

## Δελτίο Κρίσης 02.12.11

Γ. ΒΑΡΟΥΦΑΚΗ

Το σημερινό Δελτίο σας έρχεται εν μέσω συζητήσεων στις Βρυξέλλες (και συγκεκριμένα στην Ευρωβουλή, με λογιών-λογιών αξιωματούχους, ευρωβουλευτές κλπ) και στο Cambridge (στο πλαίσιο ομιλιών και συναντήσεων με ανησυχούντες Άγγλους).

### 1. Η συντονισμένη κίνηση των έξι κεντρικών τραπεζών

Πριν δυο μέρες, το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα παραλίγο να μην μπορεί να εξυπηρετήσει τις ανάγκες του σε δολάρια. Γιατί; Επειδή οι αμερικανικές τράπεζες σταμάτησαν να τις δανείζουν και οι ίδιες δεν έχουν αρκετό συνάλλαγμα (σε δολάρια, γιεν κλπ) για να εξυπηρετούν τις υποχρεώσεις που έχουν αναλάβει σε δολάρια. Σε συνδυασμό με το γενικότερο κλίμα απόγνωσης, στο οποίο συνέβαλε τα μέγιστα το πιστοποιητικό θανάτου της Συμφωνίας της 26ης Οκτωβρίου (βλ. παρακάτω), με μια σειρά από εκδόσεις ομολόγων (Γαλλίας, Ιταλίας και Ισπανίας) να έχουν δρομολογηθεί για το περασμένο 24ωρο (που προδιαγράφονταν καταστροφικές για την ευρωζώνη και την ψυχολογία των επενδυτών στην αγορά ομολόγων γενικότερα), κάτι έπρεπε να γίνει. Εν ανυπαρξία σοβαρών πολιτικών, έδρασαν οι Κεντρικοί Τραπεζίτες. Και πολύ καλά έκαναν.

Για δεύτερη φορά από την μεγάλη Κρίση του 2007/8, οι μεγάλες Κεντρικές Τράπεζες, υπό την καθοδήγηση της Fed, συντονίστηκαν με άμεσο σκοπό την παροχή ρευστότητας στις ευρωπαϊκές τράπεζες ώστε να μην καταρρεύσουν τόσο οι ίδιες όσο και οι αμερικανικές τράπεζες που έχουν λαμβάνειν από τις ευρωπαϊκές. Τι έκαναν; Είπαν στις ευρωπαϊκές τράπεζες: Μην ανησυχείτε που δεν βρίσκετε δολάρια στην αγορά. Πάρτε όσα θέλετε από εμάς. (Για την ακρίβεια, πάντα οι τράπεζες της Ευρώπης είχαν την δυνατότητα να δανείζονται, μέσω ΕΚΤ, δολάρια. Αυτό που συνέβη είναι ότι η Fed, σε συνεργασία με την ΕΚΤ, μείωσαν το κόστος τέτοιου δανεισμού κατά τα δύο τρίτα.)

Καθώς αυτή η παρέμβαση ήταν αναπάντεχη, και οι αγορές διψούσαν για ένα καλό νέο, το αποτέλεσμα ήταν να διατρέξει ένα τεράστιο κύμα αισιοδοξίας τόσο τις αγορές μετοχών όσο και ομολόγων. Το καλό timing βοήθησε μάλιστα να πουληθούν τα ομόλογα των κρατών της ευρωζώνης που ανησυχούσαν πολύ για την τύχη των δημοπρασιών των ημερών.

