

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

του Γκίκα Α. Χαρδούβελη

29/12/2010

37

## Περίληψη

Παρουσιάζεται το χρονικό των αλληπάληλων κρίσεων από το 2007 έως σήμερα. Η κρίση ξεκίνησε ως χρηματοοικονομική κρίση της Δύσης, εξελίχθηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση και σήμερα είναι μια κρίση της Ευρωζώνης με αιχμή την Ελλάδα και άλλες χώρες της ευρωπαϊκής Περιφέρειας. Περιγράφονται τα αίτια και το ξεκίνημα το 2007. Ακολουθεί η επέκταση και κορύφωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης το Σεπτέμβριο 2008 και οι φόβοι για ολική κατάρρευση στο χρηματοοικονομικό σύστημα το πρώτο τρίμηνο του 2009. Η στενότητα πιστωτικής επέκτασης, με τη σειρά της οδήγησε σε διεθνή οικονομική κρίση, καθώς επηρέασε άμεσα το διεθνές εμπόριο το τελευταίο τρίμηνο του 2008. Ο συντονισμός κυβερνήσεων και κεντρικών τραπεζών με σημαντικές παρεμβάσεις σταμάτησαν την κατάρρευση και την ύφεση.

Η κρίση, όμως, πέρασε στην ιστορικά επόμενη φάση της, που είναι κρίση εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους. Η Ελλάδα βρέθηκε πρώτη στο προσκήνιο, αφού εκτέθηκαν οι σοβαρές μακροχρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες της. Διασώθηκε από τη χρεοκοπία χάρη στην παρέμβαση των χωρών της Ευρωζώνης και του ΔΝΤ. Η Ευρωζώνη στη συνέχεια δημιούργησε μηχανισμό στήριξης χωρών που αδυνατούν να δανειστούν από την αγορά. Τα περιθώρια των επιτοκίων των χωρών της ευρωπαϊκής Περιφέρειας σε σχέση με τα γερμανικά έχουν ξεπεράσει κάθε ιστορικό προηγούμενο. Στα στενά όρια της Ευρώπης, η κρίση χρέους εξελίχθηκε σε αμφισβήτηση της διακυβερνητικής συνεργασίας στην Ευρωζώνη αλλά και της ίδιας της συνοχής της. Η Ιρλανδία ήταν η πρώτη χώρα που έκανε χρήση του μηχανισμού στήριξης στο τελευταίο τρίμηνο του 2010, με πιθανό επόμενο χρήστη την Πορτογαλία.

Στην επόμενη δεκαετία αναμένεται να ενταθεί η μετατόπιση της οικονομικής και πολιτικής δύναμης προς τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, ενώ οι μεταρρυθμιστικές προσπάθειες της Ε.Ε., των Η.Π.Α. και των G-20 για την αποτελεσματικότερη εποπτεία του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος αναμένεται να δημιουργήσουν ένα σταθερότερο χρηματοοικονομικό σύστημα. Τα μεγάλα ερωτηματικά επικεντρώνονται στο μέλλον της Ευρωζώνης, αν δηλαδή καταφέρει να δημιουργήσει ένα πιο σταθερό δημοσιονομικό οικοδόμημα για το κοινό της νόμισμα. Τα ερωτηματικά επικεντρώνονται και στην Ελλάδα, αν μπορέσει να εξυγιάνει το δημόσιο τομέα της και να ξεπεράσει τις διαρθρωτικές αγκυλώσεις του παρελθόντος, κάνοντας στροφή προς ένα πιο εξωστρεφές μοντέλο ανάπτυξης και με την οικονομία της περισσότερο ανταγωνιστική.

## 1. Εισαγωγή

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

Στο άρθρο παρουσιάζεται το ντόμινο των γεγονότων και της συνεχιζόμενης πολλαπλής κρίσης με χρονολογική σειρά ώστε ο αναγνώστης να μπορεί να τοποθετήσει τις απόψεις των ειδικών αλλά και των συγγραφέων των υπολοίπων δοκιμίων του βιβλίου σε ένα συγκεκριμένο ιστορικό πλαίσιο. Στην εξιστόρηση που ακολουθεί, παρέχεται ολοκληρωμένη πληροφόρηση όχι μόνο για την αιτιατή διασύνδεση των επιμέρους ιστορικών γεγονότων, αλλά και για την αλληλουχία των πολλαπλών και επικαλυπτόμενων κρίσεων. Στο τέλος μάλιστα, και με βάση τις πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις έως το τέλος του 2010, γίνεται και μια προσπάθεια πρόβλεψης της μελλοντικής πορείας της ελληνικής, ευρωπαϊκής και διεθνούς οικονομίας.

Στην επόμενη ενότητα παρουσιάζεται το χρονικό της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης. Περιγράφεται πρώτα η αισιοδοξία που επικρατούσε πριν το 2007, στη συνέχεια αναλύονται οι βαθύτερες αιτίες της κρίσης και κατόπιν εξιστορούνται τα γεγονότα με χρονολογική σειρά: Η έναρξη, οι πρώτες αντιδράσεις, η προσωρινή ηρεμία που ακολούθησε, η κορύφωση της κρίσης με την κατάρρευση της Lehman Brothers και η μετέπειτα κατάσταση. Στην τρίτη ενότητα περιγράφονται οι εξελίξεις στην πραγματική οικονομία, το πώς οι απώλειες στον τραπεζικό τομέα από τη χρηματοοικονομική κρίση οδήγησαν σε μείωση των πιστώσεων και σε πτώση της οικονομικής δραστηριότητας προς το τέλος του 2008. Περιγράφονται, επίσης, τα δημοσιονομικά και νομισματικά μέτρα που λήφθηκαν για την αντιμετώπιση τόσο της χρηματοοικονομικής κρίσης όσο και της ύφεσης στις οικονομίες. Στην τέταρτη ενότητα παρουσιάζεται η μετεξέλιξη της

κρίσης σε κρίση δημόσιου χρέους με επίκεντρο την Ελλάδα. Εκεί περιγράφεται, επίσης η μετατροπή της ελληνικής σε ευρύτερη ευρωπαϊκή πολιτική και χρηματοοικονομική κρίση της Ευρωζώνης, με το μέλλον του ίδιου του ευρώ σε κίνδυνο. Στην πέμπτη ενότητα επιχειρείται μια σκιαγράφηση του μέλλοντος, πρώτα με επίκεντρο την εξελισσόμενη νέα αρχιτεκτονική του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος, στη συνέχεια με προβλέψεις για την τροχιά της παγκόσμιας οικονομίας την επόμενη δεκαετία, και τέλος, με μια ανάλυση των πιθανών εξελίξεων στην Ευρωζώνη. Τέλος, στην έκτη ενότητα ανακεφαλαιώνονται τα κύρια συμπεράσματα της ανάλυσης.

## 2. Η Χρηματοοικονομική Κρίση του Δυτικού Κόσμου

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

### 2.1 Η Αισιοδοξία πριν την Χρηματοοικονομική Κρίση

Έως τις αρχές του 2007, η παγκόσμια οικονομία λειτουργούσε σε ένα περιβάλλον απεριόριστης αισιοδοξίας. Μάλιστα, την περίοδο 2002-2007 σημειώθηκε η υψηλότερη παγκόσμια ανάπτυξη των τελευταίων 40 ετών. Το μέγεθος της ετήσιας παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας το 2006 έφτασε τα 49,3 τρισεκατομμύρια δολάρια, με το 27,2% της πίτας να παράγεται στις Η.Π.Α., το 29,4% στη Δυτική Ευρώπη, το 8,8% στην Ιαπωνία, το 11,6% στις 4 μεγάλες αναδυόμενες χώρες, Βραζιλία, Ρωσία, Κίνα και Ινδία, και το υπόλοιπο 23% στις υπόλοιπες οικονομίες. Κρίσεις, όπως αυτή της δεκαετίας του 1930, που τότε επηρέασε όλες τις χώρες του πλανήτη και οδήγησε στην αποκαλούμενη Μεγάλη Ύφεση, αποτελούσαν ένα μακρινό και ξεχασμένο παρελθόν των παππούδων μας. Μια τέτοια κρίση απουσίαζε ολοσχερώς από τις κεραίες των αντιλήψεων και προβλέψεων της δικής μας γενιάς. Το σταδιακό παγκόσμιο άνοιγμα των συνόρων στην κίνηση αγαθών και υπηρεσιών την τελευταία τεσσαρακονταετία, η κατάλυση του υπαρκτού σοσιαλισμού στην Ανατολική Ευρώπη στο τέλος της δεκαετίας του 1980 και οι εντυπωσιακές αναπτυξιακές επιδόσεις των χωρών της Ασίας από τη δεκαετία του 1990 εξέπεμπαν την πεποίθηση ότι η τροχιά της παγκόσμιας ανάπτυξης είναι δεδομένη, ότι τίποτα δεν σταματά το ρου της ελεύθερης οικονομίας και ότι το μέλλον είναι πάντα καλύτερο από το παρόν.

Η αισιοδοξία ήταν ακόμα μεγαλύτερη στον χρηματοοικονομικό τομέα. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1980, στις αναπτυγμένες οικονομίες της Ευρώπης και των Η.Π.Α., ο χρηματοοικονομικός τομέας είχε εξελιχθεί σε ατμομηχανή της παγκόσμιας ανάπτυξης, με τεράστια έσοδα και προστιθέμενη αξία της οποίας το ειδικό βάρος στην οικονομία διαρκώς αυξάνονταν. Ο χρηματοοικονομικός τομέας μεγεθύνονταν και εμφανίζονταν ατρόμητος, έχοντας ξεπεράσει τα όρια λειτουργίας του ως απλός διαμεσολαβητικός μηχανισμός αλλά και τις δυνατότητες ουσιαστικού ελέγχου από εθνικές κυβερνήσεις, αρχές και τους υπάρχοντες διεθνείς οργανισμούς. Οι πιο έξυπνοι απόφοιτοι των πιο ονομαστών σχολών διοίκησης επιχειρήσεων προσλαμβάνονταν με παχυλούς αρχικούς μισθούς από τη Wall Street και το City. Στους ακαδημαϊκούς κύκλους, οι πιο καλοπληρωμένοι καθηγητές πανεπιστημίων ήταν όσοι ασχολούνταν ερευνητικά με τα γνωστικά αντικείμενα της Χρηματοοικονομικής και της Λογιστικής. Είναι μάλιστα χαρακτηριστικό και εκ των υστέρων ίσως ελαφρώς ειρωνικό ότι επίκεντρο των συζητήσεων πολλών ακαδημαϊκών μακροοικονομολόγων δεν ήταν το πώς θα επιτύχουμε ένα καλύτερο αύριο για το μέσο πολίτη ή πως θα βελτιώσουμε την κατανομή εισοδήματος ή τις συνθήκες διαβίωσης σε πολλές χώρες, όπως για παράδειγμα, της ξεχασμένης Αφρικής, αλλά ο αυτό-έπαινος, δηλαδή το ποια είναι η σωστή κατανομή των ευσήμων για την καταπληκτική επίτευξη του συνδυασμού υψηλών ρυθμών παγκόσμιας ανάπτυξης με ταυτόχρονο χαμηλό πληθωρισμό ή την περίοδο του «great moderation», όπως ονομάστηκε.

Σε τέτοιες συνθήκες αισιοδοξίας και εφησυχασμού, οι υπερβολές φαίνονταν φυσιολογικές, τα ρίσκα που αναλαμβάνονταν από τον χρηματοοικονομικό τομέα ήταν μεγάλα, αλλά η αντίληψη για τα ρίσκα αυτά και η αντίστοιχη τιμολόγησή τους σχεδόν ανύπαρκτη, ενώ ο έλεγχος των εποπτικών αρχών ελάχιστος και καθησυχαστικός. Η προσγείωση στην πραγματικότητα και η κρίση ξεκίνησε το 2007 στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (subprime) στις Η.Π.Α.. Τον μικρόκοσμο αυτής της αγοράς αναλύει εύστοχα ο Καλομοίρης αργότερα στο παρόν βιβλίο. Η κρίση στην αγορά αυτή απέδειξε ότι η προηγούμενη αισιοδοξία δεν βασιζόταν σε γερά θεμέλια, ότι υπήρχαν κουκουλωμένα προβλήματα σε πολλά τμήματα της αγοράς. Σύντομα η κρίση στη

σχετικά μικρή αυτή αγορά εξελίχθηκε σε χρηματοοικονομική / τραπεζική κρίση ανεξέλεγκτων διαστάσεων, που απείλησε στις αρχές του 2009 να διαλύσει το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η ένταση και η διάρκεια της χρηματοοικονομικής κρίσης εξέπληξαν όλους, ακόμα και τους ειδικούς που μετά τον Αύγουστο του 2007 είχαν αρκετή επίγνωση για το μέγεθος του ρίσκου. Η έκπληξη ήταν αποτέλεσμα της δραματικής επιδείνωσης της κρίσης στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008 μετά την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers και την εσπευσμένη διάσωση της πολυεθνικής ασφαλιστικής εταιρίας AIG την επόμενη μέρα. Μόνον οι συντονισμένες προσπάθειες κυβερνήσεων και κεντρικών τραπεζών κατάφεραν να σταθεροποιήσουν την κατάσταση, χωρίς όμως να εμποδίσουν την κρίση να μεταπηδήσει στην πραγματική οικονομία και στη συνέχεια να μεταλλαχτεί σε διάφορες μορφές, μία από τις οποίες είναι και η εσωτερική κρίση της Ευρωζώνης και των χωρών του Ευρωπαϊκού Νότου.

## 2.2 Οι Βαθύτερες Αιτίες της Χρηματοοικονομικής Κρίσης – Προειδοποιήσεις

Η επιστημονική κοινότητα μαζί με τις εποπτικές αρχές αιφνιδιάστηκαν από το ξέσπασμα και το μέγεθος της κρίσης, όπως εξηγεί και ο O'Neil στο άρθρο του σε αυτό τον τόμο. Μάλιστα, οι κεντρικές τράπεζες είχαν τότε επικεντρωθεί στην δραστηριότητα των hedge funds, τα οποία, όπως θα δούμε στη συνέχεια, δεν ήταν τα κυρίως υπεύθυνα για την κρίση. Τους διέφυγε εντελώς η συμπεριφορά των επενδυτικών τραπεζών, όπως εύκολα διαπιστώνεται από τις προ της κρίσης εκθέσεις τους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι προειδοποιήσεις για την επερχόμενη κρίση, για τις αδυναμίες του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος και για τους κινδύνους που εγκυμονούσαν ήταν τότε ελάχιστες. Οι λιγοστές προειδοποιήσεις δεν ακούγονταν και δεν κατάφεραν να πείσουν για την αναγκαιότητα αλλαγής πορείας και την ανάγκη παρέμβασης των αρχών.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Αξίζει να γίνει μνεία στη δουλειά στελεχών της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών ή BIS, η οποία προειδοποιούσε περιοδικά για τις υπάρχουσες φούσκες και την πιθανότητα κρίσης. Βλέπετε π.χ. Claudio Borio (2004). Από τους ακαδημαϊκούς οικονομολόγους, αυτός που αναφέρθηκε σε μια πιθανή κρίση ήταν ο Raghuram Rajan (2005) του Πανεπιστημίου του Σικάγο. Από τους επαγγελματίες οικονομολόγους του ιδιωτικού τομέα, ξεχώρισε ο καθηγητής του NYU Nouriel Roubini (2006), ο οποίος μέσω της εταιρείας του, RGE, είχε επισημάνει τους κινδύνους για την οικονομία πριν την εκδήλωση της κρίσης, και έτσι έγινε φίρμα στη διάρκεια της κρίσης.

Πιστεύω ότι η κρίση προβλέφθηκε από πολύ λίγους επειδή δεν οφείλεται σε έναν μεμονωμένο παράγοντα αλλά σε συνδυασμό παραγόντων. Οι παράγοντες αυτοί επέδρασαν πολλαπλασιαστικά ο ένας στον άλλον, δημιουργώντας μια εκρηκτική αρνητική δυναμική και ένα φαύλο κύκλο χρεοκοπιών και πτώσεων των τιμών των περιουσιακών στοιχείων που ξεπέρασε τα όρια των Η.Π.Α. και επεκτάθηκε παγκοσμίως. Παρακάτω, οι παράγοντες κατηγοριοποιούνται περιληπτικά σε μακροοικονομικούς και σε χρηματοοικονομικούς.<sup>2</sup>

Στους μακροοικονομικούς παράγοντες εντάσσονται:

- (α) Η ανισορροπία ανάμεσα στις χώρες του πλανήτη όσον αφορά το διαφορετικό βαθμό αποταμίευσης και επένδυσης, που εκδηλώθηκαν με υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών των Η.Π.Α. και υψηλά πλεονάσματα των χωρών της Ασίας, ιδιαίτερα της Κίνας. Οι ανισορροπίες οδήγησαν σε μεταφορά κεφαλαίων από την Ασία προς τις Η.Π.Α., δηλαδή σε φτηνό χρήμα, μεγάλη ρευστότητα και χαμηλά πραγματικά επιτόκια στις Η.Π.Α. (Obstfeld and Rogoff (2009), Caballero and Krishnamurthy (2009)). Τα χαμηλά πραγματικά επιτόκια έδωσαν ώθηση στις ήδη υπάρχουσες ανισορροπίες του χρηματοοικονομικού τομέα.
- (β) Η φούσκα των τιμών των ακινήτων στις Η.Π.Α. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, οι τιμές των ακινήτων ξεκίνησαν μια ανοδική πορεία, η οποία αν και προβλημάτισε πολλούς αναλυτές, αφέθηκε ελεύθερη να εξαπλωθεί (Χαρδούβελης (2009a)). Η άνοδος των τιμών των κατοικιών σταμάτησε στα μέσα του 2006 και, έκτοτε, οι τιμές άρχισαν να πέφτουν, ενώ η σταθεροποίησή τους τον Απρίλιο του 2009 φάνηκε μάλλον προσωρινή.<sup>3</sup> Η πτώση των τιμών των κατοικιών οδήγησε σε καθυστερήσεις των δόσεων των νοικοκυριών προς τις τράπεζες. Ορισμένα νοικοκυριά άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι η αξία του σπιτιού που πρόσφατα αγόρασαν έπεσε κάτω από την αξία του δανείου τους και ότι τους συνέφερε απλώς να παραδώσουν τα κλειδιά στην τράπεζα και να

<sup>2</sup> Για μια λεπτομερέστερη επισκόπηση των αιτιών της κρίσης, βλέπετε Χαρδούβελης (2009b, 2010).

<sup>3</sup> Με τη λήξη των φορολογικών κινήτρων για αγορά κατοικίας τον Σεπτέμβριο 2010, τα οποία είχαν ξεκινήσει τον Απρίλιο 2008, οι τιμές των ακινήτων στις Η.Π.Α. άρχισαν πάλι να πέφτουν.

φύγουν από το σπίτι. Η χρεοκοπία των νοικοκυριών οδήγησε και σε μειωμένες εισροές στα ταμεία των τιτλοποιημένων δανείων.<sup>4</sup>

(γ) Η πολιτικοοικονομική ιδεολογία που επικρατούσε στις Η.Π.Α. και τις υπόλοιπες αναπτυγμένες χώρες, σύμφωνα με την οποία οι αγορές είναι αποτελεσματικές και οι πολίτες ορθολογικοί στην οικονομική συμπεριφορά τους.<sup>5</sup> Ο Καραμούζης αναφέρεται εκτεταμένα και με πολλά παραδείγματα στο άρθρο του στον παρόντα τόμο για το ζήτημα αυτό, που το θεωρεί κομβικό της κρίσης. Σημειώσατε ότι η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς είχε καταλήξει να αποτελεί δόγμα, το οποίο σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια την εποχή εκείνη οδήγησε σε ακραίες συμπεριφορές. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις χωρίς να τιμολογούν σωστά τον κίνδυνο.

(δ) Οι εποπτικές αρχές και αυτές φαίνεται να είχαν πλήρως ενστερνιστεί την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, ιδιαίτερα ο Alan Greenspan, όπως φαίνεται από τις απαντήσεις που έδωσε στην εξέταση του αμερικανικού Κογκρέσου για την κρίση στις 23 Οκτωβρίου 2008.<sup>6</sup> Συνέπεια αυτού ήταν η αποκανονικοποίηση, η κατάργηση πολλών από τους περιορισμούς στη δράση του χρηματοπιστωτικού τομέα που είχαν επιβληθεί από την εμπειρία της κρίσης στη δεκαετία του '30.<sup>7</sup> Υπάρχουν, όμως και διαφορετικές – αιρετικές – απόψεις για αυτό το θέμα. Ο Καλομοίρης στο άρθρο του σε αυτό τον τόμο υπερασπίζεται τις αγορές και την χρησιμότητα της αποκανονικοποίησης, επιρρίπτοντας τις ευθύνες στις κρατικές παρεμβάσεις.

<sup>4</sup> Η άνοδος των τιμών των κατοικιών στις Η.Π.Α. από μόνη της δεν μπορεί να εξηγήσει την κρίση. Γνωρίζουμε, άλλωστε ότι την ίδια περίοδο οι τιμές κατοικιών αυξήθηκαν πολύ περισσότερο στην Ισπανία, την Ιρλανδία ή το Ηνωμένο Βασίλειο (βλ. Χαρδούβελης (2009a), (2009b)). Κι όμως, δεν ξεκίνησε σ' αυτές τις χώρες η κρίση. Η κρίση ξεκίνησε στις Η.Π.Α. επειδή εκεί συνέβαλλαν και άλλοι παράγοντες.

<sup>5</sup> Βλέπετε Eugene Fama (1991) για μια ανάλυση της υπόθεσης των ορθολογικών προσδοκιών και της αποτελεσματικής αγοράς και επισκόπησης της βιβλιογραφίας έως το 1991. Ο Eugene Fama είναι αυτός που επινόησε τον όρο της αποτελεσματικής αγοράς από τη δεκαετία του 1960.

<sup>6</sup> Ανέφερε μεταξύ άλλων ο κ. Greenspan προς τον εκπρόσωπο του Κογκρέσου, κ. Henry Waxman: «Έκανα λάθος στην εκτίμησή μου ότι το ιδιωτικό συμφέρον των οργανισμών, συγκεκριμένα των τραπεζών και άλλων, ήταν τέτοιο που θα οδηγούσε με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στην προστασία των μετόχων και της μετοχικής αξίας των εταιρειών τους ... Έσπασε ένας βασικός πυλώνας του ανταγωνισμού και των ελεύθερων αγορών. Και με σοκάρισε. Ακόμα δεν έχω πλήρως καταλάβει τι ακριβώς συνέβη. » Βλέπετε Greenspan (2008).

<sup>7</sup> Η Federal Reserve το 1999 επέτρεψε την τελική επανασύνδεση της παραδοσιακής εμπορικής τραπεζικής με την επενδυτική τραπεζική, δύο πεδία που είχαν διασπαστεί από τη δεκαετία του 1930 με τη γνωστή Glass-Steagall Act. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. (Securities & Exchange Commission) ελαστικοποίησε τον περιορισμό δανεισμού των επενδυτικών τραπεζών, γεγονός που οδήγησε τις επενδυτικές τράπεζες σε άκρως ριψοκίνδυνες επενδύσεις με δανεικά χρήματα.



Στους χρηματοοικονομικούς παράγοντες που προξένησαν την κρίση, καταλυτικό ρόλο έπαιξαν, ιδίως στις Η.Π.Α., οι ακόλουθοι:

- (ε) Η ραγδαία αύξηση των δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime) χωρίς να επιδεικνύεται η ανάλογη τραπεζική εγκράτεια και ο έλεγχος για τον πιστωτικό κίνδυνο, που συνέβαλλαν στην αύξηση των τιμών των κατοικιών. Την αγορά αυτή περιγράφει αργότερα ο Καλομοίρης.
- (στ) Οι νέες μορφές τιτλοποιήσεων, με πολύπλοκους και υπέρ-βαθμολογημένους τίτλους, πού λίγοι καταλάβαιναν και μπορούσαν να τιμολογήσουν σωστά. Ιδιαίτερα οι επενδυτικές τράπεζες, αυτές που δημιουργούσαν τις τιτλοποιήσεις ή αυτές που υπήρξαν σημαντικές μεσάζουσες στην πρωτογενή αγορά τους, ήταν αυτές που κυρίως διακρατούσαν το «equity tranche» των τιτλοποιήσεων, δηλαδή το κομμάτι με το μεγαλύτερο ρίσκο απωλειών αλλά και την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση.<sup>8</sup>
- (ζ) Η ενδογενής γένεση ρίσκων, που πιστεύω θα επηρεάσει το μέλλον της εποπτείας του χρηματοοικονομικού χώρου. Άλλωστε, ο συστημικός κίνδυνος που εμφανίστηκε στην κρίση ανέδειξε ότι η προηγούμενη επιμονή των εποπτικών αρχών στον περιορισμό του κινδύνου ανά τράπεζα ή χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή ανά χρηματοοικονομικό προϊόν είναι ανεπαρκής.
- (η) Η νέα κερδοσκοπική κουλτούρα στον τραπεζικό τομέα με βάση τη γένεση προσόδων. Οι αμοιβές των στελεχών σε όλες τις βαθμίδες συνδέονταν με τα βραχυχρόνια έσοδα, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος, ούτε οι μακροχρόνιες επιδόσεις. Αυτή η πρακτική ήταν στενά συνδεδεμένη με την επικράτηση της αντίληψης περί αποτελεσματικότητας της αγοράς και ορθολογικών προσδοκιών (Cai, Cherny and Milbourn (2010)).
- (θ) Οι αξιολογικοί οίκοι, οι οποίοι κατηγορήθηκαν για ανεπάρκεια ή/και για μεροληψία που πιθανόν να πήγαζε από το γεγονός οι εκδότες των τίτλων ήταν αυτοί που πλήρωναν για την αξιολόγηση, ωθώντας έτσι τις εποπτικές αρχές να επανεξετάσουν το καθεστώς λειτουργίας τους (SEC (2008)). Δεν συμφωνεί

<sup>8</sup> Από το 2006, όταν σταμάτησε η άνοδος στις τιμές των ακινήτων, τότε μειώθηκε και η ζήτηση από τρίτους επενδυτές για το equity tranche του CDO, οπότε οι επενδυτικές τράπεζες σταδιακά άρχισαν οι ίδιες να τα αγοράζουν. Έτσι, όταν ξέσπασε η κρίση βρέθηκαν να κρατούν πολλούς από αυτούς τους τίτλους, των οποίων η αξία μηδενίστηκε.

με την κριτική που γίνεται στους αξιολογικούς οίκους ο Καλομοίρης, αλλά οι ειδικοί του χώρου, που γνωρίζουν, τους ενοχοποιούν (Fons (2008)).

- (i) Η υψηλή μόχλευση, που σημαίνει λιγοστά ίδια κεφάλαια και υψηλός δανεισμός σε σχέση με το ενεργητικό ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος (Adrian and Shin (2009), Crotty (2009)). Την άποψη αυτή συμμερίζεται και η Ξαφά στο άρθρο της σε αυτό τον τόμο, στο οποίο περιγράφει και κάποιες διαφαινόμενες αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας του τομέα διαχείρισης των αποταμιεύσεων. Μάλιστα ο δανεισμός που χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις την εποχή εκείνη ήταν κυρίως βραχυχρόνιος. Έτσι, όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία είχαν επενδύσει οι επενδυτικές τράπεζες άρχισαν να πέφτουν και οι αγορές αντιλήφθηκαν την κεφαλαιακή απώλεια των δανεισμένων επενδυτικών τραπεζών, τότε δυσκόλεψαν ή και αρνήθηκαν την ανανέωση της βραχυχρόνιας χρηματοδότησης, αναγκάζοντας έτσι τις επενδυτικές τράπεζες να προβαίνουν σε περαιτέρω πωλήσεις άλλων υγιών περιουσιακών στοιχείων, οι οποίες με τη σειρά τους πίεζαν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων ακόμα περισσότερο προς τα κάτω. Η απομόχλευση, η άρνηση στην ουσία νέου δανεισμού, έπαιξε τον κυριότερο ρόλο στην επέκταση της κρίσης και το πέρασμά της στην πραγματική οικονομία.

### 2.3 Το Ιστορικό της Χρηματοοικονομικής Κρίσης – Πρώτες Αντιδράσεις και Προσωρινή Ηρεμία.

Από το 2004 έως το 2006 το επιτόκιο παρέμβασης στις Η.Π.Α. αυξήθηκε από το 1% στο 5,25%, κάτι που οδήγησε και σε επιβράδυνση στην αγορά κατοικίας. Τα πρώτα σημάδια της κρίσης εμφανίστηκαν το καλοκαίρι του 2006 όταν οι τιμές των κατοικιών στις Η.Π.Α. σταμάτησαν να ανεβαίνουν. Οι χρεοκοπίες πολλών νοικοκυριών, που προηγουμένως είχαν πάρει στεγαστικά δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (subprime), άρχισαν να αυξάνονται σε επίπεδα ρεκόρ, καθώς τα επιτόκια αυξάνονταν. Το μεγαλύτερο μέρος αυτών των δανείων είχε προηγουμένως τιτλοποιηθεί και πουληθεί σε άλλες τράπεζες και επενδυτές ανά τον κόσμο. Έτσι, οι επιπτώσεις των χρεοκοπιών των νοικοκυριών άρχισαν να γίνονται εμφανείς στην αγορά τιτλοποιημένων ομολόγων subprime. Το Δεκέμβριο του 2006 ο αξιολογικός οίκος Fitch προειδοποιούσε ότι ένας μεγάλος αριθμός οφειλετών με στεγαστικά δάνεια subprime θα αντιμετώπιζε προβλήματα την

επόμενη χρονιά, το 2007, όταν ανανεώνονταν τα συμβόλαια τους με νέα επιτόκια αγοράς. Στις 28 Δεκεμβρίου η Owit Mortgage Solutions, μια επιθετική μικρή τράπεζα στην Καλιφόρνια που δάνειζε κυρίως στην αγορά των subprime κατέθεσε αίτηση πτώχευσης.

