

αγωγή αφορά τη νομοθεσία που διέπει τη συμβολή της Γερμανίας στην ελληνική διευκόλυνση και υποστηρίζει ότι η συμμετοχή της Γερμανίας συνιστά παραβίαση της γερμανικής Βασικής Νομοθεσίας (του συντάγματος), συγκεκριμένα του συνταγματικού δικαιώματος στην ιδιοκτησία (άρθρο 14 του γερμανικού συντάγματος) και άλλων θεμελιωδών συνταγματικών αρχών, όπως η αρχή της δημοκρατίας και του κοινωνικού κράτους (άρθρα 20, 23 και 28 του γερμανικού συντάγματος). Η δεύτερη προσφυγή ενώπιον του Συνταγματικού Δικαστηρίου, από μέλος του γερμανικού κοινοβουλίου, βασίζεται στο επιχείρημα ότι οι νόμοι που διέπουν τη συμμετοχή της Γερμανίας στην ελληνική διευκόλυνση και στην Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας παραβιάζουν το άρθρο 125 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Πρόκειται για το άρθρο το οποίο είναι γνωστό και ως ρήτρα μη διάσωσης κρατών (no-bail-out clause). Ο ενάγων υποστηρίζει ότι ο συγκεκριμένος νόμος πρέπει να θεωρηθεί ως τροποποίηση των Ευρωπαϊκών Συνθηκών και μπορεί να τεθεί σε ισχύ μόνο εφόσον έχουν τηρηθεί οι απαραίτητες διαδικασίες για τέτοιου είδους τροποποιήσεις σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Ως εκ τούτου, ισχυρίζεται ο ενάγων, το γερμανικό κοινοβούλιο δεν είχε την αρμοδιότητα να εγκρίνει την παροχή εγγυήσεων.

Δεν πρόκειται στο παρόν να εξετάσουμε τη νομική βάση αυτής της ερμηνείας. Το μόνο που θα επισημάνουμε είναι ότι το άρθρο 125 ρητά απαγορεύει στα κράτη-μέλη μόνο να παρέχουν εγγυήσεις για το δημόσιο χρέος άλλων κρατών-μελών, και ακόμη και αυτή η απαγόρευση αναιρείται σε περίπτωση αμοιβαίων χρηματοοικονομικών εγγυήσεων για την από κοινού εκτέλεση ενός συγκεκριμένου έργου το οποίο ορίζεται από το Συμβούλιο. Η απόφαση του δικαστηρίου, όπως συμβαίνει με τις αποφάσεις των ανώτατων δικαστηρίων σε άλλες χώρες, πιθανότατα θα βασιστεί σε πολιτικές ανησυχίες και προβληματισμούς, και όχι στο γράμμα του νόμου.

#### 4. Το μέλλον της Ελλάδας και της ΟΝΕ

##### 4.1 Το χρέος της Ελλάδας δεν είναι βιώσιμο, με ή χωρίς το πακέτο στήριξης

Ως τις αρχές Μαΐου, η Ελλάδα είχε ήδη λάβει 20 δις ευρώ (14,5 δις ευρώ από την ΕΕ και 5,5 δις ευρώ από το ΔΝΤ). Στις 5 Αυγούστου, η ΕΕ και το ΔΝΤ ανακοίνωσαν τη χορήγηση του δεύτερου τμήματος, ύψους 9 δις ευρώ, καθώς η Ελλάδα είχε πετύχει τους στόχους της αρχικής συμφωνίας. Άρα η προσπάθεια εξυγίανσης

στην Ελλάδα θα οδηγήσει σε μείωση του δημόσιου χρέους και στην αποκατάσταση της βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών. Η εξέταση της βιβλιογραφίας σχετικά με επιτυχημένες απόπειρες εξυγίανσης των δημόσιων οικονομικών, όπως στον Καναδά (1994 - 98), στη Σουηδία (1993 - 98) και στη Νέα Ζηλανδία (1990 - 94) ή γενικότερα, υποδηλώνει την ανάγκη προσεκτικής εξέτασης των πραγμάτων. Πρώτον, η κατάσταση σε αυτές τις χώρες όσον αφορά το αρχικό χρέος και έλλειμμα δεν ήταν τόσο δυσμενής. Επιπλέον, σύμφωνα με μελέτες (βλ., π.χ., Ardagna, 2004, Alesina and Ardagna, 2002 και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2007), η προηγούμενη οικονομική ανάπτυξη, ένας χαμηλότερος αρχικός λόγος ελλείμματος/ΑΕΠ και ένας υψηλότερος αρχικός λόγος χρέους/ΑΕΠ αυξάνουν τις πιθανότητες επιτυχίας της εξυγίανσης. Η Ελλάδα πληροί μόνο τη δεύτερη συνθήκη.

Ένα άλλο δίδαγμα που προκύπτει από τις ως άνω μελέτες είναι ότι, για να είναι διαρκής η βελτίωση των δημόσιων οικονομικών, απαιτούνται σημαντικές μεταρρυθμίσεις στο δημόσιο τομέα καθώς και άλλες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, όπως η άρση των διοικητικών περιορισμών, ιδιωτικοποιήσεις, μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας και προϊόντων. Αυτές οι μεταρρυθμίσεις τείνουν να μειώνουν το εύρος της συμμετοχής του Δημοσίου στην οικονομία, μέσω της μείωσης της απασχόλησης, των μισθών και των συντάξεων στον δημόσιο τομέα, καθώς και μέσω μεταβολών στην κυριότητα, στους μηχανισμούς λογοδοσίας και στα κίνητρα. Επίσης, αυξάνουν την ευελιξία της ευρύτερης οικονομίας, το επίπεδο και πιθανόν το ρυθμό αύξησης του δυναμικού προϊόντος. Σε καμία άλλη χώρα της Ευρώπης δεν θα ήταν πιο ενδεδειγμένες αυτές οι αλλαγές από ό,τι στην Ελλάδα.