Αν και δεν πρόκειται παρά για ασπιρίνη, δεν είναι λίγο να μπορείς να ρίχνεις τον πυρετό του ασθενή, έστω και πρόσκαιρα. Αυτή η κίνηση των Κεντρικών Τραπεζών εξασφάλισε μιας εβδομάδας ηρεμία. Αρκετή για να κινητοποιηθούν επί τέλους οι πολιτικοί μας, οι οποίοι είναι οι μόνοι που μπορούν να κάνουν κάτι πέραν της χορήγησης ασπιρινών. Κακά τα ψέματα: Το πρόβλημα της ευρωζώνης, όπως έχουμε μάθει εμείς οι Έλληνες με πόνο και ιδρώτα, δεν λύνεται με αποσπασματικά δάνεια στους πτωχευμένους - είτε αυτοί είναι κράτη είτε είναι τράπεζες στις οποίες δεν δανείζει κανείς επειδή είναι... πτωχευμένες. Το μόνο που μπορεί να βοηθήσει είναι δομικές παρεμβάσεις στο σαθρό ευρωσύστημα (οι οποίες θα του δώσουν νέα, στέρεα θεμέλια). Τέτοιες δεν μπορούν να κάνουν οι έξι Κεντρικές Τράπεζες. Για αυτό

απαιτείται πολιτική παρέμβαση.

## 2. Κάτι ετοιμάζεται

Το καλό νέο είναι ότι οι πολιτικοί μας έχουν, επί τέλους, συνειδητοποιήσει ότι το πρόβλημα είναι συστημικό. Ότι δεν έχει να κάνει με την Ελλάδα ή την Ιταλία, την Dexia ή την BNP. Ότι μιλάμε για τριπλή Κρίση που διαπερνά τον τραπεζικό τομέα, την αγορά ομολόγων και την πραγματική οικονομία (που τελεί πλέον υπό ξεκάθαρη ύφεση) ολόκληρης της ευρωζώνης. Ότι η Συμφωνία της 26ης Οκτωβρίου ήταν ένα εφιάλτης που τώρα διαλύθηκε στο φως της "επόμενης ημέρας". Το κακό νέο είναι ότι δεν έχουμε ακόμα στοιχεία που να συνηγορούν ότι αυτή την γνώση οι ηγέτες μας είναι έτοιμοι να την μετατρέψουν σε πράξεις ικανές να βοηθήσουν το ευρώ να επιβιώσει. Ορισμένα σενάρια ακούγονται. Το πιο διαδεδομένο είναι το εξής:

## 3. Η λύση του ΔΝΤ, Μέρος Α

Οι ευρωπαϊκές πλεονασματικές χώρες (δηλαδή Γερμανία, Αυστρία, Φιλανδία και Ολλανδία) δίνουν εγγυητικές επιστολές στο ΔΝΤ ώστε εκείνο να μπορεί να πάει και σε άλλες χώρες να τους ζητήσει να προσθέσουν κι εκείνοι κάτι τις για κάθε ευρώ των ευρωπαίων. Το ποσό που θα μαζευτεί, λέγεται, θα χρηματοδοτήσει μέρος της έκδοσης ομολόγων της Ισπανίας και της Ιταλίας για το 2012. Πόσο πιθανό είναι κάτι τέτοιο; Εξαρτάται βασικά από την Κίνα, την Ινδία και την Βραζιλία. Θεωρώ δύσκολο, αλλά όχι αδύνατον, οι τρεις αυτές χώρες να συμφωνήσουν να χρηματοδοτήσουν πλούσιες ευρωπαϊκές χώρες που θα έπρεπε να λύνουν μόνες τους τα προβλήματά τους. Ας πούμε όμως ότι γίνεται. Θα βοηθούσε κάτι τέτοιο; Για μερικές εβδομάδες ή μήνες, απαντώ. Όχι για παραπάνω. Γιατί; Επειδή (α) το πρόβλημα δεν αντιμετωπίζεται αποσπασματικά, και σίγουρα όχι με δανεισμό από την Γερμανία στην Ιταλία (καθώς αυτό θα σήμαινε ουσιαστικά αυτή η "λύση", με την διαφορά ότι για να κρατούνται τα προσχήματα ο δανεισμός θα γινόταν μέσω του ΔΝΤ), και (β) επειδή είναι σαν οι πλεονασματικές χώρες να δηλώνουν έλλειψη εμπιστοσύνης στην... ευρωζώνη (την οποία δεν θεωρούν ικανή να δανείσει στον... εαυτό της).