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

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

Στις αρχές Αυγούστου του 2007 οι εξελίξεις επιταχύνθηκαν δραματικά και η κρίση ξέσπασε πλήρως. Η γερμανική τράπεζα IKB Deutsche Industriebank AG για να αντιμετωπίσει τις απώλειες ενός fund της, αρχικά στράφηκε στην μητρική της για την εξασφάλιση χρηματοδότησης και τελικά διασώθηκε από τη δημιουργία ενός νέου fund που οργάνωσε ο βασικός της μέτοχος, η KfW Bankengruppe στις 7 Αυγούστου. Στις 9 Αυγούστου του 2007 η γαλλική τράπεζα BNP ανακοίνωσε τη διακοπή των ρευστοποιήσεων των επενδυτών από τρία αμοιβαία κεφάλαιά της, τα

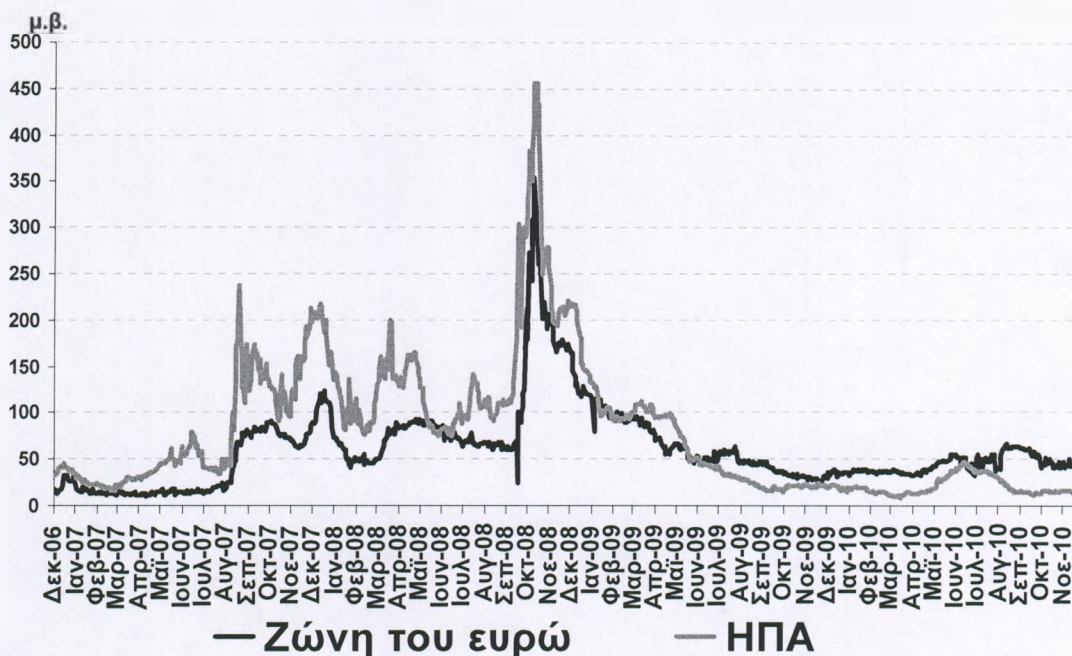
οποία είχαν επενδύσει σε αμερικανικά στεγαστικά προϊόντα, καθώς δεν «μπορούσε» να τιμολογήσει αξιόπιστα την αξία των στοιχείων του ενεργητικού τους. Παρόμοια προβλήματα αντιμετώπισε και άλλη γερμανική τράπεζα η Sachsen LB, η οποία εξαγοράστηκε από την Landesbank Baden-Württemberg.

Τα διεθνή χρηματιστήρια κατακρημνίστηκαν. Την επόμενη μέρα, Παρασκευή, 10 Αυγούστου, οι φόβοι συνεχίστηκαν, τα επιτόκια στη διατραπεζική εκτοξεύτηκαν προς τα πάνω και η ρευστότητα πρακτικά εξαφανίστηκε, αφού στη διατραπεζική αγορά κυριάρχησε φόβος για τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου. Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε όλο τον κόσμο άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι τα περιουσιακά τους στοιχεία που βασίζονταν σε στεγαστικά δάνεια *subprime*, δεν άξιζαν όσο πίστευαν, είχαν τιμολογήσει λάθος τον κίνδυνο που συνδεόταν με αυτά και πλέον ήταν πρακτικά αδύνατο να εκτιμήσουν την αξία τους καθώς οι σχετικές αγορές κατέρρεαν. Οι τράπεζες, αβέβαιες πλέον για τις ίδιες τις κεφαλαιακές τους ανάγκες, σταμάτησαν να δανείζουν. Ουσιαστικά καμία τράπεζα δεν δάνειζε σε καμία άλλη τράπεζα όσο μικρό και αν ήταν το διάστημα δανεισμού. Πολλοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί άρχισαν να έχουν σοβαρό πρόβλημα να εξασφαλίσουν την βραχυχρόνια χρηματοδότηση που τους ήταν απαραίτητη για να συνεχίσουν να λειτουργούν. Ιδίως οι οργανισμοί με υψηλή μόχλευση. Οι κεντρικές τράπεζες αναγκάστηκαν να παρέμβουν για να εξασφαλίσουν την απαραίτητη ρευστότητα. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα παρείχε ρευστότητα ύψους €61 δισ.

Στο Διάγραμμα 1 περιγράφεται η αυξομείωση στην πίεση που δέχτηκε η διατραπεζική αγορά στις Η.Π.Α. και την Ευρωζώνη. Οι μεταβλητές στο διάγραμμα είναι τα περιθώρια στις Η.Π.Α. και την Ευρωζώνη αντίστοιχα, ανάμεσα στο επιτόκιο με το οποίο δανείζεται μια τράπεζα για 3 μήνες από μια άλλη τράπεζα και το επιτόκιο με το οποίο δανείζεται το Δημόσιο για 3 μήνες. Συγκεκριμένα, για τις Η.Π.Α. το περιθώριο είναι μεταξύ του επιτοκίου των τρίμηνων καταθέσεων σε ευρώδολάρια και των τρίμηνων εντόκων γραμματίων του αμερικανικού δημοσίου (TED spread). Για την Ευρωζώνη, το περιθώριο είναι μεταξύ του τρίμηνου Euribor και των τρίμηνων εντόκων γραμματίων της ζώνης του ευρώ. Αύξηση των περιθωρίων οφείλεται είτε σε αύξηση του κινδύνου χρεοκοπίας των τραπεζών – δηλαδή στον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου - είτε στην καταφυγή των επενδυτών σε

περισσότερο ασφαλείς επενδύσεις (flight to quality), και η πιο ασφαλής επένδυση είναι σε τίτλους που εκδίδει το Δημόσιο.

**Διάγραμμα 1.**  
Περιθώρια Τριμηνιαίων Επιτοκίων  
(Η.Π.Α: TED spread  $\equiv$  3m Eurodollar – 3m Tbill,  
Ζώνη Ευρώ: 3m Euribor – 3m Euro Area Tbills)



Σημείωση: Τα επιτόκια είναι ετησιοποιημένα και η διαφορά τους εκφράζεται σε μονάδες βάσης.  
Πηγή: Bloomberg, ECOWIN

Στις Η.Π.Α. η πίεση στη διατραπεζική αγορά ξεκίνησε από το πρώτο εξάμηνο του 2007. Βέβαια, η πρώτη μεγάλη εκτίναξη των περιθωρίων έγινε τον Αύγουστο του 2007 τόσο στις Η.Π.Α. όσο και την Ευρωζώνη. Ακολούθησαν συνεχείς διακυμάνσεις στα περιθώρια, με μια ανοδική τάση λίγο πριν το κλείσιμο του έτους 2007.

Με το ξέσπασμα της κρίσης τον Αύγουστο του 2007, η αγορά των στεγαστικών δανείων subprime πάγωσε. Πολλά funds, τράπεζες επενδύσεων, ειδικοί οργανισμοί-κέλυφα και άλλοι, που ήταν επενδυτές στην αγορά των subprime και είχαν χρηματοδοτήσει την επένδυσή τους με βραχυχρόνιο δανεισμό, δέχτηκαν τηλεφωνήματα από τους δανειστές τους για μεγαλύτερη εγγύηση

(margin).<sup>9</sup> Για να βρουν την εγγύηση αναγκάστηκαν σε πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων, με αποτέλεσμα οι τιμές πολλών περιουσιακών στοιχείων να αρχίσουν να πέφτουν. Οι πρώτοι οργανισμοί που χτυπήθηκαν ήταν οργανισμοί-κέλυφα, στημένα από τις τράπεζες για να μπορούν να δανείζονται εύκολα χωρίς κεφαλαιακές απαιτήσεις από τις εποπτικές αρχές. Αμέσως, η αγορά αυτών των Special Investment Vehicles εξαφανίστηκε. Η αγορά αυτή χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις σε στεγαστικά προϊόντα εκδίδοντας βραχυπρόθεσμα εταιρικά ομόλογα, τα λεγόμενα Asset-Backed Commercial Paper (ABCP). Λίγοι επιθυμούσαν πλέον να αγοράσουν ABCPs και έτσι και αυτή η αγορά κατέρρευσε.

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

Χάρη στις παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών τα πράγματα έδειχναν να ηρεμούν από τον Σεπτέμβριο 2007 έως και το Νοέμβριο. Έκτοτε τα περιθώρια άρχισαν μια νέα ανοδική πορεία. Τότε άρχισε να γίνεται πιο ξεκάθαρο το μέγεθος των πιθανών απωλειών στον χρηματοπιστωτικό τομέα, ενώ τεχνικοί λόγοι επέτειναν την άνοδο.<sup>10</sup> Τον Οκτώβριο η ελβετική τράπεζα UBS ανακοινώνει απώλειες \$3,4 δισ. από τις επενδύσεις της σε subprime προϊόντα. Η διοίκησή της

<sup>9</sup> Το margin, ή καταβολή ασφάλειας, λειτουργεί επισήμως στις οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές (βλέπετε Gikas Hardouvelis (1990)) αλλά και ανεπισήμως από την ιδιωτική πρωτοβουλία σε όλες τις εξω-χρηματιστηριακές αγορές.

<sup>10</sup> Οι τράπεζες δεν ήθελαν να εμφανίσουν στον ισολογισμό της 31<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου ότι ήταν δανεισμένες από τη διατραπεζική αγορά για λόγους σηματοδότησης προς το ευρύτερο κοινό της οικονομικής ευρωστίας τους. Αυτό είχε ως συνέπεια από ένα μήνα πριν το τέλος του έτους να αρνούνται τον δανεισμό βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων.

παραλείπεται. Το Νοέμβριο η Citigroup αναγκάζεται να αποκαλύψει ότι έχει στον ισολογισμό της περισσότερα από \$50 δισ. σε προϊόντα subprime αντί για τα \$13 δισ. που υποστήριζε μέχρι τότε. Η Merrill Lynch αποκαλύπτει ότι αναμένει σχετικές απώλειες ύψους \$7,9 δισ., με την διοίκηση να παραλείπεται.

Το Δεκέμβριο του 2007 ανακοινώνονται τα πρώτα σχέδια για στήριξη από την αμερικανική κυβέρνηση στους ιδιοκτήτες ακινήτων που αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο κατάσχεσης. Επίσης, οι πέντε μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες στο δυτικό κόσμο συντονίζονται για να παράσχουν ρευστότητα στις τράπεζες.

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

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

Τον Μάρτιο του 2008 η κρίση άρχισε να επιδεινώνεται. Στις 13 Μαρτίου έγινε εμφανές ότι η Bear Stearns ήταν έτοιμη να κλείσει εξ αιτίας των τεράστιων απωλειών και της αδυναμίας εξασφάλισης βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. Ένα επείγον δάνειο από την Fed δεν αποδείχτηκε αρκετό και στις 17 Μαρτίου εξαγοράστηκε από την JP Morgan Chase για \$1,1 δισ. (αρχικά το τίμημα ήταν ακόμα χαμηλότερο στα \$240 εκ.), όταν πριν από μόλις ένα χρόνο άξιζε περίπου \$18 δισ. Η Fed προσέφερε χρηματοδότηση \$30 δισ. για να υποστηρίξει την εξαγορά, καθώς η τράπεζα ήταν μέρος ενός συστήματος αλληλοσυνδεόμενων χρηματοοικονομικών συναλλαγών που εκτείνονταν σε παγκόσμια κλίμακα και αν αναγκάζονταν να πουλήσει τα στοιχεία του ενεργητικού της στις αγορές, που είχαν ήδη τεράστια προβλήματα ρευστότητας, θα έριχνε και άλλο τις τιμές, εντείνοντας τις πιέσεις. Εν τω μεταξύ, η αναζήτηση ασφαλούς καταφυγίου από τους επενδυτές οδήγησε στις 19 Μαρτίου του 2008 τις αποδόσεις των εντόκων γραμματίων του αμερικανικού δημοσίου σε σχεδόν μηδενικά επίπεδα.

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

Μέχρι εκείνη τη στιγμή και εφαρμόζοντας τα διδάγματα από την κρίση του 1930, οι κεντρικές τράπεζες είχαν αντιδράσει με τρόπο ώστε η χρηματοοικονομική κρίση να μην μετατραπεί σε οικονομική και να μην καταρρεύσει το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Προέβησαν σε συντονισμένες μειώσεις επιτοκίων και



ενέσεις ρευστότητας.<sup>11</sup> Όμως, ο παραδοσιακός μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής είχε, ιδίως στην κορύφωση της κρίσης, ουσιαστικά παραλύσει: Δεν δίνονταν δάνεια σε ιδιώτες. Έτσι, οι κεντρικές τράπεζες προχώρησαν σε εκτεταμένες ενέσεις ρευστότητας, χρησιμοποιώντας και νέα εργαλεία. Η Fed δημιούργησε το Μάρτιο του 2008 το TAF (Term Auction Facility) για το δανεισμό τραπεζών ανώνυμα χωρίς να τιμωρούνται για την ανάγκη τους αυτή από τις αγορές, αλλά και το primary dealer credit facility για τη διευκόλυνση δανεισμού των μη τραπεζών από τη Fed, καθώς και ένα μηχανισμό για την ανταλλαγή παράγωγων προϊόντων βασισμένων σε subprime δάνεια με έντοκα γραμμάτια του αμερικάνικου δημοσίου (Cecchetti (2008)). Όμως, παρά τις παρεμβάσεις, οι κεντρικές τράπεζες δεν είχαν καταφέρει να λύσουν το βασικό πρόβλημα της επιδεινούμενης κρίσης. Γίνονταν μέρα με τη μέρα ολοένα και πιο φανερό ότι η έλλειψη ρευστότητας ήταν απλώς σύμπτωμα και όχι η αιτία των γεγονότων. Το πρόβλημα ήταν η έλλειψη φερεγγυότητας.

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

#### 2.4 Η Χρηματοοικονομική Κρίση Επιδεινώνεται - Κατάρρευση Lehman

Τον Σεπτέμβριο του 2008 η κρίση έλαβε πλέον δραματικές διαστάσεις, καθώς οι εξελίξεις απέδειξαν ότι τα συμβατικά μέσα πολιτικής αδυνατούσαν να

<sup>11</sup> Η ΕΚΤ, σε αντίθεση με τη Fed, δεν προχώρησε σε μείωση των επιτοκίων, καθώς περιορίζεται από την βασική της αποστολή, που είναι η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού.

αντιμετωπίσουν τα προβλήματα. Στις 10 Σεπτεμβρίου η Lehman Brothers ανακοινώνει τεράστιες απώλειες για το τελευταίο τρίμηνο και έπειτα από ένα πενταήμερο αγωνιώδους αναζήτησης για αγοραστή αναγκάζεται να κηρύξει πτώχευση τη Δευτέρα 15 Σεπτεμβρίου. Ήταν η πρώτη μεγάλη τράπεζα που χρεοκοπούσε. Είχε προηγηθεί ένα Σαββατοκύριακο έντονων διαβουλεύσεων στο κεντρικό κτήριο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης στη Liberty Street, με παρουσία του επικεφαλής της New York Fed και μετέπειτα υπουργού οικονομικών Timothy Geithner, του Προέδρου της Fed, Ben Bernanke, και του υπουργού οικονομικών, Henry Paulson. Δεν βρέθηκε αγοραστής για τη Lehman, αφού ο επίδοξος αγοραστής, που ήταν η Barclays, επέμενε σε παρόμοιες εγγυήσεις με αυτές που δόθηκαν στην JP Morgan για την εξαγορά της Bear Stearns τον προηγούμενο Μάρτιο. Έτσι αποφασίστηκε να αφεθεί η Lehman να καταρρεύσει.<sup>12</sup> Στις ίδιες διαβουλεύσεις, όμως, βρέθηκε αγοραστής για την Merrill Lynch, που αντιμετώπιζε και αυτή την απειλή της χρεοκοπίας, υπό το βάρος συνολικών ζημιών από την κρίση \$51,8 δισ. (σύμφωνα με το Bloomberg). Έτσι, την ίδια μέρα, στις 15 Σεπτεμβρίου, η Merrill Lynch ανακοινώνει την εξαγορά της από την Bank of America για \$50 δισ. Μέσα σε ένα Σαββατοκύριακο δύο από τις μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζες του κόσμου έπαψαν να υπάρχουν. Η χρεοκοπία της Lehman εξαφάνισε την όποια λίγη εμπιστοσύνη είχε μείνει στην διατραπεζική αγορά και τα επιτόκια εκτοξεύτηκαν σε ιστορικά υψηλά. Η αγορά ουσιαστικά ήταν και πάλι κλειστή και θα παρέμενε έτσι για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Η άφεση της Lehman σε κατάρρευση είχε σκοπό να μειώσει τον ηθικό κίνδυνο, αλλά ξαφνικά δημιουργήθηκε ένα ντόμινο ανησυχιών. Η ανησυχία μεταφέρθηκε κυρίως στους ασφαλιστικούς οργανισμούς που είχαν πουλήσει ασφάλειες έναντι του κίνδυνου χρεοκοπίας οργανισμών όπως η Lehman, χρησιμοποιώντας παράγωγα προϊόντα (Credit Default Swaps). Μεγαλύτερος κίνδυνος υπήρχε για την αμερικανική AIG, τη μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρία του κόσμου, της οποίας ο κομβικός ρόλος απειλούσε να προκαλέσει την πλήρη κατάρρευση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο συστημικός

---

<sup>12</sup> Ο Alan Greenspan αποκάλεσε το γεγονός «κάτι που συμβαίνει μια φορά στα εκατό χρόνια» και προειδοποίησε ότι μπορεί να ακολουθήσουν και άλλες μεγάλες τράπεζες.

κίνδυνος ήταν πλέον τεράστιος, αφού το κόστος της κατάρρευσης της ασφαλιστικής εταιρείας ήταν πολύ μεγαλύτερο από ότι της διάσωσης της. Έτσι, την επόμενη μέρα μετά τη χρεοκοπία της Lehman, στις 16 Σεπτεμβρίου 2008, η αμερικανική κυβέρνηση ανακοινώνει ένα πακέτο σωτηρίας \$85 δισ. για την AIG με αντάλλαγμα το 80% της εταιρείας. Η AIG κρατικοποιείται, κάτι πρωτοφανές για την αμερικανική αγορά.

Το τραπεζικό τοπίο άλλαζε δραματικά, η λίστα τραπεζών και funds που χρεοκοπούσαν ή εξαγοράζονταν μεγάλωνε διαρκώς. Οι μόνες δύο μεγάλες επενδυτικές αμερικανικές τράπεζες που είχαν απομείνει (Goldman Sachs, Morgan Stanley) μετατράπηκαν στις 22 Σεπτεμβρίου 2008 σε εμπορικές (bank holding companies) προκειμένου να αποκτήσουν απρόσκοπτη πρόσβαση σε χρηματοδότηση από την Fed. Στις 25 Σεπτεμβρίου 2008 η Washington Mutual με συνολικά στοιχεία ενεργητικού αξίας \$328 δισ. (η έκτη μεγαλύτερη τράπεζα στις Η.Π.Α.) κλείνει και πωλείται στην JPMorgan Chase. Το domino συνεχίζεται στη Ευρώπη, καθώς η Fortis, ο πολυεθνικός τραπεζικός και ασφαλιστικός γίγαντας διασπάται και εν μέρει κρατικοποιείται τον Οκτώβριο του 2008. Το ίδιο συμβαίνει και με την αγγλική Bradford & Bingley και την βελγογαλλική Dexia.

Στα τέλη Σεπτεμβρίου - αρχές Οκτωβρίου του 2008 οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες της Ισλανδίας, η Kaupthing, η Glitnir και η Landsbanki (η οποία λειτουργούσε ως Icesave στην Νορβηγία και το Ην. Βασίλειο) πτώχευσαν και τέθηκαν υπό καθεστώς ελέγχου από την Ισλανδική Αρχή Χρηματοοικονομικής Εποπτείας. Οι ισλανδικές τράπεζες είχαν θυγατρικές εκτός συνόρων της Ισλανδίας και είχαν προσελκύσει καταθέσεις, προσφέροντας υψηλότερα επιτόκια από τους ανταγωνιστές τους στην Ολλανδία, το Ην. Βασίλειο και την Σκανδιναβία. Ο αριθμός των καταθετών τους σε αυτές τις χώρες ξεπερνούσε τον πληθυσμό της Ισλανδίας. Η χρεοκοπία αυτή δημιούργησε κρίση στις σχέσεις της χώρας με τις χώρες δραστηριοποίησης των τραπεζών της, για το αν και πως θα αποζημιωνόνταν οι πελάτες τους στο εξωτερικό. Η διαμάχη,<sup>13</sup> η οποία συνεχίζονταν μέχρι και τις αρχές Δεκεμβρίου 2010, αφορούσε το αν και πως η

<sup>13</sup> Είναι χαρακτηριστικό της έντασης που δημιουργήθηκε, ότι τον Οκτώβριο του 2008 η Βρετανική κυβέρνηση «πάγωσε» τα περιουσιακά στοιχεία της Landsbanki στο Ην. Βασίλειο, επικαλούμενη διατάξεις του αντιπρομοκρατικού νόμου.

Ισλανδία θα αποπληρώσει δάνειο συνολικού ύψους €3,8 δισ. (44% του ΑΕΠ το 2009) προς την Ολλανδία και το Ην. Βασίλειο, που χρησιμοποιήθηκε για την αποζημίωση των καταθετών.<sup>14</sup>

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

Στις 30 Σεπτεμβρίου η Ιρλανδία ανακοινώνει ότι εγγυάται το σύνολο των καταθέσεων στις ιρλανδικές τράπεζες. Αύξηση του ορίου εγγύησης των καταθέσεων ανακοινώνεται και σε πολλές άλλες χώρες. Στις 8 Οκτωβρίου η Fed, η ΕΚΤ, η Τράπεζα της Αγγλίας και οι κεντρικές τράπεζες του Καναδά, της Σουηδίας και της Ελβετίας μειώνουν εκτάκτως και συντονισμένα σε μία πρωτοφανή κίνηση τα επιτόκια κατά 0,5%. Είναι η πρώτη μείωση στην οποία προβαίνει η ΕΚΤ από την αρχή της κρίσης.

Οι πτωχεύσεις / διασώσεις τραπεζών συνεχίζονται σε όλο τον κόσμο το χειμώνα του 2008-2009. Αποδεικνύεται ότι με ελάχιστες εξαιρέσεις, όπως το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, όλοι κινδυνεύουν. Στη Γερμανία, η Hypo Real Estate διασώζεται με κόστος €50 δισ. και με τη συμμετοχή άλλων ιδιωτικών τραπεζών. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, με κόστος £37 δισ. εθνικοποιούνται η Royal Bank of Scotland (60%), συγχωνεύονται και εθνικοποιούνται η Lloyds TSB και η HBOS (40%). Στις Η.Π.Α., η Wachovia, η τέταρτη μεγαλύτερη τράπεζα, εξαγοράζεται από την Wells Fargo για \$15 δισ. χωρίς όμως κρατική βοήθεια. Τον Οκτώβριο του 2008, η κυβέρνηση των Η.Π.Α. ανακοινώνει ότι θα χρησιμοποιήσει \$250 δισ. από το TARP για την εξαγορά μεριδίων σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Μερική εθνικοποίηση με σκοπό, σύμφωνα με τον πρόεδρο Bush : «να σώσει την

<sup>14</sup> Σχετικό νομοσχέδιο απορρίφθηκε με δημοψήφισμα στις 6 Μαρτίου του 2010.

ελεύθερη αγορά». Στην Ιρλανδία, τους πρώτους μήνες του 2009 εθνικοποιήθηκε η Anglo Irish Bank, η τρίτη μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας.

Παρά τα προηγούμενα μέτρα, η κρίση εντάθηκε τους πρώτους μήνες του 2009 και ο φόβος κατάρρευσης συνέχισε να υπάρχει, καθώς αμφισβητούνταν η βιωσιμότητα όλων των μεγάλων αμερικανικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ταυτόχρονα, η χρηματοοικονομική κρίση περνούσε στη πραγματική οικονομία – διαψεύδοντας τη θεωρία του decoupling. Έτσι, η αμερικανική κυβέρνηση προσπάθησε να βάλει τέλος στα σενάρια χρεοκοπίας του τραπεζικού συστήματος, δημοσιοποιώντας τον Μάιο του 2009 τα αποτελέσματα των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων των αμερικανικών τραπεζών. Τα αποτελέσματα αυτά αποδείχτηκαν πολύ σημαντικά για την αποκατάσταση ως ένα βαθμό της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα. Συμμετείχαν 19 αμερικανικές τράπεζες, αυτές με ενεργητικό στο τέλος του 2008 άνω των \$100 δισ. Οι 19 αυτές τράπεζες είχαν συνολικό ενεργητικό περίπου \$10 τρισ. και αντιπροσώπευαν το 70% του ενεργητικού του τραπεζικού τομέα των Η.Π.Α..

## 2.5 Τέλος της Χρηματοοικονομικής Κρίσης:

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

Σημαντικό ρόλο στην αποκατάσταση μιας σχετικής ηρεμίας στην Ευρώπη έπαιξαν και οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) των ευρωπαϊκών τραπεζών, όπως είχε γίνει πάνω από ένα χρόνο νωρίτερα για τις τράπεζες στις Η.Π.Α. Τα αποτελέσματα ανακοινώθηκαν στις 23 Ιουλίου 2010 και

ήταν συνολικώς θετικά. Οι ασκήσεις αφορούσαν 91 τράπεζες, οι οποίες αντιπροσώπευαν το 65% του ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος της Ε.Ε. και συντονίστηκαν από την Committee of European Banking Supervisors (CEBS) με τη συνεργασία της ΕΚΤ και της Ε.Ε.

Βεβαίως, αν και η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση τελείωσε, ο χρηματοοικονομικός τομέας παραμένει ευαίσθητος. Στη διάρκεια του 2010, οι αγορές ταλανίστηκαν για την τύχη του ευρώ από τα τεράστια χρέη που συσσώρευσαν χώρες όπως η Ιρλανδία και η Ελλάδα (βλέπετε Ενότητες 4 και 5). Επίσης, η μόχλευση στο Δυτικό κόσμο έγινε πολύ μεγάλη, τόσο στον ιδιωτικό όσο και στο δημόσιο τομέα. Αυτή η μόχλευση θα επηρεάσει αρνητικά τους ρυθμούς ανάπτυξης στο μέλλον και απαιτεί επαγρύπνηση των εποπτικών φορέων. Απαιτεί και ένταση των προσπαθειών για τη δημιουργία μιας νέας αρχιτεκτονικής για το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα, η οποία θα εξασφαλίζει μεγαλύτερη σταθερότητα και θα αποτρέπει την συσσώρευση κινδύνων (βλέπετε Ενότητα 5).

### 3. Η διεθνής οικονομική κρίση

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

#### 3.1 Η Μεταφορά της Κρίσης στην Πραγματική Οικονομία

Ήδη από την αρχή της χρηματοοικονομικής κρίσης, άρχισαν να εκφράζονται ανησυχίες για την πιθανή μεταφορά της στην πραγματική οικονομία. Αυτό δεν αποφεύχθηκε. Ιδιαίτερα στο τέταρτο τρίμηνο του 2008, μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, κατέρρευσε σχεδόν αμέσως το διεθνές εμπόριο και η παραγωγή των χωρών διεθνώς. Επηρεάστηκαν όλες οι χώρες, ανεξάρτητα από την οικονομική πολιτική που στο παρελθόν είχαν ακολουθήσει, διότι όλες οι οικονομίες είναι διεθνοποιημένες. Διαψεύσθηκε έτσι και η θεωρία της αποσύνδεσης ή «decoupling» για τις αναδυόμενες οικονομίες. Έτσι, το 2009 η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, με το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης να γίνεται αρνητικός, - 1,9%, για πρώτη φορά μετά το πρώτο μισό της δεκαετίας του 1930 και την τότε Μεγάλη Ύφεση.

