών. Η ύφεση των εθνικών οικονομιών πρέπει να αντιμετωπιστεί μέσω της υλοποίησης της επίσημης δέσμευσης της ΕΕ να δημιουργηθεί Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Ανάκαμψης και της πιστής εφαρμογής των δεσμεύσεων του Συμφώνου για οικονομική και κοινωνική ενότητα. Τόσο η οικονομική όσο και η κοινωνική ενότητα υπονομεύονται από μια στρατηγική που εστιάζει μονάχα στο εθνικό χρέος και στη μείωση του ελλείμματος.

Αρχή 2: Οι μέτοχοι, και όχι οι καταθέτες, των τραπεζών οι οποίες προκάλεσαν τη χρηματοοικονομική κρίση, θα πρέπει να επωμιστούν ένα μερίδιο από το βάρος. Οι καταθέσεις και οι αποταμιεύσεις στις τράπεζες από φυσικά πρόσωπα, καθώς και από τα ασφαλιστικά ταμεία, θα πρέπει να προστατεύονται. Το αντίθετο ισχύει για κερδοσκοπικές καταθέσεις που εκμεταλλεύονται τις κινήσεις διάσωσης που επιχειρεί η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Ο εντοπισμός τους θα είναι χρονοβόρος, αλλά η αφοσίωση στην αρχή αυτή θα πρέπει να δηλωθεί από τώρα. Τόσο οι ζημίες των τραπεζών όσο και τα χρέη του δημόσιου τομέα θα πρέπει να αναδιαρθρωθούν με διαφανή και κοινωνικά δίκαιο τρόπο, και όχι να θεωρείται μόνο το εκλογικό σώμα υπεύθυνο για τα λάθη των τραπεζών.

Αρχή 3: Η κρίση χρειάζεται διαρθρωτικές ενεργητικές αλλαγές, και όχι απλά αντιδράσεις στις αυξήσεις του δημόσιου χρέους. Οι φορολογούμενοι της Γερμανίας, της Δανίας, της Φινλανδίας και της Αυστρίας δεν θα πρέπει να επιβαρυνθούν με νέα δάνεια για χώρες οι οποίες αντιμετωπίζουν προβλήματα φερεγγυότητας. Οι δημοσιονομικές μεταβιβάσεις θα πρέπει να πραγματοποιούνται μέσα στο συμφωνημένο πλαίσιο των διαρθρωτικών ταμείων από τους «ιδίους πόρους» της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, και όχι ως απάντηση στην κρίση του δημόσιου χρέους. Η διαρθρωτική αλλαγή θα πρέπει να είναι τέτοια ώστε ένα μεγάλο μερίδιο του εθνικού χρέους να μεταφερθεί στην Ένωση και να αναληφθεί από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα με τη μορφή ευρωομολόγων.

Αρχή 4: Μια τέτοια «μεταβίβαση μεριδίων» σε ευρωομόλογα της Ευρωπαϊκής

Κεντρικής Τράπεζας δεν πρέπει να βασίζεται στο εθνικό χρέος των κρατών-μελών ούτε να χρειάζεται εγγύηση από αυτά, όπως συμβαίνει και με τα ομόλογα της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων. Κάτι αντίστοιχο ισχύει (και είχε συσταθεί από έναν εκ των συγγραφέων στον Jacques Delors, ο οποίος το συμπεριέλαβε στη Λευκή Βίβλο τον Δεκέμβριο του 1993) και για τα ομόλογα δημοσίου των ΗΠΑ, που δεν βασίζονται στο χρέος των πολιτειών της Αμερικής, όπως το Βερμόντ ή η πολιτεία της Νέας Υόρκης, ούτε εγγυώνται οι πολιτείες γι' αυτά. Κατ' αντιστοιχία, τα ευρωομόλογα δεν χρειάζεται και δεν θα έπρεπε να βασίζονται στο χρέος των κρατών-μελών της ΕΕ, ούτε θα πρέπει να εγγυώνται γι' αυτά τα κράτη-μέλη.

8.3.3 Οι τρεις βασικές πολιτικές της πρότασης

Πολιτική 1 – Σταθεροποίηση της κρίσης του δημόσιου χρέους

Θεσμός: Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)

1.1 Μεταβίβαση μεριδίων στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αναλαμβάνει ένα μερίδιο του δημόσιου χρέους *όλων* των κρατών-μελών ίσο σε ονομαστική αξία με το 60%, ή λιγότερο, του ΑΕΠ.

1.2 Ομόλογα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Τα μεταβιβασθέντα μερίδια μετατρέπονται σε ομόλογα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ευρωομόλογα) και ανήκουν πλέον στο δικό της παθητικό.

1.3 Δημοσιονομική ουδετερότητα (δηλαδή όχι δημοσιονομικές μεταβιβάσεις)

Τα κράτη-μέλη συνεχίζουν να φροντίζουν για το μερίδιο του δημόσιου χρέους που τους αναλογούσε ως τώρα και που πλέον το έχει αναλάβει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Για να γίνει αυτό, κάθε συμμετέχον κράτος-μέλος διατηρεί έναν χρεωστικό λογαριασμό τον οποίο αποπληρώνει σε μακροπρόθεσμη βάση και με τα χαμηλότερα επιτόκια που επιτυγχάνει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ως κεντρική τράπεζα της Ένωσης. Το πρώην δημόσιο εθνικό χρέος που μεταφέρεται στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μειώνει το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους των πιο εκτεθειμένων κρατών-μελών, δίχως να αυξάνει το αντίστοιχο κόστος των υπολοίπων κρατών-μελών.

1.4 Μείωση του εθνικού χρέους

Η μεταβίβαση του χρέους έως και το 60% του ΑΕΠ στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σημαίνει ότι τα εναπομείναντα χρέη των περισσοτέρων κρατών-μελών της ΕΕ θα είναι εντός των ορίων που θέτει το Μάαστριχτ, και δεν θα χρειάζεται μείωση για να είναι συνεπή με τους όρους του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Εξαίρεση σε αυτό είναι η Ελλάδα, αλλά με εναπομένον χρέος 27% του ΑΕΠ αντί για 87%, μια τέτοια μείωση θα ήταν εφικτή, ειδικά αν οι αποπληθωριστικές επιπτώσεις των τρεχουσών πολιτικών αντισταθμιστούν από το μερίδιό της στις επενδύσεις ενότητας και σύγκλισης της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων.

1.5 Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης και η Μεταβίβαση Μεριδίων

Τα εθνικά όρια για το χρέος που καθορίζονται από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης μπορούν, λοιπόν, να γίνουν αξιόπιστα με τη *μεταβίβαση μεριδίων* στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Για ένα κράτος-μέλος όπως η Ελλάδα, της οποίας το εναπομένον χρέος υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ, η μεταβίβαση θα πρέπει να γίνει υπό τον όρο ενός συμφωνημένου σχεδίου για τη μείωσή του.

Πολιτική 2 - Διαχείριση της κρίσης του τραπεζικού τομέα

Θεσμός: Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF)

2.1 Απαιτητικές προσομοιώσεις ακραίων καταστάσεων (stress tests)

Αυστηρές προσομοιώσεις ακραίων καταστάσεων θα πρέπει να πραγματοποιηθούν σε κεντρικό επίπεδο (και όχι σε εθνικό), υποθέτοντας μια μέση περικοπή του 30% στα κρατικά ομόλογα των κρατών-μελών με δείκτη χρέους/ΑΕΠ που υπερβαίνει το 70%, και μια περικοπή ύψους 90% στους τοξικούς τίτλους που κατέχουν οι τράπεζες. Ο βαθμός της απαραίτητης ανακεφαλαιοποίησης για κάθε τράπεζα της ευρωζώνης θα πρέπει να υπολογιστεί με γνώμονα τα αποτελέσματα αυτών των προσομοιώσεων.

2.2 Επίτευξη μακροχρόνιας ρευστότητας των τραπεζών από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Χρηματοδοτούμενη από καθαρές εκδόσεις ευρωομολόγων στα οποία θα

είναι εγγεγραμμένες οι κεντρικές τράπεζες των πλεονασματικών οικονομιών, καθώς και από κρατικά επενδυτικά ταμεία, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μπορεί μεσοπρόθεσμα να δημιουργήσει μεγάλες παροχές ρευστότητας στις ιδιωτικές τράπεζες, υπό τον όρο περικοπών στα υπάρχοντα δημόσια ομόλογα των χαρτοφυλακίων τους.

