

Κυριακή 27 Νοεμβρίου 2011

Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ • 7

ΔΕΥΤΕΡΗ ΣΕΛΙΔΑ

ΘΕΜΑ

ΕΠΙΚΑΙΡΟΤΗΤΑ

ΚΟΣΜΟΣ

ΓΝΩΜΕΣ

Η κρίση στην Ευρωζώνη, αίτια και προοπτικές

Η Ευρωζώνη και το ευρώ αντιμετωπίζουν τους τελευταίους μήνες την κλιμακούμενη αμφισβήτηση των αγορών, η οποία σήμερα πια έχει εξελιχθεί σε πρόκληση επιβίωσης. Ένα σπουδαίο, για τους λαούς της Ευρώπης, πείραμα ευρωπαϊκής ενοποίησης, συλλογικής δράσης και κοινής προοπτικής, φυλλορροεί, ξεθωριάζει και κινδυνεύει να μετατραπεί σε ένα τεράστιο αποσταθεροποιητικό μηχανισμό των ευρωπαϊκών κοινωνιών και της ευρωπαϊκής και παγκόσμιας οικονομίας.

Το ενδεχόμενο διάλυσης της Ευρωζώνης, που οι διεθνείς αγορές μέχρι το 2009 είχαν πειστεί απόλυτα ότι δεν υφίσταται παρά μόνο ως θεωρητικό ενδεχόμενο, βρίσκεται σήμερα προ των πυλών. Ήδη, οι αγορές διαμορφώνουν καθημερινά επιτόκια δανεισμού για τις χώρες της Ευρωζώνης σαν να έχει ήδη συντελεστεί η επιστροφή τους στα νομίσματά τους. Αυτή η εξέλιξη θέτει σε κίνδυνο ακόμα και την υλοποίηση των αποφάσεων του Συμβουλίου Κορυφής της 26ης και 27ης Οκτωβρίου για την Ελλάδα, διότι δεν είναι πια βέβαιο ότι οι απαιτούμενοι ευρωπαϊκοί πόροι είναι διαθέσιμοι.

Μέχρι και το 2009, τα spreads των δεκαετών κρατικών ομολόγων των κρατών-μελών της Ευρωζώνης έναντι των αντιστοίχων της Γερμανίας, παρέμεναν σε πολύ χαμηλά επίπεδα, πολύ κάτω των 200 μονάδων βάσης, που αποτελούσε και βασικό κριτήριο ένταξης στην Ευρωζώνη. Το τελευταίο διάστημα, τα spreads έχουν απογειωθεί. Εννέα χώρες της Ευρωζώνης έχουν spreads δεκαετών ομολόγων έναντι των γερμανικών (το απόλυτο ύψος των οποίων μειώθηκε στο 1,79%, στο μισό του ύψους τους πριν από την κρίση) υψηλότερα των 200 μονάδων βάσης, δύο είναι πολύ κοντά στους 200 πόντους και μόνο δύο (Ολλανδία, Φινλανδία) ικανοποιούν το παραπάνω κριτήριο και αυτό παρά τις συνεχείς παρεμβάσεις της ΕΚΤ στις αγορές ομολόγων.

Παράλληλα, ένας αυξανόμενος αριθμός κρατών-μελών της Ευρωζώνης δεν μπορεί πια να δανειστεί στις διεθνείς αγορές, ούτε τα ίδια τα κράτη ούτε οι τράπεζες ούτε οι επιχειρήσεις τους. Η ευρωπαϊκή διατραπεζική αγορά δυσλειτουργεί και οι ευρωπαϊκές τράπεζες, πιεζόμενες να βελτιώσουν τους δείκτες κεφαλαιακής τους επάρκειας, προχωρούν σε σημαντική απομόχλευση των δανείων τους. Όλα τα παραπάνω προκαλούν στην Ευρώπη πιστωτική ασφυξία που φέρνει τελικά μεγάλη ύφεση, απειλώντας να οδηγήσουν την Ευρωζώνη σε βαθιά και παρατεταμένη κρίση, τα προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής σε αποτυχία και τον υπόλοιπο κόσμο σε σοβαρή οικονομική καχεξία, διότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες αποτελούν τον βασικό χρηματοδότη του υπόλοιπου κόσμου και κυρίως της Ανατολικής Ευρώπης.