Η μεταφορά της κρίσης στην πραγματική οικονομία έγινε μέσω της απομόχλευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τα προβλήματα φερεγγυότητας από τις κεφαλαιακές απώλειες οδήγησαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε προσπάθεια τόνωσης της κεφαλαιακής τους βάσης ή/και μείωσης του μεγέθους του ενεργητικού τους. Όμως, σε αυτές τις περιπτώσεις η μείωση του ενεργητικού είναι πολλαπλάσια της αρχικής κεφαλαιακής απώλειας. Τράπεζες που στο παρελθόν δάνειζαν 50 φορές τα ίδια κεφάλαιά τους αναγκάστηκαν να περιορίσουν το δανεισμό προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά κατά 50 φορές το χάσμα στα κεφάλαιά τους. Έτσι, θέσπισαν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια και περιορίσαν τις πιστώσεις. Η μείωση στις πιστώσεις οδηγεί στη συνέχεια τις

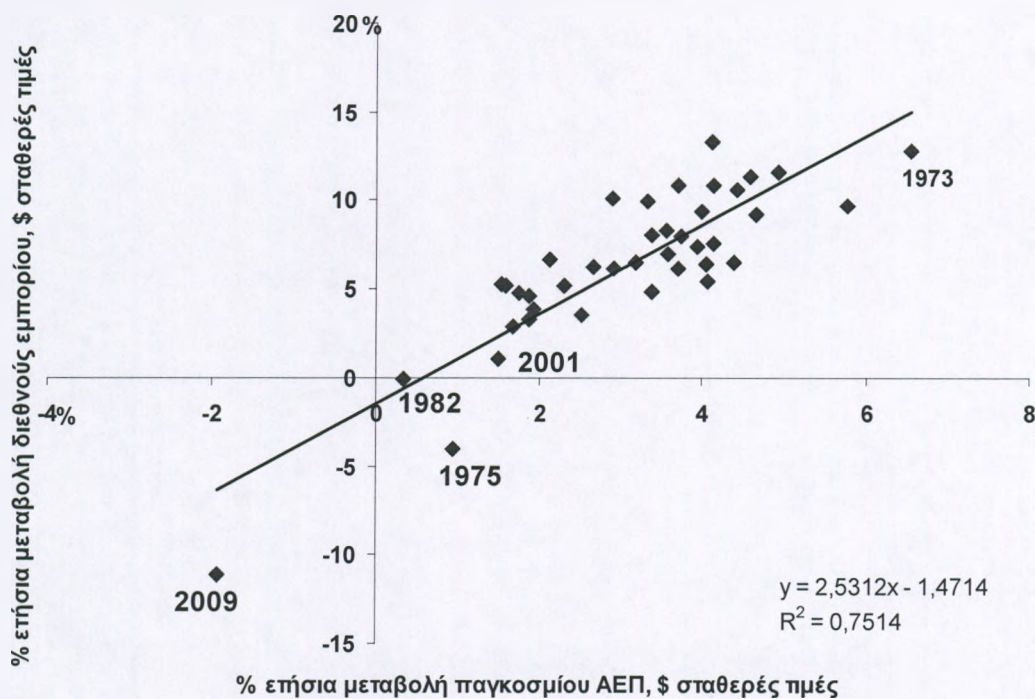
επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά σε συρρίκνωση των δραστηριοτήτων τους, γεγονός που σημαίνει μείωση του προσωπικού, αύξηση της ανεργίας, λιγότερη παραγωγή, λιγότερο εισόδημα και επιμήκυνση της ύφεσης. Η πολλαπλασιαστική αυτή αρνητική επίδραση από το χάσμα κεφαλαίων στο νέο δανεισμό καθώς και στην ανανέωση των παλαιών δανείων μεταφέρει την κρίση στην πραγματική οικονομία. Ταυτόχρονα η ύφεση μειώνει τη δυνατότητα επιχειρήσεων και νοικοκυριών να εξυπηρετούν τα δάνειά τους, δημιουργώντας έτσι έναν φαύλο κύκλο.

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

Οι πιστώσεις στο εξαγωγικό εμπόριο υπήρξαν τα πρώτα θύματα διότι εκεί ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου είναι ο μεγαλύτερος. Ο φόβος των πτωχεύσεων των αντισυμβαλλόμενων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στέρεψε πρώτα τη ρευστότητα και στη συνέχεια τις πιστώσεις στο εξαγωγικό εμπόριο. Η έλλειψη πιστώσεων συνέβαλλε μαζί με την πτώση της καταναλωτικής και επιχειρηματικής εμπιστοσύνης στην κατάρρευση του παγκόσμιου εμπορίου. Το παγκόσμιο εμπόριο έχει σημειώσει σημαντική πτώση σε τρεις περιπτώσεις μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο: Κατά την διάρκεια της πετρελαϊκής κρίσης το 1974-75, το 1982-83 και κατά το 2001-02 με το σπάσιμο της φούσκας των τεχνολογικών μετοχών και τις επιθέσεις της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου. Η επιβράδυνση, όμως, που ξεκίνησε στα μέσα του 2007 μαζί με την χρηματοοικονομική κρίση, εξελίχτηκε από το τελευταίο τρίμηνο του 2008 σε κατάρρευση. Οι αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης του εμπορίου συνεχίστηκαν και όλο το 2009. Η κατάρρευση του διεθνούς εμπορίου είναι χαρακτηριστικό σημάδι της ύφεσης και σημαντικός παράγων εμβάθυνσής της. Η πτώση αυτή ήταν συγχρονισμένη, αφορούσε όλες τις οικονομίες και όλες τις κατηγορίες εμπορευμάτων.



Διάγραμμα 2.  
Συσχέτιση παγκόσμιου ρυθμού μεταβολής ΑΕΠ & Διεθνούς Εμπορίου  
(1970-2009)



Πηγή: OECD, World Bank

Η συγχρονισμένη και αλληλοσυνδεόμενη κατάρρευση εμπορίου και ανάπτυξης φαίνεται καθαρά στο Διάγραμμα 2, όπου παρουσιάζονται οι ετήσιοι πραγματικοί ρυθμοί ανάπτυξης του παγκόσμιου ΑΕΠ και του διεθνούς εμπορίου από το 1970 έως και το 2009. Υπάρχει μια σαφής θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών, που περιγράφεται από τη γραμμή παλινδρόμησης: Πτώση της παγκόσμιας πραγματικής οικονομίας κατά μία ποσοστιαία μονάδα συνοδεύεται με πτώση του όγκου του διεθνούς εμπορίου σε σταθερές τιμές κατά 2,5 ποσοστιαίες μονάδες. Παρατηρήσατε ότι το 2009 είναι το έτος όχι απλώς με τη μεγαλύτερη πτώση και των δύο δεικτών τα τελευταία 40 χρόνια, αλλά και το έτος που η κατάρρευση του εμπορίου είναι πολύ μεγαλύτερη από την πτώση που δικαιολογείται με βάση την προηγούμενη ιστορική εμπειρία πτώσης του ρυθμού ανάπτυξης.<sup>15</sup> Στο ίδιο διάγραμμα, παρατηρήσατε επίσης την επέλαση της παγκοσμιοποίησης την περίοδο 1970-2009, η οποία φαίνεται και από το γεγονός ότι ο μέσος ρυθμός αύξησης του διεθνούς εμπορίου (6,4%) ήταν υπέρ-διπλάσιος

<sup>15</sup> Στο Διάγραμμα 2, η διαφορά του σημείου του 2009 έχει την μεγαλύτερη κάθετη απόσταση από τη γραμμή παλινδρόμησης

του αντίστοιχου μέσου ρυθμού αύξησης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας (3,1%).

### 3.2 Μέτρα Αντιμετώπισης της Ύφεσης – Δημοσιονομικά και Νομισματικά

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

Οι κεντρικές τράπεζες δεν περιορίστηκαν μόνον στη μείωση των επιτοκίων. Εφεύραν νέους τρόπους παροχής ρευστότητας, αύξησαν το ελάχιστο ποσό των εγγυημένων τραπεζικών καταθέσεων, συνέδραμαν τις κυβερνήσεις στον καθορισμό πακέτων διάσωσης των τραπεζών. Στον Πίνακα 1 μπορούμε να δούμε το μέγεθος της παρέμβασης των νομισματικών αρχών. Η αύξηση του ενεργητικού τους αντανακλά τα έκτακτα μέτρα που πάρθηκαν για τη διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Πίνακας 1.

Επεκτατική νομισματική πολιτική, Αύγουστος 2007 – Νοέμβριος 2010

	Μείωση επιτοκίων παρέμβασης	Αύξηση του ενεργητικού της κεντρικής τράπεζας	Ύψος Ενεργητικού Κεντρικής Τράπεζας
Η.Π.Α.	- 5,00 %	169 %	\$2,35 τρισ.
Ευρωζώνη	- 3,00 %*	60 %	€1,91 τρισ.
Ην. Βασίλειο	- 5,25 %	200 %	£246 δισ.

\* Ενδιάμεσα το επιτόκιο αυξήθηκε κατά 0,25% το διάστημα 7/2008 – 10/2008  
Πηγή: ΕΚΤ, Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α., Τράπεζα της Αγγλίας

Η Fed μείωσε το βασικό της επιτόκιο από 5,25% τον Σεπτέμβριο του 2007 στο 0% με 0,25% τον Δεκέμβριο του 2008. Για πρώτη φορά η Fed έθεσε ως στόχο για το βασικό της επιτόκιο ένα εύρος παρά ένα συγκεκριμένο νούμερο. Η ΕΚΤ προχώρησε πιο διστακτικά στη μείωση των επιτοκίων, καθώς περιορίζεται από την βασική της αποστολή, που είναι η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού. Η ΕΚΤ ξεκίνησε τις μειώσεις μόλις τον Οκτώβριο του 2008 από το 4,25% στο 1% τον Ιούνιο του 2009. Η Fed δεν περιορίστηκε στο εργαλείο των επιτοκίων. Προέβη και στη λήψη μη συμβατικών μέτρων, τα οποία ονομάστηκαν «μέτρα ποσοτικής και ποιοτικής χαλάρωσης» ή «quantitative and qualitative easing». Ενώ η ΕΚΤ αναγκάστηκε να καταφύγει και αυτή σε μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, ώστε να διοχετεύσει ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, το ενεργητικό της αυξήθηκε πολύ λιγότερο από το αντίστοιχο ενεργητικό της Fed. Αξίζει επίσης να τονιστεί ότι την περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης, ένα από τα πρώτα μέληματα των κυβερνήσεων ήταν η αύξηση του ελάχιστου ποσού της εγγύησης των καταθέσεων, ώστε να αποφευχθεί η εκδήλωση πανικού.

Μια δεύτερη και επίσης σημαντική πρωτοβουλία των κυβερνήσεων ήταν η ενεργοποίηση πακέτων διάσωσης και ενίσχυσης των εγχωρίων τραπεζών. Το μέγεθος των πακέτων διάσωσης κυμάνθηκε από το 3% του εγχωρίου ΑΕΠ στην Ιταλία, έως το 220% στην Ιρλανδία. Στην Ελλάδα αντιστοιχούσε στο 11% του ΑΕΠ και αρχικά οι ελληνικές τράπεζες δεν προθυμοποιήθηκαν να το χρησιμοποιήσουν (Χαρδούβελης (2009b)). Σε πολλές χώρες κρίθηκε αναγκαία ακόμα και η – έστω και μερικώς – κρατικοποίηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως έχει ήδη περιγραφεί.

Στις Η.Π.Α., το αρχικό σχέδιο του Οκτωβρίου 2008, το TARP<sup>16</sup> αποδείχτηκε ανεπαρκές και χρειάστηκε η υιοθέτηση ενός νέου σχεδίου, του Financial Stability Plan με επιπλέον πόρους ύψους \$2 τρισ. ή 14% του ΑΕΠ των Η.Π.Α. Το FSP περιλαμβάνει προγράμματα κεφαλαιακής στήριξης χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τη δημιουργία ταμείων, και ήταν προϊόν συνεργασίας ιδιωτικού και

<sup>16</sup> Από τα κεφάλαια του TARP χρησιμοποιήθηκαν \$319 δισ. για την ενίσχυση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (Citigroup, Bank of America, JPMorgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Wells Fargo, AIG κ.α.), \$81 δισ. στις αυτοκινητοβιομηχανίες (GM, Chrysler) και \$27 δισ. για την ενίσχυση δανειοληπτών. Συνολικά έως το τέλος Δεκεμβρίου του 2009, έχουν χρησιμοποιηθεί \$454 δισ. από τα διαθέσιμα κεφάλαια

κρατικού τομέα. Στόχος του ήταν η απομάκρυνση «τοξικών» περιουσιακών στοιχείων από τους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η παροχή χρηματοδότησης σε ιδιώτες για αγορά δανείων στις δευτερεύουσες αγορές, ώστε να επαναδραστηριοποιηθεί η πιστωτική αγορά και να μειωθούν τα επιτόκια των καταναλωτικών και επιχειρηματικών δανείων και, τέλος, η υποστήριξη δανειοληπτών με την αναδιάρθρωση στεγαστικών δανείων ώστε να περιοριστούν οι κατασχέσεις.

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

Εν μέσω κρίσης, ορισμένοι αναλυτές ισχυρίζονταν ότι τα δημοσιονομικά αυτά μέτρα ήταν ανεπαρκή, δεν θα σταματούσαν την κρίση και απεναντίας, θα έδιναν επιχειρήματα σε όσους αντιδρούν σε κρατικές παρεμβάσεις, καθώς αύξαναν τα δημοσιονομικά ελλείμματα. Μάλιστα για μεγάλο χρονικό διάστημα, οι Αμερικανοί πίεζαν για περαιτέρω επεκτατική δημοσιονομική πολιτική στην Ευρώπη, καθώς θεωρούσαν τα ευρωπαϊκά μέτρα ανεπαρκή. Το ΔΝΤ έσπευσε το Νοέμβριο του 2008 να χρηματοδοτήσει την Ουκρανία με \$16,4 δισ.

Η αντιμετώπιση της κρίσης απαιτούσε διεθνή συντονισμό. Το ρόλο του συντονισμού ανέλαβε να παίξει η ομάδα χωρών των G-20, η ομάδα των 19 σημαντικότερων οικονομιών συν την Ε.Ε. Επειδή η κρίση ήταν διεθνής, η ομάδα των G-20 αναδείχτηκε φυσιολογικά ως το κυριότερο όργανο διαβούλευσης και συντονισμού των οικονομικών πολιτικών σε διεθνές επίπεδο. Πάρθηκαν μια σειρά από σημαντικές αποφάσεις, οι οποίες ενίσχυσαν σε μεγάλο βαθμό την εμπιστοσύνη των αγορών και βοήθησαν στην αντιμετώπιση της κρίσης. Οι

αποφάσεις αφορούσαν κυρίως τον συντονισμό των οικονομικών πολιτικών, την ενίσχυση του διεθνούς εμπορίου, την ενίσχυση του ΔΝΤ, την ενίσχυση του ρόλου των αναπτυσσόμενων οικονομιών, ιδίως της Κίνας και την αναπτυξιακή βοήθεια στις φτωχότερες οικονομίες. Το συνολικό ύψος των διατιθέμενων πόρων από τους G-20 έφτασε τα \$1,1 τρισ. (\$750 δισ. για το ΔΝΤ, \$250 δισ. για τη στήριξη του διεθνούς εμπορίου, και \$100 δισ. αναπτυξιακή βοήθεια σε τρίτες χώρες).

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

Οι εκτενείς νομισματικές και δημοσιονομικές παρεμβάσεις βοήθησαν την παγκόσμια οικονομία να μπει σε τροχιά ανάκαμψης το 2010. Για ένα χρονικό διάστημα έως τα μέσα του 2010 στις Η.Π.Α. κυριάρχησε ο φόβος της επιστροφής σε ύφεση, της λεγόμενης διπλής ύφεσης, κάτι που όμως δεν συνέβη. Στο τέλος του 2010, η νομισματική πολιτική των Η.Π.Α. εξακολουθούσε να είναι επεκτατική, παρά το γεγονός ότι ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης του 2010 εκτιμούνταν σε 2,7%. Αυτός είναι ένας καλός ρυθμός σε σχέση με την Ευρωζώνη (1,7%), αλλά δεν είναι ικανοποιητικός σε σχέση με την ιστορική εμπειρία των γρήγορων και μεγάλων ανακάμψεων μετά μια ύφεση, που είναι διπλάσιας έντασης από τη σημερινή.

Η Fed στη συνεδρίαση της 3ης Νοεμβρίου 2010 αποφάσισε περαιτέρω ποσοτική χαλάρωση, με πρόσθετη αγορά κυβερνητικών ομολόγων αξίας \$600 δισ (Quantitative Easing II). Εφόσον η οικονομία είχε ακόμα πλεονασματικό παραγωγικό δυναμικό και η ανεργία ανέβαινε, ο φόβος του πληθωρισμού ήταν απομακρυσμένος. Έτσι, με την ποσοτική χαλάρωση δεν διακινδύνευε μια αναζωπύρωση του πληθωρισμού, ενώ μπορούσε συγχρόνως να επιτύχει πιθανόν χαμηλά μακροπρόθεσμα επιτόκια, μερική εξαγορά του δημόσιου χρέους (debt

monetization), αλλά και μείωση της αξίας του δολαρίου έναντι ξένων νομισμάτων, γεγονός που βοηθά το αμερικανικό εξωτερικό ισοζύγιο. Η μέχρι τότε σθεναρή άρνηση των Κινέζων στις πολιτικές πιέσεις των Αμερικανών για να αφήσουν ελεύθερη τη συναλλαγματική ισοτιμία του Γουάν ώστε να ανατιμηθεί έναντι του δολαρίου, πιθανόν να μην άφηνε και πολλά περιθώρια επιλογής στη Fed.

Εφεξής, η νομισματική και δημοσιονομική πολιτική στις Η.Π.Α. γίνεται λιγότερο ξεκάθαρη. Οι ενδιάμεσες εκλογές του Νοεμβρίου 2010 έφεραν ξανά τους Ρεπουμπλικάνους στο προσκήνιο, οι οποίοι ελέγχουν το Κογκρέσο και πιέζουν για ένα φρένο στην επεκτατική νομισματική πολιτική και σε μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

#### 4. Η Ελληνική και η Ευρωπαϊκή Κρίση

Η ελληνική κρίση ξεκίνησε από την οικονομική δυσπραγία που εισήχθη στην Ελλάδα λόγω της διεθνούς ύφεσης και η οποία φανέρωσε την υπερχρέωση του ελληνικού Δημοσίου και την πιθανή αδυναμία ελέγχου του διογκούμενου χρέους του. Μετατράπηκε σε κρίση της Ευρωζώνης όταν οι αγορές συνειδητοποίησαν ότι το ελληνικό πρόβλημα είναι η κορυφή του παγόβουνου σε μια νομισματική ένωση, η οποία δεν στηρίζεται σε σταθερά δημοσιονομικά θεμέλια. Στο παρόν εδάφιο περιγράφονται με σχετική χρονολογική σειρά όλα τα σημαντικά γεγονότα που σημάδεψαν την πορεία της κρίσης από το τέλος του 2009 έως το τέλος του 2010.<sup>17</sup>

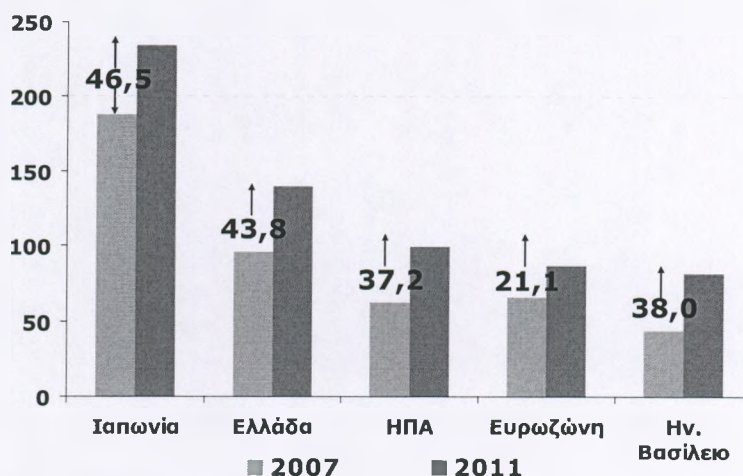
##### 4.1 Δημοσιονομικό Χρέος και η Ανησυχία των Αγορών

Οι άμεσες αρνητικές συνέπειες της διεθνούς οικονομικής κρίσης αποτελούν παρελθόν. Η κρίση, όμως, όπως και όλες οι προηγούμενες,<sup>18</sup> άφησε πίσω της βάρη για μια πιο μακροχρόνια στασιμότητα στη Δύση. Το κύριο βάρος είναι το υψηλό δημόσιο χρέος, το οποίο περιγράφεται στο Διάγραμμα 3. Παρατηρήσατε ότι σε τέσσερα μόνον χρόνια, από το τέλος του 2007 έως το τέλος του 2011, το χρέος στις Η.Π.Α. αυξάνεται κατά 37,2 μονάδες του ΑΕΠ, στο Ηνωμένο Βασίλειο 38,0 μονάδες και στην Ελλάδα 43,8 μονάδες. Η μεταβολή στο χρέος είναι μεγάλη σε διεθνές επίπεδο διότι η χρηματοοικονομική κρίση προξένησε την παρέμβαση των αρχών με πακέτα διάσωσης, μείωσε τα φορολογικά έσοδα αλλά και ανάγκασε τις κυβερνήσεις σε επεκτατική δημοσιονομική πολιτική.

Διάγραμμα 3.  
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης  
(% ΑΕΠ & μεταβολή μεταξύ 2007 – 2011 σε π.μ. του ΑΕΠ)

<sup>17</sup> Η αντίδραση των Ευρωπαίων πολιτικών στην εξελισσόμενη κρίση περιγράφεται αργότερα, στο επόμενο Εδάφιο 5.

<sup>18</sup> Βλέπετε Reinhart and Rogoff (2009)



Πηγή: ΔΝΤ

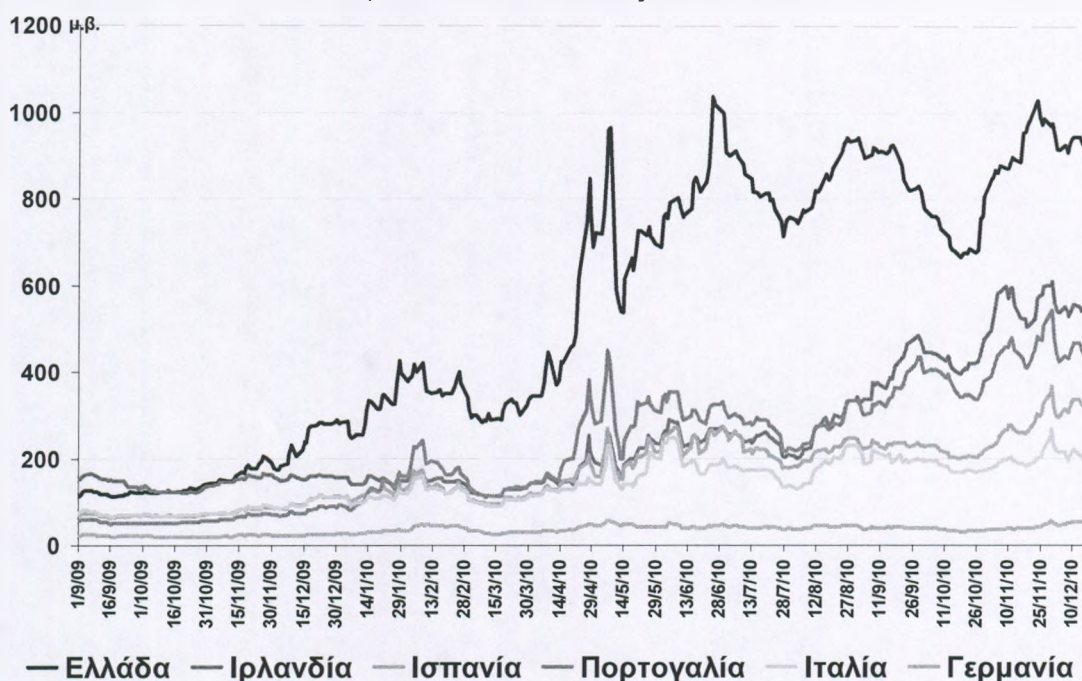
Στην Ευρωζώνη, η αύξηση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ δεν είναι συγκριτικά τόσο δραματική. Ούτε και το τελικό αποτέλεσμα, δηλαδή το χρέος του 2011, είναι δραματικό σε σχέση με τον υπόλοιπο αναπτυγμένο κόσμο, τις Η.Π.Α. το Ηνωμένο Βασίλειο ή την Ιαπωνία. Μάλιστα η Ευρωζώνη είναι μια νομισματική περιοχή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

Ο κίνδυνος χώρας, που αντικατοπτρίζεται στα περιθώρια επιτοκίων δανεισμού έκαστης ευρωπαϊκής χώρας σε σχέση με τα αντίστοιχα γερμανικά ή και στα επιτόκια ασφάλισης των δανειστών της χώρας (τα Credit Default Swap rates) είναι τώρα πλέον συνάρτηση του δημόσιου και ιδιωτικού χρέους της κάθε χώρας, αλλά και άλλων παραγόντων όπως οι πολιτικές εξελίξεις, η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος, κλπ. (Attinasi et al. (2009), Barrios et al. (2009)). Η διαφοροποίηση ανάμεσα στα επιτόκια δανεισμού των χωρών της Ευρωζώνης θέτει σε κίνδυνο τη σταθερότητα αλλά και την ύπαρξη της Ευρωζώνης, όπως



τουλάχιστον την ξέρουμε σήμερα. Πηγάζει από τη βαθύτερη αμφιβολία των αγορών για την επάρκεια των υπαρχόντων δημοσιονομικών κανόνων που συγκροτούν τη λειτουργία της Ευρωζώνης και είναι ένα θέμα που αναλύεται στο επόμενο εδάφιο του άρθρου.

Διάγραμμα 4.  
5ετή CDS από 1/9/2009 έως 28/12/2010



Πηγή: Bloomberg

Στο Διάγραμμα 4 σκιαγραφείται η εξέλιξη της κρίσης στην περιφέρεια της Ευρωζώνης από τις αρχές Σεπτεμβρίου του 2009. Περιγράφονται τα επιτόκια των εξω-χρηματιστηριακών προθεσμιακών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου μακροπρόθεσμων ομολόγων πενταετούς διάρκειας της Ελλάδας, Ιρλανδίας, Πορτογαλίας, Ισπανίας, Ιταλίας και Γερμανίας (CDS rates). Στα μέσα Οκτωβρίου 2009, στη δευτερογενή αυτή αγορά των CDS, η ασφάλιση των αγοραστών ελληνικών ομολόγων κόστιζε το ίδιο με τα ιρλανδικά, περίπου 130 μονάδες βάσης ή 1,3%. Αυτό σημαίνει ότι ο αγοραστής ελληνικού πενταετούς ομολόγου ονομαστικής αξίας €10 εκ. έπρεπε να πληρώνει για την ασφάλεια 130 χιλιάδες ευρώ ετησίως για 5 χρόνια. Παρατηρήσατε ότι από το Νοέμβριο του 2009 το κόστος ασφάλισης των αγοραστών ελληνικών ομολόγων σταδιακά εκτοξεύτηκε, και φυσικά με πολλά скаμπανεβάσματα, τα οποία αντικατοπτρίζουν

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

Η Ελλάδα ξεχωρίζει από τις υπόλοιπες χώρες. Από τα μέσα Οκτωβρίου 2009, κάθε μέρα χωρίς εξαίρεση θεωρείται ως η πλέον επικίνδυνη χώρα. Αντίθετα, η Γερμανία είναι σταθερά η λιγότερο επικίνδυνη. Έως και τον Απρίλιο του 2010, η εικόνα των υπόλοιπων χωρών δεν επιδεινώνεται σημαντικά, παρά για λίγο στις αρχές Φεβρουαρίου, όταν μεταφέρθηκαν στο προσκήνιο ανησυχίες σχετικά με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους σε πολλές χώρες. Η μεγάλη επιδείνωση ξεκινάει από τα τέλη Απριλίου, όταν αποτελεί πλέον κοινή πεποίθηση ότι η Ελλάδα βαίνει προς χρεοκοπία και ότι ένα τέτοιο ενδεχόμενο θα προκαλούσε αναταράξεις και σε πολλές άλλες χώρες της Ευρωζώνης, πιθανόν μέσω της έκθεσης των τραπεζών τους σε ελληνικά κρατικά ομόλογα.<sup>19</sup> Παρατηρήσατε, επίσης, ότι σε όλο το χρονικό διάστημα Σεπτεμβρίου 2009-Δεκεμβρίου 2010, αν και τα ελληνικά ασφάλιστρα είναι τα υψηλότερα και οι διακυμάνσεις τους μεγαλύτερες, η κατεύθυνση των αυξομειώσεών τους είναι ως επί το πλείστον κοινή με την κατεύθυνση των υπολοίπων. Αυτό σημαίνει ότι κοινοί παράγοντες επηρέαζαν τα ασφάλιστρα στις ευρωπαϊκές χώρες, αλλά με διαφορετική ένταση. Η τύχη της Ελλάδος είναι στο μυαλό των αγορών άμεσα συνδεδεμένη με την τύχη της Ευρωζώνης.

#### 4.2 Οι Ανισορροπίες στην Ελλάδα και το Τέλος της Εποχής Σύγκλισης

Η στασιμότητα / ύφεση στην Ευρώπη το 2008 δεν επηρέασε αμέσως την Ελλάδα. Το 2008 η Ευρωζώνη είχε ανάπτυξη 0,4%, ενώ η Ελλάδα εξακολουθούσε να παρουσιάζει έναν σχετικά ικανοποιητικό ρυθμό 1,3%. Η Ελλάδα έχει μια αρκετά κλειστή οικονομία και δεν είχε τραπεζικά προβλήματα,

<sup>19</sup> Τα ελληνικά ομόλογα και οι ελληνικές μετοχές αποτελούν ελάχιστο ποσοστό στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια των ξένων επενδυτών, οι οποίοι κατά συνέπεια στο παρελθόν δεν ασχολούνταν με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής οικονομίας. Στην αρχή της ελληνικής κρίσης οι επενδυτές αυτοί ήταν ευάλωτοι σε αρνητικές επιφανειακές αναλύσεις της ελληνικής οικονομίας ή και τη βροχή αρνητικών δημοσιευμάτων σε εξειδικευμένες εφημερίδες, όπως οι Financial Times. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η μετάδοση λανθασμένων πληροφοριών στα τέλη Ιουνίου του 2010 ότι οι ελληνικές τράπεζες είχαν πουλήσει CDS, κάτι που αν είχε γίνει θα πολλαπλασίαζε την έκθεσή τους σε ελληνικό κρατικό ρίσκο.