2.3 Ανακεφαλαιοποίηση

Η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών θα πρέπει να πραγματοποιηθεί σε βραχυπρόθεσμη βάση, άπαξ, και να την αναλάβει το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και όχι ένας μελλοντικός Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας. Επιπλέον, θα πρέπει να πραγματοποιηθεί με ανταλλαγή με μετοχικό κεφάλαιο. Αν μια τράπεζα αδυνατεί να συγκεντρώσει το απαραίτητο κεφάλαιο για να επιτύχει το στόχο της ανακεφαλαιοποίησης που θα έχει υπολογιστεί από τις προσομοιώσεις, τότε το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (και αργότερα ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας) θα πρέπει να απαιτεί μια ανταλλαγή κεφαλαίου με τίτλους μετοχικού κεφαλαίου της τράπεζας. Η χρηματοδότηση γι' αυτό θα μπορούσε να είναι από ομόλογα του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας ή του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας, και όχι από τα εθνικά έσοδα από τη φορολογία. Το επιτόκιο των ομολόγων θα πρέπει να προέρχεται από τα μερίσματα επί του μετοχικού κεφαλαίου που θα αποδίδεται στο Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

Περίληψη: Ο στόχος της Πολιτικής 2 είναι να εκκαθαρίσει τις τράπεζες από αμφισβητήσιμους δημόσιους και ιδιωτικούς τίτλους, ώστε να τους επιτρέψει να χρησιμοποιούν τα ρευστά διαθέσιμα που θα έχουν για δάνεια σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Το πρόβλημα αυτή τη στιγμή είναι ότι, αν οι τράπεζες υποβληθούν σε αυστηρές προσομοιώσεις ακραίων καταστάσεων, αρκετές από αυτές μπορεί να καταλήξουν χρεοκοπημένες. Επομένως, η Ευρώπη χρειάζεται να βασιστεί στο ότι οι τράπεζες θα απαλλαγούν από τους τοξικούς τίτλους, αλλά και συγχρόνως να τις βοηθήσει να το κάνουν αυτό χωρίς τον κίνδυνο αθέτησης πληρωμών.

Πολιτική 3 - Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Ανάκαμψης

Θεσμοί: Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕ), Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και οι εθνικές κυβερνήσεις

3.1 Συγχρηματοδότηση της δέσμευσης της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων για επενδύσεις ενότητας και σύγκλισης

Όπως επισημάνθηκε προηγουμένως, από το 1997 η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων έχει την αποστολή να συνεισφέρει τόσο στην ενότητα όσο και στη σύγκλιση μέσα από επενδύσεις στην υγεία, την εκπαίδευση, την αστική ανάπλαση και το περιβάλλον, την πράσινη τεχνολογία και την ανάπτυξη νέων δραστηριοτήτων υψηλής τεχνολογίας.

Ενώ όμως έχει αναλάβει την αποστολή αυτή με επιτυχία, τετραπλασιάζοντας το δανεισμό της και τις επενδύσεις της από το 1997, οι επενδύσεις σε πολλές περιπτώσεις (όπως στα Διευρωπαϊκά Δίκτυα) περιορίζονται από το εθνικό χρέος και από τα όρια που έχουν τεθεί από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης για το έλλειμμα.

Υπάρχει ισχυρό επιχείρημα για να ισχυριστεί κανείς ότι το εθνικό μέρος της χρηματοδότησης για επενδύσεις της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων δεν θα πρέπει να προσμετράται στο εθνικό δημόσιο χρέος, και ότι αυτό θα πρέπει να επιτρέπεται βάσει των αναθεωρημένων από το 2005 όρων του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (βλ. παρακάτω).

Αλλά, όπως ακριβώς ο δανεισμός της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων από τα ίδια της τα ομόλογα δεν προσμετράται στο εθνικό χρέος από καμιά από τις μεγάλες χώρες της ευρωζώνης, και ούτε χρειάζεται να προσμετρηθεί από άλλες, το ίδιο θα πρέπει να γίνεται και με τα ομόλογα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, τα οποία θα μπορούσαν να συγχρηματοδοτήσουν της επενδύσεις της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων – κατ' αναλογία με τα ομόλογα δημοσίου των ΗΠΑ.

Η αναλογία με τα ομόλογα δημοσίου των ΗΠΑ, τα οποία δεν στηρίζονται στο χρέος των πολιτειών που απαρτίζουν τις Ηνωμένες Πολιτείες, θα πρέπει να σταθεί ως παράδειγμα προς μίμηση. Μια τέτοια κίνηση θα σταματούσε τις κωλυσιεργίες στα Διευρωπαϊκά Δίκτυα, και ειδικά στην κατασκευή σιδηροδρόμων υψηλής ταχύτητας, οι οποίοι, σε πολλά κράτη-μέλη, αναβάλλονται μέχρι σήμερα επειδή η εθνική συγχρηματοδότηση προσμετράται σύμφωνα με την τρέχουσα ερμηνεία του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Αυτές οι επενδύσεις από μόνες τους θα μπορούσαν να συγκροτήσουν 1 τρισ. ευρώ επενδύσεων μέσα στη δεκαετία που λήγει το 2020. Επίσης, όσο

οι περιβαλλοντικές επιπτώσεις στην περίπτωση των αυτοκινητοδρόμων είναι ακόμα υπό προσδιορισμό, η προτεραιότητα θα μπορούσε να δοθεί στους σιδηροδρόμους, οι οποίοι επιβαρύνουν λιγότερο το περιβάλλον άμεσα, αλλά και έμμεσα, καθώς αποτελούν εναλλακτική λύση για μεταφορά εμπορευμάτων, και, στην περίπτωση των μεσαίων αποστάσεων, μπορούν να υποκαταστήσουν τις αερομεταφορές.

3.2 Επέκταση του ρόλου του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων (EIF)

Ο αρχικός σχεδιασμός για το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων, όπως προτάθηκε από τον έναν εκ των δύο συγγραφέων, προέβλεπε ότι θα εκδίδει ομόλογα της Ένωσης. Αλλά μια παράλληλη σύσταση στον Delors για το EIF, η οποία επηρέασε τη συναίνεση που απέσπασε στο Συμβούλιο του Έσεν το 1994 προκειμένου να υιοθετηθεί, προέβλεπε ότι θα πρέπει να προσφέρει δημόσια επενδυτικά κεφάλαια σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και όχι μόνο εγγυήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Το Συμβούλιο είχε τότε αρνηθεί, αλλά το Ecofin, το οποίο αποτελεί την ηγεσία του ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων, θα μπορούσε να του αναθέσει αυτόν το ρόλο.

Ένας παρόμοιος περιορισμός στη χρηματοδότηση από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και για ανάπτυξη δραστηριοτήτων υψηλής τεχνολογίας είναι ότι, αρχικά, το Ταμείο δεν θα λαμβάνει υπόψη μια αίτηση για εγγυήσεις μετοχικού κεφαλαίου κάτω από κάποιο συγκεκριμένο ποσό, και έτσι απέρριπτε τις άμεσες αιτήσεις για τέτοιες εγγυήσεις, αντί να τις ικανοποιήσει μέσω τραπεζών του ιδιωτικού τομέα ή άλλων χρηματοπιστωτικών μεσαζόντων.

Αυτός ο περιορισμός τέθηκε εν αμφιβόλω χάρη στο ενδιαφέρον που έδειξαν οι ιδιωτικές τράπεζες για τη χρηματοδότησή τους για δάνεια ως αντάλλαγμα της παροχής τέτοιων εγγυήσεων μετοχικού κεφαλαίου, με αποτέλεσμα να καταστρατηγηθεί ο αρχικός σχεδιασμός για το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων, ο οποίος επέτρεπε στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις να αποφεύγουν τις πληρωμές τόκων στα πρώτα χρόνια μιας δραστηριότητας υψηλής τεχνολογίας, κατά τα οποία τα έσοδα ήταν μηδενικά ή αμελητέα.

Επομένως, το Ecofin θα πρέπει να καθορίσει ότι το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων, συγχρηματοδοτούμενο από εκδόσεις ομολόγων της Ευρωπαϊ-

κής Τράπεζας Επενδύσεων και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, πρέπει να προσφέρει μετοχικό κεφάλαιο αντί μονάχα εγγυήσεις μετοχικού κεφαλαίου, και αυτό να το κάνει μέσω «one-stop shops» σε καθεμία από τις πρωτεύουσες των κρατών-μελών της ΕΕ, στις οποίες οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις που σήμερα διψούν για χρηματοδότηση να έχουν εύκολη πρόσβαση.