Ομοίως, η δημοσιονομική εξυγίανση που επιτυγχάνεται κυρίως μέσω της περικοπής των δημοσίων δαπανών και ειδικότερα μέσω της περικοπής των τρεχουσών δημοσίων δαπανών (ιδίως των δημοσίων δαπανών για μισθούς, προμήθειες και συντάξεις) τείνει να διατηρείται πιο αποτελεσματικά από ό,τι η εξυγίανση που επιτυγχάνεται πρωτίστως μέσω της αύξησης της φορολογίας.

Οι όροι του ΔΝΤ περιέχουν μια σειρά μέτρων που θεωρούνται κατάλληλα από την άποψη αυτών των μελετών. Και μέχρι στιγμής η Ελλάδα φαίνεται σχετικά αποφασισμένη να τηρήσει τις δεσμεύσεις της. Αλλά ακόμη και αν υλοποιηθεί στο σύνολό της η πιο περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, και αν η υποχώρηση της ελληνικής οικονομίας δεν είναι εντονότερη από ό,τι αναμένεται, το ακαθάριστο χρέος της γενικής κυβέρνησης θα διαμορφωθεί σε 145 - 150% του ΑΕΠ έως το 2013.<sup>7</sup> Η άποψη ότι θα σταθεροποιηθεί σε αυτό το επίπεδο δεν είναι αληθοφα-

7. Σημείωση των επιμελητών του βιβλίου: Μετά την αναθεώρηση από τη Eurostat το φθινόπωρο του 2020, το ακαθάριστο χρέος της γενικής κυβέρνησης θα διαμορφωθεί σε 155 - 160% του ΑΕΠ έως το 2013.

νής. Οι πληρωμές τόκων για αυτό το ύψος του χρέους θα ανέλθουν σε περίπου 8% του ΑΕΠ, αλλά το πρωτογενές αποτέλεσμα θα είναι πλεονασματικό. Ένα υψηλό χρέος (το οποίο συνοδεύεται από αντίστοιχα υψηλούς τόκους) με μικρά ή αρνητικά πρωτογενή ελλείμματα είναι ακριβώς οι συνθήκες στις οποίες θα ήταν εύλογο για ένα κράτος να κηρύξει αδυναμία εξυπηρέτησης του χρέους του. Καθώς είναι μάλλον απίθανο το ενδεχόμενο εξωτερικής επιβολής ή επιβολής από τρίτους της αναγκαστικής εκτέλεσης συμβάσεων που αφορούν το κράτος, η μόνη πραγματική κύρωση σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων που αφορούν την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους είναι ο προσωρινός αποκλεισμός του εν λόγω κράτους από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές και, πιθανότατα, και από την εγχώρια κεφαλαιαγορά. Όμως, η συλλογική μνήμη των αγορών είναι μάλλον περιορισμένη, και το πρωτογενές δημοσιονομικό αποτέλεσμα θα έχει ισοσκελιστεί έως τότε. Έτσι, σε όρους κόστους-ωφέλειας, η σημερινή αξία του κόστους από την έλλειψη πρόσβασης στις διεθνείς κεφαλαιαγορές κατά πάσα πιθανότητα θα είναι μικρότερη από τους τόκους και το κεφάλαιο του ανεξόφλητου δημόσιου χρέους.

Η πολιτική οικονομία της υιοθέτησης περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής είναι ήδη αρκετά σύνθετη και βεβαρημένη στην Ελλάδα, και η σημερινή εύθραυστη συναίνεση για τη δημοσιονομική εξυγίανση είναι μάλλον απίθανο να διατηρηθεί έως το 2013 και εφεξής. Αυτά τα δεδομένα και η λογική της στρατηγικής αθέτησης των υποχρεώσεων για την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους δεν θα αφήσουν ανεπηρέαστες τις αγορές. Ως εκ τούτου, θεωρούμε πολύ πιθανόν ότι σχετικά σύντομα θα καταστεί αναγκαία η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους της Ελλάδας, συμπεριλαμβανομένης τόσο της παράτασης της διάρκειας όσο και της περικοπής της καθαρής παρούσας αξίας για τους πιστωτές. Η ιδανική στιγμή για μια τέτοια αναδιάρθρωση θα ήταν το Μάιο του 2010, ως προϋπόθεση για την άντληση κεφαλαίων της ΕΕ και του ΔΝΤ από την Ελλάδα. Αντιθέτως, τώρα μια αναδιάρθρωση, αν και εφόσον συμβεί, θα είναι αντίθετη με τη συμφωνία ΔΝΤ/ΕΕ και θα επιφέρει απώλειες κεφαλαίων στους πιστωτές της Ελλάδας από τη Ζώνη του Ευρώ, επειδή τα δάνεια από την ελληνική διευκόλυνση (και από την Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας) συμβαδίζουν (pari passu) με το ανεξόφλητο ελληνικό χρέος (το ΔΝΤ αξιώνει καθεστώς προνομιακού πιστωτή).