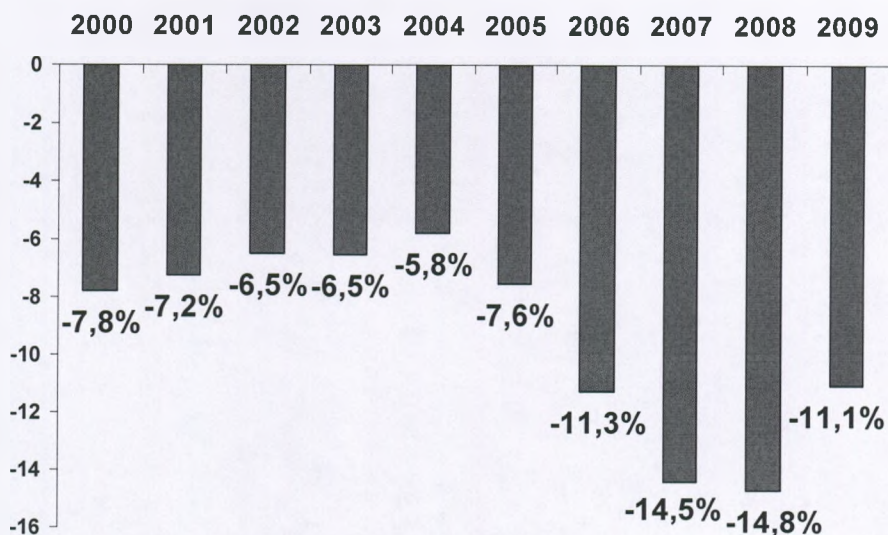
όπως οι υπόλοιπες οικονομίες της Δυτικής Ευρώπης. Έτσι δεν επηρεάστηκε αμέσως. Από τις αρχές του 2008, όμως, ήταν εμφανές ότι αν η διεθνής οικονομία χειροτέρευε, τότε και η Ελλάδα θα έμπαινε σε στενωπό διαρκείας.<sup>20</sup> Δυστυχώς, η ύφεση στην Ευρώπη και τον κόσμο συνέχισε να βαθαίνει. Οι ελληνικές εξαγωγές επηρεάστηκαν στο τελευταίο τρίμηνο του 2008 μαζί με τις εξαγωγές όλων των υπολοίπων χωρών. Έτσι το 2009 βρήκε την Ευρωζώνη να συρρικνώνεται κατά -4,1% και την Ελλάδα κατά -2,3%. Η μικρότερη πτώση του 2009 στην Ελλάδα από την Ευρωζώνη δείχνει ότι και το 2009 η σύγκλιση του ελληνικού βιοτικού επιπέδου προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο συνεχίστηκε για 14<sup>η</sup> χρονιά. Από το 2010, όμως, ξεκινάει μια νέα εποχή απόκλισης στο βιοτικό επίπεδο, αφού η ευρωπαϊκή οικονομία σταθεροποιήθηκε και ανέκαμψε, ενώ η ελληνική επιδεινώθηκε και το μέλλον της είναι αβέβαιο.

Η κρίση ανέδειξε τις προϋπάρχουσες μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας: το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας και την οργανωτική ανεπάρκεια του κράτους. Οι δύο αυτές ανισορροπίες γίνονται εμφανείς στα μεγάλα “δίδυμα” ελλείμματα, στο έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και στο δημοσιονομικό έλλειμμα. Γίνονται εμφανείς και στα υψηλά “δίδυμα” χρέη (το δημόσιο και το εξωτερικό), που αποτελούν τη διαχρονική συσσώρευση των αντίστοιχων ετήσιων ελλειμμάτων.<sup>21</sup>

**Διάγραμμα 5.**  
Έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών  
(Ελλάδα, % ΑΕΠ)

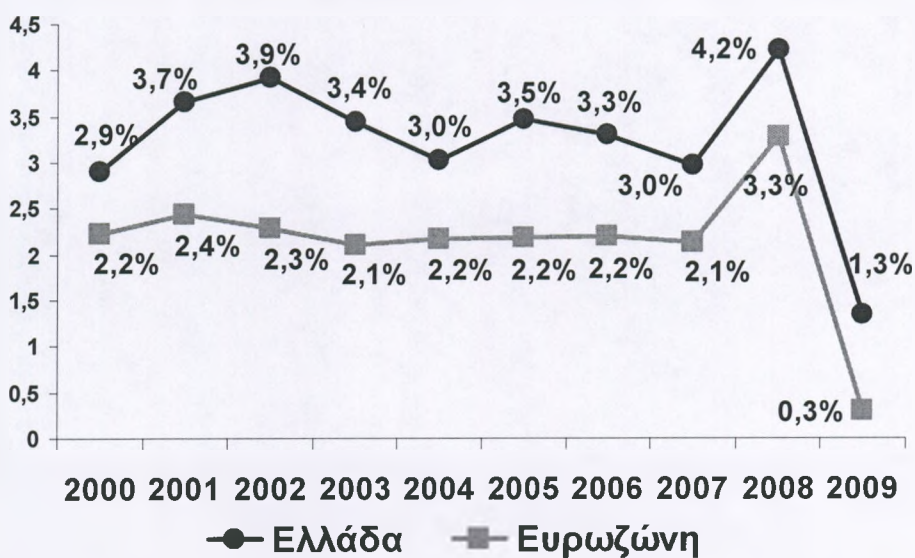
<sup>20</sup> Βλέπετε για παράδειγμα, ομιλία του συγγραφέα πολύ πριν την επέλαση της ελληνικής κρίσης, στο ετήσιο συνέδριο του Ελληνο-Βρετανικού Επιμελητηρίου, τον Οκτώβριο του 2008, όπου ανέφερε ότι η Ελλάδα ήταν πιθανό να παραμείνει σε στασιμότητα διαρκείας 7 ετών.

<sup>21</sup> Το πρόβλημα των ανισορροπιών της ελληνικής αναπτυξιακής πορείας ήταν γνωστό από το παρελθόν. Βλέπετε, για παράδειγμα, Χαρδούβελης (2007, 2008).



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας

Διάγραμμα 6.  
 Διαφορά πληθωρισμού με Ευρωζώνη  
 (Εναρμονισμένοι ΔΤΚ, % ετήσια μεταβολή)



Πηγή: European Commission

Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας είναι το βαθύτερο πρόβλημα. Οι δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας για την ευκολία του επιχειρείν δείχνουν συνεχή επιδείνωση τα τελευταία χρόνια ενώ η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία της χώρας διαρκώς ανατιμάται.<sup>22</sup> Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας αντικατοπτρίζεται

<sup>22</sup> Η ανάλυση του Malliaropoulos (2010) δείχνει ότι δημοσιευμένοι δείκτες διεθνών οργανισμών και της Τράπεζας της Ελλάδος υπερεκτιμούν την απώλεια ανταγωνιστικότητας επειδή οι συνολικές σταθμίσεις

τόσο στο τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών (Διάγραμμα 5) όσο και στον υψηλότερο ελληνικό πληθωρισμό σε σχέση με άλλες χώρες της Ευρωζώνης (Διάγραμμα 6). Αγοράζουμε πολύ περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες από ότι πουλάμε στους ξένους. Η ελληνική οικονομία δεν έχει τη δυνατότητα να παράγει ανταγωνιστικά αγαθά και υπηρεσίες. Ως αποτέλεσμα, το εξωτερικό χρέος της χώρας είχε αυξηθεί από 94% του ΑΕΠ στο τέλος του 2003 στο 189% στο δεύτερο τρίμηνο του 2010.

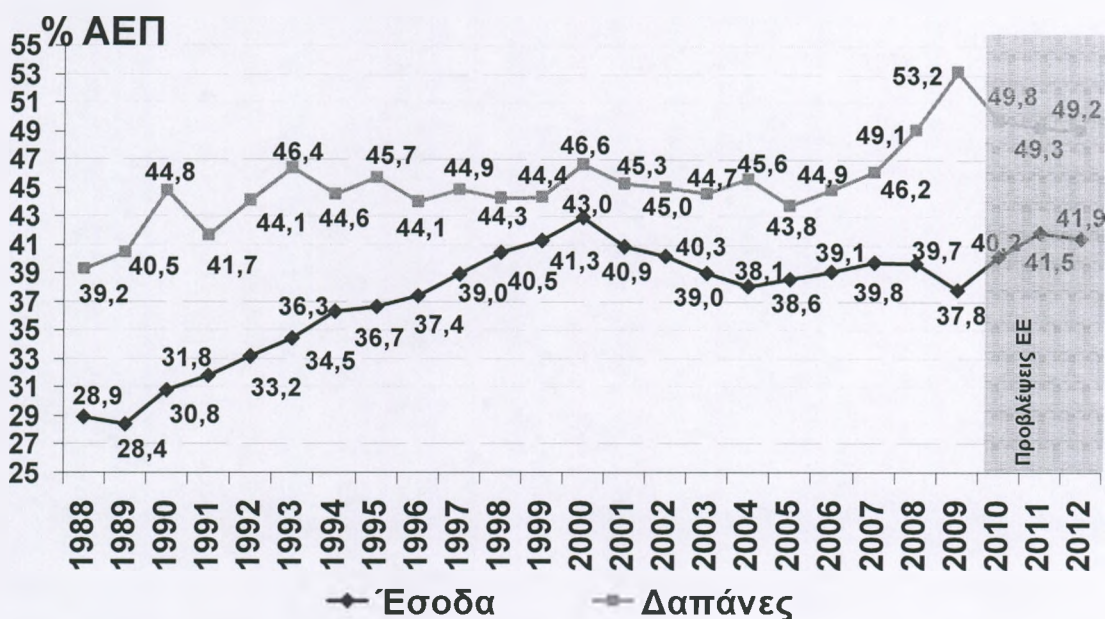
Το δημοσιονομικό πρόβλημα είναι ακόμα πιο εμφανές. Στο χρονικό διάστημα από την είσοδο της στη ζώνη του ευρώ έως το 2008 και παρά την ισχυρή ανάπτυξη και το ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον, η Ελλάδα δεν κατάφερε ποτέ να περιορίσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα κάτω από το όριο του 3% του ΑΕΠ. Μάλιστα, για την παράβαση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, μπήκε σε καθεστώς δημοσιονομικής επιτήρησης το 2004, βγήκε για πολύ λίγο το 2007 και ξαναμπήκε τον Απρίλιο του 2009.<sup>23</sup> Ο Ράπανος στο άρθρο του σε αυτό τον τόμο παρουσιάζει τις δημοσιονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα μετά την είσοδο στην ΟΝΕ και τις πολλές θεσμικές αδυναμίες. Οι Χαρδούβελης, Σαμπανιώτης και Δαβραδάκης (2006) και στη συνέχεια πάλι οι Χαρδούβελης και Σαμπανιώτης (2007) είχαν ήδη επισημάνει τις τεράστιες αποκλίσεις μεταξύ των επιδιώξεων στους ετήσιους προϋπολογισμούς και των τελικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων, οι οποίες δεν οφείλονταν σε λάθος εκτίμηση για το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας, αλλά σε έλλειψη πολιτικής βούλησης.

Διάγραμμα 7.  
Έσοδα & Έξοδα Γενικής Κυβέρνησης  
(Ελλάδα, % ΑΕΠ)

---

τους αντικατοπτρίζουν τον ανταγωνισμό από τις άλλες χώρες στον πολύ μικρό για την Ελλάδα τομέα της βιομηχανίας και όχι των υπηρεσιών.

<sup>23</sup> Η έξοδος από την επιτήρηση το 2007 βασίστηκε στην επίτευξη ελλείμματος κάτω του 3% του ΑΕΠ το 2006. Με την πρόσφατη (Νοέμβριος 2010) αναθεώρηση των δημοσιονομικών στατιστικών στοιχείων το έλλειμμα του 2006 ανήλθε τελικά στο 5,7%.

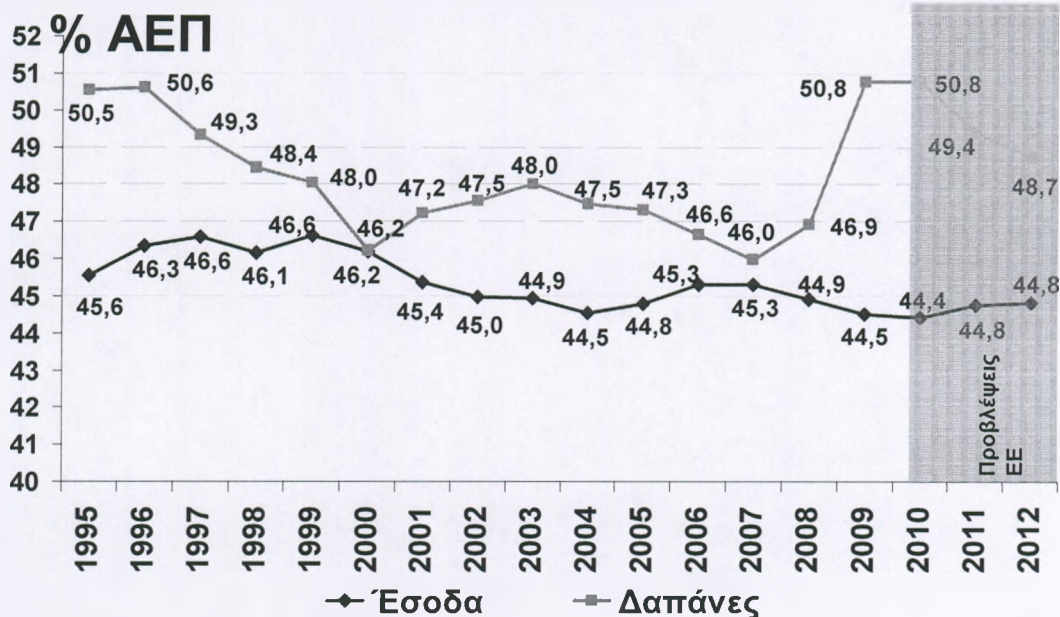


Πηγή: European Commission

Στο Διάγραμμα 7 παρουσιάζονται τα έσοδα και οι δαπάνες της Γενικής Κυβέρνησης στην Ελλάδα από το 1988. Παρατηρήσατε ότι ανελλιπώς κάθε χρόνο υπήρχε έλλειμμα, ακόμα και το 1999, που ήταν το έτος αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας για πιθανή είσοδό της στην Ευρωζώνη. Μάλιστα, το έλλειμμα του 1999 παρουσιάζεται να είναι 3,1% του ΑΕΠ, ενώ η Συνθήκη του Μάαστριχτ έχει ως κριτήριο έλλειμμα κάτω του 3% του ΑΕΠ. Το νούμερο αυτό επικαλούνται σήμερα πολλοί επικριτές της χώρας μας όταν επιχειρηματολογούν ότι η Ελλάδα δεν θα έπρεπε να είχε γίνει μέλος της Ευρωζώνης ή, ακόμα χειρότερα, ότι οι Έλληνες εξαπάτησαν τους Ευρωπαίους για να μπουν στην Ευρωζώνη. Είναι μια στατιστική απεικόνιση της τότε δημοσιονομικής κατάστασης που δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα και τους τότε κανόνες της Ευρωπαϊκής Στατιστικής Υπηρεσίας και λίγοι το γνωρίζουν, ακόμα και στην Ελλάδα. Εφόσον, όμως, δεν διορθωθεί θα μας εκθέτει επ' αόριστον, για όσο διάστημα δηλαδή διαρκεί η νομισματική ένωση στην Ευρώπη.<sup>24</sup>

<sup>24</sup> Η ελαφρά υπέρβαση του ορίου του 3% του ΑΕΠ οφείλεται σε μια εκ των υστέρων αναθεώρηση του τρόπου λογιστικής καταγραφής των αμυντικών δαπανών. Σήμερα, και από το 2005, σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ελλάδα, οι στρατιωτικές δαπάνες καταγράφονται λογιστικά σύμφωνα με τον κανόνα παράδοσης των οπλικών συστημάτων (delivery basis), ασχέτως το πότε γίνονται οι πληρωμές, που συνήθως περιλαμβάνουν υπέρογκες προκαταβολές πολύ νωρίτερα. Αυτός είναι και ο κανόνας που ίσχυε για την Ελλάδα (και για τις μισές περίπου χώρες της ΕΕ-15) και στο παρελθόν, ιδιαίτερα κατά την περίοδο αξιολόγησης της χώρας μας. Δυστυχώς, όμως, η σημερινή χρονολογική σειρά των ελλειμμάτων της Ελλάδας για την περίοδο 1999-2004 περιέχει μια μεγάλη ανακρίβεια και αναντιστοιχία με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες Μόνο για την περίοδο 1999-2004 και μόνον για την Ελλάδα, οι

Διάγραμμα 8.  
Έσοδα & Έξοδα Γενικής Κυβέρνησης  
(ΕΕ-16, % ΑΕΠ)



Πηγή: European Commission

Παρατηρήσατε στο Διάγραμμα 7 ότι το 2008 και το 2009 η δημοσιονομική κατάσταση στην Ελλάδα επιδεινώθηκε σημαντικά. Ενώ πριν το 2008, οι δαπάνες σπάνια ξεπερνούσαν το 45% του ΑΕΠ (ακόμα και την εποχή των Ολυμπιακών Αγώνων), παρατηρείται μια πολύ μεγάλη εκτίναξη τους το 2008 και το 2009. Την ίδια περίοδο, ελλείμματα χαρακτηρίζουν και το σύνολο της Ευρωζώνης, αλλά όχι τόσο μεγάλα (Διάγραμμα 8). Η επιδείνωση στην Ευρωζώνη του 2008 και του 2009 είναι σαφώς μικρότερη από την αντίστοιχη στην Ελλάδα και παρά το γεγονός ότι η ύφεση ήταν μεγαλύτερη εκεί από την ύφεση στην Ελλάδα.<sup>25</sup> Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η περίοδος πριν την ένταξη στην Ευρωζώνη. Τότε η

στρατιωτικές δαπάνες έχουν υπολογιστεί με την μέθοδο καταγραφής των πληρωμών τη στιγμή που γίνονται (cash basis). Μάλιστα η διόρθωση των στοιχείων 1999-2004 έγινε εκ των υστέρων, το 2004. Φυσικά, αν γνώριζε η τότε κυβέρνηση του 1999 τη μετέπειτα μεταβολή στη λογιστική απεικόνιση των αμυντικών δαπανών δεν θα παράγγελε πολεμικό υλικό την εποχή της αξιολόγησης και έτσι δεν θα υποχρεώνονταν σε πληρωμές προκαταβολών. Είναι λοιπόν τεχνητή η απεικόνιση του ελλείμματος 3,1% για το 1999. Μελλοντικά, η χρονολογική σειρά των ελληνικών ελλειμμάτων θα πρέπει να διορθωθεί ώστε να ακολουθείται ο ίδιος ορισμός (delivery basis) σε όλα τα χρόνια, όπως γίνεται με όλες τις άλλες χώρες. Έτσι, το μέγεθος των ελληνικών ελλειμμάτων θα γίνει διαχρονικά συγκρίσιμο μεταξύ διαφορετικών ετών, αλλά και επακριβώς συγκρίσιμο ανά έτος με άλλες ευρωπαϊκές χώρες.

<sup>25</sup> Προσοχή κατά τη σύγκριση στη διαφορετική κλίμακα που χρησιμοποιείται στα δύο διαγράμματα.

Ελλάδα δεν κατάφερε να μειώσει τις δαπάνες της, αλλά αύξησε τα έσοδα. Αντίθετα, στις υπόλοιπες χώρες μειώθηκαν κυρίως οι δαπάνες.

#### 4.3 Η Ανάδειξη του Ελληνικού Δημοσιονομικού Προβλήματος και η Πορεία προς Χρεοκοπία

Στο πρώτο μισό του 2009, οι αδυναμίες των δίδυμων ελλειμμάτων πέρασαν απαρατήρητες από τις αγορές, καθώς το ενδιαφέρον ήταν στραμμένο αλλού. Καθώς, όμως οι διεθνείς αγορές άρχισαν να εστιάζουν στα μεγάλα δημοσιονομικά βάρη που ανέλαβαν οι κυβερνήσεις για να σώσουν πρώτα το χρηματοπιστωτικό τομέα και έπειτα τις οικονομίες τους, χώρες όπως η Ελλάδα που ήταν σε χειρότερη δημοσιονομική θέση άρχισαν να νιώθουν τις επιπτώσεις. Ο Buiter στο άρθρο του σε αυτό τον τόμο εξετάζει την ελληνική κρίση στα πλαίσια της ΟΝΕ και τονίζει ότι δεν φταίει η διεθνής ύφεση για τα προβλήματα της Ελλάδας. Φταίνε οι ανισορροπίες της Ελλάδας που η κρίση ξεσκέπασε.

Οι εκλογές του Οκτωβρίου του 2009 ήταν το έναυσμα για να αποκαλυφθεί το πραγματικό μέγεθος του προβλήματος. Στις 19 Οκτωβρίου ο υπουργός οικονομικών ενημέρωσε το ECOFIN ότι το έλλειμμα της Ελλάδας το 2009 θα έφτανε τελικά το 12,5% αντί για το 6% που ήταν η προηγούμενη ενημέρωση προς το ECOFIN στις αρχές Οκτωβρίου. Ακολούθησαν και άλλες αναθεωρήσεις για να καταλήξουμε τελικά σε ένα έλλειμμα 15,4% του ΑΕΠ με την τελευταία αναθεώρηση των στοιχείων από την Eurostat στις 15 Νοεμβρίου 2011. Παρόμοια ήταν και η εξέλιξη για τα στοιχεία του χρέους (Πίνακας 2). Το χρέος του 2009 σύμφωνα με την τελευταία ανακοίνωση της Eurostat τελικά έφτασε το 126,8% του ΑΕΠ.

Πίνακας 2.

Διαδοχικές Εκτιμήσεις για το Έλλειμμα και το Χρέος της Γενικής Κυβέρνησης για το Έτος 2009

2009	Έλλειμμα		Χρέος	
	Ποσό (δισ. €)	% ΑΕΠ	Ποσό (δισ. €)	% ΑΕΠ
Προϋπολογισμός 2009 (Δεκέμβριος 2008)	5,2	2,0	237,9	91,4
Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας & Ανάπτυξης (Ιανουάριος 2009)	9,2	3,7	239,4	96,3
EDP ειδοποίηση Απρίλιος 2009	9,3	3,7	251,2	99,6



<b>EDP ειδοποίηση</b> 2 Οκτωβρίου 2009	14,4	6,0	257,9	107,2
<b>EDP ειδοποίηση</b> 21 Οκτωβρίου 2009	30,0	12,5	272,3	113,4
<b>EDP ειδοποίηση</b> Απρίλιος 2010	32,3	13,6	273,4	115,1
<b>Eurostat</b> Νοέμβριος 2011*	36,2	15,4	298,0	126,8

\* Η ειδοποίηση EDP του Οκτωβρίου 2010 δεν περιελάμβανε αλλαγές για την Ελλάδα, που πιθανόν να αναβλήθηκαν λόγω των Δημοτικών εκλογών.

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

Πηγή: ΥΠΟΙΚΟ

Η αποκάλυψη για την ελληνική δημοσιονομική εκτροπή προκάλεσε αλυσιδωτές αντιδράσεις. Οι πρώτοι που αντέδρασαν ήταν οι οίκοι αξιολόγησης, οι οποίοι έχοντας υποστεί κριτική για την ανεπάρκεια των εκτιμήσεών τους πριν τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση, έσπευσαν να επανεξετάσουν την περίπτωση της Ελλάδας. Οι υποβαθμίσεις της Ελλάδας ήταν διαδοχικές. Η Fitch μας υποβάθμισε πρώτη στις 22 Οκτωβρίου, μία μέρα μετά τη γνωστοποίηση του διπλάσιου ελλείμματος για το 2009, κατά μία βαθμίδα σε A- από A. Στις 5 Νοεμβρίου ανακοινώνεται το προσχέδιο του νέου Π/Υ. Στις 25 Νοεμβρίου το Ντουμπάι ανακοινώνει την παύση πληρωμών για την εξυπηρέτηση του χρέους του μεγαλύτερου κρατικού fund Dubai world, εκτοξεύοντας την διεθνή ανησυχία στα ύψη. Στις 8 Δεκεμβρίου η Fitch μας υποβαθμίζει εκ νέου κατά μία βαθμίδα σε BBB+. Η S&P ακολουθεί, υποβαθμίζοντάς μας στις 16 Δεκεμβρίου από A- σε BBB+. Η Moody's επίσης μας υποβαθμίζει στις 22 Δεκεμβρίου σε A2 από A1.

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

Ορισμένοι ισχυρίζονται ακόμα και σήμερα ότι η υπερβολική αντίδραση των αγορών από το Νοέμβριο του 2009 και μετά, οφείλεται όχι τόσο στο πραγματικό μέγεθος του δημοσιονομικού προβλήματος που σωρεύτηκε για δεκαετίες, όσο κυρίως στο σοκ της ίδιας της αποκάλυψης των ελλειμμάτων του 2009! Σύμφωνα με αυτούς τους αναλυτές, το σοκ δημιούργησε ένα κύμα απαισιοδοξίας για την

Ελλάδα, που πλέον δεν ελέγχεται.<sup>26</sup> Αν, δηλαδή, είχαμε διαχειριστεί καλύτερα τη δημοσιοποίηση των στοιχείων και δεν ξαφνιάζαμε τις αγορές, ίσως να μην φτάναμε στα υψηλά επιτόκια δανεισμού που βλέπουμε. Το επιχείρημα φαίνεται να είναι περισσότερο πολιτικό, παρά οικονομικό, αφού καταρρίπτεται από το γεγονός ότι η κρίση συνεχίζεται τουλάχιστον ένα χρόνο μετά την ανακοίνωση των στοιχείων. Πάντως, μια ανάγνωση της “Έκθεσης της Επιτροπής για την Αξιοπιστία των Δημοσιονομικών Στοιχείων”, η οποία κατατέθηκε στη Βουλή των Ελλήνων το Φεβρουάριο του 2010, δείχνει ότι το πρόβλημα δεν ήταν η ξαφνική δημοσιοποίηση των στοιχείων, αλλά η προηγούμενη ημιτελής διοχέτευσή τους στην Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία.<sup>27</sup>

Ο Προϋπολογισμός του 2010, που κατατέθηκε τον Δεκέμβριο του 2009, περιελάμβανε μια σειρά από μέτρα για το περιορισμό του ελλείμματος, κατά 3,3 π.μ., και ενίσχυση της ανάπτυξης. Τα μέτρα περιελάμβαναν, πάγωμα νέων προσλήψεων (εκτός υγείας, ασφάλειας και εκπαίδευσης) για το 2010 και 1 πρόσληψη για κάθε 5 αποχωρήσεις από το 2011, περιορισμό των συμβασιούχων, πάγωμα μισθών πάνω από τα € 2.000 και εξαγγελίες για πάταξη της φοροδιαφυγής και της διαφθοράς. Περιελάμβαναν, όμως και αυξήσεις των συντάξεων και των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων ελαφρώς πάνω από τον πληθωρισμό, ως μέρος ενός πακέτου €2,6 δισ. ή 1,1% του ΑΕΠ ενίσχυσης των κατώτερων εισοδηματικά στρωμάτων και ενίσχυσης της συνολικής ζήτησης.

<sup>26</sup> Βλέπετε, για παράδειγμα, την εκπομπή «Νέοι Φάκελοι» στον Σκάι, Δευτέρα, 20/12/2010.

<sup>27</sup> Σύμφωνα με τον Κανονισμό της Eurostat, η ΕΣΥΕ έπρεπε να ενημερώσει τη Eurostat για τα δημοσιονομικά στοιχεία έως τις 2 Οκτωβρίου, ημέρα Παρασκευή. Φαίνεται, όμως, να αποφεύχθηκε η παροχή στοιχείων που θα μπορούσαν να δημοσιοποιηθούν στην Ελλάδα πριν τις εκλογές της Κυριακής, 4 Οκτωβρίου. Στην Έκθεση αναφέρεται, μεταξύ άλλων, το εξής (σελ. 28-29):

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

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

Με το νέο έτος, το κόστος δανεισμού συνεχώς αυξάνεται. Στις 15 Ιανουαρίου 2010 η ελληνική κυβέρνηση ανακοινώνει το νέο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΠΣΑ 2009 - 2013). Το πρόγραμμα προβλέπει μείωση του ελλείμματος κατά 4 π.μ. το 2010 και ένα τελικό επίπεδο κάτω από το 3% μέχρι το τέλος του 2012. Πέραν των μέτρων του Π/Υ 2010, περιλαμβάνει, επιπλέον μέτρα για αύξηση των εσόδων μέσω αύξησης των έμμεσων φόρων (ΦΠΑ και φόροι σε τσιγάρα, αλκοόλ κτλ.) και μείωση των δαπανών μέσω παγώματος των προσλήψεων καθώς και μείωσης των επιδομάτων των δημοσίων υπαλλήλων. Εξακολουθεί να περιλαμβάνει αυξήσεις για τους μισθούς κάτω των €2.000. Περιλαμβάνει, επίσης, διαρθρωτικά μέτρα, όπως την ανεξαρτητοποίηση της Στατιστική Υπηρεσίας, νέο τρόπο σχεδιασμού και παρακολούθησης του Π/Υ, ένα νέο φορολογικό σύστημα και μέτρα για την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής. Παρ' όλα αυτά, οι αγορές δεν φαίνεται να πείθονται καθώς υπάρχει διάχυτη η αίσθηση ότι δίνεται έμφαση στα έσοδα και όχι τόσο στις ανεξέλεγκτες δαπάνες. Τα επιτόκια συνεχίζουν να αυξάνονται.

Στις 2 Φεβρουαρίου ο Πρωθυπουργός επιστρέφει από το Νταβός της Ελβετίας όπου συμμετείχε στο World Economic Forum και άκουσε από πρώτο χέρι τις ανησυχίες των ξένων ηγετών για πιθανή χρεοκοπία της Ελλάδας. Τότε φαίνεται ότι «ο κύβος ερίφθη». Στο δίλλημα, «πρώτα ανάπτυξη και μετά σταθεροποίηση» ή «πρώτα σταθεροποίηση και μετά ανάπτυξη», η απόφαση είναι για το δεύτερο. Ο ίδιος προσωπικά ανακοινώνει επιπλέον δημοσιονομικά μέτρα για τον περιορισμό του ελλείμματος, που περιλαμβάνουν, πάγωμα μισθών στο δημόσιο τομέα, αυξήσεις στα όρια συνταξιοδότησης και αύξηση στον φόρο των καυσίμων. Όλες οι δημοσκοπήσεις δείχνουν ότι δύο στους τρεις Έλληνες επικροτούν την απόφαση αυτή, ένα ποσοστό πολύ μεγαλύτερο από το ποσοστό της εκλογικής του νίκης τέσσερις μήνες νωρίτερα. Οι αγορές ηρεμούν και τα επιτόκια πέφτουν λίγο. Στις 3 Φεβρουαρίου η Ε.Ε. εγκρίνει το ΠΣΑ και στις 16 Φεβρουαρίου εγκρίνεται και από το ECOFIN. Ταυτόχρονα, η ελληνική πλευρά δεσμεύεται έως τις 16 Μαρτίου να υποβάλει σχέδιο δημοσιονομικών μέτρων για την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων του 2010 και έως τις 15 Μαΐου για το σύνολο της δημοσιονομικής προσαρμογής, καθώς και την υιοθέτηση όσο το δυνατόν συντομότερα ενός προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων – στο

συνταξιοδοτικό, την υγεία, την δημόσια διοίκηση, το επιχειρηματικό περιβάλλον κτλ.