Είναι αδύνατο να δεχθούμε ότι τα προβλήματα της Ελλάδας, του 2,3% του ΑΕΠ της Ευρωζώνης, του 3,7% του συνολικού εξωτερικού χρέους της Ευρωζώνης και του 4,2% του συνολικού κυβερνητικού χρέους της Ευρωζώνης, δεν θα μπορούσαν να έχουν αντιμετωπιστεί εγκαίρως και αποφασιστικά από την πολιτική ελίτ της Ευρώπης αν διέθετε πολιτική βούληση και ξεκάθαρη ευρωπαϊκή στρατηγική.

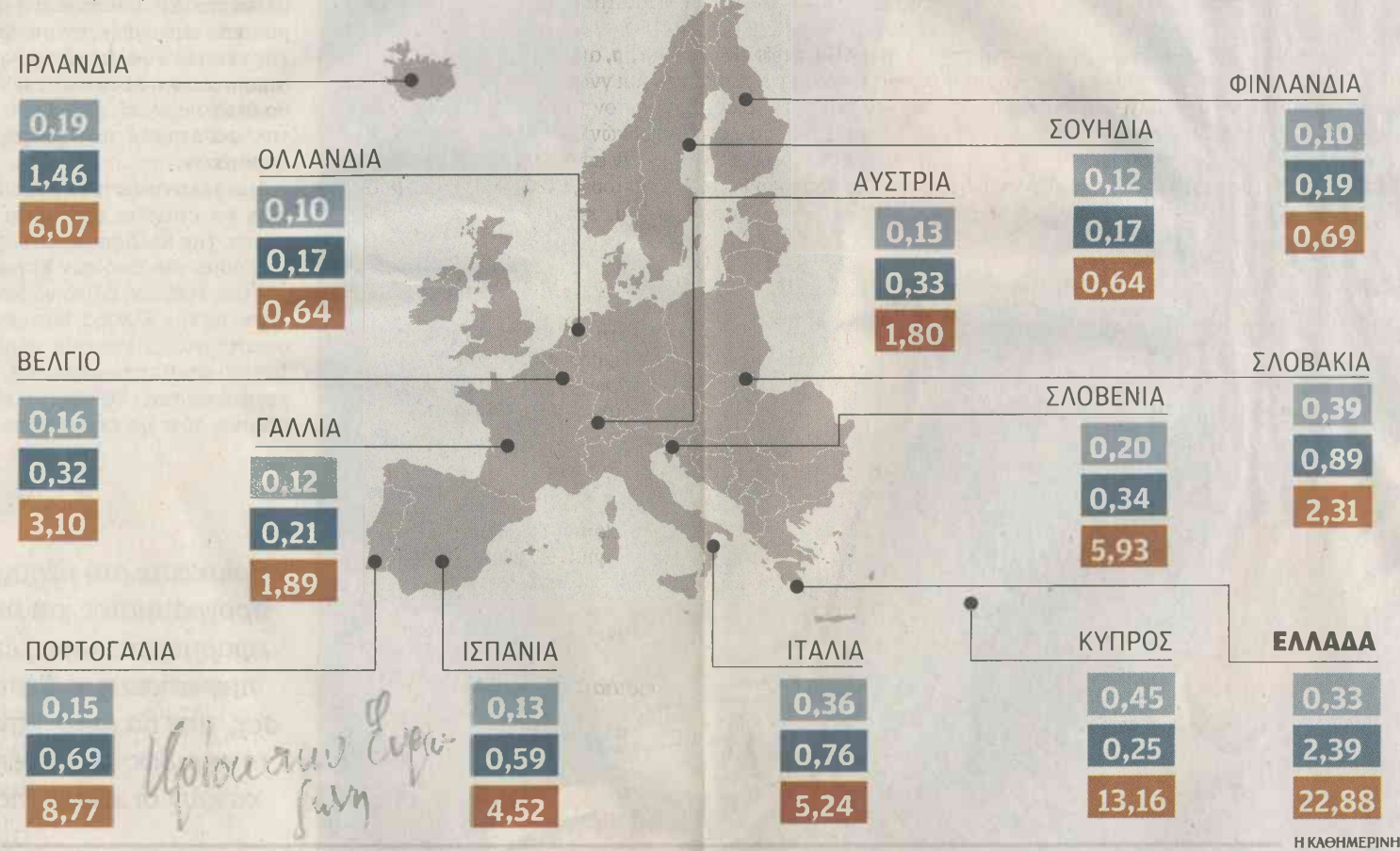
Οι μακροοικονομικές συνθήκες

Επίσης, δεν μπορεί κάποιος καλοπροαίρετος αναλυτής να αποδώσει την κρίση στις μακροοικονομικές συνθήκες της Ευρωζώνης. Το εκτιμώμενο δημοσιονομικό έλλειμμα της Ευρωζώνης προσεγγίζει το 4,7% το 2011, έναντι 9,5% στο Ηνωμένο Βασίλειο, 10% στις Ηνωμένες Πολιτείες και 9,6% στην Ιαπωνία, ενώ ο λόγος δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ προσεγγίζει το 87% στην Ευρωζώνη το 2011, έναντι 84% στο Ηνωμένο Βασίλειο, 98,3% στις Ηνωμένες Πολιτείες και 236% στην Ιαπωνία, την αντιστοίχη περίοδο. Δηλαδή, η δημοσιονομική κατάσταση της Ευρωζώνης εμφανίζεται σήμερα στο σύνολό της καλύτερη των άλλων μεγάλων χωρών και παρά ταύτα είναι η μόνη που αντιμετωπίζει ταυτόχρονη δημοσιονομική, οικονομική και χρηματοοικονομική κρίση.