#### 4.2 Ο ρόλος του τραπεζικού τομέα

Γιατί η αναδιάρθρωση δεν περιλήφθηκε στην αρχική συμφωνία μεταξύ Ελλάδας και ΔΝΤ/ΕΕ; Η απάντηση είναι ότι η αδυναμία της Ελλάδας να εξυπηρε-

τήσει το δημόσιο χρέος της δεν θα είναι χωρίς κόστος για την υπόλοιπη Ζώνη του Ευρώ. Ο λόγος είναι ότι τη μεγαλύτερη έκθεση στο χρέος του ελληνικού κράτους και των λοιπών δανειοληπτών στην Ελλάδα (δηλ., των ελληνικών τραπεζών) έχουν αναλάβει τράπεζες από τις άλλα κράτη-μέλη της Ζώνης του Ευρώ (βλ. παρακάτω). Οι γαλλικές και γερμανικές αρχές, ειδικότερα, βρίσκονται αντιμέτωπες με το δίλημμα είτε να παράσχουν στήριξη στην Ελλάδα είτε να παράσχουν στήριξη στις τράπεζες των χωρών τους. Από πολιτική άποψη, ούτε η μία ούτε η άλλη επιλογή χρηματοοικονομικής στήριξης θα ήταν δημοφιλής. Ποια επιλογή θα ήταν οικονομικότερη;

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.1, ο οποίος παρουσιάζει κάποια από τα στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών σχετικά με τις ενοποιημένες απαιτήσεις των συμμετεχουσών τραπεζών έναντι του εξωτερικού (με βάση τον τελικό κίνδυνο), ευρωπαϊκές τράπεζες και ιδίως τράπεζες της Ευρωζώνης έχουν σημαντική

Πίνακας 4.1

Απαιτήσεις των ευρωπαϊκών τραπεζών έναντι της Ελλάδας, δις δολ. ΗΠΑ,

Μάρτιος 2010

	4ο Τρίμηνο 2009		1ο Τρίμηνο 2010	
	Σύνολο, δις δολ. ΗΠΑ	% του συνόλου των ευρωπαϊκών τραπεζών	Σύνολο, δις δολ. ΗΠΑ	% του συνόλου των ευρωπαϊκών τραπεζών
Ευρωπαϊκές τράπεζες	193,1		182,6	
Γαλλία	78,8	40,8	71,1	39,0
Ελβετία	3,7	1,9	4,2	2,3
Γερμανία	45,0	23,3	44,2	24,2
Ηνωμένο Βασίλειο	15,4	8,0	11,8	6,4
Ολλανδία	12,2	6,3	11,3	6,2
Πορτογαλία	9,8	5,1	11,7	6,4
Ιρλανδία	8,6	4,5	8,0	4,4
Ιταλία	6,9	3,6	6,8	3,7
Βέλγιο	3,8	2,0	3,7	2,0
Αυστρία	4,8	2,5	5,2	2,8
Ισπανία	1,2	0,6	1,2	0,6
Σουηδία	0,7	0,4	1,0	0,5
Τουρκία	0,3	0,2	0,5	0,3

Σημείωση: Ως ευρωπαϊκές τράπεζες νοούνται οι τράπεζες εγχώριας ιδιοκτησίας των ευρωπαϊκών χωρών που δηλώνουν απαιτήσεις με βάση τον τελικό κίνδυνο (δηλ. Αυστρίας, Βελγίου, Φινλανδίας, Γαλλίας, Γερμανίας, Ελλάδας, Ιρλανδίας, Ιταλίας, Ολλανδίας, Νορβηγίας, Πορτογαλίας, Ισπανίας, Σουηδίας, Ελβετίας, Τουρκίας και Ηνωμένου Βασιλείου).

Πηγή: Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (2010), <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>, Πίνακας 9D.

έκθεση στους κινδύνους που συνδέονται με το ελληνικό δημόσιο χρέος. Για τις 24 χώρες που παρέχουν στοιχεία, το συνολικό άνοιγμα των τραπεζών τους στην Ελλάδα στο τέλος του Σεπτεμβρίου του 2009 ήταν 298,3 δις δολάρια ΗΠΑ. Σχεδόν όλο αυτό το ποσό (272,4 δις δολάρια ΗΠΑ) αντιστοιχεί σε ευρωπαϊκές τράπεζες.

Θεωρούμε λογική την άποψη ότι η παροχή στήριξης στην Ελλάδα με αυστηρούς όρους θα είναι οικονομικότερη λύση για τα κράτη-μέλη της Ζώνης του Ευρώ από ό,τι η παροχή στήριξης στις τράπεζές τους, σε περίπτωση που η Ελλάδα κηρύξει μονομερώς αδυναμία εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους της. Ο λόγος είναι ότι η παροχή στήριξης με σκληρούς όρους θα αποθαρρύνει την υποτροπή της Ελλάδας και τη μίμηση της δημοσιονομικής της ανευθυνότητας από άλλες χώρες οι οποίες ενδέχεται να ζητήσουν χρηματοοικονομική στήριξη (π.χ. Ισπανία, Πορτογαλία, Ιταλία, Ιρλανδία, κ.λπ.). Ωστόσο, η παροχή στήριξης στην Ελλάδα με ήπιους όρους θα είναι ακριβότερη από την παροχή στήριξης στις εγχώριες τράπεζες των λοιπών κρατών-μελών της Ζώνης του Ευρώ, επειδή θα οδηγήσει σε διαρκή και απεριόριστη ζήτηση χρηματοοικονομικής στήριξης από όλους.