Περίληψη: Οι Πολιτικές 1 και 2 θα μειώσουν αλλά δεν θα εξαλείψουν το δημόσιο χρέος της ευρωζώνης και τα βάρη του ιδιωτικού τραπεζικού τομέα. Μόνο η ανάπτυξη και η πραγματική ανάκαμψη θα το επιτύχουν. Επομένως, η ευρωζώνη (και ειδικά η περιφέρεια, που βρίσκεται σε στασιμότητα εδώ και χρόνια) χρειάζεται μια προώθηση των παραγωγικών επενδύσεων. Πρόκειται για ένα καθήκον που ταιριάζει απόλυτα σε έναν υπάρχοντα θεσμό: την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων.

Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων έχει επίσημη δέσμευση να συνεισφέρει τόσο στην ενότητα όσο και στη σύγκλιση, με τους νευραλγικούς τομείς της ένωσης να περιλαμβάνουν την υγεία, την εκπαίδευση, την αναβάθμιση των πόλεων και του περιβάλλοντος. Ωστόσο, προς το παρόν, τα επενδυτικά σχέδια της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων συγχρηματοδοτούνται κατά 50% από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και κατά 50% από το ενδιαφερόμενο κράτος-μέλος. Το 50% της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων δεν προσμετράται στο εθνικό χρέος, αλλά το 50% του κράτους-μέλος προσμετράται, αν το κράτος-μέλος δανειστεί.

Σε μια περίοδο που πολλά κράτη-μέλη δέχονται δημοσιονομικές πιέσεις, αυτοί οι όροι συγχρηματοδότησης υπονομεύουν σοβαρά την εκμετάλλευση των επενδυτικών δυνατοτήτων της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων. Εάν, όμως, τα κράτη-μέλη διατηρήσουν χρεωστικούς λογαριασμούς στην Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (βλ. Πολιτική 1.3 παραπάνω), δεν υπάρχει κανένας λόγος –όταν πρόκειται για ένα αξιόλογο (με καθαρά τραπεζικά κριτήρια) επενδυτικό σχέδιο– να μη γίνει η συγχρηματοδότηση από το κράτος-μέλος κατά 50% από αυτόν τον χρεωστικό λογαριασμό (δηλαδή στηριζόμενη στα ευρωομόλογα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας).

Επομένως, ενώ η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα περιφρουρεί τη σταθερότητα, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων προστατεύει την ανάκαμψη μέσα από επενδύσεις που χρηματοδοτούνται από τα δικά της ομόλογα και από μεταβιβάσεις από καθαρές εκδόσεις ευρωομολόγων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τρά-

πεζας. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο έχει ήδη αναθέσει στην Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων την αποστολή να μην επενδύει μόνο σε έργα υποδομής αλλά και σε τομείς κοινωνικής συνοχής, όπως η υγεία, η εκπαίδευση, η αστική αναβάθμιση, το περιβάλλον, οι πράσινες τεχνολογίες και η υποστήριξη των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων – τομείς οι οποίοι περιλαμβάνονται στα κοινά κριτήρια της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων από τη συνθήκη της Λισαβόνας του 2000 (το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων είναι πλέον μέλος του ομίλου της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων). Επιπλέον, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων, όπως προτάθηκε προηγουμένως, θα πρέπει να προσφέρει μετοχικό κεφάλαιο για νέες τεχνολογικές δραστηριότητες, αντί να προσφέρει μόνο εγγυήσεις επιχειρηματικού κεφαλαίου.

8.3.4 Συνέπειες σε τοπικό και παγκόσμιο επίπεδο

Η «μετριοπαθής πρόταση» που αναλύεται εδώ περιγράφει μια *Εμπεριστατωμένη Λύση* με τρία σκέλη για την κρίση της ευρωζώνης. Η λύση αυτή υπακούει σε τρεις αρχές: (1) Να ληφθούν υπόψη οι τρεις βασικές συνιστώσες της παρούσας κρίσης, και όχι μόνο αυτή του δημόσιου χρέους· (2) να αναδιαρθρωθεί τόσο ένα μερίδιο του δημόσιου χρέους όσο και αυτό των τραπεζών· και (3) να μην πραγματοποιηθούν δημοσιονομικές μεταβιβάσεις των χρημάτων των φορολογουμένων. Επιπρόσθετα, η λύση δεν απαιτεί ούτε κινήσεις προς τη δημιουργία κάποιας ομοσπονδίας, ούτε την επίτευξη της δημοσιονομικής ένωσης. Είναι με αυτή την έννοια που την έχουμε χαρακτηρίσει με το επίθετο *μετριοπαθή*. Στη λύση αυτή εμπλέκονται τρεις υπάρχοντες ευρωπαϊκοί θεσμοί.

Πρώτον, η *μεταβίβαση μεριδίων* στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σταθεροποιεί την κρίση του χρέους.

Δεύτερον, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας απαλλάσσεται από το ρόλο του να ασχολείται με το δημόσιο χρέος των κρατών-μελών και, αντί γι' αυτό, αναλαμβάνει το ρόλο της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών που υπόκεινται σε προσομοιώσεις ακραίων συνθηκών (με ανταλλαγή με μετοχικό κεφάλαιο).

Τρίτον, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων αναλαμβάνει το ρόλο να πραγματοποιήσει μια Νέα Συμφωνία για την Ευρώπη, βασιζόμενη σε ένα μείγμα των δικών της ομολόγων και των καινούριων ευρωομολόγων.

Ουσιαστικά, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων αναβαθμίζεται σε έναν

Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Ανακύκλωσης Πλεονάσματος· έναν μηχανισμό χωρίς τον οποίο καμιά νομισματική ένωση δεν μπορεί να επιβιώσει για πολύ. Αυτό όμως έχει και διεθνείς επιπτώσεις.

Υπάρχουν σημαντικές διαρθρωτικές ασυμμετρίες, όχι μόνο μεταξύ των χωρών της ΕΕ, αλλά και μεταξύ διαφορετικών περιοχών της παγκόσμιας οικονομίας. Κάποιες από αυτές είναι βαθύτερες από τους όρους αναφοράς αυτής της Πρότασης. Ας λάβουμε υπόψη, για παράδειγμα, την υπόθεση του Ricardo ότι η επιδίωξη του συγκριτικού πλεονεκτήματος θα μεγιστοποιήσει την ευημερία για όλες τις οικονομίες (Ricardo, 1817). Αυτή η υπόθεση βασίζεται (όπως έδειξε ο ίδιος ο Ricardo) στην παραδοχή ότι δεν υπάρχει καθόλου κίνηση κεφαλαίου. Αλλά, στον κόσμο μας, τίποτα δεν κινείται περισσότερο από ό,τι το κεφάλαιο! Ας σκεφτούμε το συνδυασμό των ξένων άμεσων επενδύσεων και τη μεταφορά τεχνολογίας από τη Δύση στην Ανατολή, και ειδικά το συνδυασμό της μεταφοράς κεφαλαίου και τεχνολογίας με το χαμηλού κόστους εργατικό δυναμικό στην Κίνα (για να μην αναφέρουμε και την παγκόσμια επικοινωνία και τις υποδομές). Τέτοιες εξελίξεις έχουν κάνει πραγματικότητα τις προϋποθέσεις για το απόλυτο πλεονέκτημα του Adam Smith με έναν τρόπο που δεν μπορεί εύκολα να ερμηνευτεί μόνο από τις αλλαγές στα επιτόκια.

Με τη σειρά του, αυτό κάνει την ανακύκλωση των πλεονασμάτων παγκοσμίως πιο επιτακτική, αν οι G20 επιδιώκουν την πιο εξισορροπημένη ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας την οποία επικαλούνται, και που ακόμα και μια οικονομία όπως αυτή της Κίνας χρειάζεται, με δεδομένο ότι ένα σημαντικό ποσοστό του ΑΕΠ της εξαρτάται από τις εξαγωγές.