Επιπλέον, η Ευρωζώνη διατηρεί πλεονασματικό εξωτερικό εμπορικό ισοζύγιο, σε αντίθεση με τις Ηνωμένες Πολιτείες και τη Μεγάλη Βρετανία, που το αντίστοιχο ισοζύγιό τους είναι ελλειμματικό. Αρα, είναι δύσκολο να τεκμηριωθεί με συμβατικά κριτήρια ότι η Ευρωζώνη στο σύνολό της δεν είναι παγκοσμίως ανταγωνιστική. Επιπρόσθετα, το εξωτερικό χρέος της Ευρωζώνης το πρώτο τρίμηνο του 2011 ήταν 1,6 φορές του ΑΕΠ της Ευρωζώνης, έναντι 5,75 φορές της Μεγάλης Βρετανίας, 1,40

Διαφορές ευρωπαϊκών επιτοκίων

10ετών ομολόγων σε σχέση με τα γερμανικά



Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ

φορές των Ηνωμένων Πολιτειών και 0,66 της Ιαπωνίας. Είναι φανερό ότι, η εξωτερική εξάρτηση της Ευρωζώνης για κεφάλαια και χρηματοδότηση κυμαίνεται στο επίπεδο των Ηνωμένων Πολιτειών και είναι σημαντικά μικρότερη αυτής της Μεγάλης Βρετανίας.

Τίθεται τότε το ερώτημα: τι έχει πάει τόσο λάθος στην Ευρωζώνη; Γιατί οι πολιτικές σκληρής δημοσιονομικής προσαρμογής και λιτότητας που υλοποιούνται σε μια σειρά από κράτη-μέλη, η μονοδιάστατη πολιτική στόχευσης της ΕΚΤ στην επίτευξη σταθερότητας τιμών, και οι μέχρι σήμερα θεσμικές παρεμβάσεις σε επίπεδο Ευρωζώνης δεν έχουν πείσει τις διεθνείς αγορές και η κρίση βαθαινει αντί να αμβλύνεται;

Πέντε στρατηγικά λάθη

Εκτιμώ, ότι η Ευρωζώνη και η πολιτική ελίτ που τη διοικεί έχουν διαπράξει πέντε στρατηγικά λάθη:

1 Εμμένει με ευθύνη της Γερμανίας σε μονομερείς πολιτικές, κυρίως έντονες και βίαιες δημοσιονομικές προσαρμογής και εσωτερικής υποτίμησης, με μείωση πραγματικών μισθών στην περιφέρεια της Ευρωζώνης, χωρίς αυτές οι πολιτικές να συνοδεύονται από αναπτυξιακές πρωτοβουλίες, χαλαρότερη νομισματική πολιτική, συμμετρικές πολιτικές εσωτερικής ανατίμησης στον Βορρά (με τόνωση της εγχώριας ζήτησης και μεγαλύτερο πληθωρισμό) και ριζοσπαστικότερες πρωτοβουλίες περαιτέρω ενοποίησης της Ευρωζώνης και ενίσχυσης των συλλογικών θεσμών δημοσιονομικής διαχείρισης και δανεισμού. Οι παραπάνω επιλογές έχουν δημιουργήσει ύφεση και ανεργία, ανασφάλεια και δυσλειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου στην Ευρώπη.

Σε αντίθεση, στη Γερμανία τα επιτόκια και τα spreads μειώνονται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, η ανεργία περιορίζεται και η οικονομική ανάπτυξη παραμένει θετική. Η Γερμανία, η μόνη ωφελημένη από την πρόσφατη κρίση, φαίνεται να αγνοεί το γεγονός ότι, η πιθανή κατάρρευση της Ευρωζώνης θα οδηγήσει σε γιγάντια ανατίμηση του μάρκου, κυρίως λόγω των εισροών κεφαλαίων, που θα καταστρέφει την εξαγωγική δυναμική της Γερμανίας, ενώ η ύφεση στην περιφέρεια της Ευρώπης θα μειώνει σημαντικά τη ζήτηση για γερμανικά προϊόντα (1/3 των εξαγωγών της Ευρωζώνης στο ενδο-ευρωπαϊκό εμπόριο των 27 χωρών αποτελούν οι εξαγωγές της Γερμανίας).

2 Η άρνηση υιοθέτησης, κυρίως από τη Γερμανία, της βασικής αρχής λειτουργίας των άλλων μεγάλων χωρών εκτός Ευρωζώνης, δηλαδή ότι η Κεντρική Τράπεζα, η ΕΚΤ, αποτελεί τον δανειστή έσχατης ανάγκης για τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης σε περιόδους κρίσεως και έμμεσα τον εγγυητή της ονομαστικής αξίας των κρατικών ομολογιακών εκδόσεων σε

εγχώριο νόμισμα. Αυτή η διαφορά, η απεμπόληση αυτού του σημαντικού εργαλείου, αποτελεί βασικό αποσταθεροποιητικό παράγοντα την τρέχουσα περίοδο στην Ευρωζώνη, τροφοδοτώντας την κερδοσκοπία και την κρίση. Η αποδοχή αυτής της αρχής δεν σημαίνει πληθωριστική χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, ούτε αναστολή των προγραμμάτων δημοσιονομικής εξυγίανσης, αλλά αποτελεί την πυρηνική βόμβα που όλοι (και οι κερδοσκόποι) ξέρουμε ότι υπάρχει, αλλά δεν θα χρησιμοποιηθεί ποτέ, παρά μόνο σε περίπτωση έσχατης ανάγκης, όπως η τρέχουσα περίοδος στην Ευρωζώνη.

Η ζωή αποδεικνύει ότι, σε περιβάλλον ανοικτών αγορών και παγκοσμιοποίησης, μηδενικός ή χαμηλός πιστωτικός κίνδυνος και χαμηλά επιτόκια για τις εκδόσεις του Δημοσίου δεν προκύπτουν μόνο από τη δημοσιονομική

Γιατί η Ευρωζώνη, με καλύτερα μακροοικονομικά στοιχεία σε σύγκριση με τις υπόλοιπες μεγάλες χώρες, είναι η μόνη σε βαθιά και διευρυνόμενη κρίση;