Η απειλή να αφηθεί η Ελλάδα να πτωχεύσει, και να παρασχεθεί στήριξη στις τράπεζες της Γαλλίας, της Γερμανίας και των λοιπών κρατών-μελών της Ευρωζώνης των οποίων οι τράπεζες είναι εκτεθειμένες στο χρέος του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα της Ελλάδας, μπορεί την άνοιξη του 2010 να είχε περιορισμένη αξιοπιστία λόγω της υπερβολικής συγκέντρωσης αυτών των κινδύνων σε τράπεζες της Ζώνης του Ευρώ. Καθώς η έκθεση στο χρέος του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα της Ελλάδας απομακρύνεται από τους ισολογισμούς των τραπεζών της Ζώνης του Ευρώ και διασπείρεται περισσότερο σε μια ευρεία γκάμα χαρτοφυλακίων του ιδιωτικού τομέα (ή αναλαμβάνεται από το κράτος, μέσω της μεταφοράς του σε κρατικές/κρατικά ελεγχόμενες τράπεζες, όπως οι KfW και CDC, ή απευθείας σε κρατική «κακή τράπεζα» ή στον ισολογισμό του κράτους), μειώνεται η συστημική ζημία που θα μπορούσε να προκληθεί από την αδυναμία της Ελλάδας να εξυπηρετήσει το δημόσιο χρέος της. Η απειλή ότι «δεν είμαστε υποχρεωμένοι να στηρίζουμε την Ελλάδα, μπορούμε να αντιμετωπίσουμε τις χρηματοοικονομικές συνέπειες σε περίπτωση αδυναμίας της Ελλάδας να εξυπηρετήσει το δημόσιο χρέος της» θα αποκτήσει μεγαλύτερη αξιοπιστία με το πέρασμα του χρόνου.

Κατά τη γνώμη μας, η πιο άμεση απειλή για την Ελλάδα πιθανότατα θα προέλθει από το τραπεζικό της σύστημα. Η Ελλάδα δεν έχει ανεξάρτητη εθνική κεντρική τράπεζα η οποία μπορεί, σε τελική ανάλυση, να υποχρεωθεί από την κυβέρνηση να λειτουργήσει όπως το επιθυμεί η τελευταία. Οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες επί του παρόντος αντλούν το μεγαλύτερο μέρος της βρα-

χυπρόθεσμης χρηματοδότησής τους από την ΕΚΤ και το Ευρωσύστημα, χρησιμοποιώντας ως ασφάλεια κυρίως τίτλους του ελληνικού Δημοσίου. Όταν μειώνεται η αξία του δημόσιου χρέους της Ελλάδας στη δευτερογενή αγορά, μειώνεται και η αξία, με βάση τις τιμές της αγοράς, των εχεγγύων που παρέχουν οι ελληνικές τράπεζες στην ΕΚΤ και στο Ευρωσύστημα και ενεργοποιείται ο μηχανισμός κάλυψης διαφορών αποτίμησης (απαίτηση πρόσθετων εχεγγύων για την κάλυψη της μειωμένης αξίας των υπαρχόντων εχεγγύων – margin calls). Οι ανάγκες χρηματοδότησής τους πιθανόν να αυξηθούν εξαιτίας των αναλήψεων καταθέσεων οι οποίες μπορεί να γενικευθούν – τόσο από καταθέσεις πάνω από το όριο του συστήματος εγγύησης καταθέσεων όσο και από καταθέσεις κάτω από αυτό το όριο, εφόσον αμφισβητείται η φερεγγυότητα του εθνικού συστήματος εγγύησης καταθέσεων.

Ομοίως, η Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας υποτίθεται ότι αποτελεί κρατική διευκόλυνση ρευστότητας, και οι τράπεζες δεν έχουν άμεση πρόσβαση σε αυτήν. Ωστόσο, μεγάλο μέρος της ανησυχίας σχετικά με τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών στα κράτη-μέλη της Ζώνης του Ευρώ, που οδήγησε στη δημιουργία της εν λόγω διευκόλυνσης, οφείλεται στις ενδεχόμενες υποχρεώσεις που θα αναλάβουν τα κράτη σε περίπτωση που πτωχεύσουν κάποια από τα χρηματοπιστωτικά τους ιδρύματα.

Τα προβλήματα δημόσιου χρέους που αντιμετωπίζουν οι περισσότερες προηγμένες βιομηχανικές χώρες είναι, λοιπόν, η λογική κατάληξη της πορείας της «καυτής πατάτας» του υπερβολικού κατά τομέα χρέους ή μόχλευσης. Κατ' αρχάς, υπερχρεωμένα νοικοκυριά μετέφεραν μέρος του χρέους τους στους πιστωτές τους – τις τράπεζες. Στη συνέχεια, οι τράπεζες προέβησαν στην κατά κόρον αύξηση της μόχλευσης και, μπροστά στον κίνδυνο πτώχευσης, μετέφεραν μέρος του χρέους τους στο κράτος. Στο τέλος, το υπερχρεωμένο πλέον κράτος μεταφέρει εκ νέου το χρέος στα νοικοκυριά μέσω της αύξησης της φορολογίας, της περικοπής των δημόσιων δαπανών, του κινδύνου αθέτησης υποχρεώσεων ή της απειλής της νομισματικής χρηματοδότησης του δημόσιου χρέους (monetization) και του πληθωρισμού.