## 3. Η λύση του ΔΝΤ, Μέρος Β

Κάτι άλλο που συζητιέται έντονα είναι η ιδέα να βρεθεί μια φόρμουλα χρηματοδότησης του ΔΝΤ από την ΕΚΤ ώστε το ΔΝΤ, με την σειρά του, να δανειοδοτήσει την Ιταλία και την Ισπανία. Μου φαίνεται πολύ δύσκολο να πιστέψω κάτι τέτοιο. Πρώτον, όχι μόνο είναι δύσκολο νομικά να γίνει κάτι τέτοιο (καθώς δεν μπορώ να διανοηθώ πως η ΕΚΤ θα χρηματοδοτεί το ΔΝΤ, το οποίο μόνο από κράτη χρηματοδοτείται) αλλά και, δεύτερον, είναι απίθανο να δεχθεί η Γερμανία το τύπωμα χρήματος υπέρ των ελλειμματικών χωρών ακόμα κι αν η παροχή του γίνει μέσω του ΔΝΤ. Ο μόνος λόγος που αναφέρω αυτό το σενάριο είναι ότι συζητήθηκε πολύ στις Βρυξέλλες προχτές.

## 4. Τα ευρωμόλογα του Baroso

Την περασμένη εβδομάδα, ο Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ο κ. Baroso, παρουσίασε μια Πράσινη Βίβλο (Green Paper), δηλαδή ένα σχέδιο ευρωπαϊκού νόμου, στο οποίο προτείνει τρία εναλλακτικά ευρωμόλογα. Αν και, όπως οι

αναγνώστες του protagon γνωρίζουν, τα ευρωομόλογα τα προτείνουνε χρόνια τώρα (με τον συνάδελφό μου Stuart Holland), δεν πρόκειται για πρόταση που ούτε θα περπατήσει ούτε και αξίζει να περπατήσει. Ο λόγος που δεν θα περπατήσει είναι ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή βρίσκεται, από τότε που ξέσπασε η Κρίση, ολοένα και περισσότερο στο περιθώριο των αποφάσεων. Δυστυχώς, ο Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής χρησιμοποίησε τα ευρωομόλογα, που εξακολουθώ να θεωρώ αναγκαία για την έξοδο από την Κρίση, για να δηλώσει παρών στην συζήτηση. Με άλλα λόγια, τα "έκαψε" καθώς μόνο και μόνο η υιοθέτησή τους από εκείνον στο πλαίσιο της αντιπαράθεσής του με την κα Μέρκελ δίνει ισχυρό κίνητρο στην τελευταία να τα καταρρίψει φλεγόμενα (ακόμα κι αν τα θεωρεί άξια μελέτης).

Γιατί όμως λέω ότι η πρόταση για τα ευρωομόλογα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δεν αξίζουν να εφαρμοστούν, ακόμα κι αν ήταν αποδεκτά από το Συμβούλιο της Ευρώπης. Για δύο λόγους: (α) Απαιτούν αλλαγές στην Συνθήκη της Λισαβόνας και (β) βασίζονται στις κοινές εγγυήσεις των κρατών-μελών. Το (α) δεν θα γίνει (καθώς απαιτούνται 27 κοινοβουλευτικές εγκρίσεις, οι οποίες μέχρι να έρθουν δεν θα υπάρχει ευρωζώνη) ενώ το (β) θα σημαίνει ότι τα επιτόκια αυτών των ομολόγων θα είναι πολύ υψηλά για την Γερμανία και όχι αρκετά χαμηλά για τις ελλειμματικές χώρες.

Ο κ. Baroso γνωρίζει ότι το μόνο ευρωομόλογο που μπορεί να λειτουργήσει λυτρωτικά, και χωρίς καμία αλλαγή Συνθήκης, είναι εκείνο που θα εκδώσει η ΕΚΤ - όπως εμείς προτείνουμε. Επιλέγει όμως να μην το πει καθώς προσπαθεί, στον αγώνα του εναντίον της κας Μέρκελ (για να ξανα-αποκτήσει ρόλο στις εξελίξεις), να τα έχει καλά με την ΕΚΤ η οποία, κατά την εκτίμησή του, δεν έχει καμία όρεξη (άνευ εντολής από το Συμβούλιο της Ευρώπης) να αναλάβει την έκδοση ομολόγων.