Μια τέτοια ανακύκλωση των πλεονασμάτων παγκοσμίως, για να συγχρηματοδοτήσει την οικονομική ανάκαμψη, μπορεί να εξασφαλίσει ότι η Ευρώπη θα διατηρήσει τις διεθνείς συναλλαγές της, και ταυτόχρονα αυτό δεν την εκθέτει σε κίνδυνο ως ένωση, καθώς, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, έχει εν γένει θετικό ισοζύγιο με τον υπόλοιπο κόσμο. Αλλά αυτό αφορά επίσης και την ανατροπή της κατάστασης όπου ωφελείται μια χώρα σε βάρος άλλων, όπως γίνεται με τις τρέχουσες ενέργειες της ΕΕ για την αντιμετώπιση της κρίσης του δημόσιου χρέους. Διότι η Ευρώπη σήμερα αποτελεί το ένα τρίτο της παγκόσμιας οικονομίας. Εάν συνδυάσει τη συρρίκνωση της ίδιας της παγκόσμιας ζήτησής της με απανωτές αθετήσεις πληρωμών των πιο χρεωμένων κρατών-μελών της, αυτό θα σήμαινε τον κίνδυνο της αποσύνθεσης της ευρωζώνης, κάτι που, με τη σειρά του, θα είχε ως

αποτέλεσμα μια καταστροφική κρίση εμπιστοσύνης, όχι μόνο στην οικονομική διακυβέρνηση της ΕΕ, αλλά και στις αγορές. Τότε, ο κίνδυνος μιας διπλής ύφεσης δεν αποκλείεται να ξεπεράσει εκείνον του 2008, να μεταφερθεί και στις ΗΠΑ, και να υπονομεύσει την ανάπτυξη και τη μεγέθυνση των αναδυόμενων οικονομιών όπως η Κίνα, η Λατινική Αμερική ή η Ινδία.

Τέλος, τα θέματα της βιώσιμης ανάπτυξης, και όχι μόνο αυτά της απλής μεγέθυνσης του ΑΕΠ, είναι κεντρικά για μια ημερήσια διάταξη που στοχεύει στην αποφυγή του δεύτερου λάκκου μιας διπλής ύφεσης, ενώ το ίδιο ισχύει και για τα θέματα της οικονομικής και κοινωνικής ενσωμάτωσης, όχι μόνο για την Ευρώπη και τις ΗΠΑ, αλλά και για τις αναδυόμενες και λιγότερο ανεπτυγμένες οικονομίες. Αλλά τα θέματα αυτά θα πρέπει να περιληφθούν στην ημερήσια διάταξη των G20, με την Ευρώπη να είναι ικανή να δείξει ότι μπορεί να διαχειριστεί την ίδια της την οικονομική διακυβέρνηση και όχι να ταλανίζεται από τους οίκους αξιολόγησης και τα τεχνάσματα των κερδοσκόπων.

8.4 Συζήτηση

Η συζήτηση που ακολουθεί συσχετίζει αυτά τα θέματα με αναλυτικά ζητήματα που λείπουν από τις τωρινές δημόσιες συζητήσεις. Κατά μια έννοια, η Ενότητα 8.4 στοχεύει στο να απαντήσει σε μερικές από τις ερωτήσεις που θα μπορούσαν να προκύψουν από την εξέταση της Πρότασης που αναλύσαμε στην Ενότητα 8.3.

8.4.1 Η πλάνη της υπόθεσης του παραγκωνισμού (crowding out)

Η «υπόθεση του παραγκωνισμού» βρίσκεται πίσω από κάθε πρόσφατη πολιτική της ΕΕ για τη διαχείριση της κρίσης του δημόσιου χρέους. Θεωρεί ότι οι κρατικές δαπάνες εξαντλούν αντί να υποστηρίζουν τον ιδιωτικό τομέα και παραγκωνίζουν ιδιωτικές επενδύσεις, επαγγέλματα και εισοδήματα. Η πλάνη σε αυτόν το συλλογισμό δεν είναι ότι κάτι τέτοιο θα μπορούσε να ισχύει, αλλά ότι ακόμα και ο Milton Friedman είχε παραδεχτεί ότι κάτι τέτοιο θα ίσχυε αν υπήρχαν συνθήκες πλήρους απασχόλησης, το οποίο δεν συμβαίνει. Μέχρι στιγμής, κάθε περικοπή στις κρατικές δαπάνες της Ελλάδας, της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας ή της Ισπανίας έχει μειώσει τις επενδύσεις και την απασχόληση. Με λίγα λόγια, η ΕΕ υιοθετεί πολιτικές περικοπών βασιζόμενη σε μια θεωρητική υπόθεση που δεν ισχύει.

Πίνακας 15: Πολλαπλασιαστές από δημόσιες δαπάνες και επενδύσεις

Ερευνητές	Χώρα	Πολλαπλ.	Βραχυπρόθ.	Μακροπρόθ.
Perotti (2004)	Γερμανία	Δαπανών	1,3	1,1
Biau and Girard (2005)	Γαλλία	Δαπανών	1,4	1,8
Giordano et al. (2007)	Ιταλία	Δαπανών	1,7	-
Creel et al. (2007)	Μ. Βρετανία	Επενδ.	-	3,1

Πηγή: Observatoire Français des Conjonctures Économiques (2009)

8.4.2 Η παραμέληση των αρνητικών και των θετικών πολλαπλασιαστών

Για να μπορέσει ο Milton Friedman να ισχυριστεί ότι οι δημόσιες επενδύσεις και δαπάνες «παραγκωνίζουν» τον ιδιωτικό τομέα, αναγκάστηκε να αγνοήσει τον ισχυρισμό του Keynes περί πολλαπλασιαστών. Οι πολλαπλασιαστές από τις δημόσιες επενδύσεις και δαπάνες δημιουργούν θέσεις εργασίας (πολλαπλασιαστές απασχόλησης), εισοδήματα (πολλαπλασιαστές εισοδήματος), έσοδα από φορολογία ατόμων που εργάζονται αντί να είναι άνεργα και να ζητούν επιδόματα (δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές), και ζήτηση για επενδυτικά προϊόντα και υπηρεσίες από επιχειρήσεις του ιδιωτικού τομέα (matrix multipliers).

Υπό την επιρροή του Friedman, η μελέτη των πολλαπλασιαστών θεωρήθηκε ξεπερασμένη. Πρόσφατα όμως ευρήματα από το Γαλλικό Παρατηρητήριο των Οικονομικών Συγκυριών (Observatoire Français des Conjonctures Économiques) δείχνουν ότι οι δημοσιονομικοί πολλαπλασιαστές κυμαίνονται πάνω από τη μονάδα για τη Γερμανία, σε δύο περίπου για τη Γαλλία, ενώ η Μεγάλη Βρετανία παρουσιάζει έναν πολλαπλασιαστή επενδύσεων που υπερβαίνει το τρία (βλ. τον Πίνακα 15). Αυτό σημαίνει ότι οι αρνητικοί πολλαπλασιαστές από τις περικοπές δαπανών και επενδύσεων θα είχαν ως αποτέλεσμα μια συρρίκνωση των ευρωπαϊκών οικονομιών αρκετά μεγαλύτερη από τις ίδιες τις περικοπές.

8.4.3 Μαθήματα από το New Deal

Όπως έχουμε τονίσει επανειλημμένα, ένα σημαντικό ιστορικό πλαίσιο είναι η αντιπαραβολή ανάμεσα στο τι επιχειρούν οι κυβερνήσεις της ευρωζώνης σήμερα και τι πέτυχαν οι ΗΠΑ τη δεκαετία του 1930 με το New Deal. Η κυβέρνηση Roosevelt δεν επιχείρησε να βάλει την αμερικανική οικονομία σε τροχιά ανάκαμψης περικόπτοντας τις δημόσιες δαπάνες. Όταν μάλιστα προσπάθησε προσωρι-

νά να εξισορροπήσει τον κρατικό προϋπολογισμό, βασισμένη σε ενδείξεις ότι η κρίση είχε παρέλθει σε ορισμένες πολιτείες και σε κάποιους τομείς της αμερικανικής οικονομίας, η ανάκαμψη σταμάτησε και, το 1938, η κρίση είχε επιστρέψει δριμύτερη παντού.

Φοβούμαστε ότι η Ευρώπη πρόκειται να πάρει το ίδιο πικρό μάθημα. Αλλά υπάρχει και ένα άλλο, ακόμα πιο κρίσιμο μάθημα που θα πρέπει να μάθουν οι Ευρωπαίοι ηγέτες: ο μόνος τρόπος να διαχειριστεί κανείς μια κρίση χρέους σε περίοδο ύφεσης είναι αναδιαρθρώνοντας το χρέος με ορθολογικό τρόπο και εκ των άνω προς τα κάτω (μέθοδος "top-down"), χρησιμοποιώντας καινοτόμα εργαλεία, με σκοπό να διοχετευτεί καινούριος δανεισμός για την κινητοποίηση των επενδύσεων (δημόσιων και ιδιωτικών, όπου παίζουν κομβικό ρόλο οι πολλαπλασιαστές). Στην περίπτωση των ΗΠΑ, αυτό έγινε με δανεισμό μέσω κρατικών χρεογράφων (ή ομολόγων) που διοχετεύτηκε σε επενδύσεις σε έργα υποδομής και κοινωνικά προγράμματα.