#### 4.3 Πρέπει να φύγει η Ελλάδα από τη Ζώνη του Ευρώ;

Είναι πιθανόν μια χώρα η οποία αντιμετωπίζει δημοσιονομικά προβλήματα να θέλει να φύγει από τη Ζώνη του Ευρώ; Η σύντομη απάντηση είναι «όχι» – μάλλον το αντίθετο: μια δημοσιονομικά ασθενής χώρα είναι καλύτερα εντός παρά εκτός της Ευρωζώνης.

Το μόνο επιχείρημα υπέρ της αποχώρησης από τη Ζώνη του Ευρώ είναι ότι η εισαγωγή ενός νέου εθνικού νομίσματος (μιας νέας δραχμής, ας πούμε) θα οδηγήσει αμέσως σε απότομη ονομαστική και πραγματική υποτίμηση του νέου νομίσματος και σε αύξηση της ανταγωνιστικότητας, η οποία είναι ευπρόσδεκτη. Ωστόσο, δεν θα έχει διάρκεια. Οι βασικές δυσκαμψίες σε μικρές ανοικτές οικονομίες όπως της Ελλάδας είναι διαρθρωτικές, όχι μακροχρόνιες κενσιακές ονομαστικές δυσκαμψίες, οι οποίες είναι απαραίτητες προκειμένου η υποτίμηση της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας να ασκήσει ουσιαστική και διαρκή επίδραση στην πραγματική ανταγωνιστικότητα. Με την επιφύλαξη ριζικής μεταβολής της ισορροπίας οικονομικών και πολιτικών δυνάμεων, η υποτίμηση της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας σύντομα θα οδηγήσει σε προσαρμογές του εγχώριου κόστους και των τιμών που θα επαναφέρουν την προηγούμενη μη ανταγωνιστική πραγματική ισοτιμία ισορροπίας.

Όλα τα άλλα επιχειρήματα για μια χώρα που αντιμετωπίζει δημοσιονομικά προβλήματα είναι είτε υπέρ της παραμονής της χώρας στη Ζώνη του Ευρώ είτε ουδέτερα.

- Όσον αφορά το ανεξόφλητο υπόλοιπο του δημόσιου χρέους, δεν έχει καμία διαφορά αν η χώρα είναι εντός ή εκτός της Ζώνης του Ευρώ. Η μετατροπή του παλιού χρέους που είναι εκφρασμένο σε ευρώ σε χρέος που είναι εκφρασμένο σε νέες δραχμές ισοδυναμεί με κήρυξη αδυναμίας εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους. Η χώρα μπορεί κάλλιστα να παραμείνει στη Ζώνη του Ευρώ και να κηρύξει αδυναμία εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους που είναι εκφρασμένο σε ευρώ.
- Όσον αφορά το νέο δανεισμό του κράτους, η έκδοση τίτλων δημόσιου χρέους εκφρασμένων σε νέες δραχμές θα έχει μεγαλύτερο κόστος (επειδή στο ασφάλιστρο κινδύνου μη πληρωμής λόγω αδυναμίας του Δημοσίου θα προστεθεί ασφάλιστρο συναλλαγματικού κινδύνου) από ό,τι ο δανεισμός σε ευρώ ως μέλος της Ζώνης του Ευρώ.
- Θα προκληθούν τεράστιες αναταράξεις στους ισολογισμούς των τραπεζών, των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των λοιπών εταιρειών με μεγάλους ισολογισμούς, καθώς τα υπάρχοντα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού θα παραμείνουν εκφρασμένα σε ευρώ, αλλά δεν θα υπάρχει δανειστής έσχατης ανάγκης σε ευρώ. Μπορεί να υπάρχει η δυνατότητα για τις συμβάσεις και τους τίτλους που υπάγονται στη δικαιοδοσία των ελληνικών αρχών να εκφραστούν σε νέες δραχμές, αλλά μια τέτοια μετατροπή των διασυνοριακών συμβάσεων και τίτλων που υπάγονται σε άλλη

δικαιοδοσία ισοδυναμεί με κήρυξη αδυναμίας εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους.

- Αν μια χώρα αποχωρήσει από τη Ζώνη του Ευρώ, δεν θα λάβει δημοσιονομική-χρηματοοικονομική στήριξη από τα υπόλοιπα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης.
- Αποχώρηση από τη Ζώνη του Ευρώ σημαίνει αποχώρηση από την ΕΕ. Δεν νοείται πρώην μέλος της Ζώνης του Ευρώ να συνεχίζει να είναι μέλος της ΕΕ. Αν ένα μέλος της Ευρωζώνης επιθυμεί να αποχωρήσει από τη Ζώνη του Ευρώ, αλλά να συνεχίσει να είναι μέλος της ΕΕ, τότε θα πρέπει να αποχωρήσει τόσο από τη Ζώνη του Ευρώ όσο και από την ΕΕ και στη συνέχεια να υποβάλει εκ νέου αίτηση ένταξης στην ΕΕ. Η Συνθήκη της Λισαβόνας πλέον προβλέπει διαδικασία για την αποχώρηση από την ΕΕ (βλ. Athanassiou, 2009).
- Καμία χώρα δεν μπορεί να αποπεμφθεί από τη Ζώνη του Ευρώ ή από την ΕΕ (βλ. Athanassiou, 2009).