Το πρώτο δεκαήμερο του Φεβρουαρίου παρατηρείται αυξητική τάση των περιθωρίων των CDS που οφείλεται στην αρνητική αξιολόγηση της αγοράς σχετικά με τα μέτρα που περιλαμβάνονταν τόσο στο ΠΣΑ (ημερομηνία ανακοίνωσης 15/01/10) όσο και στο πρώτο πακέτο επιπρόσθετων μέτρων (ημερομηνία ανακοίνωσης 02/02/10). Η αρνητική αξιολόγηση των αγορών μεταβλήθηκε – προσωρινά - με την έγκριση του ΠΣΑ και των επιπρόσθετων μέτρων από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (03/02/10). Στο τέλος Φεβρουαρίου τα περιθώρια των CDS αυξήθηκαν σημαντικά μετά τις φήμες για τα swaps που είχαν συνάψει οι ελληνικές κυβερνήσεις την περίοδο 2001-2009 και τη συζήτηση που άρχισε σε διεθνές επίπεδο σχετικά με την αξιοπιστία των στοιχείων για το χρέος.

Ακολουθεί μια περίοδος σχετικής ηρεμίας των αγορών (βλέπετε Διάγραμμα 4) αλλά και αδράνειας της ΕΕ για συγκεκριμένη παροχή βοήθειας προς την Ελλάδα. Την αδράνεια αυτή επισημαίνει από νωρίς ο Διοικητής της Τράπεζας της Αγγλίας, κ. Μέρβιν Κίνγκ. Στις 17 Φεβρουαρίου ανέφερε ότι: «η Γαλλία και η Γερμανία δεν έχουν άλλη επιλογή από το να δώσουν ρητές εγγυήσεις για το ελληνικό χρέος».

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

Στις 15 Μαρτίου στη συνάντηση των υπουργών οικονομικών της Ευρωζώνης ανακοινώνεται η απόφαση δημιουργίας μηχανισμού στήριξης των μελών της ζώνης του ευρώ. Περισσότερες λεπτομέρειες ανακοινώνονται στις 25

Μαρτίου, έπειτα από δραματικές διαβουλεύσεις. Η Ε.Ε. ανακοινώνει ότι θα δημιουργηθεί μηχανισμός χρηματοδότησης, με τη συμμετοχή του ΔΝΤ, για να βοηθήσει την Ελλάδα ή όποιο άλλο μέλος της Ευρωζώνης χρειαστεί. Στις συζητήσεις ακούγεται και η πρόταση για τη δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου, στα πρότυπα του ΔΝΤ, λύση την οποία είχε προηγουμένως προτείνει και παρουσιάζει στο άρθρο του σε αυτό τον τόμο ο Mayer. Παράλληλα, η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι θα συνεχίσει να δέχεται κρατικά ομόλογα πιστοληπτικής αξιολόγησης BBB- και μετά το 2010, με έκπτωση όμως.

Προς έκπληξη όλων, οι αγορές δεν κατευνάζονται. Απεναντίας, η απουσία διευκρινιστικών λεπτομερειών για το μέγεθος του πακέτου και τον τρόπο λειτουργίας του μηχανισμού προκαλεί νέες εντάσεις με τα επιτόκια να ξεκινούν νέα ανοδική πορεία (βλέπετε Διάγραμμα 4). Δημιουργούνται σοβαρές αμφιβολίες και στο εσωτερικό της Ε.Ε. για το αν η Ελλάδα θα καταφέρει να αντεπεξέλθει. Κάποιοι θεωρούν ότι η Ε.Ε. δεν θα καταφέρει να βοηθήσει την Ελλάδα, ενώ και οι πιέσεις στο εσωτερικό της Γερμανίας εντείνονται. Σταδιακά, αρχίζει να γίνεται κατανοητό ότι δεν κινδυνεύει μόνο η Ελλάδα αλλά το ίδιο το ευρώ.

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

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

χρεοκοπίας είναι μεγάλος αφού οι αξιολογήσεις των οίκων αξιολόγησης έχουν επιστρέψει σε ένα παρελθόν που είναι άγνωστο.

#### 4.4 Δάνειο στην Ελλάδα με Προϋποθέσεις

Ο Απρίλιος 2010 ήταν μια περίοδος έντονων διαπραγματεύσεων μεταξύ Ελλάδας, Ε.Ε. (κυρίως τη Γερμανία) και του ΔΝΤ για το ύψος της απαιτούμενης βοήθειας και, κυρίως, τους όρους. Οι ευρωπαίοι εταίροι πιθανόν κινήθηκαν να διασώσουν την Ελλάδα φοβούμενοι κυρίως για την τύχη του ευρώ. Η καγκελάρια Μέρκελ υπερασπιζόμενη την απόφαση διάσωσης της Ελλάδας και απευθυνόμενη κυρίως στο εσωτερικό της χώρας της, δήλωσε ότι: «η απόφαση δεν αφορά τίποτα λιγότερο από το μέλλον της Ευρώπης και το μέλλον της Γερμανίας στην Ευρώπη» (Deutsche Welle (2010)). Άλλωστε μεγάλο μέρος του ελληνικού χρέους ήταν σε ξένα χέρια, ιδίως σε ευρωπαϊκές τράπεζες. Την ίδια εποχή, η ΕΚΤ στις 3 Μαΐου ανακοίνωσε ότι αναστέλλει έπ' αόριστον το όριο πιστοληπτικής αξιολόγησης για τα ομόλογα τους ελληνικού δημοσίου που δέχεται ως εγγύηση.

Το Μνημόνιο (Memorandum of Understanding) υπογράφηκε στις 5 Μαΐου 2010. Η παρέμβαση της Ε.Ε. και του ΔΝΤ οδήγησε στη σύνταξη ενός προγράμματος που έχει ως βασικό στόχο τόσο την κάλυψη των δανειακών αναγκών της Ελλάδας για τρία περίπου χρόνια όσο και τη δημιουργία ενός νέου αναπτυξιακού προτύπου που θα επιτρέπει την έξοδο της χώρας από την κρίση και την επιστροφή της σε διατηρήσιμους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Το Μνημόνιο περιλαμβάνει πόρους €80 δισ. διακρατικών δανείων από τους ευρωπαίους εταίρους της Ευρωζώνης (πλην Σλοβακίας) και €30 δισ. από το ΔΝΤ. Τα χρήματα θα δίνονται με δόσεις αφού πρώτα θα αξιολογείται η πορεία υλοποίησης των μέτρων που περιλαμβάνονται στο Μνημόνιο. Το κόστος δανεισμού από την Ε.Ε. είναι περίπου 4 – 5%. Το κόστος δανεισμού από το ΔΝΤ είναι μικρότερο, περίπου 3,3%.<sup>28</sup>

<sup>28</sup> Σύμφωνα με το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, στο δάνειο των Ευρωπαίων: «ο τόκος υπολογίζεται με βάση κυμαινόμενο επιτόκιο (Euribor τριών μηνών) με περιθώριο 300 μονάδων βάσης για τα πρώτα τρία έτη (400 μονάδων βάσης μετέπειτα). Τα κράτη μέλη θα χρεώσουν επίσης προκαταβαλλόμενη προμήθεια ίση με 50 μονάδες βάσης». Λεπτομέρειες για τον τρόπο υπολογισμού του κόστους δανεισμού από το ΔΝΤ βρίσκονται στις ιστοσελίδες: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sba.htm> και εδώ: <http://www.imf.org/external/np/exr/faq/greecefaqs.htm#a25>

Προϋπόθεση για την άντληση των δόσεων του δανείου είναι η επίτευξη δημοσιονομικής πειθαρχίας και ουσιαστικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Το μεγαλύτερο μέρος των μεταρρυθμίσεων προβλέπεται να υλοποιηθεί στα πρώτα δύο χρόνια του προγράμματος. Η αξιολόγηση είναι τριμηνιαία και οι στόχοι κατεγράφησαν λεπτομερώς ώστε να ενισχυθεί η πειθαρχία. Περιλαμβάνονται μεταρρυθμίσεις στο ασφαλιστικό, τις εργασιακές σχέσεις, το δημόσιο τομέα και το σύστημα υγείας. Ο Ράπανος στο άρθρο του σε αυτό τον τόμο παρουσιάζει τις δημοσιονομικές πτυχές του προγράμματος.<sup>29</sup>

Στις 9 Μαΐου ανακοινώθηκε η δημιουργία ενός μόνιμου μηχανισμού στήριξης για τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης. Ο μηχανισμός θα διαθέτει πόρους ύψους €750 δισ. για τη χρηματοδότηση όποιου κράτους-μέλους εκτός της Ελλάδας αντιμετωπίζει πρόβλημα εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους του. Οι λεπτομέρειες του μηχανισμού περιγράφονται στον Πίνακα 3 στο επόμενο εδάφιο. Αργότερα, η ΕΚΤ ανακοίνωσε, επίσης, ότι θα προχωρήσει σε πρόγραμμα αγοράς κρατικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά για την σταθεροποίηση της, όταν κρίνει ότι οι περιστάσεις το απαιτούν.

Η ανακοίνωση των λεπτομερειών του μηχανισμού μείωσε τα επιτόκια στις αγορές, τόσο τα επιτόκια ομολόγων όσο και τα ασφάλιστρα κινδύνου στα CDS (βλέπετε Διάγραμμα 4). Η πτώση, όμως, αποδείχτηκε προσωρινή. Σύντομα οι προβληματισμοί για την Ελλάδα και το μέλλον της Ευρωζώνης εντάθηκαν. Οι αγορές συνεχίζουν μέχρι σήμερα να είναι επιφυλακτικές, παρά την ικανοποιητική εκτέλεση των προδιαγραφών του Μνημονίου και την προώθηση σημαντικών μεταρρυθμίσεων (ασφαλιστικό, εργασιακό, δημοσιονομικό). Οι αποδόσεις στα CDS προεξοφλούν υψηλή πιθανότητα αναδιάρθρωσης του χρέους ή ακόμα και χρεοκοπίας.

Στις 14 Ιουνίου, η Moody's προχώρησε σε νέα υποβάθμιση κατά 4 βαθμίδες σε Ba1, που είναι κατηγορία σκουπιδιών. Στις 24 Ιουνίου, το περιθώριο

<sup>29</sup> Για μια λεπτομερή παρουσίαση του προγράμματος δείτε το τεύχος Ιουνίου 2010 του *Economy & Markets* της Eurobank Research (Hardouvelis et al (2010)).

των CDS έφτασε τις 1037 μονάδες βάσης – υψηλότερα και από την περίοδο των αρχών Μαΐου 2010. Η συγκεκριμένη αύξηση οφείλεται και στις πωλήσεις ελληνικών ομολόγων εξαιτίας της προτεραιότητας (seniority) του δανείου ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ σε περίπτωση χρεοκοπίας (default) έναντι των υπολοίπων κατόχων ελληνικού χρέους, καθώς και σε συζητήσεις σχετικά με τη δυνατότητα πραγματοποίησης των όρων του προγράμματος σταθερότητας ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ από την ελληνική κυβέρνηση ή και τα πιθανά αποτελέσματα των stress tests των ελληνικών τραπεζών.

Στο τέλος Δεκεμβρίου του 2010, η αξιοπιστία της χώρας δεν είχε ακόμα αποκατασταθεί ούτε διαφαίνονταν σύντομα μια τέτοια προοπτική. Στις 3 Δεκεμβρίου, η Standard & Poor's ανακοίνωσε ότι μέσα στο επόμενο τρίμηνο πιθανόν να υποβαθμίσει κι άλλο της πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδας αν καταστεί σαφές ότι ο προτεινόμενος Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) θα ευνοήσει τους δημόσιους πιστωτές σε βάρος των ιδιωτών που κατέχουν κρατικά ομόλογα. Στις 16 Δεκεμβρίου, η Moody's έθεσε υπό αναθεώρηση για πιθανή υποβάθμιση την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας μας, βασιζόμενη στην αυξημένη αβεβαιότητα για την ικανότητα της χώρας να μειώσει το χρέος της και την υστέρηση που παρατηρείται στα έσοδα του 2010. Ένας επιπλέον λόγος είναι και η προοπτική διατηρησιμότητας του ελληνικού δημοσίου χρέους μετά το 2013 καθώς και οι πηγές αναχρηματοδότησής του. Τέλος, στις 21 Δεκεμβρίου 2010, η Fitch, ο μόνος από τους τρεις μεγάλους αξιολογικούς οίκους που ακόμα διατηρούσε την Ελλάδα σε αξιολόγηση εκτός κατηγορίας σκουπιδιών (investment grade), ανακοινώνει την προοπτική υποβάθμισης της Ελλάδας τον Ιανουάριο. Ισχυρίζεται ότι βασικός λόγος είναι η βιωσιμότητα των δημοσιονομικών, οι οικονομικές προοπτικές και η πολιτική βούληση της κυβέρνησης να φέρει σε πέρας τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις.

Νωρίτερα, ο Buiter στο άρθρο του δεν είναι αισιόδοξος για την εξέλιξη της ελληνικής κρίσης. Ο Collignon στο δικό του άρθρο εξετάζει την δυνατότητα επίλυσης κρίσεων, όπως της ελληνικής, με τη έκδοση ιδιωτικών ομολόγων της Ε.Ε. (ευρωομόλογου). Η κατάσταση σταδιακά έγινε ακόμα πιο δύσκολη, καθώς η κρίση παρ' όλες τις προσπάθειες μετακυλίθηκε στις υπόλοιπες ευάλωτες οικονομίες της Ευρωζώνης.



#### 4.5 Η κρίση επεκτείνεται στην Ευρώπη

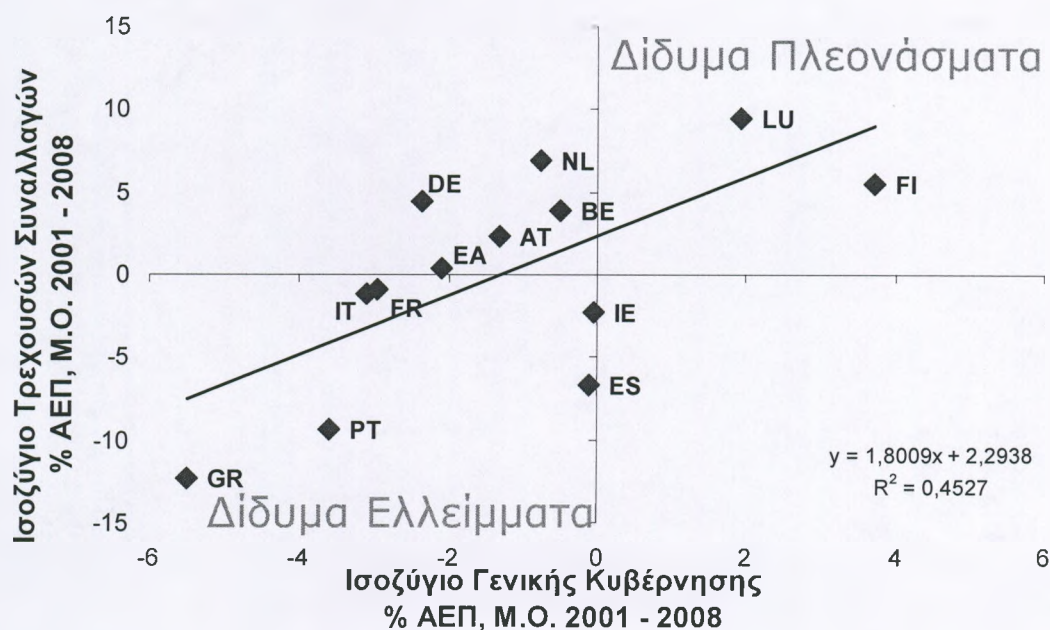
Η ελληνική κρίση ευαισθητοποίησε τις αγορές σε πολλά αδύναμα σημεία των οικονομιών της Ευρωζώνης. Στο τέλος του 2009, μπήκε ξαφνικά ένα τέλος στην προηγούμενη ανέμελη περίοδο, όταν δεν γίνονταν μεγάλη διάκριση ανάμεσα στα ομόλογα διαφορετικών χωρών της Ευρωζώνης. Τον Απρίλιο – Μάιο του 2010, με την κορύφωση της ελληνικής κρίσης, αυξάνονται δραματικά τα επιτόκια ασφάλισης (CDS) για Ιρλανδία και λιγότερο για την Πορτογαλία και τις υπόλοιπες χώρες (βλέπετε προηγούμενο Διάγραμμα 4).

Οι περισσότερες αδυναμίες διαφέρουν από χώρα σε χώρα της Ευρωζώνης. Άλλες είναι κοινές. Μία από αυτές είναι το θέμα της ανταγωνιστικότητας. Στο Διάγραμμα 9 διαχωρίζονται οι χώρες της Ευρωζώνης σύμφωνα με το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών (κάθετος άξονας) και το δημοσιονομικό έλλειμμα (οριζόντιος άξονας). Οι μεταβλητές απεικονίζουν τον ετήσιο μέσο όρο της περιόδου 2001-2008, δηλαδή της εποχής του ευρώ για την Ελλάδα πριν την ελληνική κρίση. Είναι φανερό ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεγεθών.

Το δημοσιονομικό είναι το μεγαλύτερο από τα δύο προβλήματα για το σύνολο σχεδόν των χωρών της ζώνης του ευρώ. Η Ελλάδα και η Πορτογαλία έχουν τα μεγαλύτερα δημοσιονομικά ελλείμματα, αλλά και τα μεγαλύτερα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών. Αντιθέτως, η Ιρλανδία που χτυπήθηκε μετά την Ελλάδα από τις αγορές και αναγκάστηκε να ζητήσει και αυτή τη βοήθεια της Ευρωζώνης και του ΔΝΤ, δείχνει να μην έχει πρόβλημα σε κανέναν από τους δύο τομείς. Η Ισπανία, που επίσης είναι στο στόχαστρο των αγορών, δεν έχει διαχρονικό δημοσιονομικό πρόβλημα. Αντιμετωπίζει μόνον πρόβλημα ανταγωνιστικότητας.

#### Διάγραμμα 9.

Ισοζύγια Τρεχουσών Συναλλαγών & Γενικής Κυβέρνησης των κρατών-μελών της Ευρωζώνης



Πηγή: European Commission

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

Το Φθινόπωρο του 2010, η Ιρλανδία βρέθηκε στο στόχαστρο των αγορών. Η ιρλανδική οικονομία είχε σημειώσει θεαματικούς ρυθμούς ανάπτυξης από το 1994 μέχρι το 2007. Η ανάπτυξη αυτή βασίστηκε στη δημιουργία ενός ευνοϊκού επιχειρηματικού περιβάλλοντος που προσέλκυσε μεγάλες ξένες επενδύσεις. Μεγάλες διεθνείς εταιρείες, μεταξύ άλλων κολοσσοί της πληροφορικής, των επικοινωνιών και φαρμακευτικές εταιρείες επέλεξαν να εγκαταστήσουν μονάδες παραγωγής και έρευνας στην Ιρλανδία. Ταυτόχρονα, μεγάλη ανάπτυξη γνώρισε ο κατασκευαστικός τομέας και οι τράπεζες<sup>30</sup>. Οι δύο τελευταίοι τομείς αποδείχτηκαν και οι πιο προβληματικοί.

<sup>30</sup> Στα τέλη Σεπτεμβρίου 2010, το συνολικό ενεργητικό του ιρλανδικού τραπεζικού συστήματος έφτανε το 490% του ιρλανδικού ΑΕΠ.

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

Οι ταυτόχρονες προσπάθειες για αύξηση των δημοσίων δαπανών προκειμένου να αμβλυνθούν οι επιπτώσεις της ύφεσης, αλλά και κυρίως οι προσπάθειες για διάσωση του τραπεζικού τομέα, οδήγησαν σε υπερβολική αύξηση του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης, από μόλις 25% του ΑΕΠ το 2007 στο εκπληκτικό 97,4% το 2010. Όταν το Σεπτέμβριο του 2010 ανακοινώθηκε ότι τελικά η διάσωση του Ιρλανδικού τραπεζικού συστήματος θα έφτανε το ποσό των €35 δισ., εκτοξεύοντας το έλλειμμα για το 2010 στο 32,3% του ΑΕΠ, ουσιαστικά η πορεία ήταν προδιαγεγραμμένη.

Η ιρλανδική κυβέρνηση αναγκάστηκε να ζητήσει τη ένταξή της στον ευρωπαϊκό μηχανισμό στήριξης το Νοέμβριο, παρά τις προηγούμενες έντονες διαψεύσεις παραγόντων τόσο της ιρλανδικής κυβέρνησης, όσο και της Ε.Ε. για την μη ανάγκη προσφυγής. Τον Δεκέμβριο, έπειτα από διαπραγματεύσεις η Ιρλανδία συμφωνήθηκε να λάβει συνολικά € 85 δισ.: €22,5 δισ. από το ΔΝΤ, € 45 δισ. από την Ε.Ε. (όχι μόνο από τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ αλλά και από την Σουηδία, τη Δανία και το Ην. Βασίλειο) και € 17,5 δισ. από ιρλανδικές πηγές.<sup>31</sup> Το επιτόκιο διαμορφώνεται στο 5,8%. Η περίοδος αποπληρωμής ορίσθηκε στα

<sup>31</sup> € 12,5 δισ. από τα αποθεματικά του εθνικού συστήματος συντάξεων (National Pension Reserve Fund) και € 5 δισ. από τα ρευστά διαθέσιμα της κυβέρνησης.

7,5 χρόνια, κάτι που άνοιξε και το δρόμο για την επέκταση της αποπληρωμής και του αντίστοιχου ελληνικού πακέτου στήριξης. Οι πόροι αυτοί θα διατεθούν, ώστε να εξυγιανθεί ο τραπεζικός τομέας και να επιτύχει το πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής.

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

Ένα δεύτερο ενδιαφέρον στοιχείο της ιρλανδικής περιπέτειας είναι η συμπεριφορά των ιρλανδικών επιτοκίων και των αγορών γενικότερα. Η συμπεριφορά αυτή δείχνει ότι ο μηχανισμός διάσωσης δεν θεωρείται πλέον επαρκής για τη σταθεροποίηση της Ευρωζώνης. Συνέβη το ίδιο περίπου που είχε συμβεί τον προηγούμενο Μάιο με τα ελληνικά και τα υπόλοιπα ευρωπαϊκά επιτόκια της περιφέρειας, όταν δημιουργήθηκαν το πακέτο στήριξης για την Ελλάδα και ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Στήριξης για τα υπόλοιπα κράτη. Τα ιρλανδικά επιτόκια μειώθηκαν μόνον προσωρινά. Μετά την ανακοίνωση ότι η Ιρλανδική Κυβέρνηση ζήτησε την στήριξη από τον υπάρχοντα Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης την Κυριακή 21 Νοεμβρίου, τα πενταετή ιρλανδικά CDS του προηγούμενου Διαγράμματος 4, που αυξάνονταν συνεχώς από τον Ιούλιο (202,4 μ.β. στις 28/7), συνέχισαν να ανεβαίνουν καθώς οι αγορές περίμεναν την οριστικοποίηση των όρων της συμφωνίας για να φτάσουν στις 30/11 τις 610,8 μ.β. Η οριστικοποίηση των όρων μείωσε ελάχιστα μόνο τα ασφάλιστρα, τα οποία στις 27/12 ήταν στις 599,4 μ.β.

Στις 17 Δεκεμβρίου, η Moody's υποβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της Ιρλανδίας – από Aa2 σε Baa1. Το βασικό επιχείρημα της υποβάθμισης σχετίζεται με τις αρνητικές προοπτικές σχετικά με τη διατηρησιμότητα του δημοσίου χρέους της Ιρλανδίας.

Οι ανησυχίες και τα βέλη των αγορών στρέφονται πλέον στην ιβηρική χερσόνησο. Η Πορτογαλία έχει αναιμικούς ρυθμούς ανάπτυξης ήδη από το 2002 και έτσι πολλοί προεξοφλούν ως σίγουρη την προσφυγή της στον μηχανισμό. Στις 23 Δεκεμβρίου 2010, η Fitch υποβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της Πορτογαλίας – από AA- σε A+ με αρνητικές προοπτικές – εξαιτίας της αργής μείωσης του ελλείμματός της Πορτογαλίας και τις συνεχώς επιδεινούμενες συνθήκες για τη χρηματοδότηση της χώρας και των τραπεζών της.

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

Η Ισπανία έχει πολλά θετικά σημεία για να στηρίξει την ανάκαμψη. Η δημοσιονομική κατάσταση προ της κρίσης ήταν θετική, αλλά η επιδείνωση θεαματική: Από πλεόνασμα 1,9% του ΑΕΠ το 2007 σε έλλειμμα -11,1% το 2009. Το χρέος ήταν χαμηλότερο της Γερμανίας στο 36% του ΑΕΠ το 2007, αλλά αυξήθηκε στο 64,4% το 2010. Το τραπεζικό σύστημα, παρά τις ανησυχίες για την έκθεσή του στην αγορά ακινήτων, αποδείχτηκε ιδιαίτερα ανθεκτικό στην κρίση, χάρη και στην αποτελεσματική εποπτεία και τις ενέργειες της κεντρικής τράπεζας.<sup>32</sup> Έτσι η φούσκα στην αγορά ακινήτων δεν επηρέασε τις μεγάλες τράπεζες. Υπό την αδιάλειπτη πίεση των αγορών, η ισπανική κυβέρνηση έσπευσε να λάβει δραστικά μέτρα για την μείωση του ελλείμματος κάτω του 3% μέχρι το 2013, συμπεριλαμβανομένων μειώσεων 5% στους μισθούς των δημοσίων υπαλλήλων και προσλήψεις με αναλογία 1 για κάθε 10 αποχωρήσεις. Επιπλέον,

<sup>32</sup> Η ισπανική κεντρική τράπεζα φοβούμενη από νωρίς τη φούσκα των ακινήτων είχε επιβάλει στις τράπεζες από τις αρχές της δεκαετίας υψηλότερες προβλέψεις με βάση τις αναμενόμενες απώλειες στο μέλλον. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπετε το άλλο άρθρο του συγγραφέα στον παρόντα τόμο.

ανακοινώθηκαν μέτρα για τον αποτελεσματικότερο δημοσιονομικό έλεγχο των περιφερειακών κυβερνήσεων.

Οι κύριες ανησυχίες στην Ισπανία πηγάζουν από την ανάγκη για άμεση μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος και για προώθηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και την αγορά εργασίας. Η ανεργία στη Ισπανία αυξήθηκε πιο απότομα από οποιαδήποτε άλλη χώρα του ΟΟΣΑ κατά τη διάρκεια της κρίσης, αναδεικνύοντας προφανώς τα διαρθρωτικά προβλήματα της αγοράς εργασίας. Το ισπανικό τραπεζικό σύστημα έχει μεγάλη έκθεση στην Πορτογαλία, γεγονός που προκαλεί νευρικότητα στις αγορές. Η Moody's ανακοίνωσε τον Δεκέμβριο ότι εξετάζει το ενδεχόμενο αρνητικής αναθεώρησης της αξιολόγησης των ισπανικών τραπεζών.

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

Στο τέλος του 2010, τα σενάρια πλέον έφτασαν μέχρι τη διάσπαση της Ευρωζώνης. Γίνεται έτσι αναγκαία η περιγραφή της αντίδρασης των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων στην εξελισσόμενη κρίση και αποκτά έτσι ιδιαίτερη βαρύτητα η συζήτηση για τη μελλοντική μορφή της Ευρωζώνης και του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αυτά είναι θέματα του επόμενου εδαφίου.

## 5. Η μελλοντική πορεία

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

### 5.1 Το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα στο μέλλον

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

Η κρίση αποκάλυψε με δραματικό τρόπο τα ευάλωτα και τρωτά σημεία του συστήματος. Στις κυριότερες αδυναμίες περιλαμβάνονται: (1) η λειτουργία ενός τεράστιου «σκιώδους» τραπεζικού συστήματος που, ενώ ήταν στενά συνδεδεμένο με το υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό σύστημα, λειτουργούσε ουσιαστικά χωρίς κανένα εποπτικό έλεγχο, (2) ο ηθικός κίνδυνος από την λειτουργία ΧΠΙ «πολύ μεγάλων για να αφεθούν να χρεοκοπήσουν» (too big to fail), (3) η αδυναμία αναγνώρισης συστημικών κινδύνων, (4) οι μακροοικονομικοί κίνδυνοι, η έλλειψη επαρκούς και αξιόπιστου πλαισίου εποπτείας και ελέγχου ιδίως μεγάλων χρηματοπιστωτικών ομίλων με διασυνοριακή παρουσία, και (5) η ανυπαρξία ενός αποτελεσματικού μηχανισμού επίλυσης κρίσεων. Στο άρθρο του Ορφανίδη στον παρόντα τόμο, αναλύονται οι αλλαγές που θα πρέπει να γίνουν για την πρόληψη,

διαχείριση και επίλυση κρίσεων. Γενικότερα, η μεταρρύθμιση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού τομέα είναι αναγκαία, καθώς οι αποτυχίες των συστημάτων ελέγχου και εποπτείας ήταν, όπως είδαμε, ένας σημαντικός παράγοντας στην εκδήλωση της κρίσης.

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

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

Στα ίδια πλαίσια, η Βασιλεία III, όπως προτάθηκε από την BCBS και πιο συγκεκριμένα από την εποπτεύουσα την BCBS, Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision (GHOS), περιλαμβάνει μέτρα με σκοπό τη βελτίωση της ικανότητας του τραπεζικού συστήματος να απορροφά τις επιπτώσεις μακροοικονομικών και πιστωτικών κρίσεων, τη βελτίωση της διαχείρισης



κινδύνου, τη βελτίωση των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης και την ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας. Οι μεταρρυθμίσεις στοχεύουν στην αύξηση της αντοχής των χρηματοοικονομικών οργανισμών σε κρίσεις τόσο στο μικροοικονομικό επίπεδο – ανά τράπεζα – όσο και στο μακρο επίπεδο, δηλαδή στην αναγνώριση και αντιμετώπιση συστημικών κινδύνων και της υπερκυκλικότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Στο πλαίσιο αυτό, στόχος είναι να επιτευχθεί ισορροπία μεταξύ του επιπέδου των κεφαλαίων που προωθεί τη μακροπρόθεσμη οικονομική σταθερότητα και ανάπτυξη και του κόστους και της αποτελεσματικότητας του τραπεζικού τομέα.