πειθαρχία, τη λιτότητα και τη νομισματική σταθερότητα, καθώς και από τη θεωρητικά απεριόριστη ικανότητα του κράτους να φορολογεί και να μειώνει δαπάνες. Αυτή η λανθασμένη, κατά τη γνώμη μου, προσέγγιση, είναι η βασική ειδοποιός διαφορά, που εξηγεί γιατί η Ευρωζώνη, με καλύτερα μακροοικονομικά στοιχεία σε σύγκριση με τις υπόλοιπες μεγάλες χώρες, είναι η μόνη σε βαθιά και διευρυνόμενη κρίση. Γιατί δεν ανησυχεί κανείς όταν η FED, η Τράπεζα της Αγγλίας, η Τράπεζα της Ιαπωνίας, αγοράζουν καθημερινά δισεκατομμύρια κρατικών ομολόγων και άλλων χρηματοπιστωτικών κινητών αξιών στις διεθνείς και εγχώριες δευτερογενείς αγορές, ενώ όταν η ΕΚΤ εμπλέκεται σε παρόμοιες και περιορισμένες έκτασες παρεμβάσεις στις αγορές αποτελεί έγκλημα καθοσίωσης; Γιατί όταν οι παραπάνω κεντρικές τράπεζες διαμορφώνουν τη νομισματική πολιτική, με βάση όχι μόνο τον πληθωρισμό, αλλά και τις συνθήκες στην πραγματική οικονομία και τις κεφαλαιαγορές, η ΕΚΤ να παραμένει με τα χέρια δεμένα, σε μια περίοδο που η κερδοσκοπία οργιάζει και η ευρωπαϊκή οικονομία οδεύει σε βαθιά ύφεση με τις κεφαλαιαγορές σε κρίση;

3 Στο πρώτο στάδιο της ελληνικής κρίσης, η πολιτική ελίτ της Ευρώπης διαβεβαίωσε τις διεθνείς αγορές ότι οι ιδιώτες επενδυτές δεν θα συμμετάσχουν στο κόστος δη-

μοσιονομικής προσαρμογής. Παρά τις παραπάνω διαβεβαιώσεις και παρά τις έντονες αντιδράσεις της ΕΚΤ που διαφωνεί με την πολιτική κουρέματος των κρατικών υποχρεώσεων, τους τελευταίους μήνες, κυρίως η Γερμανία επέβαλε αρχικά την εθελοντική συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στη ρύθμιση του ελληνικού χρέους, μετά απαίτησε τη μεγαλύτερη συμμετοχή με το νέο PSI και πρόσφατα απειλεί με υποχρεωτική συμμετοχή και σημαντικό κούρεμα της ονομαστικής αξίας των κρατικών ομολόγων, που σημαίνει πιστωτικό γεγονός ή και χρεοκοπία, αν οι εξελίξεις λάβουν ανεξέλεγκτη πορεία.

Φθάσαμε στο έσχατο σημείο παραλογισμού, να συζητάμε σοβαρά ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες θα πρέπει να αποτιμήσουν τα ομόλογα των κρατών-μελών της Ευρωζώνης στο χαρτοφυλάκιό τους στις τρέχουσες, σοβαρά υποτιμημένες λόγω κερδοσκοπίας τιμές και να εγγράψουν τις ζημιές για να επανακεφαλαιοποιηθούν εν συνεχεία από τα ίδια τα κράτη-μέλη!