Στο σημείο αυτό, είναι σημαντικό να συγκρίνουμε και να αντιπαραβάλουμε τις δύο προσεγγίσεις. Η Ευρώπη εξαναγκάζει τα πλεονασματικά κράτη-μέλη να χορηγούν (ή να εγγυώνται) δάνεια στις ελλειμματικές χώρες, όμως τα δάνεια δεν χρησιμοποιούνται για επενδύσεις αλλά για την αποπληρωμή των σχεδόν χρεοκοπημένων τραπεζών· πρόκειται για τράπεζες οι οποίες λόγω της προβληματικής τους λογιστικής και οικονομικής κατάστασης συσσωρεύουν οποιαδήποτε χρηματοδότηση τυχόν λάβουν, συμπεριφερόμενες έτσι ως μαύρες τρύπες που απορροφούν και κατασπαταλούν την οικονομική δυναμική της Ευρώπης.

Επιπλέον, για να λάβουν αυτά τα δάνεια, τα ελλειμματικά κράτη-μέλη είναι υποχρεωμένα να περικόψουν τις κρατικές δαπάνες σε μια περίοδο που οι επιχειρήσεις κλείνουν και η ανεργία αυξάνεται. Κατόπιν, η επιταχυνόμενη ύφεση προκαλεί μια μεγαλύτερη μετακίνηση κεφαλαίου και ανθρώπων από τις χώρες με έλλειμμα στις χώρες με πλεόνασμα, καθώς, συνολικά, η ζήτηση μέσα στην Ένωση μειώνεται.

8.4.4 Ομοσπονδία; Όχι ακόμα

Αν ο Roosevelt είχε ακολουθήσει αυτό το μοντέλο αντί να εκδώσει κρατικά χρεόγραφα για να χρηματοδοτήσει την ανάκαμψη, θα έπρεπε να είχε εξαναγκάσει την Καλιφόρνια και την πολιτεία της Νέας Υόρκης να εγγυηθούν δάνεια για το Ιλινόι και το Οχάιο, τα οποία θα δίνονταν μόνο αν οι πολιτειακές και ομο-

σπονδιακές επενδύσεις στις δύο τελευταίες πολιτείες αποδεικνύονταν μειωμένες. Θα ήταν μια συνταγή για την καταστροφή που ακόμα και ο προκάτοχος του Roosevelt (ο Herbert Hoover) δεν θα είχε χρησιμοποιήσει. Ωστόσο, αυτό ακριβώς βλέπουμε να συμβαίνει στην ευρωζώνη, σαν ένα είδος επικίνδυνου φαρμάκου το οποίο, αντί να θεραπεύει, επιδεινώνει την υπάρχουσα κρίση. Αλλά είτε η Ευρώπη είναι ομοσπονδία είτε όχι, χρειάζεται να κόψει άμεσα τον τωρινό γόρδιο δεσμό του χρέους, αντί να επιδιώκει ματαιόδοξα να τον λύσει.

Η Πολιτική 1 της «μετριοπαθούς πρότασης» επιχειρεί κατά κάποιον τρόπο να τετραγωνίσει τον κύκλο, καθώς δεν απαιτεί παρά ελάχιστες μόνο αλλαγές στις υπάρχουσες Συνθήκες. Η Πολιτική 2 αντιμετωπίζει την τραπεζική κρίση χρησιμοποιώντας έναν από τους καινούριους υπάρχοντες θεσμούς (το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας). Η Πολιτική 3 ωθεί την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων σε λειτουργία, μετατρέποντάς τη στο μοχλό ανάπτυξης και ανάκαμψης που λείπει οδυνηρά από την Ευρώπη.

8.4.5 Η μεταβίβαση μεριδίων, η οικονομική ανάκαμψη και το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης

Μία από τις κυριότερες συνέπειες μιας μεταβίβασης ενός μεριδίου δημόσιου χρέους έως το 60% του ΑΕΠ στην ΕΕ είναι ότι το εναπομένον εθνικό χρέος στα περισσότερα κράτη-μέλη θα κινηθεί στα προβλεπόμενα όρια του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, δίχως κάποια τροποποίηση στους όρους του.

Το επικαιροποιημένο από τον Μάρτιο του 2005 Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης ήδη αφήνει κάποιο χώρο για ελευθερία κινήσεων όταν οι δαπάνες των χωρών συντηρούν την προσπάθεια να «προωθήσουν τη διεθνή αλληλεγγύη και να επιτύχουν τους στόχους των ευρωπαϊκών πολιτικών, και ειδικά την επανένωση της Ευρώπης έαν έχει βλαβερές επιπτώσεις στην ανάπτυξη και στα δημοσιονομικά βάρη ενός κράτους-μέλους».

Αυτό το κείμενο περιέχει τέσσερις διατάξεις. Τις δύο τελευταίες τις απαίτησε η Γερμανία λόγω της δικής της επανένωσης. Για να τα πάρουμε με τη σειρά:

- Το Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Οικονομικής Ανάκαμψης είναι ολοφάνερα ένας «στόχος ευρωπαϊκής πολιτικής», ο οποίος έχει υιοθετηθεί από τις κυβερνήσεις και εγκριθεί από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο.
- Έχει προκληθεί ένα «επιβλαβές δημοσιονομικό βάρος» για τα περισσότερα

κράτη-μέλη, από τότε που διέσωσαν το τοξικό χρέος των μεγάλων ευρωπαϊκών τραπεζών.

- Θα υπάρξουν «βλαβερές επιπτώσεις στην ανάπτυξη» των κρατών-μελών αν τα δημοσιονομικά ελλείμματα μειωθούν κατά το ήμισυ έως το 2013.
- Ο αποπληθωρισμός που ωφελεί μια χώρα σε βάρος μιας άλλης και εκτείνεται στο ένα τρίτο της παγκόσμιας οικονομίας (δηλαδή στην ΕΕ) δεν πρόκειται να «προωθήσει τη διεθνή αλληλεγγύη» αν δεν αντισταθμιστεί με ένα πρόγραμμα ανάκαμψης και καταπολέμησης της ύφεσης.

Μια μεταβίβαση μεριδίων που θα αντισταθμίσει (α) το «επιβλαβές δημοσιονομικό βάρος» για τα περισσότερα κράτη-μέλη (από τότε που διέσωσαν τις τράπεζες) και (β) τις «βλαβερές επιπτώσεις στην ανάπτυξη» ενός κράτους-μέλους που περικόπτει το κρατικό έλλειμμα είναι, επομένως, συμβατή με το επικαιροποιημένο Σύμφωνο Ανάπτυξης και Σταθερότητας. Επιπλέον, οι καθαρές εκδόσεις των ευρωομολόγων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θα πρέπει να ιδωθούν υπό το πρίσμα της επίτευξης των «στόχων ευρωπαϊκής πολιτικής» του Ευρωπαϊκού Προγράμματος Οικονομικής Ανάκαμψης και της προώθησης της «παγκόσμιας αλληλεγγύης».

8.4.6 Απαιτούνται αλλαγές σε κάποια Συνθήκη από την προτεινόμενη μεταβίβαση μεριδίων;

Η απάντηση είναι αρνητική. Οι σχετικές συνθήκες, από το Μάαστριχτ ως τη Λισαβόνα, δεν επιτρέπουν:

- Την εξαγορά ομολόγων ενός κράτους-μέλους από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, κάτι που ουσιαστικά αποκλείει τη χρηματοδότηση των κρατών-μελών από το «κέντρο».
- Τη χρηματοδότηση κράτους-μέλους από άλλο κράτος-μέλος – πρόκειται για την «αρχή της μη συνυπευθυνότητας» (κανόνας του "no bail-out"), η οποία καθιστά το κάθε κράτος-μέλος αποκλειστικά υπεύθυνο για τα χρέη του (σε συνδυασμό και με την προαναφερθείσα απαγόρευση για εξαγορά ομολόγων).