## **5. Τα Ασφαλή Ομόλογα του γερμανικού Συμβουλίου Οικονομικών Εμπειρογνομώνων**

Την εβδομάδα που μας πέρασε είχαμε μια πολύ ενδιαφέρουσα εξέλιξη. Το Συμβούλιο Οικονομικών Εμπειρογνομώνων της Γερμανικής κυβέρνησης κατέθεσε πρόταση για την δημιουργία ευρωομόλογου, το οποίο επιλέγει να ονομάσει Ασφαλές Ομόλογο (Safe Bond). Η ιδέα εδώ είναι, κι αυτό έχει ενδιαφέρον, η ακριβώς αντίθετη από την δική μας (πατήστε εδώ για να την φρεσκάρετε στο μυαλό σας). Εκεί που εμείς προτείνουμε έκδοση ευρωομολόγων για την εξυπηρέτηση του κατά Μάαστριχτ νόμιμου χρέους των χωρών-μελών, αυτή η πρόταση προτείνει το ανάποδο: Έκδοση ευρωομολόγων για να εξυπηρετηθεί το χρέος το οποίο υπερβαίνει το κατά Μάαστριχτ νόμιμο χρέος (δηλαδή, το χρέος που αντιστοιχεί σε ποσά άνω του 60% του ΑΕΠ της κάθε χώρας).

Η πρόταση των γερμανών οικονομικών συμβούλων της κας Μέρκελ είναι ό,τι πιο ενδιαφέρον έχω ακούσει από την αρχή της Κρίσης και, μάλιστα, από επίσημα Γερμανικά χείλη. Έχει σημασία ότι το γερμανικό Συμβούλιο Οικονομικών Εμπειρογνομώνων όχι μόνο συζητά αλλά και προτείνει ευρωομόλογα (είδατε πόσο προχώρησε η Κρίση;). Το ότι έχω μεγάλες αντιρρήσεις στην ουσία της πρότασης αυτής έχει λίγο ενδιαφέρον τώρα. (Π.χ. τα ομόλογα αυτά, σύμφωνα με την πρόταση, έχουν εφήμερο χαρακτήρα και θα αποσυρθούν σταδιακά με την λήξη της Κρίσης, κάτι που σημαίνει ότι οι προτείνοντες αδυνατούν να κατανοήσουν ότι η ύπαρξη ευρωομολόγων είναι απαραίτητη όχι μόνο για να καταλαγιάσει η σημερινή Κρίση αλλά (Α) για να αποφεύγονται επόμενες και (Β) για να χρηματοδοτείται, από κοινού

με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, η ανάπτυξη της Ευρώπης). Αυτό που τώρα προέχει είναι να αρχίσει επιτέλους η συζήτηση που τόσο καιρό απαγορεύεται να κάνουμε.