Το ευρύτερο πλαίσιο των προτάσεων της Βασιλείας III συμφωνήθηκε τον Σεπτέμβριο του 2009. Συγκεκριμένα μέτρα προτάθηκαν τον Δεκέμβριο του 2009. Η GHOS συγκεκριμενοποίησε τα κύρια σημεία του μεταρρυθμιστικού σχεδίου τον Ιούλιο του 2010 και οι τελευταίες λεπτομέρειες, καθώς και ο τρόπος μετάβασης από τη Βασιλεία II στη Βασιλεία III συμφωνήθηκαν και ανακοινώθηκαν τον Σεπτέμβριο του 2010.<sup>33</sup> Οι κύριες μεταβολές περιλαμβάνουν:

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

Οι αλλαγές που συμφωνήθηκαν, καθώς και το χρονοδιάγραμμα εφαρμογής τους περιγράφονται συνοπτικά και στο άρθρο του υπογράφοντος στον παρόντα τόμο.

<sup>33</sup> Για περισσότερες λεπτομέρειες δείτε τα BCBS, 2010a και BCBS, 2010b.

Στις επιμέρους χώρες, ενδιαφέρουσες είναι οι εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση και, κατά δεύτερο λόγο, στις Η.Π.Α. Τον Σεπτέμβριο του 2010, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, έπειτα από τη επίτευξη συμφωνίας όλων των κρατών-μελών, υπερψήφισε ένα νέο εποπτικό και ρυθμιστικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού τομέα, το οποίο θα τεθεί σε ισχύ τον Ιανουάριο του 2011 (European Commission (2009a), (2009b), Council of the European Union (2010)). Ο Τριδής στο άρθρο του στον παρόντα τόμο παρουσιάζει μία άλλη πτυχή του ευρωπαϊκού μηχανισμού χρηματοπιστωτικής εποπτείας: Την εξέλιξη της χρηματοπιστωτικής νομοθεσίας στο δίκαιο της ΕΕ, εντοπίζει τα βασικά χαρακτηριστικά της και εξετάζει επιλεκτικά την αντίδραση της ΕΕ στη χρηματοπιστωτική κρίση.

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

Το μικρο-επίπεδο προληπτικής εποπτείας αναλαμβάνουν οι ESAs. Θα αποτελείται από τρεις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές:

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

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

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

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

Μεταρρυθμίσεις γίνονται και στις Η.Π.Α. Εκεί, τον Ιούλιο του 2010 ψηφίστηκε ο νόμος για τη μεταρρύθμιση της Wall Street και την προστασία των καταναλωτών (Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), γνωστός ως Dodd- Frank<sup>34</sup> από τα επίθετα των δύο πολιτικών που τον

---

<sup>34</sup> Ο Christopher John Dodd είναι δημοκρατικός γερουσιαστής από το Connecticut. Ο Barney Frank είναι δημοκρατικός, μέλος της Βουλής των Αντιπροσώπων από τη Μασσαχουσέτη.

σχεδίασαν. Ο νόμος φέρνει αλλαγές στη δομή του εποπτικού και ελεγκτικού μηχανισμού του χρηματοπιστωτικού τομέα στις Η.Π.Α. Φαίνεται να σταματάει και πιθανόν να αντιστρέφει μια πορεία αποκανονικοποίησης, που ξεκίνησε την δεκαετία του 1980 και που λόγω της κρίσης θεωρήθηκε από το πολιτικό σύστημα στις Η.Π.Α. επιβλαβής για την οικονομία.<sup>35</sup> Ο νόμος ορίζει ένα πολύ πιο ξεκάθαρο και τακτικό πλαίσιο άσκησης του εποπτικού ελέγχου, από ό,τι ίσχυε μέχρι σήμερα.

Ο νόμος Dodd- Frank αυξάνει τη διαφάνεια και ενισχύει τον έλεγχο και την εποπτεία στα ΧΠΙ εκείνα που αυξάνουν το συστημικό κίνδυνο. Επεκτείνει το εύρος εφαρμογής των κανόνων και της εποπτείας συμπεριλαμβάνοντας φορείς και παράγοντες της αγοράς που μέχρι σήμερα δρούσαν εκτός του πλαισίου: Επενδυτικούς συμβούλους, hedge funds, επενδυτικές τράπεζες, κ.α. Με λίγα λόγια, θέτει υπό καθεστώς ελέγχου και εποπτείας το σκιώδες τραπεζικό σύστημα. Επιβάλλει, επίσης, σε νέους και παλιούς εποπτικούς φορείς να υποβάλλουν αναφορές, ετήσιες ή και συχνότερες, στο Κογκρέσο για την πορεία των εργασιών τους. Η πλήρης εφαρμογή του νόμου θα απαιτήσει εύλογο χρονικό διάστημα, καθώς απαιτούνται πλήθος αποφάσεων, μελετών και συμπληρωματικών διατάξεων.

Ο νόμος Dodd- Frank έχει και ορισμένες επιπτώσεις στον τρόπο λειτουργίας όλων των ομοσπονδιακών εποπτικών αρχών στις Η.Π.Α. Καταργεί έναν (Office of Thrift Supervision) και δημιουργεί αριθμό νέων καθώς και υπηρεσίες προστασίας του καταναλωτή. Από τους νέους φορείς, σημαντικό είναι το Financial Stability Oversight Council, που έχει ως σκοπό την αναγνώριση απειλών για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, κυρίως την παρακολούθηση του συστημικού κινδύνου, τόσο από χρηματοπιστωτικούς όσο και από μη-χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Συγχρόνως, το Office of Financial Research στο Υπουργείο Οικονομικών παρέχει διοικητική, τεχνική και ερευνητική υποστήριξη. Στους νέους οργανισμούς περιλαμβάνεται επίσης η Αρχή Ελεγχόμενης Χρεοκοπίας (Orderly Liquidation Authority) που θα εποπτεύει τις διαδικασίες ρευστοποίησης ΧΠΙ, οι οποίοι σήμερα δεν καλύπτονται από τις

---

<sup>35</sup> Ο Καλομοίρης στο άρθρο του στον παρόντα τόμο έχει αντίθετη άποψη για τον ρόλο της αποκανονικοποίησης. Θεωρεί ότι βοήθησε να αποφευχθούν τα χειρότερα της κρίσης.

υπάρχουσες αρχές και οργανισμούς, όπως ασφαλιστικές εταιρείες και μη τραπεζικές χρηματοπιστωτικές εταιρείες. Ιδρύεται, επίσης, το Federal Insurance Office στο Υπουργείο Οικονομικών για την εποπτεία του ασφαλιστικού κλάδου, καθώς και Υπηρεσία Προστασίας Καταναλωτών (Bureau of Consumer Financial Protection) στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα.

Ο νόμος Dodd- Frank περιέχει σημαντικές προβλέψεις για τη διεύρυνση των μηχανισμών εποπτείας. Για πρώτη φορά εισάγονται κανόνες λειτουργίας και ελέγχου των hedge funds και άλλων παρόμοιων επενδυτικών σχημάτων. Εισάγει τον αποκαλούμενο κανόνα Volcker,<sup>36</sup> που τηρουμένων των αναλογιών και λαμβάνοντας υπόψη ότι μιλάμε για διαφορετικές εποχές με δραματικά διαφορετικό τρόπο λειτουργίας των τραπεζών, προσομοιάζει στην παλιά νομοθεσία Glass-Steagall για τον διαχωρισμό επενδυτικών και εμπορικών τραπεζών. Ο κανόνας Volcker σκοπεύει στον περιορισμό συγκέντρωσης κινδύνων στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών, περιορίζοντας το πόσο μπορούν να επενδύσουν οι τράπεζες σε hedge funds και private equity funds στο 3% του Tier I κεφαλαίου της τράπεζας. Ο νόμος ενισχύει επίσης το κανονιστικό πλαίσιο και τον έλεγχο των εξωχρηματιστηριακών αγορών παραγώγων, συμπεριλαμβανομένων των Credit Default Swaps (CDS), και προωθεί την αλλαγή των αγορών αυτών σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές. Περιλαμβάνει, επίσης, αυστηρότερους κανόνες λειτουργίας των αξιολογικών οίκων (NRSROs) και νέο πλαίσιο εποπτείας και ελέγχου τους. Η U.S. Securities and Exchange Commission θα ιδρύσει υπηρεσία για την εποπτεία των NRSROs, το Office of Credit Ratings.

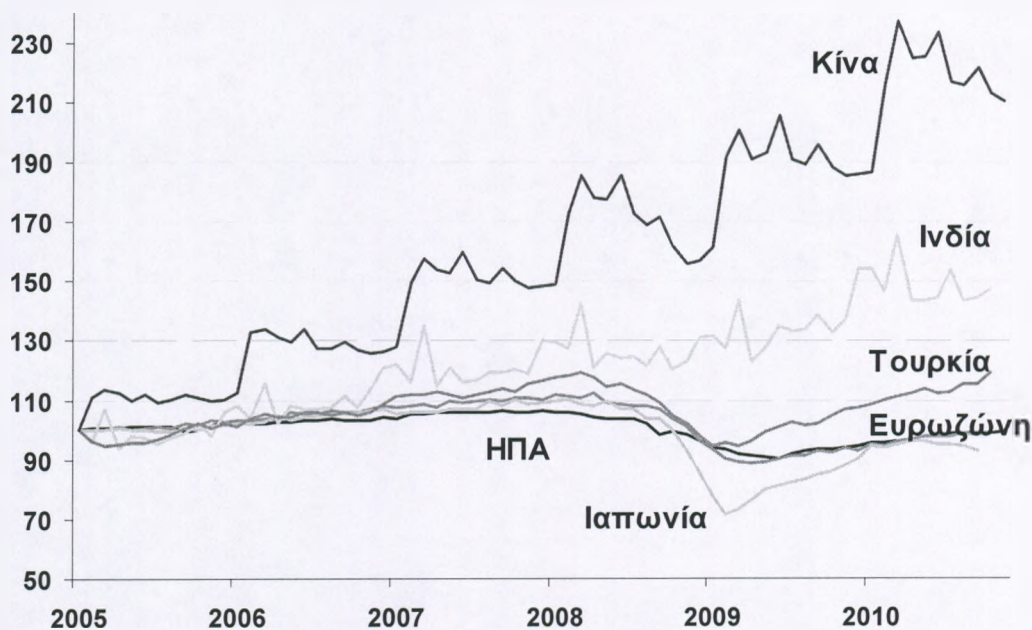
## 5.2 Η παγκόσμια οικονομία στο μέλλον

Πέραν των επερχόμενων μεταβολών στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα, σημαντικές ανακατατάξεις γίνονται και στις οικονομίες των χωρών του πλανήτη. Τα τελευταία χρόνια, γίνεται ολοένα και πιο ξεκάθαρη η σχετική αύξηση

<sup>36</sup> Ο κανόνας πήρε το όνομα του από τον πρώην πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. Paul Volcker (1979 – 1987), που ως πρόεδρος του Προεδρικού Συμβουλευτικού Συμβουλίου Οικονομικής Ανάκαμψης (President's Economic Recovery Advisory Board) του Προέδρου Barack Obama, πρότεινε την απαγόρευση σε τράπεζες να προβαίνουν σε συγκεκριμένου είδους κερδοσκοπικές επενδύσεις αν αυτές δεν γίνονται για λογαριασμό πελατών τους.

της οικονομικής δύναμης των αναπτυσσόμενων χωρών. Στο Διάγραμμα 10 περιγράφεται ενδεικτικά η πορεία του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής από τις αρχές του 2005 έως το τέλος του 2010 σε Η.Π.Α., Ευρωζώνη, Ιαπωνία, Τουρκία, Ινδία και Κίνα. Παρατηρήσατε τη στασιμότητα στις αναπτυγμένες περιοχές, αλλά την ταυτόχρονη γρήγορη άνοδο στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, ιδιαίτερα την Κίνα. Αυτή η διαφοροποίηση αναμένεται να συνεχιστεί, ιδιαίτερα μετά τη χρηματοοικονομική κρίση, η οποία έπληξε κυρίως τον Δυτικό κόσμο.

**Διάγραμμα 10.**  
Εξέλιξη Βιομηχανικής Παραγωγής  
(Δείκτης, Ιανουάριος 2005 = 100)



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

Πηγή: ECOWIN

Η διεθνής κρίση έχει οδηγήσει σε υπερχρέωση των κρατών στη Δύση, σε αύξηση των ασφαλιστρων κινδύνου και των πραγματικών επιτοκίων, σε μεγάλη νευρικότητα στις αγορές και σε πολλά ερωτηματικά για την πορεία των αναπτυσσόμενων οικονομιών. Η κρίση οδηγεί σε μια ακόμα πιο γρήγορη μετατόπιση της οικονομικής δύναμης προς την Ασία και τη Λατινική Αμερική, καθώς καθλώνει τις χώρες της Δύσης σε μια περίοδο εύθραυστης ανάπτυξης. Ακόμα και

αν υποθέσουμε ότι ο χρηματοοικονομικός τομέας θα μπορέσει να εξυγιανθεί και σταδιακά σταθεροποιηθεί, τα βάρη της μόχλευσης επιβραδύνουν τις αναπτυξιακές προοπτικές, ενώ πολλές παλαιότερες ανισορροπίες εξακολουθούν να υφίστανται.

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

Ο πρώτος παράγοντας, το κόστος χρήματος, αναμένεται να αυξηθεί ως συνέπεια ενός αριθμού αιτιών: α) Τα απαιτούμενα ασφάλιστρα κινδύνου θα παραμείνουν αυξημένα σε σχέση με τα – όπως αποδείχτηκαν – μη κανονικά επίπεδα προ της κρίσης, β) Θα αυξηθεί το κόστος διαμεσολάβησης λόγω υψηλής ζήτησης από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για νέα κεφάλαια ώστε να αντισταθμίσουν τις απώλειες τους αλλά και εξαιτίας των απαιτήσεων της αναμενόμενης αυστηρότερης νομοθεσίας για υψηλότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, γ) Η αύξηση του δημοσίου χρέους διεθνώς – που ήταν απαραίτητη για την οικονομική σταθεροποίηση και την αποφυγή ολικής κατάρρευσης – έχει ως συνέπεια την αύξηση του ανταγωνισμού με τον ιδιωτικό τομέα για προσέλκυση πόρων (crowding out effect) και δ) Η επεκτατική νομισματική πολιτική που ακολουθούν οι κεντρικές τράπεζες κάποια στιγμή θα σταματήσει και θα αντιστραφεί, όταν γίνει σαφές ότι οι μεγάλες οικονομίες έχουν βγει από την ύφεση.

Τον κώδωνα του κινδύνου για την επερχόμενη αύξηση των επιτοκίων έκρουσε η άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων από τις αρχές Οκτωβρίου του 2010. Στις 7/10/2010 τα δεκαετή ομόλογα στις Η.Π.Α. είχαν απόδοση 2,40%, στη Γερμανία 2,22% και την Ιαπωνία 0,85%. Τα ίδια ομόλογα στις 15/12/2010 είχαν φτάσει στο 3,53% στις Η.Π.Α. (αύξηση 113 μονάδων βάσης), 3,03% στη Γερμανία (αύξηση 81 μονάδων βάσης) και 1,26% στην Ιαπωνία (αύξηση 41 μονάδων

βάσης). Το απόλυτο μέγεθος των μεταβολών μπορεί να φαίνεται μικρό, αλλά οι μεταβολές είναι τεράστιες σε σχέση με το μέγεθος του αρχικού επιτοκίου. Μάλιστα στις Η.Π.Α. η αγορά πανικοβλήθηκε από την ξαφνική άνοδο στις αρχές Δεκεμβρίου με τις αρνητικές εκτιμήσεις των αναλυτών να επικεντρώνονται σε πλειάδα παραγόντων.

Ο δεύτερος αρνητικός παράγοντας είναι η μελλοντική δημοσιονομική πολιτική. Η μελλοντική οικονομική ανάπτυξη δεν θα μπορεί να στηριχθεί, στο βαθμό που το κάνει σήμερα, στη δημοσιονομική επέκταση. Οι κυβερνήσεις άσκησαν επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, αυξάνοντας σημαντικά τα δημοσιονομικά ελλείμματα και το δημόσιο χρέος, σε μια προσπάθεια να διοχετεύσουν κεφάλαια στην οικονομία και να αποφύγουν μια ύφεση διαρκείας. Όμως δεν μπορούν να συνεχίσουν για πολύ ακόμα αυτή την πολιτική, είτε λόγω περιορισμών που στην Ευρώπη πηγάζουν από ένα ενισχυμένο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης είτε και λόγω της πειθαρχίας που επιβάλλουν οι αγορές, καθώς το κόστος χρηματοδότησης των ελλειμμάτων αυξάνεται. Τα επόμενα χρόνια στόχος θα είναι η επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων για να μειωθεί το δημόσιο χρέος (βλέπετε προηγούμενο Διάγραμμα 3).

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

Η παγκόσμια οικονομία θα είναι πιο ισορροπημένη με τις Η.Π.Α. να μην έχουν τεράστια ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και την Ασία να μην τα χρηματοδοτεί με τα δικά της τεράστια πλεονάσματα. Η άμβλυνση των



ανισορροπιών, όμως, θα δημιουργήσει πρόβλημα στις χώρες που εξαγουν προς τις Η.Π.Α. διότι αναγκάζονται να μειώσουν την παραγωγή τους αφού δεν βρίσκουν εύκολη διέξοδο εξαγωγών προς τρίτες χώρες. Αιτία είναι το γεγονός ότι δεν αναπληρώνεται γρήγορα και εύκολα η πτώση στη ζήτηση που αφήνει πίσω του ο Αμερικανός καταναλωτής. Ο κινέζος καταναλωτής δεν είναι ακόμα έτοιμος για να αναλάβει τέτοιο ρόλο. Η Ινδία παραμένει μια σχετικά κλειστή οικονομία, ενώ στην Ευρώπη, η χώρα-άγκυρα με τους υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης, η Γερμανία, δεν φαίνεται να προσπαθεί να τονώσει την εγχώρια κατανάλωση.

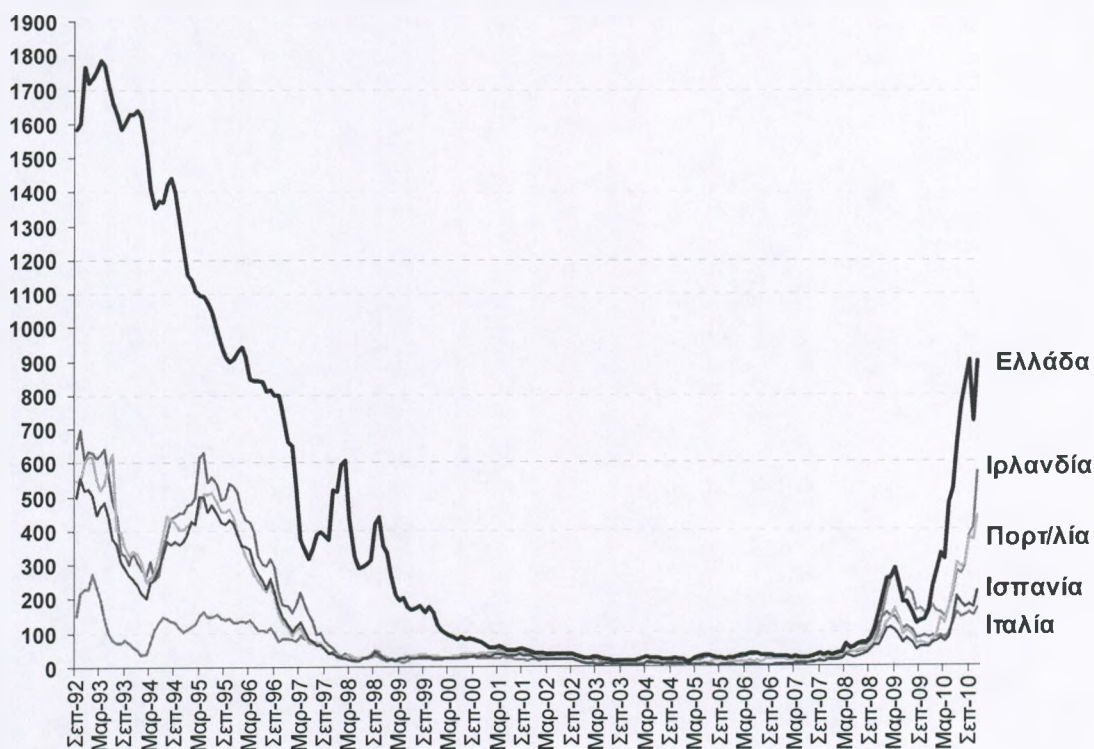
### 5.3 Η Αντίδραση των Ευρωπαϊών Πολιτικών και το Μέλλον της Ευρωζώνης

Η κρίση στην Ευρωζώνη εκδηλώθηκε ως αποτέλεσμα της διεθνούς κρίσης επειδή η τελευταία ευαισθητοποίησε τις αγορές στο πρόβλημα του υπέρ-δανεισμού. Η Ευρωζώνη δεν είναι περισσότερο υπέρ-δανεισμένη από το Ηνωμένο Βασίλειο, τις Η.Π.Α. ή την Ιαπωνία (βλέπετε προηγούμενο Διάγραμμα 3). Όμως, έχει χώρες όπως η Ελλάδα, που τα δημοσιονομικά τους βρέθηκαν εκτός ελέγχου. Στη διάρκεια του 2010, οι αγορές βαθμιαία διαπίστωσαν ότι οι διαφοροποιήσεις ανάμεσα στις χώρες της Ευρωζώνης είναι μεγάλες όσον αφορά την υγεία του δημοσιονομικού τους τομέα αλλά και την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας τους. Σταδιακά η συνοχή της Ευρωζώνης τέθηκε σε αμφισβήτηση. Οι απαιτούμενες αποδόσεις στα 5-ετή CDS άρχισαν να διαφοροποιούνται σημαντικά από το Νοέμβριο του 2009, όταν γνωστοποιήθηκε η ελληνική δημοσιονομική εκτροπή και οι αξιολογικοί οίκοι υποβάθμισαν την ελληνική οικονομία (βλέπετε προηγούμενο Διάγραμμα 4 και Πίνακα 2).

Η διαφορά με το χθες στις αντιλήψεις των αγορών για την Ευρωζώνη είναι τεράστια. Πριν τη δημιουργία της Ευρωζώνης, ένα από τα κριτήρια της Συνθήκης του Μάαστριχτ για είσοδο στην Ευρωζώνη ήταν και τα περιθώρια των σταθερών επιτοκίων στα δεκαετή ομόλογα. Ποτέ όμως το κριτήριο δεν λειτούργησε στην πράξη. Στα τέλη της δεκαετίας του 1990, όταν τα κράτη αξιολογούνταν με βάση τα κριτήρια του Μάαστριχτ, το κριτήριο των επιτοκιακών περιθωρίων αποδείχτηκε μη δεσμευτικό. Αν μια χώρα ικανοποιούσε το κριτήριο του πληθωρισμού και το κριτήριο του δημοσιονομικού ελλείμματος, τότε και οι αγορές θεωρούσαν ότι η χώρα θα γίνονταν μέλος της Ευρωζώνης και κατά συνέπεια τα επιτοκιακά

περιθώρια της χώρας αυτής με τα αντίστοιχα γερμανικά μειώνονταν αυτόματα λόγω αρμπιτράζ. Στις τότε αντιλήψεις των αγορών δεν υπήρχε πιστωτικός κίνδυνος ανά χώρα, παρά ελάχιστος. Μάλιστα η διαφορά στα 10-ετή επιτόκια με τα αντίστοιχα επιτόκια της Γερμανίας κατέληξε τότε να είναι απλός προγνωστικός δείκτης της εισόδου μιας χώρας στην Ευρωζώνη, αφού αντικατόπτριζε την πιθανότητα εισόδου στην Ευρωζώνη (Hardouvelis, Malliaropoulos and Priestley (2006, 2007). Μετά τη δημιουργία της Ευρωζώνης, η αγορά συνέχισε να τιμολογεί τα ομόλογα των χωρών με δημοσιονομικά προβλήματα με τον ίδιο σχεδόν τρόπο που τιμολογούσε και τα Γερμανικά, δηλαδή με πολύ μικρά περιθώρια (Διάγραμμα 11).

**Διάγραμμα 11.**  
 Η Διαχρονική Εξέλιξη των Περιθωρίων Απόδοσης Δεκαετών Ομολόγων  
 (Σεπτέμβριος 1992 – Νοέμβριος 2010)



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

Πηγή: Eurostat

Σήμερα η αγορά έχει μετατοπιστεί στο άλλο άκρο και φαίνεται να υπέρ-αντιδρά. Στο τέλος της Συνόδου Κορυφής, στις 17 Δεκεμβρίου του 2010, τα δεκαετή γερμανικά ομόλογα είχαν απόδοση 3,03%, ενώ τα αντίστοιχα ελληνικά

11,90%, τα ιρλανδικά 8,43%, τα πορτογαλικά 6,46%, τα ισπανικά 5,52% και τα ιταλικά 4,60%. Συγχρόνως, συνυπήρχε μια τεράστια διαφορά και στα υπόλοιπα επιτόκια της καμπύλης αποδόσεων, ακόμα και στα διετή ομόλογα. Οι αποδόσεις των διετών ομολόγων ήταν στη Γερμανία 1,06%, στην Ελλάδα 11,8%, την Ιρλανδία 4,55%, την Πορτογαλία 4,24% και την Ισπανία 3,66%. Αυτή η διαφορά με τη Γερμανία στα βραχυπρόθεσμα ομόλογα δείχνει ότι οι αγορές αμφισβητούν έντονα ακόμα και τη διατηρησιμότητα του Συμφώνου Σταθεροποίησης, αφού σύμφωνα με το Σύμφωνο, οι χώρες μπορούν να αντλήσουν πόρους από το Ταμείο για το χρονικό διάστημα μέχρι το 2013, που υπερβαίνει την ημερομηνία λήξης των διετών ομολόγων. Όπως αναφέρθηκε νωρίτερα στο Εδάφιο 4.5, η αμφιβολία για τη επάρκεια του μηχανισμού στήριξης φάνηκε ξεκάθαρα και από το γεγονός ότι μετά τη διάσωση της Ιρλανδίας, τα ιρλανδικά επιτόκια παρέμειναν υψηλά.

Η κρίση στην Ευρωζώνη έφερε στην επιφάνεια το δίλημμα του επιθυμητού χαρακτήρα της μορφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης: Θα διατηρηθεί η Ένωση ως έχει, δηλαδή ως μια διακυβερνητική συνεργασία ή θα πάρει έναν ομοσπονδιακό χαρακτήρα σε θέματα οικονομικής πολιτικής; Οι περισσότερες χώρες, συμπεριλαμβανομένης της Γερμανίας, θεωρούν ότι η Ένωση πρέπει να παραμείνει ως μια, πιθανόν ενισχυμένη, διακυβερνητική συνεργασία. Γι αυτό και από την αρχή της κρίσης στην Ευρωζώνη, η αντίδραση των ευρωπαϊκών πολιτικών ηγεσιών αποδείχτηκε, τηρουμένων των περιστάσεων, ιδιαίτερα χαλαρή. Οι πολιτικές ηγεσίες φάνηκαν να τρέχουν με καθυστέρηση πίσω από τις εξελίξεις στις αγορές. Δεν μπόρεσαν να πάρουν την πρωτοβουλία των ενεργειών.<sup>37</sup> Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την ακόμα μεγαλύτερη ανησυχία των αγορών και την άνοδο των επιτοκίων της ευρωπαϊκής Περιφέρειας. Όπως διαπιστώσαμε ήδη στο Εδάφιο 4.5, η αργοπορία της ευρωπαϊκής πολιτικής ηγεσίας φάνηκε ξεκάθαρα τον Μάρτιο και Απρίλιο του 2010 με την περίπτωση της Ελλάδας, αλλά και στη συνέχεια. Άλλωστε, το ίδιο το γεγονός ότι τα επιτόκια χωρών όπως η Ισπανία

---

<sup>37</sup> Βλέπετε μια ενδιαφέρουσα ανάλυση του θέματος από τον τότε πρωθυπουργό, κ. Σημίτη (ΒΗΜΑ (24/12/2010)), ο οποίος θεωρεί ότι υπάρχει κενό πολιτικής ηγεσίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

αυξήθηκαν λόγω των ελληνικών προβλημάτων, δείχνει ότι το ζήτημα αγγίζει την καρδιά της ευρωπαϊκής ενοποίησης.<sup>38</sup>

Η κρίση κατέστησε σαφές ότι η προηγούμενη απλή διακυβερνητική συνεργασία δεν λειτουργεί, ότι δηλαδή η Ευρωζώνη παραμένει μια νομισματική ένωση χωρών χωρίς επαρκή δημοσιονομικό συντονισμό. Το Σύμφωνο Ανάπτυξης και Σταθερότητας δεν μπόρεσε να επιβάλει την απαιτούμενη και προσδοκώμενη δημοσιονομική πειθαρχία στην Ένωση. Όπως αναφέρει και ο Meyer στο άρθρο του, αρχικά στη δεκαετία του 1990, θεωρήθηκε ότι η σταθερότητα της Ευρωζώνης θα βασιζόταν σε δύο πυλώνες: Την ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα και το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Ο πρώτος πυλώνας πέτυχε. Ο δεύτερος απέτυχε. Και απέτυχε όχι μόνον επειδή ορισμένες χώρες όπως η Ελλάδα, δεν ακολούθησαν το Σύμφωνο εκ του ασφαλούς, δηλαδή χωρίς να τους επιβληθούν ποινές, αλλά κυρίως επειδή η ίδια η Γερμανία δεν ακολούθησε τους κανόνες όταν χρειάστηκε, κάτι που ο Meyer δεν αναφέρει στην ανάλυσή του.

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

<sup>38</sup> Για μια τελευταία επισκόπηση της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας πάνω στο θέμα του ισοζυγίου κόστους – ωφέλειας από τη δημιουργία του ενιαίου νομίσματος, της σχέσης μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στην Ευρωζώνη, και της επίδρασης της νομισματικής ενοποίησης στην αναγκαιότητα των διαρθρωτικών αλλαγών, βλέπετε Beetsma and Giuliodi (2010). Η επίδραση της ONE στην αναγκαιότητα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων αναλύεται και από τον Χαρδούβελη (2007, 2008).