Ως εκ τούτου, όμως, οι Συνθήκες δεν απαγορεύουν μια μεταβίβαση μεριδίων, καθώς, την περίοδο που συντάχθηκαν, κανένας δεν είχε λάβει υπόψη ότι θα μπορούσε να χρειαστεί κάτι τέτοιο. Άρα, δεν χρειάζεται κάποια αναθεώρηση ώστε να πραγματοποιηθεί μια τέτοια μεταβίβαση μεριδίων, παρά μόνο μια απόφαση του

Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, ανεξάρτητα από το αν λάβει ή όχι την επίσημη σύσταση του Ecofin ότι πρόκειται για μια «γενική οικονομική πολιτική της Ένωσης με σκοπό να συνεισφέρει στην επίτευξη των στόχων της» – στους οποίους στόχους περιλαμβάνεται σαφώς η επιβίωση της ευρωζώνης, καθώς και το Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Οικονομικής Ανάκαμψης.

Αντίθετα, και τα δύο παραπάνω σημεία έχουν καταστρατηγηθεί ως αποτέλεσμα της κρίσης. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει εξαναγκαστεί να αγοράσει ομόλογα (έστω και στις δευτερεύουσες αγορές), ενώ οι χορηγήσεις δανείων προς τις χώρες που έχουν πληγεί από την κρίση αποτελούν μια μορφή χρηματοδότησης χρέους μεταξύ κρατών-μελών – κάτι που δεν ισχύει για τη δική μας *μεταβίβαση μεριδίων*.

Ακριβώς η ίδια περιφρόνηση προς τους όρους της Συνθήκης υπαγόρευσε και τη διάταξη που αναφέρει ότι ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας –αν έχει ιδρυθεί έως το 2013– πρέπει να αγοράζει περισσότερα ομόλογα στις πρωτογενείς αγορές και, εφόσον πρόκειται για νεοπαγή θεσμό, προαπαιτεί την τροποποίηση της Συνθήκης, εξέλιξη στην οποία όχι απλώς δεν υπάρχει η παραμικρή εγγύηση ότι θα συναινέσουν όλα τα κοινοβούλια της ευρωζώνης, αλλά και που κινδυνεύει να απορριφθεί από το γερμανικό συνταγματικό δικαστήριο.

Η *μεταβίβαση μεριδίων* που προτείνουμε είναι επομένως μακράν πιο κοντά τόσο στο «πνεύμα», όσο και στο «γράμμα του νόμου», αν συγκριθεί με την παρούσα κατάσταση. Δεν είναι ούτε εξαγορά ομολόγων ούτε κάποια μορφή άμεσης χρηματοδότησης. Εάν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μπόρεσε να δημιουργήσει, βάσει όσων προβλέπονται από τις υπάρχουσες Συνθήκες, ένα χαρτοφυλάκιο από ομόλογα που θα έχουν αγοραστεί στις δευτερεύουσες αγορές, μπορεί να δημιουργήσει ένα ακόμα χαρτοφυλάκιο, στο οποίο θα τοποθετηθούν τα μεταβιβασμένα μερίδια του πρώην δημόσιου χρέους. Αυτά δεν θα είναι νέα ομόλογα, δεν θα είναι ομόλογα που θα έχουν *αγοραστεί* από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, και δεν συνιστούν κανενός είδους δημοσιονομική μεταβίβαση εφόσον τα εξυπηρετούν τα κράτη-μέλη, σε μακροπρόθεσμη βάση και με δημοσιονομικά ουδέτερο τρόπο.

Επομένως, η Πρόταση 1 δεν παραβιάζει τις Συνθήκες, ενώ το αντίθετο συμβαίνει με το πρόγραμμα αγορών ενεργητικού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

Παρομοίως, οι καθαρές εκδόσεις ομολόγων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, που θα τις συγχρηματοδοτήσουν το Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Οικονομικής Ανάκαμψης μαζί με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, δεν αγοράζονται από την ΕΚΤ αλλά θα χρηματοδοτούνται από κεντρικές τράπεζες εκτός ΕΕ και από κρατικά επενδυτικά ταμεία. Ούτε χρειάζεται να εγγυηθούν τα κράτη-μέλη για τα ομόλογα αυτά με τρόπο που να απαιτεί την αποπληρωμή τους από τα χρήματα των φορολογουμένων στην περίπτωση αθέτησης πληρωμής (τουλάχιστον όχι περισσότερο από ό,τι χρειάζεται για τα ομόλογα της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων ή για τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα).

8.4.7 Χρειαζόμαστε έναν κοινό οργανισμό διαχείρισης χρέους;

Θα έπρεπε να υπάρχει ένας κοινός ευρωπαϊκός οργανισμός χρέους που να εκδίδει όλα τα ομόλογα της ευρωζώνης υπό αυστηρούς κανόνες (για παράδειγμα, με συνταγματικές αναθεωρήσεις και όρους ισοσκελισμένων προϋπολογισμών);

Προτείνουμε ότι δεν θα έπρεπε, αφενός διότι κάτι τέτοιο θα ήταν έντονα αποπληθωριστικό, και αφετέρου διότι δεν είναι απαραίτητο ούτε για τη *μεταβίβαση μεριδίων* ούτε για την επίτευξη ενός προγράμματος ευρωπαϊκής ανάκαμψης.

Ας πάρουμε για παράδειγμα την πρόταση του Lorenzo Bini Smaghi, διοικητή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, να δημιουργηθεί ένας ευρωπαϊκός οργανισμός που θα εκδίδει κεντρικά όλα τα κρατικά ομόλογα για λογαριασμό των κρατών-μελών. Αυτή είναι μια ευπρόσδεκτη προσθήκη στη συζήτηση για το ευρωομόλογο, η οποία ήρθε στο προσκήνιο μόνο αφού έγιναν παράλληλες προτάσεις από τον Jean-Claude Juncker, πρόεδρο του Eurogroup (και πρωθυπουργό του Λουξεμβούργου), και τον Giulio Tremonti, υπουργό Οικονομικών της Ιταλίας.

Ωστόσο, η πρόταση του Smaghi περιλαμβάνει και αυστηρό κεντρικό έργο των οικονομικών κάθε κράτους-μέλους. Με δεδομένο ότι η ΕΕ δεν είναι ένα ομοσπονδιακό κράτος, και συνεπώς δεν διαθέτει μια δημοκρατικά υπεύθυνη υπηρεσία διαχείρισης κεφαλαίων, το να επιτραπεί σε έναν κεντρικό οργανισμό διαχείρισης χρέους (πιθανότατα υπό την αιγίδα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής) να θέτει τα όρια δανεισμού των κρατών-μελών θα μπορούσε να αποβεί εξαιρετικά αποπληθωριστικό, ειδικά κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής ύφεσης.

Με δεδομένο ότι η δική μας Πολιτική 1 εισάγει τα ευρωομόλογα ως μέσο χρηματοδότησης μόνο των χρεών που εντάσσονται στο πλαίσιο του Μάαστριχτ, και

η Πολιτική 3 επεκτείνει τη χρήση αυτών των ευρωομολόγων μόνο για επενδυτικά σχέδια που λαμβάνουν κεντρική έγκριση (τόσο με τραπεζικά κριτήρια όσο και με κριτήρια σύγκλισης και ενότητας, τα οποία καθορίζονται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο για την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων), δεν υπάρχει ανάγκη για κεντρικό έλεγχο όλου του δανεισμού. Αν ένα κράτος δανειστεί περισσότερο από το όριο που θέτει το Μάαστριχτ, τότε θα έχει και το δικό του ασφάλιστρο κινδύνου, το οποίο θα καθοριστεί από την αγορά. Οι επενδυτές θα αναλάβουν αυτόν τον κίνδυνο, και δεν θα υπάρχει περαιτέρω συνέχεια.

8.4.8 Θα μπορούσε η υλοποίηση της Πρότασης 1 να προκαλέσει πληθωρισμό;

Μια αντίδραση στην Πρόταση 1 είναι ότι η *μεταβίβαση μεριδίων* που προτείνουμε μπορεί να αποβεί πληθωριστική ή, τουλάχιστον, να επιφέρει πιέσεις στη διεθνή θέση του ευρώ (και, συνεπώς, στην ισοτιμία του ως προς το αμερικανικό δολάριο και άλλα διεθνή νομίσματα).

Η ύπαρξη μεγάλου όγκου χρήματος σε συνδυασμό με την ανεπάρκεια αγαθών μπορεί να προκαλέσει πληθωρισμό ζήτησης. Αλλά αυτό δεν συμβαίνει αν οι αποταμιεύσεις μετατραπούν σε επενδύσεις, εκτός κι αν η οικονομία λειτουργεί ήδη στο επίπεδο της πλήρους παραγωγικής δυναμικότητας, κάτι το οποίο μακράν απέχει από τη σημερινή πραγματικότητα (αρκεί να σκεφτούμε την υψηλή διαρθρωτική ανεργία στη μεγάλη πλειονότητα των κρατών-μελών).

Η έλλειψη πρώτων υλών και οι πιέσεις στο κόστος παραγωγής μπορούν επίσης να προκαλέσουν πληθωρισμό. Αλλά δεν υπάρχει πληθωρισμός κόστους ο οποίος να προκαλείται από την αύξηση των μισθών, ούτε καν στη Γερμανία (όπου οι αυξήσεις στον μέσο μισθό δεν ξεπέρασαν το επίπεδο του 2%). Όπου υπάρχει πληθωρισμός, οφείλεται σε άλλους διαρθρωτικούς ή κερδοσκοπικούς λόγους: διαρθρωτικούς με την έννοια ότι η ζήτηση για καύσιμα από τη γεωργία έχει προκαλέσει αύξηση στις τιμές των τροφίμων, ενώ η ζήτηση τόσο για τρόφιμα όσο και για άλλα αγαθά από τις επιτυχημένες αναδυόμενες οικονομίες έχουν οδηγήσει σε έναν συνδυασμό προληπτικών και κερδοσκοπικών αγορών στις προθεσμιακές αγορές.

Ισχυριζόμαστε ότι μια *μεταβίβαση μεριδίων* ή οι καθαρές εκδόσεις των ευρωομολόγων δεν θα προκαλέσουν πληθωρισμό. Πρώτον, η μεταβίβαση μεριδίων που προτείνουμε θα είναι νομισματικά ουδέτερη για δύο λόγους: δεν θα

απαιτεί αύξηση στην προσφορά χρήματος (αντιθέτως, θα μειώσει τις τωρινές πιέσεις στην προσφορά χρήματος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, καθώς θα αναιρέσει την ανάγκη να αγοράζει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ομόλογα στις δευτερογενείς αγορές), και επιπρόσθετα, θα υπάρχει αυτοχρηματοδότηση (καθώς τα κράτη-μέλη, για λογαριασμό των οποίων θα εκδίδονται τα ευρωομόλογα, θα αναλαμβάνουν το κόστος εξυπηρέτησής τους για τα ευρωομόλογα σε μακροπρόθεσμη βάση).

Δεύτερον, το ζήτημα της μεγάλης ποσότητας των μακροπρόθεσμων ευρωομολόγων θα δημιουργήσει μια εξαιρετικά ρευστή αγορά για τίτλους σε ευρώ και, ως αποτέλεσμα, το ευρώ θα προκαλέσει το αυξανόμενο ενδιαφέρον των κρατικών επενδυτικών ταμείων· δεν αποκλείεται μάλιστα το κοινό νόμισμα της Ευρώπης να εξελιχθεί σε ένα εναλλακτικό αποθεματικό νόμισμα. Με λίγα λόγια, η Πολιτική 1 θα έχει την αντίθετη ακριβώς συνέπεια, καθώς θα ενισχύσει την ελκυστικότητα του ευρώ και των ευρωομολόγων στις διεθνείς αγορές χρήματος. Αντιστρόφως, ένα μείζον και βιώσιμο Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Οικονομικής Ανάκαμψης θα εξασφάλιζε τη συγκράτηση των ανοδικών πιέσεων στο ευρώ.

9. Επίλογος

Το 2011 ήταν για τη χώρα, αλλά και για την υπόλοιπη ευρωπαϊκή περιφέρεια, ένας χρόνος-κόλαφος. Ο φαύλος κύκλος της ύφεσης-χρέους έφτασε ρυθμούς επιτάχυνσης που, αν και απόλυτα προβλέψιμοι δεδομένων των οικονομικών πολιτικών που επιλέχθηκαν από την ευρωπαϊκή ηγεσία, δεν έχουν παρατηρηθεί από τη δεκαετία του 1930.

Η Ερευνητική Μονάδα Οικονομικής Κρίσης όχι μόνο είχε προβλέψει αυτές τις θλιβερές εξελίξεις, αλλά το έκανε με τρόπο επιστημονικά διαφανή και συγκροτημένο. Παράλληλα, παρουσίασε τις εναλλακτικές πολιτικές που θα είχαν αποσοβήσει τη σημερινή καθίζηση η οποία απειλεί πλέον με βαθιά ύφεση ολόκληρη την Ευρώπη.

Είναι ευχή όλων των μελών της Μονάδας Οικονομικής Κρίσης η έκδοσή μας για το 2012 να διαβάζεται με λιγότερη πικρία και χωρίς την απορία που μας διακατέχει σήμερα για τον ανορθολογισμό και μισανθρωπισμό που χαρακτήρισαν την ευρωπαϊκή πολιτική αντιμετώπισης της Κρίσης κατά τη διάρκεια του 2011.

Βιβλιογραφία

Arnold, R.A. (2011). *Macroeconomics*, South-Western Cengage Learning, USA.

Banco de Portugal (2011). "Statistical Bulletin - September 2011", Lisbon, September, in http://www.bportugal.pt/en-US/Estatisticas/PublicacoesEstatisticas/BolEstatistico/BEAnteriores/Lists/LinksLitsItemFolder/Attachments/128/BESet11.pdf.

Belgian Debt Agency (2011). "Review 2010 – 2011 Outlook", Brussels, January, in http://debtagency.be/Pdf/review2010_outlook2011.pdf.

Biau, O. and Girard, E. (2005). "Politique budgétaire et dynamique économique en France: l'approche VAR structurel", *Économie et Prévision*, 169, pp. 1-24.

BIS (2010). "Quarterly Review – International Banking and Financial Markets Developments", Basel, December, in http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1012.pdf.

BIS (2011a). "Quarterly Review – International Banking and Financial Markets Developments", Basel, September, in http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1109.pdf.

BIS (2011b). "81st Annual Report: 1 April 2010 – 31 March 2011", Basel, June, in http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2011e.pdf.

BIS, Committee on the Global Financial System (2011a). "Interactions of sovereign debt management with monetary conditions and financial stability", *CGFS Papers*, No. 42, Basel, May, in http://www.bis.org/publ/cgfs42.pdf.

BIS, Committee on the Global Financial System (2011b). "The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions", *CGFS Papers*, No. 43, Basel, July, in http://www.bis.org/publ/cgfs43.pdf.

Blundell-Wignall, A. and Slovik, P. (2010). "The EU stress test and sovereign debt exposures", *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, No. 4, OECD Financial Affairs Division, in http://www.oecd.org/dataoecd/17/57/45820698.pdf.

Brunnermeier, M., Garicano, L., Lane, P., Nieuwerburg, S.V., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., and Vayanos, D. (2011). *European Safe Bonds: An Executive Summary*, The Euro-nomics Group.

Buiter, W., Rahbari, E., Michels, J. and Giani, G. (2011). "The debt of nations", Global Economics View, Citigroup Global Markets, 7 January, in http://www.nber.org/~wbuiter/DoN.pdf.

Central Bank of Ireland (2011a). "Trends in business credit and deposits: Q2-2011", Information release, 22 September, in http://www.centralbank.ie/polstats/stats/cmab/Documents/2011q2_ie_trends_in_business_credit_and_deposits.pdf.

Central Bank of Ireland (2011b). "Trends in personal credit and deposits: Q2-2011", Information release, 23 September, in http://www.centralbank.ie/polstats/stats/cmab/Documents/2011q2_ie_trends_in_personal_credit_and_deposits.pdf.

Council of the European Union (2011). "Statement by the heads of state or government of the euro area and EU institutions", Brussels, 21 July, in http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/123978.pdf.

Creel, J., Monperrus-Veroni, P., and Saraceno, F. (2007). "Politique budgétaire discrétionnaire en France - Les effets à court et à long terme", in www.cairn.info/revue-economique-2007-5-page-1035.htm.

Darvas, Z., Pisani-Ferry, J. and Sapir, A. (2011a). "A comprehensive approach to the euro area debt crisis", Bruegel Policy Brief, Issue 2011/02, February, in http://aei.pitt.edu/15763/1/110207_A_comprehensive_approach_to_the_euroarea_debt_crisis.pdf.

Darvas, Z., Gouardo, C., Pisani-Ferry, J. and Sapir, A. (2011b). "A comprehensive approach to the euro area debt crisis: Background calculations", Bruegel Working Paper, Issue 2011/05, February, in http://aei.pitt.edu/30421/1/A_comprehensive_approach_to_euro-area_crisis__Background_calculations_%28English%29%5B1%5D.pdf.

de Grauwe, P. (2011). "The governance of a fragile Eurozone", CEPS Working Document, No. 346, May, in http://www.ceps.be/book/governance-fragile-eurozone.