Η αποδοχή του κουρέματος της ονομαστικής αξίας των ομολόγων του Δημοσίου στην κατοχή των ιδιωτών επενδυτών, ως μέρος της λύσης, μετέτρεψε το αδιανόητο για δεκαετίες στην Ευρώπη σε πραγματικότητα, το χρέος των κρατών-μελών της Ευρωζώνης υποβιβάστηκε στο επίπεδο του εταιρικού χρέους, όσον αφορά τη μεταχείρισή του από τις διεθνείς και εγχώριες αγορές. Ο πιστωτικός κίνδυνος για τις χώρες της Ευρωζώνης γιγαντώθηκε, η φερεγγυότητα του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος υπονομεύθηκε, η κερδοσκοπία απέκτησε νέα πνοή και περιεχόμενο, το κόστος δανεισμού των χωρών της Ευρωζώνης εκτοξεύθηκε στα ύψη και η «μόλυνση», η «μετάσταση» επεκτάθηκε σε όλες σχεδόν τις χώρες της Ευρωζώνης, ακόμα και σ' εκείνες χωρίς σοβαρά δημοσιονομικά προβλήματα. Παράλληλα, οι προοπτικές κοινωνικής και αναπτυξιακής πολιτικής υπονομεύονται για χρόνια, διότι οι χώρες θα πληρώνουν στις αγορές υπέρογκα ποσά σε τόκους, που θα μπορούσαν εναλλακτικά να κατευθυνθούν στην ανάπτυξη και την κοινωνική πολιτική. Με τέτοιες ιδεολογικές αγκυλώσεις, μετατρέψαμε τις χώρες και τις τράπεζές μας σε επενδυτικούς λεηρούς και τις αντίστοιχες εκδόσεις ομολόγων σε τοξικά προϊόντα.

4 Αδυναμία αποφασιστικής αντιμετώπισης της διεθνούς κερδοσκοπίας που έχοντας τόσο εύκολους και προβλέψιμους αντιπάλους απέναντί της, οργιάζει κατά της Ευρωζώνης, με εύκολα και μεγάλα κέρδη μέχρι σήμερα και αδηφάγο διάθεση και απίληστια για περισσότερα. Η ανεπάρκεια των μέτρων πολιτικής είναι τέτοια, που φθάσαμε στο έσχατο σημείο οι ευρωπαϊκές τράπεζες να ανταγωνίζονται με δημόσιες δηλώσεις τους ποιες έχουν λιγότερα ομόλογα χωρών της Ευρωζώνης στα χαρτοφυλάκιά τους ή ποιες τράπεζες

έχουν καλύψει με παράγωγα τον παραπάνω κίνδυνο, οι οίκοι αξιολόγησης με επιθετικές υποβαθμίσεις των κρατών-μελών τροφοδοτούν την κερδοσκοπία και η ΕΚΤ σε περίοδο τόσο μεγάλης κρίσης, δεσμευμένη θεσμικά σ' ένα μονοδιάστατο ρόλο νομισματικής σταθερότητας, να αδυνατεί να κάνει χρήση του πυρηνικού οπλοστασίου και να «κάψει» τις κερδοσκοπικές τοποθετήσεις.

Σ' αυτό το αβέβαιο περιβάλλον, σταδιακά περιορίζονται ανησυχητικά οι επενδυτές εκτός Ευρώπης που αγοράζουν εκδόσεις χρέους της Ευρωζώνης, ενώ παραδοσιακοί θεσμικοί επενδυτές ρευστοποιούν τις θέσεις τους, ή τις καλύπτουν με παράγωγα και άλλοι ανοίγουν θέσεις short στα ομόλογα της Ευρωζώνης, οδηγώντας τα επιτόκια στα ύψη. Επιπλέον, οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου της Ευρωζώνης δυσλειτουργούν σοβαρά, η κυκλοφορία της ρευστότητας και της εθνικής αποταμίευσης περιορίζεται σε τοπικό επίπεδο, υπονομεύοντας την ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά, τις αναπτυξιακές προοπτικές της Ευρωζώνης και την ευρύτερη σταθερότητα του συστήματος.

5 Η Ευρωζώνη καθυστέρησε σημαντικά να θωρακίσει τη θεσμική της διάρθρωση στην κατεύθυνση της μεγαλύτερης και ταχύτερης ενοποίησης. Όλες οι πρωτοβουλίες που ανέλαβε, π. χ. η δημιουργία του EFSF και του ESM και η προικοδότησή τους με κεφάλαια, δεν έπεισαν και σήμερα, ακόμα και το EFSF έχει δυσκολία να δανειστεί στις αγορές. Η έξοδος της Ευρωζώνης από την κρίση σήμερα απαιτεί να κάνει η ΕΚΤ προσωρινά χρήση, άμεσα ή έμμεσα, του πυρηνικού όπλου της σημαντικής έκδοσης χρήματος, έτσι ώστε να δοθεί ο απαιτούμενος χρόνος για την υλοποίηση της δημοσιονομικής προσαρμογής στα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης, καθώς και των απαιτούμενων θεσμικών μεταρρυθμίσεων, προς την κατεύθυνση της δημοσιονομικής ενοποίησης και πειθαρχίας χωρίς αποσταθεροποίηση και κοινωνικές εντάσεις. Παράλληλα, να τροποποιηθεί η Συνθήκη της Λισσαβώνας, έτσι ώστε να υπάρξουν: α) Θεσμική επιβολή στα κράτη-μέλη της αυστηρής δημοσιονομικής πειθαρχίας, β) ένα αποτελεσματικό και αυστηρό σύστημα εποπτείας και κυρώσεων για κράτη-παραβάτες των συμφωνιών και των υποχρεώσεων, ακόμα και με πρόβλεψη για απομάκρυνση μιας χώρας από την Ευρωζώνη, γ) ένα κεντρικό σύστημα χρηματοδότησης των ευρωπαϊκών χωρών, μέσω της έκδοσης ευρωομολόγων και τη δημιουργία Ευρωπαϊκού Υπουργείου Οικονομικών (στο πλαίσιο της πρόσφατης πρότασης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής), δ) κεντρική τιμολόγηση των πιστωτικών κινδύνων ανά κράτος-μέλος με διαφορετικό κόστος δανεισμού για την κάθε μία, ενώ τα κράτη-μέλη που αποκλίνουν από τη δημοσιονομική πειθαρχία να πληρώνουν σοβαρό premium για να δανειστούν από το Κεντρικό Ευρωπαϊκό Υπουργείο Οικονομικών, ε) ένα ευρύ επιθετικό πρόγραμμα επενδύσεων, μεταρρυθμίσεων και απελευθέρωσης των αγορών στην Ευρώπη, ώστε να γίνει πιο ανταγωνιστική και με σοβαρές παραγωγικές δομές και ρόλο στην παγκόσμια οικονομία και στ) σοβαρή ενίσχυση των πόρων του EFSF και του ESM και διεύρυνση των δυνατοτήτων τους για αγορά κινητών αξιών, έτσι ώστε να μετατραπεί σε μηχανισμό αποτροπής και διαχείρισης κρίσεων και κερδοσκοπικών επιθέσεων, μειώνοντας σταδιακά το ρόλο της ΕΚΤ για δανεισμό έσχατης ανάγκης σ' αυτό τον τομέα (το πυρηνικό όπλο, όμως, της ΕΚΤ πρέπει να υπάρχει γιατί λειτουργεί αποτρεπτικά).

Τέλος, ανησυχητικές είναι οι συμπεριφορές ηγετών της Ευρώπης, που διολισθαίνουν καθημερινά σε ακρότητες, θίγοντας, ενίοτε βάναυσα, την εθνική αξιοπρέπεια λαών, διευρύνοντας τις ανισότητες, τροφοδοτώντας τον εθνικισμό και τη σταδιακή αναβίωση εθνικών συγκρούσεων και ιστορικών διαφορών, μετατρέποντας τη θεραπεία σε τιμωρία. Αντί για πορεία περαιτέρω σύγκλισης στην Ευρωζώνη, λειτουργούν ήδη μηχανισμοί απόκλισης και αποσταθεροποίησης από το όραμα της ενιαίας Ευρώπης. Οι ισχυρές σε μια συγκεκριμένη ιστορική συγκυρία χώρες δεν έχουν ούτε πολιτική ανάγκη, ούτε όμως και το ηθικό δικαίωμα, να λειτουργούν με σκληρότητα απέναντι σε δυσπραγούντες λαούς, ακόμη κι όταν εκείνοι δοκιμάζονται για πραγματικά σφάλματα και αδυναμίες τους.

* Ο κ. Νικόλαος Β. Καραμούζης είναι καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, αναπληρωτής διευθύνων σύμβουλος Ομίλου Eurobank EFG.