Η μόνη πραγματική απειλή διάλυσης της Ευρωζώνης αφορά την πιθανότητα ένα ή περισσότερα από τα δημοσιονομικά ισχυρότερα και πιο ανταγωνιστικά κράτη-μέλη (Γερμανία) να αποφασίσουν να αποχωρήσουν από τη Ζώνη του Ευρώ (και την ΕΕ), προκειμένου να μη μετατραπούν στον κυριότερο πάροχο στήριξης για όλα τα δυνητικά αφερέγγυα κράτη-μέλη της Ζώνης του Ευρώ. Με την αλλαγή των γενεών στη Γερμανία, από τον Kohl στον Schröder και μετά στη Merkel, έχει εξασθενήσει η παραδοσιακή σχέση της Γερμανίας, ειδικά της γερμανικής πολιτικής τάξης, με την ΕΕ και τη Ζώνη του Ευρώ. Ωστόσο, η εξασθένιση αυτή δεν έχει φτάσει (ακόμη) σε σημείο που να θεωρείται πιθανή η αποχώρηση της Γερμανίας από την Ευρωζώνη και την ΕΕ. Αυτό μπορεί να αλλάξει ύστερα από πέντε χρόνια παροχής στήριξης σε άλλα κράτη-μέλη της Ζώνης του Ευρώ χωρίς βιώσιμες δημοσιονομικές θέσεις ή την πρόθεση να τις διορθώσουν.

#### 4.4 Οι προοπτικές για την ΟΝΕ: θεσμική μεταρρύθμιση για την επιβίωση και την ευημερία

- Η Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας αποτελεί σημαντικό βήμα προς τη δημιουργία μιας Ελάχιστης Δημοσιονομικής Ευρώπης, η οποία είναι απαραίτητη για την επιβίωση και την ευημερία της ΟΝΕ, τόσο για πολιτικούς όσο και για οικονομικούς λόγους.

Για τις χώρες που μοιράζονται ένα ενιαίο νόμισμα σε μια τυπικά συμμετρική νομισματική ένωση (αντί της μονομερούς υιοθέτησης του νομίσματος μιας άλλης χώρας), η αδυναμία εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους μιας χώρας αποτελεί πηγή ανησυχίας για όλους, πέραν αυτής που θα απαιτείτο με βάση τις καθαρά ξεχωριστές, ορθολογικές ανησυχίες της κάθε χώρας για τη μετάδοση διαταραχών και άλλες δευτερογενείς επιδράσεις. Αυτό δεν σημαίνει ότι σε μια νομισματική ένωση ο κίνδυνος αδυναμίας ενός κράτους-μέλους να εξυπηρετήσει το δημόσιο χρέος του επιμερίζεται πλήρως σε όλα τα κράτη-μέλη. Το δημόσιο χρέος ενός κράτους-μέλους μπορεί μονομερώς να αναδιρθωθεί, να υποστεί περικοπές ή να μην εξυπηρετηθεί. Η παροχή βοήθειας από φερέγγυα κράτη σε κράτη αμφιβόλου δημοσιονομικής ακεραιότητας δεν είναι μονόδρομος.

Από τεχνική οικονομική και χρηματοοικονομική σκοπιά, η μονομερής κήρυξη αδυναμίας εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους από ένα ή περισσότερα κράτη-μέλη της Ζώνης του Ευρώ είναι συμβατή με την επιβίωση της Ευρωζώνης. Η χώρα που κηρύσσει αδυναμία εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους δεν έχει κανένα οικονομικό κίνητρο να αποχωρήσει. Επιπλέον, οι χώρες που διαφορετικά θα καλούντο να παράσχουν χρηματοοικονομική στήριξη για την αποτροπή της χρεοκοπίας θα θέλουν επίσης να παραμείνουν, παρά την τάση που θα είχαν να αποχωρήσουν σε περίπτωση που καθίστατο απεριόριστη και ανεξέλεγκτη η παροχή στήριξης στα δημοσιονομικά ασθενή κράτη-μέλη. Ωστόσο είναι πιθανό να μειωθεί η πολιτική στήριξη για την παραμονή στη Ζώνη του Ευρώ (και την ΕΕ), τόσο μεταξύ της πολιτικής ελίτ της χώρας που αδυνατεί να εξυπηρετήσει το δημόσιο χρέος της όσο και μεταξύ των πολιτών της.

Από οικονομική σκοπιά, επίσης, είναι σαφές ότι απαιτείται μια Ελάχιστη Δημοσιονομική Ευρώπη, για να καλυφθεί το κενό που δημιούργησε η απώλεια της δυνατότητας άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής ως μηχανισμού αποτροπής της αθέτησης των υποχρεώσεων για την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους. Η απώλεια των δυνατοτήτων σταθεροποίησης σε μακροοικονομικό επίπεδο, η οποία συνδέεται με την εκχώρηση του δικαιώματος άσκησης ανεξάρτητης εθνικής νομισματικής πολιτικής (συμπεριλαμβανομένης της υποτιθέμενης δυνατότητας των κρατών να χρησιμοποιούν την εθνική νομισματική πολιτική για τη διαχείριση των πραγματικών σταθμισμένων συναλλαγματικών ισοτιμιών κατά το δοκούν), είναι κατά τη γνώμη μας αμελητέα και μπορεί, τελικά, να αντιπροσωπεύει καθαρό όφελος και όχι απώλεια. Κι αυτό γιατί, σε έναν κόσμο με αυξημένη κινητικότητα των χρηματοοικονομικών κεφαλαίων και κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες κατά πάσα πιθανότητα θα αποτελούν πηγή εξωτερικού θορύβου, υπερ-

βολικής μεταβλητότητας και επίμονης εσφαλμένης ευθυγράμμισης των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών, και όχι αποτελεσματική δικλείδα ασφαλείας ενάντια σε εσωτερικές και εξωτερικές διαταραχές. Αλλά η εκχώρηση της δυνατότητας αξιοποίησης τόσο της αναμενόμενης όσο και της μη αναμενόμενης αύξησης του πληθωρισμού, για τη μείωση της πραγματικής αξίας του νομισματικού και μη νομισματικού δημόσιου χρέους το οποίο εκφράζεται σε εγχώριο νόμισμα, θα πρέπει να αντισταθμίζεται από κάποιες μορφές δημοσιονομική ασφάλεια ή ασφάλεια ρευστότητας.

Πέρα από την Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας, για τη δημιουργία μιας αποτελεσματικής Ελάχιστης Δημοσιονομικής Ευρώπης, απαιτούνται ορισμένες περαιτέρω ενέργειες.

Πρώτον, η Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας πρέπει να γίνει μόνιμη. Θα υπάρχει πάντα ο κίνδυνος ένα ή περισσότερα κράτη-μέλη της Ζώνης του Ευρώ να αποκλίνουν από το μονοπάτι της δημοσιονομικής ακεραιότητας. Ως εκ τούτου, θα πρέπει να υπάρχουν πάντα και οι θεσμοί και τα μέτρα πολιτικής για την αντιμετώπιση αυτής της πιθανότητας.

Δεύτερον, θα πρέπει να αυξηθεί το μέγεθος της Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας. Προκειμένου να έχει αποτέλεσμα η αποτρεπτική της λειτουργία, πρέπει να συμμορφώνεται με την επιταγή του Colin Powell, σύμφωνα με τον οποίο η όποια επέμβαση έχει νόημα μόνο όταν γίνεται με συντριπτική δύναμη. Πιστεύουμε ότι, με τη λογική της συντριπτικής δύναμης, ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης θα πρέπει να έχει τη δυνατότητα, έχοντας πλήρως χρηματοδοτηθεί εκ των προτέρων (ως επιβάλλεται), να χρηματοδοτεί όλα τα κράτη-μέλη της Ζώνης του Ευρώ για δύο έτη. Αυτό σημαίνει τουλάχιστον 2 τρις ευρώ.

Τρίτον, οι όροι για τη χορήγηση δανείων πρέπει να είναι σκληροί και αξιόπιστοι και πρέπει να τηρούνται αυστηρά. Όποια χώρα προσφεύγει στην εν λόγω διευκόλυνση πρέπει να είναι διατεθειμένη να δεχτεί το σύνολο των όρων για δημοσιονομικές-χρηματοοικονομικές και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις.

Τέταρτον, οι δανειακές διευκολύνσεις πρέπει να συμπληρώνονται με ένα Μηχανισμό Αναδιάρθρωσης του Δημόσιου Χρέους για την επίτευξη ομαλής αναδιάρθρωσης του χρέους των κρατών που δεν μπορούν να αποφύγουν την αθέτηση των υποχρεώσεών τους για την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους. Επίκληση του Μηχανισμού Αναδιάρθρωσης του Δημόσιου Χρέους μπορεί να γίνεται «εκ των προτέρων», δηλαδή μπορεί να γίνεται προκαταβολικά αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους η οποία να περιλαμβάνει τόσο παράταση της διάρκειας όσο και περικοπές της καθαρής παρούσας αξίας για τους πιστω-

τές, εφόσον η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η ΕΚΤ και το ΔΝΤ κρίνουν ότι τίθεται ζήτημα κρατικής αφερεγγυότητας ή ότι η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους αυξάνει τις πιθανότητες επιτυχίας του προγράμματος μεταρρυθμίσεων. Επίκληση του Μηχανισμού Αναδιάρθρωσης του Δημόσιου Χρέους θα πρέπει να γίνεται και «εκ των υστέρων», σε περίπτωση εκούσιας μη συμμόρφωσης μιας χώρας με τους όρους δανεισμού. Κι αυτό γιατί οι τελικές κυρώσεις εις βάρος των χωρών που επιλέγουν εκουσίως να μη συμμορφωθούν με τους όρους είναι η άρνηση χορήγησης νέων δανείων και η απαίτηση καταβολής των ανεξόφλητων υπολοίπων καθώς και η διαγραφή των τίτλων δημόσιου χρέους των εν λόγω χωρών από τη λίστα των περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αποδεκτά ως ενέχυρο από το Ευρωσύστημα. Το πιθανότερο είναι ότι αυτά θα οδηγήσουν τη χώρα που δεν συμμορφώνεται με τους όρους σε αδυναμία εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους. Αυτή η χρεοκοπία θα πρέπει να αντιμετωπίζεται με ομαλό τρόπο μέσω του Μηχανισμού Αναδιάρθρωσης του Δημόσιου Χρέους.

Άλλες πιθανές κυρώσεις για τη μη συμμόρφωση με τους όρους είναι, μεταξύ άλλων, ο αποκλεισμός από τα Διαρθρωτικά Ταμεία και το Ταμείο Συνοχής, η αναστολή του δικαιώματος ψήφου στην Ομάδα του Ευρώ (η οποία αποτελείται από τους υπουργούς Οικονομίας και Οικονομικών της Ζώνης του Ευρώ) και το Συμβούλιο ECOFIN, και η αναστολή του δικαιώματος ψήφου στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Η απώλεια του δικαιώματος ψήφου προϋποθέτει τροποποίηση της Συνθήκης.

Πέμπτον, για την ορθή λειτουργία μιας νομισματικής ένωσης, απαιτείται ένα ταμείο για την ανακεφαλαιοποίηση συστημικά σημαντικών διασυστοριακών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, είτε για να μπορέσουν να συνεχίσουν να λειτουργούν είτε για να μειωθεί το κοινωνικό κόστος σε περίπτωση που προχωρήσουν σε εκκαθάριση. Ας το ονομάσουμε Ταμείο Ανακεφαλαιοποίησης Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων. Η χρηματοδότηση του εν λόγω ταμείου (το οποίο μπορεί να δημιουργηθεί δυνάμει των διαδικασιών της Συνθήκης της Λισαβόνας για ενισχυμένη συνεργασία) μπορεί να προέλθει από τα υπουργεία Οικονομικών των κρατών-μελών της Ζώνης του Ευρώ ή της ΕΕ, από τα συστημικά σημαντικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που θα ωφεληθούν από αυτό ή από ένα συνδυασμό αυτών των δύο πηγών. Η Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας και το Ταμείο Ανακεφαλαιοποίησης Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων μπορούν να είναι ξεχωριστοί φορείς ή μπορούν να συγχωνευθούν.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η Ελάχιστη Δημοσιονομική Ευρώπη δεν

απαιτεί ανεξάρτητες φορολογικές και δανειοληπτικές αρμοδιότητες για μια υπερεθνική ευρωπαϊκή δημοσιονομική αρχή.

## 5. Συμπέρασμα

Τα δημοσιονομικά προβλήματα που αντιμετωπίζουν επί του παρόντος η Ελλάδα και άλλα κράτη-μέλη της Ζώνης του Ευρώ είναι πρωτοφανή σε περίοδο ειρήνης. Η επίλυση αυτών των προβλημάτων κατά πάσα πιθανότητα θα περιλαμβάνει ένα συνδυασμό σκληρών δημοσιονομικών μέτρων και αναδιάρθρωσης του χρέους, με την τελευταία στην περίπτωση της Ελλάδας να είναι ουσιαστικά αναπόφευκτη.

Ωστόσο, η Ζώνη του Ευρώ και η ΕΕ μπορούν να βγουν πιο δυνατές από αυτή την κρίση. Ένα πρώτο βήμα έγινε ήδη με τη δημιουργία της Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας. Απαιτούνται περαιτέρω βήματα για τη δημιουργία μιας βιώσιμης Ελάχιστης Δημοσιονομικής Ευρώπης, συμπεριλαμβανομένης μιας συμφωνίας επιμερισμού του βάρους της ανακεφαλαιοποίησης ή της ομαλής εκκαθάρισης συστημικά σημαντικών διασυστοριακών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, της αύξησης του μεγέθους και της διάρκειας (εις το διηνεκές) της Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας, αξιόπιστων όρων χορήγησης δανείων, καθώς και της δημιουργίας ενός Μηχανισμού Αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους για τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης.

Μια ορθολογική χώρα που σκοπεύει να χρεοκοπήσει θα προτιμήσει να το κάνει ως μέλος της Ζώνης του Ευρώ. Οι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι για την Ευρωζώνη, αν και πολύ μικροί, αφορούν πιθανές εξάρσεις παραλογισμού και παρανοήσεις των προθέσεων μεταξύ των πρωταγωνιστών της διαμάχης σχετικά με το δημόσιο χρέος. Ένα σαφές παράδειγμα θα ήταν η απομάκρυνση του Πρωθυπουργού και του υπουργού Οικονομικών της Ελλάδας (Παπανδρέου και Παπακωνσταντίνου) και η αντικατάστασή τους με απομονωτιστές, λαϊκιστές ή υπερμάχους θεωριών συνωμοσίας. Η νέα ηγεσία μπορεί, σε έναν παροξυσμό συλλογικής τύφλωσης, να αποφασίσει να αποχωρήσει από τη Ζώνη του Ευρώ και την ΕΕ. Πιστεύουμε ότι μια τέτοια εξέλιξη είναι μάλλον απίθανη, αλλά όχι αδύνατη. Ο κίνδυνος η Γερμανία και άλλες δημοσιονομικά ισχυρές χώρες να αποφασίσουν να αποχωρήσουν από την Ευρωζώνη και την ΕΕ (και να τη δημιουργήσουν εκ νέου με διαφορετική ονομασία και χωρίς τις δημοσιονομικά ασθενείς χώρες της σημερινής Ζώνης του Ευρώ) είναι πολύ μικρός και τοπο-