Durden, T. (2011). "The 'EURECA' moment", in http://www.zerohedge.com/news/eureca-moment.

ECB (2011a). "Monthly Bulletin – February 2011", Frankfurt am Main, 2011, in http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201102en.pdf.

ECB (2011b). "Monthly Bulletin – October 2011", Frankfurt am Main, 2011, in http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201110en.pdf.

ECB (2011c). "Financial Stability Review – June 2011", Frankfurt am Main, 2011, in http://www.ecb.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201106en.pdf?f75da257fd8035dbc546220babd7d18a.

EU/IMF (2011). "Programme of Financial Support for Ireland", 28 July, in http://www.finance.gov.ie/documents/publications/other/2011/EU%20imf/EUimfJul2011.pdf.

Euro Summit Statement, Brussels, 26 October 2011, in http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/125644.pdf.

European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2011a). "The Economic Adjustment Programme for Ireland", Occasional Papers 76, Brussels, February, in http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2011/pdf/ocp76_en.pdf.

European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2011b). "The Economic Adjustment Programme for Portugal", Occasional Papers 79, Brussels, June, in http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2011/pdf/ocp79_en.pdf.

European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2011c). "The Economic Adjustment Programme for Greece – 4th Review – Spring 2011", Occasional Papers 82, Brussels, July, in http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2011/pdf/ocp82_en.pdf.

European Council 24/25 March 2011, Conclusions, Brussels, 20 April 2011, in http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/120296.pdf.

Federal Public Service Finance. "Belgian Stability Programme (2011-2014)", in http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nrp/sp_belgium_en.pdf.

Galbraith, J.K. (2011). "Is the federal debt unsustainable?", Policy Note, Levy Economics Institute of Bard College, 2011/2, in http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_11_02.pdf.

Giordano, R., Momigliano, S., Neri, S. and Perotti, R. (2007). "The effects of fiscal policy in Italy: Evidence from a VAR model", *European Journal of Political Economy*, 22 (3), pp. 707-733.

Gros, D. and Mayer, T. (2011). "Refinancing the EFSF via the ECB", CEPS Commentary, Economic policy.

IGCP (Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público) (2011). "Monthly Bulletin – May 2011", Lisbon, May 2011, in http://www.igcp.pt/fotos/editor2/2011/Boletim_Mensal/05BolMensal.pdf.

IMF (2010a). "Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding and Systemic Liquidity", World Economic and Financial Surveys, Washington D.C., October, in http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/text.pdf.

IMF (2010b). "Greece: Staff Report on Request for Stand-By Arrangement", Washington D.C., May, in http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10110.pdf.

IMF (2011a). "Global Financial Stability Report: Grappling with Crisis Legacies (summary version)", World Economic and Financial Surveys, Washington D.C., September, in http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/02/pdf/text.pdf.

IMF (2011b). "Portugal: Request for a Three-Year Arrangement under the Extended Fund Facility", Washington D.C., June, in http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11127.pdf.

Irish Department of Finance (2011a). "Ireland – Stability Programme Update", April, in http://www.finance.gov.ie/documents/publications/reports/2011/spuirelandapr2011.pdf.

Irish Department of Finance (2011b). "The Irish Economy in Perspective", June, in http://www.finance.gov.ie/documents/publications/economicstatsetc/irisheconomyjune2011.pdf.

Juncker, J.C. and Tremonti, G. (2010). "E-bonds would end the crisis", in www.ft.com/cms/s/0/540d41c2-009f-11e0-aa29-00144feab49a.html.

Krimpas, G.E. (2010). "The recycling problem in a currency union", Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 595, in http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_595a.pdf.

Ministerio de Economia y Hacienda (2011a). "Stability Programme – Spain – 2011-2014", Madrid, April, in http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nrp/sp_spain_en.pdf.

Ministerio de Economia y Hacienda (2011b). "Private indebtedness: Some highlights", Madrid, June, in http://www.thespanisheconomy.gob.es/SiteCollectionDocuments/en-gb/Financial%20Sector/110629_Private_debt.pdf.

Ministerio de Economia y Hacienda (2011c). "Spanish Economic Report – July-August 2011", Madrid, August, in http://www.thespanisheconomy.gob.es/SiteCollectionDocuments/en-gb/Economic%20Outlook/110927_Monthly_bulletin_August.pdf.

Ministero dell'Economia e delle Finanze (2010). "Combined report on the economy and public finance for 2010", Rome, May, in http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/analisi_progammazione/documenti_programmatici/RUEF_en_xissn_on-linex_PROTETTO.pdf.

Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro (2011a). "Outstanding of public securities – breakdown by maturity (Update on May 31 2011)", Rome, June, in http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/debito_pubblico/scadenze_titoli_suddivise_per_anno/Outstanding_public_securities_31-05-2011_GPO.pdf.

Ministero dell'Economia e delle Finanze (2011b). "Update of the 2011 economic and financial document", Rome, September, in http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/analisi_progammazione/documenti_programmatici/Nota_DEF_eng_xissn_on-linexPROTETTOx.pdf.

Perotti, R. (2004). "Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries", in http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/ecbimop/fpoecd.pdf.

Research on Money and Finance (2010a). "Eurozone crisis: Beggar thyself and thy neighbour", RMF Occasional Report, March, in http://www.researchonmoneyandfinance.org/media/reports/eurocrisis/fullreport.pdf.

Research on Money and Finance (2010b). "The eurozone between austerity and default", RMF Occasional Report, September, in http://www.researchonmoneyandfinance.org/media/reports/RMF-Eurozone-Austerity-and-Default.pdf.

Ricardo, D. (1817). *On the Principles of Political Economy and Taxation*, London: J. Murray.

Roland Berger Strategy Consultants (2011). "EURECA project: Hellenic Recovery Fund – a solution for Greece and Europe", in http://www.scribd.com/doc/66673369/Roland-Berger-EURECA-Project-20110927.

Soros, G. (2011). "How to stop a second great depression", in http://www.georgesoros.com/articles-essays/entry/how_to_stop_a_second_great_depression.

Varoufakis, Y. (2011a). *The Global Minotaur: America, the True Origins of the Financial Crisis and the Future of the World Economy*, Zed Books.

Varoufakis, Y. (2011b). "Toxic eurobonds that divide versus benign eurobonds that

bind", in http://yanisvaroufakis.eu/2011/01/06/toxic-eurobonds-that-divide-versus-benign-eurobonds-that-bind/.

Varoufakis, Y., Halevi, J. and Theocarakis, N. (2011). *Modern Political Economics: Making Sense of the post-2008 World*, Routledge.

Varoufakis, Y. and Holland, S. (2011). "A modest proposal for overcoming the euro crisis", Policy Note, Levy Economics Institute of Bard College, 2011/3, in http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_11_03.pdf.

Verhofstadt, G. (2011). "Only a finance minister and full fiscal union will do", in http://www.ft.com/intl/cms/s/0/0b9a9f04-e61b-11e0-960c-00144feabdc0.html.

Βαρουφάκης, Γ. (2011). *Κρίσης Λεξιλόγιο: Οι Οικονομικοί Όροι που μας Καταδυναστεύουν*, Αθήνα: Ποταμός.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και Νομισματικών Υποθέσεων (2010). «Το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής για την Ελλάδα», Occasional Papers 61, Brussels, June, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/pdf/ocp61_el.pdf.

«Μνημόνιο Συνεννόησης για τις Συγκεκριμένες Προϋποθέσεις Οικονομικής Πολιτικής», 3η επικαιροποίηση, 11 Φεβρουαρίου 2011, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/e3/e0/8c/e3e08cdd8784725dcf865146739c7c1addb67975/application/pdf/MoU_+25_2_2011.pdf.

Mankiw, G. and Taylor, M.P. (2010). *Αρχές Οικονομικής Θεωρίας*, τόμ. 2: *Συμπλήρωμα για τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009*, Αθήνα: Gutenberg.

Υπουργείο Οικονομικών, Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Γενική Διεύθυνση Θησαυροφυλακίου και Προϋπολογισμού (2011). «Κρατικός Προϋπολογισμός 2011 – Πορεία Εκτέλεσης – Αριθμός Δελτίου: 10», Αθήνα, Οκτώβριος, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση http://www.minfin.gr/content-api/f/binaryChannel/minfin/datastore/8e/80/9b/8e809bcc452d5f4fbb2d120a8552a69f3cb0a82f/application/pdf/%CE%94%CE%95%CE%9B%CE%A4%CE%99%CE%9F__10_21-11-2011.pdf.







ISBN: 978-960-9571-29-6