## 6. Το τέλος της 26ης Οκτωβρίου

Επειδή μόνο στην Ελλάδα εξακολουθούμε να παίρνουμε σοβαρά την Συμφωνία της 26ης Οκτωβρίου, αναγκάζομαι να γράψω ξανά για αυτήν: Φίλες και φίλοι, η Συμφωνία της 26ης Οκτωβρίου αποδήμησε εις Κύριον. Και τα τρία της μέρη απεδείχθησαν στάχτες. Αρχίζω με την πρόβλεψη για ασφάλιση των νέων ομολόγων Ιταλίας και Ισπανίας από ένα μοχλευμένο EFSF - δηλαδή από ένα EFSF το οποίο, μέσω δανεισμού, θα μετέτρεπε τα €250 δισ που διαθέτει σε €1,2 τρις. Ε, λοιπόν, αυτός το δανεισμός, αυτή η μόχλευση, απέτυχε και, απλά, δεν θα γίνει. (Και να γινόταν, κανείς επενδυτής δεν θα λάμβανε σοβαρά τα ασφαλιστικά συμβόλαια που θα πρόσφερε το EFSF σε όσους αγοράσουν Ιταλο-ισπανικά ομόλογα.) Δεύτερον, η στρατηγική της περί ου ο λόγος Συμφωνίας για την επανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών απέτυχε κι αυτή εξ ίσου παταγωδώς. Αντί να επανακεφαλαιοποιηθούν οι τράπεζες, επιδόθηκαν σε έναν απίστευτο αγώνα να αποσύρουν χρήμα από τις αγορές: όχι μόνο δεν δανείζουν αλλά και... πουλάνε τα υφιστάμενα δάνεια που έχουν δώσει σε όποιον τα πάρει. Τρίτον, το ελληνικό κούρεμα: Με την έλευση του κου Dallara στην Ελλάδα, διαφάνηκε ότι αρχίζει μια απ' ευθείας διαπραγμάτευση για τους όρους του κουρέματος μεταξύ Ελλάδας και πιστωτών της, ενώ η αρχική ιδέα ήταν ότι οι όροι θα συμφωνηθούν μεταξύ της ΕΕ και των τραπεζιτών. Έτσι, οι διαπραγματεύσεις αυτές δεν υπάρχει πιθανότητα να κλείσουν (με τρόπο που να αποφεύγει την πυροδότηση των CDS που ήταν το, λάθος κατ' εμέ, ζητούμενο). Με απλά λόγια, Συμφωνία 26ης Οκτωβρίου γιοκ! (Και τώρα, ποιος ο σκοπός της νέας μας κυβέρνησης η οποία, φευ, είχε ως εθνικό στόχο της εφαρμογή της... Συμφωνία της 26ης Οκτωβρίου; Ήταν κι αυτή η 'Συμφωνία' μια 'λύση'...)

## Συμπέρασμα

Η παρέμβαση των έξι Κεντρικών Τραπεζών έδωσε, χτυπώντας τα συμπτώματα της Κρίσης, μια ακόμα εβδομάδα διορία στους ευρωπαίους πολιτικούς. Κάτι φαίνεται να κινείται και να μαγειρεύεται. Από αυτά που ακούω, τα περισσότερα είναι κατώτερα των περιστάσεων. Η χρηματοδότηση του ΔΝΤ είτε από τις πλεονασματικές χώρες είτε από την ΕΚΤ μπορεί να εξαγοράσει αρκετό χρόνο αλλά θα αποτελέσει ένα μεσοπρόθεσμο αυτογκόλ. Στρεφόμενοι τώρα στα θεσμικά όργανα της Ευρώπης από τα οποία μπορεί να προκύψει μια λύση, στην ευρωβουλή παρατήρησα αναπτυγμένο προβληματισμό και διάθεση για λύση. Πρόκειται όμως για ένα απέραντο talking shop από το οποίο δεν μπορεί να προκύψει κάτι το χειροπιαστό, κάτι που κι οι ίδιοι οι ευρωβουλευτές παραδέχονται. Παράλληλα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή μόνο κακό κάνει, ακόμα κι όταν λέει τα σωστά πράγματα, καθώς φαίνεται να ενδιαφέρεται περισσότερο για την δική της θέση στο τραπέζι των διαπραγματεύσεων παρά για την ουσία. Η πιο ενδιαφέρουσα πρόταση που άκουσα αυτές τις μέρες έρχεται από την Γερμανία. Δεν είναι ικανή, στη μορφή που παρουσιάστηκε, για να αποτελέσει λύση. Είναι όμως κάτι. Κάτι στο οποίο θα μπορούσαμε να χτίσουμε αν είχαμε την διάθεση και τον χρόνο. Δυστυχώς, ως προς τον χρόνο έχουμε εξαντλήσει όλα τα περιθώρια. Αν η ΕΚΤ, μαζί με το ΔΝΤ, μας δώσουν λίγο ακόμα, κι αν η Γερμανία αποφασίσει να απεμπολήσει την δυνατότητα που σήμερα έχει να φύγει από το ευρώ (την οποία δεν

θέλει να χρησιμοποιήσει αλλά και δεν θέλει να χάσει), ίσως υπάρχει ελπίδα. Αμυδρή, πολύ αμυδρή, αλλά μη ανύπαρκτη.