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

Με απόφαση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στις 25-26 Μαρτίου 2010, την ευθύνη για συγκεκριμένες προτάσεις δημιουργίας ενός νέου μηχανισμού διακυβερνητικής συνεργασίας ανέλαβε επιτροπή (Task Force) με μέλη τους υπουργούς Οικονομικών των 27 χωρών, την ΕΚΤ και με επικεφαλής τον Πρόεδρο του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, κ. Herman Van Rompuy.<sup>39</sup> Η επιτροπή δημοσιοποίησε τις τελικές προτάσεις της τον Οκτώβριο του 2010. Λίγο νωρίτερα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στα τέλη Σεπτεμβρίου 2010, βασιζόμενη στα γενικά συμπεράσματα της επιτροπής Van Rompuy, παρουσίασε ως προπομπό έξι πιο συγκεκριμένες προτάσεις για την ενίσχυση της δημοσιονομικής πειθαρχίας στην Ευρωζώνη. Οι προτάσεις περιλάμβαναν την υιοθέτηση δημοσιονομικών στόχων ακόμα και σε χώρες που δεν παρουσιάζουν μεγάλα ελλείμματα, την αναγκαστική ετήσια μείωση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ για τις χώρες των οποίων το χρέος υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ, αυτόματες χρηματοοικονομικές κυρώσεις με βάση αντικειμενικό κανόνα δημοσιονομικής εκτροπής, οι οποίες για να αντιστραφούν (και όχι να επιβληθούν) απαιτούν ψηφοφορία στην ΕΕ, έλεγχο των ετήσιων προϋπολογισμών της κάθε χώρας από την υπόλοιπη ΕΕ, ακόμα και Διαδικασία Υπερβολικών Εξωτερικών Ελλειμμάτων με κυρώσεις.

<sup>39</sup> Επίσης, πολλές χώρες της ΕΕ-27 έστειλαν στην επιτροπή Van Rompuy και τις δικές τους απόψεις για την επιθυμητή αρχιτεκτονική του μηχανισμού.

Οι προτάσεις Σεπτεμβρίου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ήταν λογικές και αρχικά φάνηκε να είχαν προ-συμφωνηθεί πλήρως. Αντέδρασε, όμως σε πολλά σημεία τους η Γερμανία, με την οποία συμφώνησε και η Γαλλία. Έτσι πολλές λεπτομέρειες διεγράφησαν, αν και το πνεύμα του συνόλου των προτάσεων παρέμεινε και ανακοινώθηκε τον Οκτώβριο ως τα αποτελέσματα της επιτροπής Van Rompuy. Οι προτάσεις αυτές δεν απαιτούν αλλαγή στη Συνθήκη. Έγιναν στη συνέχεια αποδεκτές από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της 28<sup>ης</sup> και 29<sup>ης</sup> Οκτωβρίου 2010.

Στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 28-29 Οκτωβρίου 2010 οι αρχηγοί των κρατών-μελών συμφώνησαν επιπλέον και για τη θέσπιση ενός μόνιμου μηχανισμού στήριξης με σκοπό να διαφυλάξει την χρηματοοικονομική ισορροπία της Ευρωζώνης, αφού ο μηχανισμός που συμφωνήθηκε τον προηγούμενο Μάιο θα έληγε το 2013 (Πίνακας 3). Στην απόφαση του Συμβουλίου, επίσης, ενσωματώθηκε και η απαίτηση της Γερμανίας σχετικά με την ανάγκη για τροποποίηση της Συνθήκης της Λισσαβόνας για τη δημιουργία του μηχανισμού στήριξης. Σημειώστε εδώ πως η τροποποίηση της Συνθήκης απαιτεί δημοψήφισμα ή ψηφοφορία στα Κοινοβούλια όλων των κρατών – μελών. Είναι συνεπώς χρονοβόρα και δεν έχει εξασφαλισμένο αποτέλεσμα. Οι λεπτομέρειες σχετικά με την ακριβή διαδικασία αναθεώρησης της Συνθήκης αφέθηκαν να καθοριστούν από το επόμενο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (Δεκέμβριος 2010).

Πίνακας 3.  
Βασικά Χαρακτηριστικά Ευρωπαϊκών Μηχανισμών Στήριξης

	<b>Σημερινό EFSM</b>	<b>Σημερινό EFSF</b>	<b>Μελλοντικό ESM</b>
<b>Διαδικασία Έγκρισης Μηχανισμού</b>	ECOFIN, ενισχυμένη πλειοψηφία	Eurogroup, απαιτεί έγκριση από τα εθνικά κοινοβούλια των χωρών-μελών	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, τροποποίηση της Συνθήκης της Λισσαβόνας (έγκριση από εθνικά κοινοβούλια των κρατών - μελών για τροποποίηση της Συνθήκης)
<b>Ημερομηνία Ενεργοποίησης Μηχανισμού</b>	Από 5/2010	8/2010 - 6/2013	Μόνιμος μηχανισμός που θα ενεργοποιηθεί από 1/1/2013. Θα αντικαταστήσει τους δύο υπάρχοντες μηχανισμούς.
<b>Μέγεθος</b>	€ 60 δισ	€ 440 δισ	Δεν έχει καθορισθεί ακόμη

<b>Παροχή Χρηματοδότησης - Εγγυήσεων</b>	Προϋπολογισμός ΕΕ, Έκδοση διμερών δανείων	Χώρες της Ευρωζώνης, Έκδοση Ομολόγων EFSF	Δεν έχει καθορισθεί ακόμη
<b>Σε ποιους απευθύνεται</b>	Σε όλα τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης	Σε όλα τα μέλη της Ευρωζώνης	Σε όλα τα μέλη της Ευρωζώνης
<b>Διαδικασία ενεργοποίησης του Μηχανισμού</b>	ECOFIN, ενισχυμένη πλειοψηφία, μετά από κοινή πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της ΕΚΤ	Eurogroup, ομόφωνη απόφαση, μετά από κοινή πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής της ΕΚΤ και του ΔΝΤ	Ομόφωνη απόφαση των χωρών μελών της Ευρωζώνης
<b>Προτεραιότητα εξόφλησης χρέους έναντι τρίτων</b>	Εξόφληση κατά προτεραιότητα, ανώτερο μόνο το ΔΝΤ	Δεν υπάρχει προτεραιότητα: Ότι ισχύει για τους ιδιώτες πιστωτές	Εξόφληση κατά προτεραιότητα, ανώτερο μόνο το ΔΝΤ, Εισαγωγή Ρητρών Συλλογικής Δράσης (Collective Action Clauses) συνεπών με τις αντίστοιχες ρήτρες των Η.Π.Α. και του Ηνωμένου Βασιλείου

Σημείωση: **EFSM**: European Financial Stabilization Mechanism, **EFSF**: European Financial Stability Facility, **ESF**: European Stability Mechanism

Πηγή: Euro Weekly, Συμπεράσματα Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Δεκεμβρίου 2010

Στο μεσοδιάστημα των δύο Ευρωπαϊκών Συμβουλίων Οκτωβρίου-Δεκεμβρίου 2010, η εκδήλωση της κρίσης στην Ιρλανδία και ο φόβος ότι η κρίση μπορεί να μεταδοθεί και σε άλλες χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου (Πορτογαλία και Ισπανία) αναζωπύρωσαν τη συζήτηση για α) την κεντρική έκδοση ευρωομολόγων (E-bonds)<sup>40</sup> σε συνδυασμό με τη δημιουργία του Μηχανισμού Στήριξης, και β) την πιθανολογούμενη παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την παροχή της απαραίτητης ρευστότητας στις αγορές.

Πιο συγκεκριμένα, δύο εβδομάδες πριν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Δεκεμβρίου ο Πρωθυπουργός και υπουργός Οικονομικών του Λουξεμβούργου, κ. Jean-Claude Juncker, μαζί με τον υπουργό Οικονομικών της Ιταλίας, κ. Giulio Tremonti, με κοινό άρθρο τους στους Financial Times, πρότειναν την έκδοση ευρωομολόγων από μια νέα αρχή, που την ονόμασαν European Debt Agency (EDA).<sup>41</sup> Τα E-bonds, στα οποία επικεντρώνεται και το χρονικά πολύ προηγούμενο άρθρο του Collignon στον παρόντα τόμο, θα υποστηρίζουν το

<sup>40</sup> Για την ανάλυση σχετικά με τα ευρωομόλογα βλέπε το άρθρο του Collignon στην παρούσα έκδοση.

<sup>41</sup> Financial Times, 5 Δεκεμβρίου 2010.

χρέος της κάθε χώρας έως το 40% του ΑΕΠ τους. Για χώρες με πρόβλημα δανεισμού, θα μπορούν να υποστηρίξουν έως και το 100% των εκδόσεων τους.

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

Δύο μέρες πριν το ξεκίνημα της Συνόδου Κορυφής του Δεκεμβρίου, στις 14 Δεκεμβρίου, ο πρώην Επίτροπος Μάριο Μόντι δημοσίευσε πέντε προτάσεις βελτίωσης της λειτουργίας της Ευρωζώνης.<sup>42</sup> Αν και ο Μόντι δεν επηρεάζει πλέον άμεσα τις πολιτικές εξελίξεις, οι προτάσεις του αντανάκλουν τις σκέψεις πολλών ευρωπαϊστών. Οι προτάσεις αυτές περιλαμβάνουν:

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

---

<sup>42</sup> Financial Times, 14/12/2010.



Την επόμενη μέρα, στις 15 Δεκεμβρίου και μία μέρα πριν τη Σύνοδο Κορυφής του Δεκεμβρίου, οι σοσιαλδημοκράτες Γερμανοί, ο πρώην υπουργός Εξωτερικών της Γερμανίας Frank-Walter Steinmeier και πρώην υπουργός Οικονομικών Peer Steinbrück, σε κοινό άρθρο τους στους Financial Times<sup>43</sup> προτείνουν:

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

Το άρθρο των δύο πρώην σημαντικών υπουργών φανέρωσε ότι μέσα στην ίδια τη Γερμανία υπάρχει μεγάλη γκάμα αντιλήψεων για την προοπτική ομοσπονδοποίησης της Ευρωζώνης ή/και τον μηχανισμό διακυβερνητικής συνεργασίας. Μάλιστα οι προτάσεις των Steinmeier - Steinbrück στα φορολογικά είναι ιδιαίτερα προχωρημένες. Είδαμε, για παράδειγμα, την πρόσφατη σθεναρή άρνηση των Ιρλανδών σε μια τέτοια προοπτική. Το άρθρο, επίσης, φανερώνει ότι το ευρωμόλογο, αν και προσωρινά μπήκε στο ψυγείο, έχει πιθανότητες δημιουργίας.

Στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 16-17 Δεκεμβρίου 2010, οι αρχηγοί των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης επιβεβαίωσαν ότι ο νέος Ευρωπαϊκός μηχανισμός Στήριξης θα αντικαταστήσει από το 2013 το υπάρχον πλαίσιο στήριξης (European Financial Stability Facility (EFSF) & European Financial Stabilization Mechanism (EFSM)), που θα παραμείνει σε ισχύ μέχρι τον Ιούνιο του 2013 (Πίνακας 3). Απαραίτητη προϋπόθεση για τη δημιουργία του νέου μηχανισμού είναι η τροποποίηση της Συνθήκης της Λισσαβόνας χωρίς όμως τη χρονοβόρα προσφυγή σε δημοψηφίσματα. Στόχος του χρονοδιαγράμματος, που

---

<sup>43</sup> Financial Times, 15/12/2010.

καθορίστηκε στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, είναι η αναθεώρηση της Συνθήκης και όλες οι υπόλοιπες διαδικασίες που απαιτούνται για τη δημιουργία του νέου μηχανισμού στήριξης να ολοκληρωθούν μέχρι το τέλος του 2012. Αν και οι λεπτομέρειες σχετικά με τη δομή του νέου μηχανισμού στήριξης δεν είναι ακόμη πλήρως ξεκαθαρισμένες, σίγουρο είναι ότι αυτός θα βασιστεί στις έξι αρχές για την ενίσχυση της δημοσιονομικής πειθαρχίας που παρουσιάστηκαν νωρίτερα. Παράλληλα, το Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι υποστηρίζει την προώθηση της διαμόρφωσης ενός πολυετούς προϋπολογισμού για την Ευρωπαϊκή Ένωση. Στην ατζέντα του Συμβουλίου δεν μπήκε η πρόταση για περαιτέρω ενίσχυση του υπάρχοντος μηχανισμού στήριξης με επιπλέον κεφάλαια ούτε το θέμα του ευρωομολόγου.

#### 5.4 Ο Κομβικός Ρόλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει ως μοναδικό μακροοικονομικό στόχο τη σταθερότητα των τιμών. Συγχρόνως, έχει και την ευθύνη της σταθερότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος στην Ευρωζώνη. Στη διάρκεια της κρίσης κλήθηκε να υπερασπιστεί τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος. Πράγματι, όπως συζητήσαμε στο Εδάφιο 2, ήταν η πρώτη κεντρική τράπεζα στον κόσμο που τον Αύγουστο του 2007 παρενέβη στη διατραπεζική αγορά, παρέχοντας ρευστότητα. Βεβαίως, ακόμα και τότε πίστευε ότι ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη ήταν το κύριο πρόβλημα, αφού ένα χρόνο μετά το ξεκίνημα της χρηματοοικονομικής κρίσης, τον Ιούλιο του 2008 λίγο πριν την κατάρρευση της Lehman Brothers, αύξησε το επιτόκιο παρέμβασης από 4% στο 4,25%. Έκτοτε ακολούθησε τη Fed και μείωσε γρήγορα το επιτόκιο παρέμβασης, ενώ συγχρόνως αύξησε το μέγεθος του ενεργητικού της, αλλά πολύ λιγότερο από τη Fed ή την Τράπεζα της Αγγλίας (βλέπετε προηγούμενο Πίνακα 1).

Η χρηματοδότηση των ευρωπαϊκών τραπεζών από την ΕΚΤ αυξήθηκε στη διάρκεια της κρίσης και υπήρξε ιδιαίτερα μεγάλη στη διάρκεια της ελληνικής κρίσης. Στον Πίνακα 4 παρουσιάζεται το ιστορικό της χρηματοδότησης ανά εξάμηνο από το τέλος του 2007 έως το τέλος του 2010. Τον Ιούνιο του 2007, πριν ξεκινήσει η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση, το ήμισυ των δανείων της ΕΚΤ διοχετεύονταν σε γερμανικές τράπεζες. Στο τέλος του 2007, η αύξηση των

δανείων της ΕΚΤ ήταν μεγαλύτερη του 50% . Συγκεκριμένα, η αύξηση ήταν €273 δις (από €464 δις σε €637 δις) από τα οποία, €25 δις διοχετεύτηκαν σε γερμανικές τράπεζες, €44 σε γαλλικές, €19 σε βελγικές και €14 σε ιρλανδικές. Παρατηρήσατε ότι οι ελληνικές τράπεζες δεν επηρεάστηκαν στην αρχή της κρίσης. Αύξησαν το δανεισμό τους ένα χρόνο αργότερα, από τον Ιούνιο του 2008 έως το Δεκέμβριο του 2008 και από τον Δεκέμβριο του 2009 έως τον Ιούνιο του 2010. Οι αυστριακές πείστηκαν στο τέλος του 2008 όταν η κρίση χτύπησε τη Νέα Ευρώπη, όπου έχουν μεγάλη έκθεση.

**Πίνακας 4**

Η Χρηματοδότηση των Ευρωπαϊκών Τραπεζών από την ΕΚΤ

	ΕΕ-16			Ελλάδα			Ιρλανδία			Πορτογαλία		
	α	β	γ	α	β	γ	α	β	γ	α	β	γ
<b>Ιουν-07</b>	464	28.026	1,7	4,3	353	1,2	25,5	1.604	1,6	0,2	416	0,1
<b>Δεκ-07</b>	637	29.494	2,2	8,8	391	2,2	39,5	1.663	2,4	2,5	440	0,6
<b>Ιουν-08</b>	483	30.839	1,6	11,6	425	2,7	38,4	1.787	2,1	2,5	457	0,5
<b>Δεκ-08</b>	843	31.830	2,6	40,6	465	8,7	88,6	1.731	5,1	10	482	2,1
<b>Ιουν-09</b>	897	31.803	2,8	54,0	491	11,0	130	1.713	7,6	11	507	2,1
<b>Δεκ-09</b>	729	31.145	2,3	49,7	492	10,1	91,9	1.634	5,6	16	520	3,1
<b>Ιουν-10</b>	870	32.578	2,7	94,3	543	17,4	94,8	1.690	5,6	40	549	7,3
<b>Οκτ-10</b>	534	31.855	1,7	92,5	517	17,9	130,0	1.599	8,1	40,0	555	7,2

	Ισπανία			Βέλγιο			Αυστρία		
	α	β	γ	α	β	γ	α	β	γ
<b>Ιουν-07</b>	18,2	2.761	0,7	37,5	1.220	3,1	14,8	848	1,7
<b>Δεκ-07</b>	44,1	3.005	1,5	56,3	1.302	4,3	14,8	885	1,7
<b>Ιουν-08</b>	47,1	3.221	1,5	38,5	1.368	2,8	14,2	955	1,5
<b>Δεκ-08</b>	63,6	3.409	1,9	58,0	1.276	4,5	41,3	1.060	3,9
<b>Ιουν-09</b>	70,7	3.485	2,0	54,5	1.194	4,6	28,1	1.048	2,7
<b>Δεκ-09</b>	76,1	3.447	2,2	41,3	1.157	3,6	21,7	1.030	2,1
<b>Ιουν-10</b>	126	3.487	3,6	36,3	1.217	3,0	24,2	1.035	2,3
<b>Οκτ-10</b>	67,9	3.473	2,0	5,8	1.153	0,5	7,2	1.008	0,7

	Γερμανία			Γαλλία			Ιταλία		
	α	β	γ	α	β	γ	α	β	γ
<b>Ιουν-07</b>	243	7.381	3,3	39,0	6.879	0,6	20,8	3.092	0,7
<b>Δεκ-07</b>	268	7.592	3,5	82,9	7.120	1,2	28,1	3.407	0,8
<b>Ιουν-08</b>	192	7.689	2,5	75,4	7.316	1,0	16,7	3.583	0,5
<b>Δεκ-08</b>	278	7.893	3,5	190,6	7.711	2,5	50,5	3.694	1,4
<b>Ιουν-09</b>	274	7.711	3,5	130,7	7.798	1,7	34,4	3.752	0,9
<b>Δεκ-09</b>	224	7.436	3,0	129,0	7.657	1,7	27,5	3.748	0,7
<b>Ιουν-10</b>	226	7.641	3,0	133,1	8.190	1,6	36,0	3.991	0,9
<b>Οκτ-10</b>	103	7.397	1,4	41,6	8.059	0,5	33,7	3.967	0,8

(α) συνολική Χρηματοδότηση (€δισ), (β) Ενεργητικό τραπεζικού τομέα (€δισ), (γ) λόγος των δύο ως ποσοστό

Σημείωση: Τα στοιχεία για το ενεργητικό είναι από την ΕΚΤ, τα στοιχεία για την χρηματοδότηση είναι από τους ισολογισμούς των κεντρικών τραπεζών: Ενεργητικό / Lending to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated in euro  
Πηγή: ΕΚΤ, ΤτΕ, Central Bank of Ireland, Banco de Portugal, Bank of Spain, National Bank of Belgium, ONB, Bundesbank, Banque de France, Banca d' Italia

Παρατηρήσατε μια μεγάλη μείωση του δανεισμού στο δεύτερο ήμισυ του 2010, η οποία μας φέρνει κοντά στα επίπεδα του Ιουνίου του 2007. Οι γερμανικές και οι γαλλικές τράπεζες έχουν μειώσει δραστικά την προσφυγή τους στην ΕΚΤ. Αντίθετα, οι ελληνικές και πορτογαλικές διατηρούν σταθερό τον δανεισμό τους, ενώ οι ιρλανδικές τον έχουν αυξήσει. Στο τέλος του 2010, οι ελληνικές τράπεζες δανείζονταν από την ΕΚΤ περίπου €93 δις. Το ποσό αυτό είναι σε απόλυτα μεγέθη το δεύτερο υψηλότερο στην Ευρωζώνη μετά την Ιρλανδία, αλλά το υψηλότερο ως ποσοστό του ενεργητικού των εγχωρίων τραπεζών. Αντιστοιχεί περίπου στο 18% του ενεργητικού τους και ισοδυναμεί με 40% του ελληνικού ΑΕΠ. Είναι συνεπώς προφανές ότι η μελλοντική πορεία της Ελλάδος και των τραπεζών της είναι άμεσα συνδεδεμένη με την πολιτική χορήγησης ρευστότητας από την ΕΚΤ. Το ίδιο συμβαίνει και με την Ιρλανδία.

Στη διάρκεια του 2010, η κρίση στην Ελλάδα, την Ιρλανδία και την υπόλοιπη Περιφέρεια της Ευρωζώνης σε συνδυασμό με την προφανή έλλειψη σύγκλισης απόψεων μεταξύ των πολιτικών ηγετών στην Ευρωζώνη, έφερε την ΕΚΤ σε δύσκολη θέση. Χωρίς να παρεκκλίνει από τον στόχο του πληθωρισμού, έπρεπε συγχρόνως να καταφέρει να καθησυχάσει τις αγορές μέσα στη δίνη των διαφωνιών των πολιτικών ηγεσιών των διαφορετικών χωρών ώστε να μην αποσταθεροποιηθεί το χρηματοοικονομικό σύστημα. Ευτυχώς για την ΕΚΤ, το 2010 δεν χαρακτηρίστηκε από πληθωριστικές πιέσεις. Έτσι, όπως είδαμε παραπάνω, παρείχε άφθονη ρευστότητα στις επιμέρους τράπεζες. Επιπλέον, από τον Μάιο του 2010 ξεκίνησε να χρησιμοποιεί τη λεγόμενη «πυρηνική» της πολιτική (nuclear option), δηλαδή την απευθείας αγορά κυβερνητικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά - Securities Markets Programme. Στις 24 Δεκεμβρίου 2010 η ονομαστική αξία των ομολόγων που αγοράστηκαν από την ΕΚΤ έφτανε τα €73,5 δις. (ECB (2010)). Η ΕΚΤ δεν ανακοινώνει λεπτομέρειες για την προέλευση των ομολόγων που αγοράζει, αλλά σύμφωνα με δημοσιογραφικές πληροφορίες οι

αγορές αυτές αφορούν κυρίως τις «προβληματικές» οικονομίες της Ελλάδας, της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας.<sup>44</sup>

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

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

Τέλος, η ΕΚΤ στην προγραμματισμένη συνάντηση του Διοικητικού της Συμβουλίου στις 15 Δεκεμβρίου 2010, αποφάσισε να αυξήσει τα διαθέσιμα

---

<sup>44</sup> Financial Times, 27/12/2010.

κεφάλαια της κατά € 5 δις (από € 5,76 δις σε € 10,76 δις). Βασικός σκοπός του συγκεκριμένου μέτρου φαίνεται να είναι η διασφάλιση του ισολογισμού της ΕΚΤ από πιθανές ζημιές από το πρόγραμμα αγοράς Ελληνικών, Ιρλανδικών Πορτογαλικών και άλλων ομολόγων.

### 5.5 Η Ελλάδα μπροστά σε Πολυετή Περιπέτεια

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

Πίνακας 5.  
Οι προβλέψεις της ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ για την Ελλάδα

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2020
ΑΕΠ πραγματικό (% μεταβολή)	-2,6	-4,2	-3,0	1,1	2,1	2,1	2,7	2,7
ΑΕΠ αποπληθωριστής (%)	1,8	3,0	1,5	0,4	0,8	1,2	1,3	1,8
ΑΕΠ ονομαστικό (€ δις.)	233	230	227	230	236	244	253	309
Ονομαστικό Επιτόκιο Δημοσίου Χρέους (% , μέσος όρος)	4,8	4,9	4,6	5,0	5,4	5,7	5,7	5,7
Επιτόκιο 10-ετούς Γερμανικού Ομολόγου (μονάδες βάσης)		225	275	350	350	350	350	350
Περιθώριο Επιτοκίου επιπλέον 10-ετούς γερμανικού ομολόγου (μονάδες βάσης)		550	525	350	300	300	300	250
Δαπάνες για Τόκους (€ δις.)	12,4	14,7	15,0	17,3	19,6	21,3	21,4	22,9
Δαπάνες για Τόκους (% ΑΕΠ)	5,3	6,4	6,6	7,5	8,3	8,7	8,5	7,4
Πρωτογενείς Δαπάνες (% ΑΕΠ)	47,9	43,1	43,2	42,2	40,7	37,3	36,1	34,4
Έσοδα Γ.Κ. (% ΑΕΠ)	37,8	39,8	42,4	43,2	44,2	43,4	42,0	40,3
Πρωτογενές Ισοζύγιο (% ΑΕΠ)	-10,1	-3,3	-0,8	1,1	3,5	6,0	6,0	6,0
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)	127	141	152	158	158	154	150	131
Δημόσιο Χρέος (€ δις.)	295	324	345	363	373	376	380	405

Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ με 2% υψηλότερο επιτόκιο)	127	141	152	158	159	155	153	145
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ με 1% υψηλότερη ανάπτυξη)	127	139	148	151	147	140	132	91

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

Στον Πίνακα 5 περιέχονται οι προβλέψεις Νοεμβρίου/Δεκεμβρίου 2010 του ΔΝΤ για την περίοδο έως το 2020. Ο πληθωρισμός προβλέπεται να είναι μικρού ύψους, μικρότερος του στόχου του 2% της ΕΚΤ. Το ΔΝΤ και γενικότερα η Τρόικα υποθέτει ότι οι διαθρωτικές μεταρρυθμίσεις θα αυξήσουν τον ανταγωνισμό στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών, ενώ θα κρατήσουν την αύξηση των πραγματικών μισθών κάτω από την αντίστοιχη αύξηση της παραγωγικότητας. Έτσι, οι τιμές δεν θα ανεβαίνουν γρήγορα και θα επουλωθεί μέρος της απολεσθείσας στο παρελθόν ανταγωνιστικότητας.

Στον Πίνακα 5, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ φτάνει το 2,7% το 2015 και στη συνέχεια παραμένει σταθερός. Είναι ένας ρυθμός προσιτός, με δεδομένη την πρόσφατη ιστορική εμπειρία ρυθμών της τάξης του 4%. Αν παρεμπιπτόντως ο ρυθμός επιταχυνθεί κατά μία ποσοστιαία μονάδα, τότε ο λόγος χρέους ως προς ΑΕΠ μπορεί να πέσει στο 91% το 2010 από το 131%. Φυσικά, ακόμα και τότε το χρέος είναι μεγάλο, πολύ μεγαλύτερο για παράδειγμα από το σημερινό χρέος της Ισπανίας, την οποία η αγορά πιέζει με μεγάλες απαιτούμενες αποδόσεις. Αν πάλι, στο μέλλον η αγορά επιμένει σε υψηλές αποδόσεις από τα ελληνικά ομόλογα, περίπου 2% παραπάνω από τις προβλέψεις, ο λόγος του χρέους ως προς το ΑΕΠ θα επιδεινωθεί στο 145%. Η επιδείνωση δεν είναι πολύ μεγάλη επειδή η Ελλάδα δεν χρειάζεται να βγει στην αγορά να δανειστεί πριν το δεύτερο εξάμηνο του 2013.

Παρατηρήσατε, επίσης, ότι στις προβλέψεις της Τρόικας θεωρείται δεδομένο ότι η εποχή της δημοσιονομικής λιτότητας δεν τελειώνει το 2011 ή 2012. Για παράδειγμα, μετά το 2012 οι πρωτογενείς δαπάνες ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώνονται πολύ γρήγορα. Από 42,2% το 2012 πέφτουν στο 36,1% το 2015. Για να γίνει κάτι τέτοιο η οποιαδήποτε αύξηση των δημοσίων δαπανών στο μέλλον πρέπει να υπολείπεται σημαντικά της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ. Έτσι μόνον

θα δημιουργηθούν πρωτογενή πλεονάσματα περίπου 6% του ΑΕΠ, ικανά να μειώνουν το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Ένα εύλογο ερώτημα που προκύπτει είναι το πως σε μια τέτοια εποχή λιτότητας θα μπορέσει να υπάρξει ανάπτυξη. Η απάντηση είναι ότι η ανάπτυξη δεν αναμένεται να βασίζεται πλέον στις δαπάνες του Δημοσίου. Αντίθετα, η ανάπτυξη αναμένεται να έρθει από την μείωση του ειδικού βάρους του Δημοσίου στην οικονομία και από την αντίστοιχη αύξηση της ανταγωνιστικότητας του ιδιωτικού τομέα. Στο μέλλον, το Δημόσιο προσδοκάται να λειτουργεί ως απλός θεματοφύλακας σταθερών κανόνων σε μια οικονομία με περισσή διαφάνεια και μειούμενη διαφθορά.

Στο σχετικά αισιόδοξο αλλά ρεαλιστικό σενάριο του Πίνακα 5 υπάρχουν σημαντικά ρίσκα. Το πρώτο ρίσκο έχει να κάνει με τη δυνατότητα της σημερινής οικονομίας να απεγκλωβιστεί από την ύφεση και την μιζέρια σχετικά σύντομα, προς το τέλος του 2011. Αυτό μπορεί να γίνει μόνον αν το κακό κλίμα στις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αντιστραφεί, οι επενδύσεις σταματήσουν την καθοδική τους πορεία και οι εξαγωγές ανακάμψουν. Αυτό μπορεί να γίνουν αν κινητοποιηθούν οι πόροι του ΕΣΠΑ, προχωρήσουν νέα ΣΔΙΤ και επιταχυνθούν κάποιες ιδιωτικοποιήσεις.

Το δεύτερο μεγάλο ρίσκο βρίσκεται στον χρηματοοικονομικό τομέα. Αυτή τη στιγμή το τραπεζικό σύστημα δανείζεται από την ΕΚΤ περίπου €93 δις και το συνολικό ενεργητικό του είναι €517 δις (Πίνακας 4). Το ποσό δανεισμού από την ΕΚΤ είναι συνέπεια μιας απώλειας καταθέσεων στη διάρκεια του 2010 της τάξης των €27 δις, και κυρίως του παγώματος της διατραπεζικής αγοράς για τις ελληνικές τράπεζες. Οι ελληνικές τράπεζες απορροφούν περίπου το ένα πέμπτο των συνολικών δανείων της ΕΚΤ και μόνον οι ιρλανδικές τράπεζες δανείζονται περισσότερο. Αν λοιπόν η ΕΚΤ αποφασίσει να περιορίσει την παροχή ρευστότητας, οι ελληνικές τράπεζες πιθανόν να αναγκαστούν να ρευστοποιήσουν τμήματα του ενεργητικού τους. Επιπλέον, ο κίνδυνος να απολεσθούν ακόμα περισσότερες καταθέσεις δεν είναι ευκαταφρόνητος, αφού τα αρνητικά γεγονότα για την Ευρωζώνη πολλαπλασιάζονται και οι Έλληνες αντιδρούν αυθόρμητα και γρήγορα. Συγχρόνως, όπως συνήθως γίνεται σε περιόδους ύφεσης, το ποσοστό



των δανείων σε καθυστέρηση αυξάνεται, πιέζοντας έτσι την κερδοφορία και την κεφαλαιακή βάση των τραπεζών.

Ναι μεν υπάρχουν ρίσκα για το τραπεζικό σύστημα και την οικονομία γενικότερα, τα ρίσκα όμως παραμένουν διαχειρίσιμα. Οι ελληνικές τράπεζες ήταν και συνεχίζουν να είναι σωστά οργανωμένες. Δεν πάσχουν από πρόβλημα φερεγγυότητας αλλά από πρόβλημα ρευστότητας. Διαθέτουν ακόμα μαξιλάρια σε περίπτωση επιδείνωσης των συνθηκών χρηματοδότησής τους. Μεγάλο μέρος των εργασιών τους, ένα ποσοστό περίπου 25%, προέρχεται από το εξωτερικό, όπου οι οικονομικές συνθήκες είναι καλύτερες. Οι περισσότερες από τις τράπεζες έχουν, επίσης, μειώσει τα λειτουργικά κόστη τους σημαντικά, ενώ έχουν προβεί και σε διάφορες μορφές κεφαλαιακής ενίσχυσης. Για παράδειγμα, οι τρεις μεγάλες τράπεζες άνετα αντέχουν ένα κούρεμα των ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου της τάξης του 30%, το οποίο μάλιστα τις αφήνει με μια κεφαλαιακή βάση (Tier I) που πληροί ακόμα και τις επερχόμενες πιο δύσκολες απαιτήσεις της Βασιλείας III. Σημειώσατε, επίσης, ότι από το δάνειο των €110 δις, ένα ποσό €10 δις έχει καθοριστεί για την κεφαλαιακή ενίσχυση όσων τραπεζών βρεθούν στην ανάγκη. Επιπλέον, η οποιαδήποτε μελλοντική πίεση από την ΕΚΤ για μείωση του δανεισμού αναμένεται να γίνει μόνον αν στο ίδιο χρονικό διάστημα η διατραπεζική αγορά ξεκινήσει σταδιακά να ανοίγει σημαντικά για τις ελληνικές τράπεζες έστω και με υψηλό κόστος.

Πολλοί αναλυτές, ακόμα και όταν παραμερίζουν τα ρίσκα οι θετικές προβλέψεις της Τρόικας να μην επαληθευτούν, θεωρούν το βάρος ενός χρέους 131% του ΑΕΠ το 2020 δυσβάστακτο. Επιμένουν λοιπόν στο σενάριο της χρεοκοπίας, δηλαδή της άρνησης από το ελληνικό Δημόσιο επιστροφής του συνολικού ποσού της ονομαστικής αξίας των ομολόγων όταν αυτά λήγουν, και της επιστροφής ενός κλάσματος μόνον, μετά από σημαντικό «κούρεμα» της οφειλής. Βεβαίως, σε μια ελεύθερη αγορά και οικονομία, η χρεοκοπία είναι εφικτή μόνον εφόσον η Ελλάδα πάψει να χρειάζεται ξανά δανεικά στο μέλλον, όταν με άλλα λόγια αποκτήσει την ικανότητα να εισπράττει τα έσοδα που καλύπτουν τις συνολικές δαπάνες πλην των τόκων, αν έχει δηλαδή πρωτογενή πλεονάσματα χωρίς εξαίρεση κάθε χρόνο στο διηνεκές (ή έως ότου ξεχαστεί η χρεοκοπία από

τη θύμηση των επενδυτών).<sup>45</sup> Σύμφωνα με τον Πίνακα 5, η Ελλάδα θα μπορεί από το 2012 να έχει πρωτογενή πλεονάσματα και συνεπώς τότε μόνον, και εφόσον το περιβάλλον της Ευρωζώνης το επιτρέπει, θα έχει την ικανότητα να χρεοκοπήσει .

Το περιβάλλον όμως της Ευρωζώνης δεν επιτρέπει τη χρεοκοπία. Στην περίπτωση της Ελλάδας, το ζήτημα της χρεοκοπίας περιπλέκεται από το γεγονός ότι η χώρα έχει ήδη δεσμευτεί για δάνειο €110 δις από χώρες της Ευρωζώνης και το ΔΝΤ. Σε αυτό το δάνειο η Ελλάδα δεν μπορεί να χρεοκοπήσει. Επιπλέον, οι ιδιώτες που διακρατούν σήμερα ελληνικά ομόλογα είναι κατά κύριο λόγο τράπεζες της Ευρωζώνης. Κατά συνέπεια, η απόφαση χρεοκοπίας είναι μια απόφαση που θα παρθεί από κοινού με τα υπόλοιπα κράτη της Ευρωζώνης, δεν είναι μια καθαρά ελληνική απόφαση.<sup>46</sup> Αν γίνονταν καθαρά ελληνική απόφαση, τότε η πόρτα εξόδου από την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ευρωζώνη θα άνοιγε διάπλατα. Δεν συμφέρει την Ελλάδα αυτή η λύση, τόσο πολιτικά όσο και οικονομικά.<sup>47</sup> Ο Καραμούζης στο άρθρο του στον παρόντα τόμο παραθέτει λεπτομερώς τους λόγους γιατί μια χρεοκοπία είναι ανέφικτη στην Ελλάδα.

Οι Cottarelli, Forni, Gottschalk και Mauro (2010) αναλύουν όλα τα επιχειρήματα που αναφέραμε παραπάνω για χρεοκοπία και, όπως και η παραπάνω ανάλυση, τα αντικρούουν ως ανεδαφικά. Σύμφωνα με την άποψή τους, το ζητούμενο είναι το ισοζύγιο κόστους-ωφέλειας από μια χρεοκοπία. Το κόστος είναι τεράστιο, οικονομικό και πολιτικό. Η ωφέλεια όμως είναι μικρή, ακόμα και με κούρεμα της τάξης του 50%. Αν για παράδειγμα, η ετήσια επιβάρυνση τόκων είναι 6% του ΑΕΠ πριν το κούρεμα, θα γίνει 3% του ΑΕΠ μετά το κούρεμα

<sup>45</sup> Η χρεοκοπία δεν σημαίνει ότι οι καταθέτες θα χάσουν τα χρήματά τους. Σημαίνει, όμως, ότι οι ομολογιούχοι θα χάσουν μέρος της επένδυσής τους.

<sup>46</sup> Είναι δύσκολο να φανταστεί κανείς την επιλογή της χρεοκοπίας από την ίδια την Ελλάδα και για ιδιοτελείς λόγους. Στην Ελλάδα, ομολογιούχοι είναι κυρίως τα ασφαλιστικά ταμεία και οι τράπεζες. Σε περίπτωση κουρέματος, θα έπρεπε την επομένη το κράτος να διασώσει τα ασφαλιστικά του ταμεία και πιθανόν ορισμένες τράπεζες, κυρίως υπό κρατικό έλεγχο. Τα ομόλογα στην κυριότητα των Ελλήνων πιθανόν να αριθμούν γύρω στα €80 δις ή περισσότερο.

<sup>47</sup> Ορισμένοι προτείνουν την έξοδο από την Ευρωζώνη ως τη λύση στο πρόβλημα ανταγωνιστικότητας, διότι τότε η Ελλάδα θα μπορεί να επανέλθει στη δραχμή με μια μεγάλη υποτίμηση. Η υποτίμηση όμως δεν μεταβάλλει τις δανειακές υποχρεώσεις. Ούτε λύνει το πρόβλημα ανταγωνιστικότητας, αφού απλώς θα φέρει πληθωρισμό. Αντίθετα, η έξοδος από την Ευρωζώνη θα επιφέρει απώλεια στους καταθέτες. Ίσως είναι και ο μόνος τρόπος να χάσουν τα χρήματά τους οι καταθέτες.

και η ωφέλεια έχει μια οροφή της τάξης 3% του ΑΕΠ. Για την ωφέλεια αυτή, όμως, θα πρέπει τα μελλοντικά επιτόκια δανεισμού να μην επηρεαστούν αρνητικά από την απώλεια αξιοπιστίας που θα επιφέρει το ίδιο το κούρεμα. Επειδή κάτι τέτοιο είναι ανέφικτο, η ωφέλεια από το κούρεμα είναι μικρότερη.

Η πιο πιθανή λύση στο υπερβολικό ύψος του χρέους στην Ελλάδα είναι η αναδιάρθρωσή του, χωρίς κάποιο κούρεμα, αλλά με επιμήκυνση της ημερομηνίας λήξης και με χαμηλά επιτόκια, που να πλησιάζουν αυτά της Γερμανίας. Για τους δανειστές αυτό σημαίνει ότι παραμένουν εγκλωβισμένοι στην επένδυση των ελληνικών ομολόγων για μακρότερο χρονικό διάστημα, χωρίς όμως να χάνουν ένα μέρος του κεφαλαίου τους. Μια τέτοια λύση ήδη φαίνεται να προωθείται για το δάνειο των €110 δις. Όταν αυτή επιτευχθεί, είναι πιθανόν να ακολουθήσει κάτι παρόμοιο και για το υπόλοιπο του χρέους.

Η αναδιάρθρωση χωρίς κούρεμα δεν φέρνει γρήγορη αποκλιμάκωση του χρέους. Η αναδιάρθρωση του χρέους δεν λύνει το πρόβλημα επιστροφής των δανεικών. Απλώς το παρατείνει και έτσι διευκολύνει την αποπληρωμή του, καθώς η χώρα αναπτύσσεται. Διότι ενώ το ύψος του χρέους παραμένει στα ίδια περίπου επίπεδα, το μέγεθος της οικονομίας αυξάνεται γρηγορότερα και κατ' επέκταση μεγαλώνει και η δυνατότητα συλλογής εσόδων.

Μελλοντικά, είναι πιθανό στην Ευρωζώνη να εκδίδονται ευρωμόλογα με χαμηλά επιτόκια μόνον για χρέος έως το 60% του ΑΕΠ της κάθε χώρας. Είναι, επίσης, πιθανό η νέα διακυβερνητική συνεργασία να επιβάλλει συγκεκριμένη ετήσια μείωση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ για τις χώρες στις οποίες το χρέος υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ. Και οι δύο λόγοι συνεπάγονται ένα ισχυρό κίνητρο για την γρήγορη αποκλιμάκωση του χρέους. Με δεδομένο λοιπόν ότι το κούρεμα είναι αδύνατο όσο τα ελληνικά ομόλογα βρίσκονται στα χαρτοφυλάκια των μελών της Ευρωζώνης, η μόνη λύση για τη γρήγορη αποκλιμάκωση είναι η πώληση ακίνητης περιουσίας του Δημοσίου και οι θαρραλέες ιδιωτικοποιήσεις σε σχέση με την έως σήμερα εμπειρία.

## **6. Συμπέρασμα: Μια Νέα Εποχή για τον Κόσμο, την Ευρώπη και την Ελλάδα**

Η πρώτη δεκαετία του 21<sup>ου</sup> αιώνα σημαδεύτηκε πρώτα από μια παγκόσμια πολιτική κρίση, με αφετηρία την 11<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου, και μετά από μια παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, που όμοιά της δεν έχει ζήσει ο μεταπολεμικός κόσμος. Η χρηματοοικονομική κρίση ξεκίνησε από ένα συνδυασμό πολλαπλών παραγόντων, με κυριότερο την υψηλή μόχλευση και την υποτίμηση των κινδύνων στη άκρατη συμπεριφορά των επενδυτών αλλά κυρίως των επενδυτικών τραπεζών και πολλών άλλων χρηματοοικονομικών μεσαζόντων για γρήγορο κέρδος. Οι παράγοντες αυτοί οδήγησαν σε φούσκες στις αγορές ακινήτων και σε πλειάδα περίπλοκων χρηματοοικονομικών προϊόντων, τα οποία αντί να διαφοροποιούν τον κίνδυνο, τον απέκρυβαν. Η κρίση χτύπησε κυρίως τον δυτικό κόσμο επειδή στις χώρες αυτές παρατηρήθηκαν φούσκες, ενώ οι αμερικανικές και ευρωπαϊκές τράπεζες ήταν αυτές που είχαν επενδύσει σε τοξικά προϊόντα. Η κρίση εμφανίστηκε πρώτα στη διατραπεζική αγορά τον Αύγουστο του 2007 μαζί με τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου και στη συνέχεια κορυφώθηκε μετά την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers και την εσπευσμένη διάσωση της πολυεθνικής ασφαλιστικής εταιρείας AIG το Σεπτέμβριο του 2008.

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

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

Παρά την ανάκαμψη, ο δυτικός κόσμος σήμερα βρίσκεται αντιμέτωπος με τα απόνερα της κρίσης, με υψηλή μόχλευση των κρατών, με ευάλωτο χρηματοοικονομικό τομέα, με υψηλά πραγματικά επιτόκια και με τις προ-κρίσης ανισορροπίες να συνεχίζουν να υφίστανται σε παγκόσμιο επίπεδο. Κατά συνέπεια, την επόμενη δεκαετία η οικονομική ανάπτυξη των αναπτυσσόμενων χωρών αναμένεται να είναι μικρότερη από αυτή που συνηθίσαμε στη δεκαετία πριν την κρίση, ενώ η οικονομική και πολιτική δύναμη μετατοπίζεται προς τις αναπτυσσόμενες χώρες γρηγορότερα από πριν. Συγχρόνως, υπό την αιγίδα των G-20 χωρών και την παλιά ομάδα των κρατών της Βασιλείας, αναμορφώνεται το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα και το κανονιστικό του πλαίσιο, ώστε στο μέλλον να είναι πιο σταθερό, λιγότερο μοχλευμένο, πιο ευαίσθητο στους κινδύνους και γενικότερα, λιγότερο επιρρεπές σε εξάρσεις. Εφαρμόζονται ήδη νέες κανονιστικές ρυθμίσεις στην Ευρώπη και τις Η.Π.Α. και έχουν πλέον δρομολογηθεί νέοι και πιο αυστηροί διεθνείς κανονισμοί για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, οι επονομαζόμενοι «Συμφωνία της Βασιλείας III».

Πέρα από την κρίση, η δεκαετία που πέρασε χαρακτηρίστηκε και από ένα άλλο σημαντικό γεγονός: Το πείραμα του κοινού νομίσματος στην Ευρώπη. Το κοινό νόμισμα έφερε πολλά οφέλη στην οικονομική συνεργασία των κρατών της ΕΕ-16, η οικονομική ανάπτυξη ήταν γρήγορη και χωρίς ιδιαίτερους κραδασμούς, ενώ ο στόχος της σταθερότητας των τιμών από την κοινή κεντρική τράπεζα, την ΕΚΤ, επετεύχθη. Η ανάπτυξη, όμως, αποδείχτηκε ετεροβαρής, με τον Ευρωπαϊκό

Νότο να χάνει ανταγωνιστικότητα και τον Βορρά να κερδίζει. Ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών στον Νότο, πλεονάσματα στον Βορρά, και με το σύνολο της Ευρωζώνης με μηδενικό ή ελαφρώς πλεονασματικό ισοζύγιο απέναντι στον υπόλοιπο κόσμο. Το πρόβλημα είναι γνωστό: Η είσοδος στην Ευρωζώνη απαιτούσε σύγκλιση ονομαστικών μεγεθών μόνον, όπως ο πληθωρισμός και τα δημοσιονομικά ελλείμματα, και όχι σύγκλιση της πραγματικής οικονομίας.

Η ιστορική εμπειρία δείχνει ότι οι μεγάλες χρηματοοικονομικές κρίσεις ακολουθούνται από κρίσεις δημόσιου χρέους. Αυτό συνέβη στην Ελλάδα, γεγονός που άνοιξε το κουτί της Πανδώρας και για τη συνοχή της Ευρωζώνης. Το πείραμα του ενιαίου νομίσματος βάλλεται σήμερα από τις αγορές, που είναι ιδιαίτερα ευαίσθητοποιημένες από την προηγούμενη χρηματοοικονομική κρίση σε οποιαδήποτε ατέλεια και απαιτούν υψηλά ασφάλιστρα κινδύνου. Στη διάρκεια του 2010, με έναυσμα το ελληνικό δημοσιονομικό πρόβλημα και το δραματικό αδιέξοδο της οικονομίας της, οι αγορές ανακάλυψαν ότι η κοινή νομισματική πολιτική στην Ευρωζώνη βασίστηκε σε ένα ημιτελές δημοσιονομικό οικοδόμημα. Έτσι, σήμερα, πολλά αμοιβαία κεφάλαια με τεράστιους πόρους υπό διαχείριση, αρνούμενα ίσως να αντιληφθούν το πολιτικό διακύβευμα της ενωμένης Ευρώπης, είτε αποφεύγουν την έκθεση σε ευρωπαϊκό ρίσκο είτε επενδύουν με καθαρά οικονομοτεχνικά κριτήρια στην αναμενόμενη διάλυση της Ευρωζώνης. Η προηγούμενη διεθνής κρίση έχει μεταλλαχτεί σε μια βαθειά κρίση συνοχής της Ευρωζώνης. Για τις περισσότερες χώρες της Ευρωζώνης, τα περιθώρια επιτοκίων με τα αντίστοιχα γερμανικά είναι σήμερα πολύ μεγαλύτερα ακόμα και από την εποχή πριν τη δημιουργία της ΟΝΕ, όταν οι χώρες δεν εξέδιδαν ομόλογα στο ίδιο νόμισμα!

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

ταμείο ύψους €750 δις με λήξη το 2013 για πιθανή βοήθεια σε οποιαδήποτε χώρα της Ευρωζώνης την χρειαστεί. Η Ιρλανδία έκανε χρήση του μηχανισμού στήριξης και η Πορτογαλία πιθανόν να αναγκαστεί να τον χρησιμοποιήσει

Από τον Μάιο του 2010, οι πολιτικές ηγεσίες διαπραγματεύονται τον κοινό παρονομαστή στη διακυβερνητική τους συνεργασία. Μετά τη Σύνοδο Κορυφής του Δεκεμβρίου του 2010, υπάρχει ήδη συμφωνία στις αρχές του Πορίσματος Van Rompuy, που συνεπάγεται έναν στενότερο έλεγχο στα δημοσιονομικά έκαστους κράτους-μέλους της Ευρωζώνης, μεγαλύτερη έμφαση στην μείωση του δημοσιονομικού χρέους, έλεγχο στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έκαστης χώρας, αλλά και την αρχή της «αντίστροφης ψηφοφορίας», δηλαδή κανόνες αυτόματης υπαγωγής σε καθεστώτα επιτήρησης και ποινών, η έξοδος από τα οποία συνεπάγεται ψηφοφορία. Υπάρχει, επίσης, συμφωνία για τη μελλοντική προσαρμογή της Συνθήκης της Λισαβόνας ώστε να επιτρέπεται η δημιουργία μόνιμου ταμείου διάσωσης των χωρών υπό προϋποθέσεις. Το ζήτημα έκδοσης κοινού ευρωμόλογου έχει μπει προς το παρόν στο ψυγείο, αλλά δεν αποκλείεται το θέμα να επανέλθει, αφού πολλοί τονίζουν ότι κάτι τέτοιο συμφέρει κυρίως τους χρηματοδότες της Ένωσης, όπως τη Γερμανία και τη Γαλλία, και όχι τόσο την Περιφέρεια.

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

Η Ελλάδα όχι μόνον δεν προχώρησε σε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, που ήταν για την οικονομία της μέσα στην ΟΝΕ μια πολιτική-μονόδρομος, αλλά απεναντίας, σταδιακά φούσκωσε το κράτος με δαπάνες και υπαλλήλους, χωρίς αντίστοιχη βελτίωση των υπηρεσιών του. Τα εσωτερικά και εξωτερικά ελλείμματα

επιδεινώθηκαν. Το 2009 η κατάσταση έφτασε στο απροχώρητο, αφού καταλήξαμε να λειτουργούμε με ένα κράτος του οποίου οι δαπάνες ήταν 41% υψηλότερες από τα έσοδα, δηλαδή κατά €36 δις ή 15,6% του ΑΕΠ! Γι' αυτό και οι δανειστές μας, όταν το αντελήφθησαν στο τέλος του 2009, αρνήθηκαν να μας δανείσουν παραπάνω. Η άρνηση της αγοράς μάς επέβαλε πάραυτα να συνετιστούμε και έσπρωξε τα υπόλοιπα μέλη της Ευρωζώνης να μας δανείσουν αυτά, φοβούμενα μεταξύ άλλων ότι μια χρεοκοπία της Ελλάδος θα κατακρήμιζε τις τράπεζές τους, που στα χαρτοφυλάκια τους έχουν τα περισσότερα ελληνικά ομόλογα.

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

Το 2010 ξεκίνησαν να γίνονται πολλά. Το κράτος κάνει κινήσεις για την εκλογίκευση της λειτουργίας του, για μείωση της σπατάλης, για σοβαρές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις (ασφαλιστικό, εργασιακό, δημοσιονομικό, κλειστά επαγγέλματα, κλπ.) και προσαρμογή στις ανάγκες της οικονομίας. Αυτή η προσπάθεια πρέπει να συνεχιστεί και το 2011, το οποίο θα είναι ένα έτος ακόμα δυσκολότερο, με αυξανόμενη ανεργία και συρρίκνωση των εισοδημάτων. Δεν πρέπει όμως να χαθεί η ευκαιρία για το νέο ξεκίνημα της χώρας μας. Σήμερα η οικονομία δεν μπορεί πλέον να κινείται στη βάση της προ-ONE εξυγίανσης. Απαιτούνται να γίνουν πολλά. Ο ιδιωτικός τομέας καλείται να γίνει πιο εξωστρεφής. Η προηγούμενη απώλεια ανταγωνιστικότητας σταδιακά φαίνεται ότι



μπορεί να επουλωθεί. Αν λοιπόν δούμε να αντιστρέφεται το κλίμα, ο φαύλος κύκλος της ύφεσης μπορεί γρήγορα να σπάσει και να ξεκινήσει μια νέα εποχή αισιοδοξίας και επενδύσεων, βασισμένη σε μια πιο υγιή οικονομία και έναν πιο λειτουργικό δημόσιο τομέα. Χρειάζεται υπομονή.

## Βιβλιογραφικές Αναφορές

### *Ελληνικές*

ΒΗΜΑ της Κυριακής (24/12/2010), «Χωρίς κοινή θέληση η ηγεσία της ΕΕ», του Κώστα Σημίτη.

Χαρδούβελης Γκίκας (2007), «Μακροοικονομική Διαχείριση και η Ανάγκη Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων μετά την Είσοδο στη Νομισματική Ένωση», Οικονομία & Αγορές, Eurobank Research, Τόμος II, Τεύχος 8, Οκτώβριος.

Χαρδούβελης Γκίκας (2008), « Η Ελλάδα εν μέσω διεθνούς κρίσης», Ομιλία στο ετήσιο συνέδριο του Ελληνο-Αμερικανικού Επιμελητηρίου: Η Ώρα της Ελληνικής Οικονομίας, Νοέμβριος 24. <http://www.hardouvelis.gr/GET.asp?id=SPEE>

Χαρδούβελης Γκίκας (2009a), «Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην οικονομία», στον τόμο Αγορές Ακινήτων: Εξελίξεις και Προοπτικές, Τράπεζα της Ελλάδος, σελ. 13-57.

Χαρδούβελης Γκίκας (2009b), «Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας», Οικονομία & Αγορές, Eurobank Research, Τόμος IV, Τεύχος 8, Δεκέμβριος.

Χαρδούβελης Γκίκας και Θεοδόσιος Σαμπανιώτης (2007), «Ο Προϋπολογισμός του κράτους και οι αποκλίσεις στην εκτέλεση του: 1992 – 2007», Focus Notes, Eurobank Research, Δεκέμβριος.

Χαρδούβελης Γκίκας, Θεοδόσιος Σαμπανιώτης και Μανώλης Δαβραδάκης (2006), «Ο Προϋπολογισμός του Κράτους και οι αποκλίσεις στην εκτέλεσή του», Οικονομία & Αγορές, Eurobank Research, Τόμος I, Τεύχος 9, Δεκέμβριος.

### *Ξενόγλωσσες*

Adrian Tobias and Hyun Song Shin (2009), "Money, Liquidity, and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, Staff Report no.360, January.

Attinasi Maria-Grazia, Cristina Checherita and Christiane Nickel (2009), "What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-2009?", European Central Bank, Working Paper Series, No 1131, December.

Barrios Salvador, Per Iversen, Magdalena Lewandowska and Ralph Setzer (2009), "Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis", European Commission, European Economy, Economic Papers 338, November

- Beetsma Roel and Massimo Giuliodori (2010), "The Macroeconomic Costs and Benefits of the EMU and other Monetary Unions: An Overview of Recent Research", *Journal of Economic Literature*, vol. XLVIII, No. 3, September, pp. 603-41.
- Borio Claudio (2004), "Market distress and vanishing liquidity: Anatomy and policy options", *BIS Working Paper No. 158*, July.
- Caballero Ricardo and Arvind Krishnamurthy (2009), "Global Imbalances and Financial Fragility", *American Economic Review Papers and Proceedings*, May, pp. 584-88.
- Cai Jian, Kent Cherny and Todd Milbourn (2010), "Compensation and Risk Incentives in Banking and Finance", *Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary*, Number 2010-13, September 14.
- Cabral Ricardo (2010), "E-bonds: Europe's own subprime teaser rates", *VoxEU.org*, December 15.
- Cecchetti Stephen G. (2008), "Crisis and Responses: The Federal Reserve and the Financial Crisis Of 2007-2008", *NBER, Working Paper 14134*, June.
- Cottarelli Carlo, Lorenzo Forni, Jan Gottschalk and Paolo Mauro (2010), "Default in Today's advanced Economies: Unnecessary, Udesirable, and Unlikely," *IMF staff position note, SPN/10/12*, September 1.
- Council of the European Union (2010), "Financial supervision: Council adopts legal texts establishing the European Systemic Risk Board and three new supervisory authorities", 16452/10, *PRESSE 303*, Brussels, 17/11/2010.
- Crotty James (2009), "Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'", *Cambridge Journal of Economics* 2009, 33, 563-580.
- Obstfeld Maurice and Kenneth Rogoff (2009), "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes", *Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference*, Santa Barbara, October 2.
- Deutsche Welle (2010), "Chancellor Merkel defends position as parliament debates Greece bailout", *Editor: Chuck Penfold*, 5/5/2010.
- European Central Bank (2010), "Consolidated financial statement of the Eurosystem as at 24 December 2010", *Press Release*.
- European Commission (2009a), "European Financial Supervision", *COM (2009) 252 final*, Brussels, 27/5/2009.
- European Commission (2009b), "Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Community macro

prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board”, COM (2009) 499 final, Brussels, 23/9/2009.

European Commission (2010), “Definitive adoption of the European Union’s general budget for the financial year 2010”, Official Journal of the European Union, Volume 53, March.

Fama Eugene (1991), “Efficient Markets: II”, Fiftieth Anniversary Invited Paper, Journal of Finance, 46 (December), pp. 1575-1617, Presidential Address at the American Finance Association.

Financial Times (5/12/2010), “E-bonds would end the crisis”, by Jean-Claude Juncker and Giulio Tremonti.

Financial Times (14/12/2010), “Europe must buck short-term tendencies”, by Mario Monti.

Financial Times (15/12/2010), “Germany must lead fightback”, by Frank-Walter Steinmeier and Peer Steinbrück.

Financial Times (27/12/2010), “ECB increases intervention in bond markets”, by Ralph Atkins.

Fons Jerome (2008), “Testimony of Jerome S. Fons before the Committee on Oversight and Government Reform”, United States House of Representatives, October 22.

Greenspan Alan (2008c), “Testimony in front of the Committee on Oversight and Government Reform”, United States House of Representatives, October 23.

Hardouvelis Gikas (1990), “Margin Requirements, Volatility and the Transitory Component of Stock Prices,” The American Economic Review, September, Vol. 80, No. 4, pp. 736-62.

Hardouvelis Gikas, Dimitrios Malliaropoulos and Richard Priestley (2006), “EMU and European Stock Market Integration”, Journal of Business, 79:1, pp 365-392.

Hardouvelis Gikas, Dimitrios Malliaropoulos and Richard Priestley (2007), “The impact of EMU on the equity cost of capital”, Journal of International Money and Finance, 26:2, pp.305-327

Hardouvelis Gikas, Dimitrios Malliaropoulos, Platon Monokroussos, Tasos Anastasatos, Theodoros Stamatiou and Theodosios Stamatiou (2010), “The Greek Economy & its Stability Programme”, Economy & Markets, Eurobank Research, Volume 5, Issue 3, June.

International Monetary Fund (2009), “World Economic Outlook, Sustaining the Recovery”, Chapter 4, pp. 121 – 151, October.

Malliaropoulos Dimitrios (2010), "How much did competitiveness of the Greek economy decline since EMU entry?", *Economy & Markets*, Eurobank Research, Volume 5, Issue 4, July.

Organisation for Economic Co-operation and Development (2007), *Financial Market Trends*, November 2007, 93(2), p. 21.

Rajan Raghuram (2005), "Has Financial Development made the World Riskier?", *Proceedings*, Federal Reserve Bank of Kansas City, August, pp. 313-370.

Reinhart Carmen and Kenneth Rogoff (2009), "This time is different: Eight centuries of Financial Folly", Princeton University Press.

Roubini Nouriel (2006), "U.S. Hard Landing and Recession Steaming Ahead: Now More Likely than a 70% Probability", Σεπτέμβριος, [www.roubini.com](http://www.roubini.com)

Securities and Exchange Commission (2008), "Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations".