

Εισαγωγή Συλλογικού Τόμου

Ο χρηματοοικονομικός τομέας και το αβέβαιο μέλλον της ελληνικής οικονομίας

Γκίκας Α. Χαρδούβελης

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΟΜΙΛΟΥ EUROBANK EFG

Εισαγωγή

Τέσσερα χρόνια μετά το ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης του 2007, που λίγο έλειψε να αποσυντονίσει πλήρως το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα και να παρασύρει την παγκόσμια οικονομία σε στασιμότητα διαρκείας, η Ελλάδα αντιμετωπίζει τα δικά της οικονομικά αδιέξοδα. Η παγκόσμια κρίση μετατράπηκε στο τέλος του 2009 σε ελληνική και ευρωπαϊκή, αφού ευαισθητοποίησε τους αξιολογικούς οίκους και τις αγορές στις ανισορροπίες της Ελλάδας και στις ατέλειες του οικοδομήματος της ευρωζώνης.

Στο τέλος του 2009, η χώρα μας πέρασε ξαφνικά από τον ενάρετο κύκλο των χαμηλών επιτοκίων και της υψηλής ανάπτυξης στον φαύλο κύκλο των υψηλών επιτοκίων, της άρνησης δανεισμού και της απροσδιόριστης διάρκειας ύφεσης. Μέσα σε λίγους μήνες οι αγορές άλλαξαν άποψη για την οικονομική προοπτική της χώρας και τη διατηρησιμότητα του χρέους της, το οποίο μεγεθύνεται αλματωδώς. Σε διαφορετικούς ρυθμούς, η ελληνική κοινωνία σταδιακά μόνον ανακαλύπτει ότι το χθες αποτελεί παρελθόν, ότι η διαρκώς αυξανόμενη ευημερία της περασμένης δεκαετιας δεν αποτελεί σταθερό και εύκολο κτήμα και ότι η επαναθεμελίωση της οικονομίας σε νέες στέρεες βάσεις απαιτεί σοβαρές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στη λειτουργία του κράτους, στη σχέση αμοιβών και παραγωγικότητας των πολιτών, αλλά και κυρίως στην επιβολή ανταγωνιστικού πλαισίου στις πολλαπλές συντεχνίες που νέμονται μια τιμαριοποιημένη οικονομία. Η επανεκκίνηση απαιτεί άμεση και απότομη αποτίναξη των συνηθειών παρελθόντος, πολιτική ωριμότητα και βούληση, καθώς και σημαντικές θυσίες από όλους τους πολίτες.

Στη σημερινή μεταβατική περίοδο, κομβικό ρόλο έχει ο χρηματοοικονομικός τομέας, η συμπεριφορά του οποίου επιδρά διαστρωματικά σε όλους τους οικονομικούς φορείς, τις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά και το κράτος. Ο σημαντικός ρόλος του τομέα για την οικονομική ανάκαμψη και έξοδο από την κρίση τείνει να υποτιμάται στις σημερινές συζητήσεις στην Ελλάδα. Κι όμως, ο χρηματοοικονομικός τομέας γίνεται δέκτης όλων των προβλημάτων και κραδασμών της ελληνικής και παγκόσμιας οικονομίας, τόσο από την πλευρά των ξένων δανειστών και των καταθετών, όπως η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η διεθνής διατραπεζική αγορά και οι έλληνες καταθέτες, τους οποίους φοβίζει η αβεβαιότητα, όσο και από την πλευρά των δανειοληπτών, οι οποίοι μεταφέρουν τις οικονομικές τους δυσκολίες στις τράπεζες. Ο τομέας μέχρι σήμερα απορροφά ικανοποιητικά τους περισσότερους κραδασμούς της ύφεσης και των αμφιβολιών της διεθνούς κοινότητας, και έτσι συνεχίζει να επιτελεί ομαλά τον παραδοσιακό του ρόλο της μεταφοράς πόρων ανάμεσα στους καταθέτες και τους δανειολήπτες. Όμως οι κίνδυνοι παραμονεύουν. Είναι μεγάλοι και δεν αποκλείεται σε κάποια στιγμή να ξεφύγουν από τον έλεγχο, δημιουργώντας πολλαπλασιαστική αρνητική επίδραση στην υπόλοιπη οικονομία.

Στο πρώτο εδάφιο του άρθρου γίνεται μια εισαγωγή στην τρέχουσα κατάσταση της ελληνικής οικονομίας. Εκεί περιγράφονται οι συγκεκριμένες προβλέψεις της Τρόικας (ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ) για την επόμενη δεκαετία, έως το 2020. Αναδεικνύονται, επίσης, τα τέσσερα κύρια χαρακτηριστικά του Μνημονίου, τα οποία συμπυκνώνουν και την οικονομική λογική που ακολουθεί το πρόγραμμα ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας.

Στη συνέχεια, στο Εδάφιο 2, το άρθρο επικεντρώνεται στις επτά θεματικές ενότητες του παρόντος συλλογικού τόμου, με τίτλο: «*Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*». Αναλύονται οι διαφορετικές μορφές της διεθνούς και ελληνικής κρίσης και οι επιπτώσεις τους στη λειτουργία των τραπεζών, των αγορών, στο θεσμικό πλαίσιο και, γενικότερα, στην προσπάθεια η ελληνική οικονομία να απεγκλωβιστεί από τις ανισορροπίες του παρελθόντος. Γίνεται μάλιστα εκτεταμένη αναφορά στα περιεχόμενα των άρθρων του τόμου, ώστε ο αναγνώστης να αποκτήσει σφαιρική αντίληψη των επιμέρους θεμάτων.¹

¹ Η σειρά των ενότητων αλλά και των άρθρων της κάθε ενότητας του συλλογικού τόμου ακολουθεί τη λογική από το γενικό στο ειδικό και από τη διεθνή κρίση στην ελληνική. Η σειρά δεν αντικατοπτρίζει την ποιότητα ή το ενδιαφέρον των περιεχομένων τους, κάτι που μπορεί άλλωστε να κρίνει ο ίδιος ο αναγνώστης.

Πιο συγκεκριμένα, στην πρώτη ενότητα του Εδαφίου 2, γίνεται μια γενική περιγραφή της αμφίδρομης σχέσης ανάμεσα στον χρηματοπιστωτικό τομέα και την οικονομική ανάπτυξη. Στη δεύτερη ενότητα, αναλύονται έξι μεγάλα θέματα που εγείρονται από τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση, όπως ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης, λογιστικών προτύπων, διαχείρισης κινδύνων, λειτουργίας των εξωχρηματιστηριακών αγορών, αξιολογικών οίκων, καθώς και ο τρόπος απόσυρσης της ρευστότητας από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Στην τρίτη ενότητα, περιγράφονται οι τάσεις στο διεθνές και ελληνικό τραπεζικό σύστημα, οι διαφορές στους ισολογισμούς τους, καθώς και η συμπεριφορά των ελληνικών τραπεζών πριν και μετά τις κρίσεις των τελευταίων ετών. Στην τέταρτη ενότητα, αναλύεται η κρίση στην ευρωζώνη και την Ελλάδα, η οποία ακολούθησε τη διεθνή χρηματοοικονομική και οικονομική κρίση, ενώ περιγράφονται οι σημαντικές και διαφορετικές αδυναμίες των χωρών της ευρωζώνης, που οδήγησαν στην εκδήλωσή της. Στην πέμπτη ενότητα, γίνεται εκτενής αναφορά στο πιο ειδικό θέμα της έλλειψης ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, που και αυτή οδήγησε σταδιακά στη σημερινή κρίση. Στην έκτη ενότητα, επιχειρείται μια ανάλυση της επίδρασης της κρίσης σε συγκεκριμένες αγορές. Τέλος, στην έβδομη ενότητα γίνεται μια ενδελεχής περιγραφή ζητημάτων που άπτονται της εποπτείας του χρηματοοικονομικού χώρου μετά τη διεθνή κρίση.

Στη συνέχεια, στο Εδάφιο 3, με βάση και τα συμπεράσματα των επτά ενοτήτων του Εδαφίου 2, γίνεται μια πιο συγκεκριμένη ανάλυση των σημερινών διλημάτων που καλείται να αντιμετωπίσει η ελληνική οικονομία και, ειδικότερα, ο χρηματοοικονομικός χώρος. Ως γνωστόν, από την αρχή του 2011 η συζήτηση για ένα είδος αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους έχει φουντώσει και καθώς η ύφεση συνεχίζεται για τρίτη συνεχόμενη χρονιά, η μεταρρυθμιστική κόπωση αυξάνεται και οι κινδυνολόγοι πολλαπλασιάζονται. Πράγματι, οι κίνδυνοι που πρέπει να τιθασευτούν είναι σοβαροί, όχι μόνο στον οικονομικό και χρηματοοικονομικό χώρο αλλά και στον πολιτικό: Θα έρθει σύντομα η οικονομική ανάκαμψη; Θα παραμείνει σταθεροποιητικός παράγων το τραπεζικό σύστημα στην Ελλάδα; Θα υλοποιηθούν οι απαιτούμενες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις; Θα μπορέσει η Ελλάδα να επανέλθει και να δανείζεται στις αγορές στο μέλλον; Θα αντέξει η ελληνική κοινωνία μια μακρά περίοδο μειούμενου βιοτικού επιπέδου χωρίς τριβές; Τα ερωτήματα αυτά και οι κίνδυνοι αναλύονται σε βάθος. Για να μην προκαλέσουν κάποιο ατύχημα που θα εκτροχιάζε την ελληνική οικονομία και θα οδηγούσε σε μια αρνητική δυναμική, έναν ανατροφοδοτούμενο φαύλο κύκλο μείωσης των οικονομικών προσδοκιών και του βιοτικού επιπέδου, απαιτείται σύνεση, σωφροσύνη και αποφυγή ακραίων αντιδράσεων από όλους τους φορείς-επιχειρήσεις, εργαζομένους, νοικοκυριά και πολιτικό προσωπικό.

Στο τελευταίο Εδάφιο 4, ανακεφαλαιώνονται τα κύρια συμπεράσματα του άρθρου, με έμφαση στη μελλοντική πορεία της Ελλάδας.

1. Οι προβλέψεις του Μνημονίου για την επόμενη δεκαετία

Σήμερα στην Ελλάδα, η παλιά εποχή της ευφορίας, της υπερκατανάλωσης και του εύκολου πλουτισμού πέρασε ανεπιστρεπτή. Η εποχή της σύγκλισης του ελληνικού βιοτικού επιπέδου προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, που διήρκεσε μια γεμάτη δωδεκαετία από το 1996 και ύστερα, έφτασε στο τέλος της το 2009. Όπως θα δούμε αργότερα, η ευημερία δεν είχε βασιστεί σε ισόρροπους ρυθμούς ανάπτυξης και έτσι, με την πρώτη αρνητική διεθνή αναταραχή, όπως αυτή του 2007-2009, η οποία εισήγαγε την ύφεση στη χώρα μας, η εγχώρια οικονομία αποσταθεροποιήθηκε. Η εποχή της σύγκλισης μετατράπηκε σε εποχή της στασιμότητας, των χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης και της πραγματικής απόκλισης, δηλαδή της σταδιακής απομάκρυνσης του βιοτικού μας επιπέδου από το αντίστοιχο των ευρωπαϊών εταίρων μας.²

Η γενιά των σημερινών 50-άρηδων, 60-άρηδων και 70-άρηδων, η αποκαλούμενη και γενιά του Πολυτεχνείου ή της Μεταπολίτευσης, εθισμένη ίσως στο να πιστεύει ότι έχει μόνο δικαιώματα και όχι υποχρεώσεις απέναντι στο κράτος και την ευρύτερη κοινωνία, αφήνει στα παιδιά της και τα εγγόνια της, τη λεγόμενη νέα γενιά του Μνημονίου, έναν παραμελημένο, ανοργάνωτο, αυθαίρετο και σπάταλο ευρύτερο δημόσιο τομέα, ο οποίος έχει επιπλέον σωρεύσει και ένα χρέος που σε σχέση με το μέγεθος της οικονομίας είναι το δεύτερο υψηλότερο στον κόσμο³! Το χρέος αυτό πρέπει να το αποπληρώσουν κυρίως οι νεότερες γενιές, θυσιάζοντας τη δική τους ευημερία και κατανάλωση χάριν της προηγούμενης απερισκεψίας των γονιών τους. Επιπλέον, θα πρέπει να το αποπληρώσουν έχοντας συγχρόνως κληρονομήσει λιγότερους βαθμούς ελευθερίας στη δυνατότητά τους να το επιτύχουν. Και αυτό επειδή η γενιά της Μεταπολίτευσης αφήνει πίσω της και μια οικονομία μη ανταγωνιστική, με το μικρότερο ποσοστό εξαγωγών στην ευρωζώνη και με διαρκή και μεγάλα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών. Η σημερινή ελληνική οικονομία δεν μπορεί εύκολα να παράγει ανταγωνιστικά προϊόντα και υπηρεσίες και να δημιουργεί πλούτο για να ενσωματώσει τους νέους στο εργατικό δυναμικό της, ώστε αυτοί με τη σειρά τους να έχουν το εισόδημα που θα τους επιτρέψει να αποπληρώσουν τα δανεικά των γονιών τους. Απαιτείται άμεσα σήμερα μια στροφή στο υπόδειγμα ανάπτυξης με έμφαση τις εξαγωγές και την ανταγωνιστικότητα.

Οι προβλέψεις των ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ (ή Τρόικα), για την ελληνική οικονομία συμπυκνώνονται στον παρακάτω Πίνακα 1. Μια ενδελεχής ανάλυση των προβλέψεων ξεφεύγει από τα όρια του άρθρου. Ο αναγνώστης πρέπει όμως να συγκρατήσει τέσσερα χαρακτηριστικά των προβλέψεων αυτών, τα οποία αποσαφηνίζουν το σκεπτικό των ξένων δανειστών μας για τη δυνατότητα επανεκκίνησης και ομαλοποίησης της ελληνικής οικονομίας.

Το πρώτο χαρακτηριστικό είναι οι συγκεκριμένες προβλέψεις για την πραγματική οικονομία. Στο σενάριο βάσης, η οικονομία ανακάμπτει σταδιακά από το 2012 με ρυθμό 1,1%, ενώ φτάνει το 2,7% το 2015 και το 3% το 2020. Οι ρυθμοί αυτοί είναι κάτω του ιστορικού μέσου της περιόδου 1996-2008 και υπό προϋποθέσεις επιτεύξιμοι. Συγχρόνως, ο πληθωρισμός κάθε χρόνο βρίσκεται κάτω του 2%, που είναι και ο στόχος της ΕΚΤ για τον μέσο όρο της ευρωζώνης, γεγονός που υποδηλώνει ότι η Ελλάδα αναμένεται να καταφέρει να σπάσει την ολιγοπωλιακή διάρθρωση των αγορών και να επιφέρει ανταγωνιστικότητα στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών, αλλά και στην αγορά εργασίας. Τέλος, παρατηρήστε ότι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται στο -4,4% ΑΕΠ το 2015, δηλαδή να μην έχει επέλθει γρήγορα η πλήρης εξωτερική ισορροπία.⁴

² Για μια περιγραφή των ανισορροπιών της ελληνικής οικονομίας και των πιθανών μελλοντικών επιπτώσεων, βλέπετε την προ-κρίση ανάλυση του υπογράφοντος [Χαρδούβελης (2007)].

³ Στην Ιαπωνία το χρέος είναι υψηλότερο ως ποσοστό του ΑΕΠ αλλά εκεί βρίσκεται στα χέρια των ίδιων των Ιαπώνων, δηλαδή το κράτος έχει δανειστεί από τους πολίτες του. Στην Ελλάδα, το χρέος αποτελεί πρόβλημα διότι το μεγαλύτερο μέρος του βρίσκεται στα χέρια ξένων υπηκόων. Αυτό σημαίνει ότι η εξυπηρέτηση και μελλοντική αποπληρωμή του χρέους συνεπάγεται μεταφορά πόρων από Έλληνες σε μη Έλληνες. Αυτοί οι πόροι αφαιρούνται από την παραγωγική διαδικασία εντός Ελλάδας. Ήδη τα στοιχεία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών δείχνουν ότι κάθε χρόνο φεύγουν από την Ελλάδα τόκοι και μερίσματα της τάξης του 4,5% του ΑΕΠ!

⁴ Το ποσό αυτό, περίπου €11,1 δισ., αφορά κυρίως τις καθαρές μεταβιβάσεις τοκομεριδίων και μερισμάτων στο εξωτερικό, αφού μη Έλληνες πολίτες έχουν αγοράσει τα 3/4 των ελληνικών ομολόγων και το 50% των μετοχών στο χρηματιστήριο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Οι προβλέψεις των ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ για την Ελλάδα								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2020
ΑΕΠ πραγματικό (% μεταβολή)	-2,0	-4,5	-3,0	1,1	2,1	2,1	2,7	3,0
ΑΕΠ αποπληθωριστής (%)	1,5	2,3	1,6	0,4	0,8	1,2	0,6	1,8
ΑΕΠ ονομαστικό (€ δισ.)	235	229	226	229	236	244	252	315
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-11,0	-10,5	-8,2	-7,1	-6,6	-5,5	-4,4	-
Ονομαστικό Επιτόκιο Δημ. Χρέους (%)	4,8	4,9	4,6	5,0	5,4	5,7	5,7	5,9
Επιτόκιο 10-ετούς Γερμανικού Ομολόγου (μβ)	-	225	275	350	350	350	350	350
Περιθώριο Ελληνικού Επιτοκίου (μβ)	-	550	525	350	300	300	300	250
Δαπάνες για Τόκους (€ δισ.)	12,4	14,6	15,1	17,3	19,7	21,2	21,4	23,7
Δαπάνες για Τόκους (% ΑΕΠ)	5,3	6,4	6,7	7,5	8,3	8,7	8,5	7,5
Πρωτογενείς Δαπάνες (% ΑΕΠ)	47,9	43,5	44,0	41,7	38,5	33,2	32,2	30,5
Έσοδα Γεν. Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	37,8	40,4	43,1	42,8	42,0	39,3	38,5	36,5
Πρωτογενές Ισοζύγιο (% ΑΕΠ)	-10,1	-3,2	-0,9	1,0	3,5	6,0	6,3	5,9
Ισοζύγιο Γεν. Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	-15,4	-10,5*	-7,5	-6,5	-4,8	-2,6	-2,1	-1,6
Ισοζύγιο Γεν. Κυβέρνησης (€ δισ.)	-36,2	-22,0	-16,9	-14,9	-11,3	-6,3	-5,3	-5,0
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)	127	143	153	159	158	154	151	130
Δημόσιο Χρέος (€ δισ.)	298	327	345	364	373	375	381	409

* Μετά την πρόσφατη αναθεώρηση των στοιχείων της Eurostat (26.04.2011). Σημειώσατε ότι οι προβλέψεις για τον ρυθμό ανάπτυξης του 2011 και 2012 φαίνεται να έχουν ήδη αναθεωρηθεί προς τα κάτω στο -3,8% και 0,8% αντίστοιχα, από τον αρχικό -3% και 1,1%, που εμφανίζεται στον Πίνακα.

ΠΗΓΗ: EC/ECB/IMF Adjustment programme, Eurobank EFG Research

Η συζήτηση για τον ρεαλισμό των προβλέψεων της μελλοντικής οικονομικής μεγέθυνσης έχει πολλαπλασιαστεί στη διάρκεια του 2011, καθώς η ύφεση συνεχίζεται. Ιδιαίτερη μνεία γίνεται στην αναμενόμενη ανάκαμψη του 2012, η οποία αποτελεί ένα μεγάλο ερωτηματικό και αναλύεται αργότερα μαζί με τους υπόλοιπους κινδύνους στο Εδάφιο 3. Πολλοί ισχυρίζονται, για παράδειγμα, ότι η απαιτούμενη δημοσιονομική προσαρμογή του Μνημονίου είναι εξοντωτική και επιφέρει ακόμα μεγαλύτερη ύφεση, αναιρώντας έτσι την όλη προσπάθεια προσαρμογής. Η συζήτηση έχει μεταφερθεί και στο πολιτικό πεδίο, με την Αξιωματική Αντιπολίτευση να ζητά επαναδιαπραγμάτευση του Μνημονίου και να επιμένει σε διάνθισή του με συγκεκριμένη αναπτυξιακή πολιτική μέσω μείωσης των φορολογικών συντελεστών. Την πρόταση μείωσης των φορολογικών συντελεστών δεν φαίνεται να την ενστερνίζεται η Τρόικα, τουλάχιστον προς το παρόν, όσο δηλαδή τα ελλείμματα του Δημοσίου παραμένουν υψηλά.

Το δεύτερο χαρακτηριστικό του προγράμματος είναι η δραματική συρρίκνωση του κράτους. Οι πρωτογενείς δαπάνες της Γενικής Κυβέρνησης μειώνονται από 47,9% το 2009 σε 30,5% το 2020. Σημειώστε ότι στις πρωτογενείς δαπάνες περιλαμβάνονται και οι μεταβιβάσεις, οι περισσότερες από τις οποίες είναι ανελαστικές, όπως για παράδειγμα οι δαπάνες για συντάξεις, που ακόμα και με τον νέο ασφαλιστικό νόμο, δεν πρόκειται να μειωθούν ως ποσοστό του ΑΕΠ. Το 2010 οι ασφαλιστικές δαπάνες έφτασαν το 11,4% του ΑΕΠ. Αν αφαιρεθούν μόνον αυτές από τις πρωτογενείς δαπάνες, γίνεται αντιληπτό ότι το κράτος αναμένεται να μειωθεί τουλάχιστον στο ήμισυ από το μέγεθος που έχει σήμερα. Συνεπώς, η συρρίκνωση των δαπανών στο μεσοπρόθεσμο σχέδιο 2012-2015, δεν πρέπει να εκπλήσσει, αφού είναι συμβατή με τους αρχικούς στόχους του Μνημονίου και αποτελεί πρόδρομο της συνολικής συρρίκνωσης του κράτους. Η συρρίκνωση αυτή υποδηλώνει ότι παράλληλα αναμένεται να αναπτυχθεί ο ιδιωτικός τομέας για να καλύψει το κενό της παραγωγής και των θέσεων εργασίας. Αυτό δεν είναι εύκολο αν η γραφειοκρατία και τα εμπόδια στο επιχειρείν παραμένουν όπως σήμερα. Τα θέματα αυτά αναλύονται με μεγάλη λεπτομέρεια στα άρθρα της Ενότητας 2.Ε για την ανταγωνιστικότητα.

Το τρίτο χαρακτηριστικό είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρον, αφού στις προβλέψεις καταγράφεται ένα έντονο φαινόμενο αρνητικής χιονοστιβάδας στο χρέος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το ονομαστικό επιτόκιο είναι υψηλότερο του ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης. Οι προβλέψεις είναι ιδιαίτερα αισιόδοξες για την ικανότητα του ελληνικού κράτους να επανέλθει και να δανειστεί στις αγορές με λογικά επιτόκια. Το περιθώριο επιτοκίου με τη Γερμανία αναμένεται στις 3,5 ποσοστιαίες μονάδες το 2012 και στις 2,5 το 2020. Έτσι, στις προβλέψεις το οριακό επιτόκιο δανεισμού της Ελλάδας είναι σχετικά χαμηλό, π.χ. στο 7% το 2012 και στο 6% το 2020. Παρά αυτές τις ιδιαίτερα αισιόδοξες προβλέψεις για τα επιτόκια, ο ονομαστικός ρυθμός ανάπτυξης κάθε χρόνο αναμένεται μικρότερος του ονομαστικού επιτοκίου. Για παράδειγμα, το 2012 είναι 1,5% και το 2020 4,8%. Η σχέση αυτή μεταξύ επιτοκίων και ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης επιδεινώνει το χρέος ως ποσοστό του ονομαστικού ΑΕΠ, αφού πιέζει τον αριθμητή του κλάσματος να αυξάνεται γρηγορότερα από τον παρονομαστή. Κατά συνέπεια, η σταθεροποίηση και μετέπειτα μείωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ απαιτεί πρωτογενή πλεονάσματα. Στις προβλέψεις της Τρόικας, το πρωτογενές πλεόνασμα γίνεται θετικό το 2012 και φτάνει την περιοχή του 6% από το 2014 και μετά. Αυτή η πειθαρχία του κράτους στις δαπάνες και τα έσοδά του είναι πολύ αισιόδοξη, αφού στο παρελθόν η Ελλάδα ποτέ δεν μπόρεσε να έχει τόσο μεγάλα πρωτογενή πλεονάσματα, ακόμα και την περίοδο αξιολόγησης της χώρας για την είσοδό της στην ευρωζώνη. Αποτελεί ένα δυνατό επιχείρημα για όσους επιμένουν στο «κούρεμα» των οφειλών του Δημοσίου εδώ και τώρα.

Το τέταρτο χαρακτηριστικό είναι η πορεία του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ, στο οποίο αναφερθήκαμε νωρίτερα. Το ποσοστό αυτό μειώνεται σταδιακά μετά το 2013 για να φτάσει το 130% του ΑΕΠ το 2020. Συνεπώς, ακόμα και μετά μια δεκαετία, το ύψος αυτό, που σε ονομαστικούς όρους φτάνει τα €409 δισ., παραμένει υπερβολικό, ιδιαίτερα σε σύγκριση με τα υπόλοιπα μέλη της ευρωζώνης. Φυσικά, αν ο ρυθμός ανάπτυξης επιταχυνθεί, π.χ. κατά μία ποσοστιαία μονάδα κατά μέσο όρο, ο λόγος χρέους προ ΑΕΠ μειώνεται –σύμφωνα με την Τρόικα– στο 91%, ενώ μειώνεται ακόμα περισσότερο αν οι ιδιωτικοποιήσεις φέρουν έσοδα της τάξης των €50 δισ. Τα στοιχεία αυτά επικαλούνται όσοι επιμένουν ότι το χρέος είναι βιώσιμο, ότι μπορεί δηλαδή να ξεκινήσει μια καθοδική πορεία ως ποσοστό του μεγέθους της οικονομίας. Οι ίδιοι μάλιστα ισχυρίζονται ότι η αντίθετη άποψη του κουρέματος είναι όχι μόνον πολιτικά ανεδαφική, αφού αποτελεί επιλογή της ευρωζώνης και όχι της Ελλάδας, αλλά και επικίνδυνη σχετικά με τον αποκλεισμό της χώρας από τις αγορές, το ύψος των μελλοντικών επιτοκίων στην Ελλάδα, την έλλειψη επαρκών δανειακών κεφαλαίων προς τον ιδιωτικό τομέα και κατά συνέπεια τη μείωση των μελλοντικών ρυθμών των επενδύσεων και της οικονομικής μεγέθυνσης.

Σημειώστε ότι η εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους για ένα τόσο μεγάλο χρέος (φτάνει το 8,7% του ΑΕΠ το 2014 στον Πίνακα 1) φαντάζει εξαιρετικά δύσκολη στους περισσότερους ξένους αναλυτές και ιδιαίτερα στους ξένους δανειστές μας. Οι αγορές δεν πιστεύουν ότι το χρέος είναι βιώσιμο και προεξοφλούν ένα σημαντικό «κούρεμα». Συνεπώς, απαιτούν υψηλά ασφάλιστρα κινδύνου για την παροχή περαιτέρω δανείων στη χώρα μας. Τα επιτόκια στον μακροπρόθεσμο δανεισμό της χώρας, π.χ. για 10 έτη, έχουν φτάσει σε υπερβολικά ύψη στη διάρκεια του 2011, υπερβαίνοντας για μεγάλο διάστημα ακόμα και τις 15 ποσοστιαίες μονάδες. Αυτό είναι ένα θέμα που αναλύεται αργότερα στο Εδάφιο 3.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Η δυναμική του δημόσιου χρέους

Η δυναμική του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ εξαρτάται από τρεις βασικούς παράγοντες:

1. Το πρωτογενές ισοζύγιο της τρέχουσας χρονιάς t – το ισοζύγιο της εκτέλεσης του προϋπολογισμού Γενικής Κυβέρνησης πριν από την πληρωμή τόκων, PB_t .
2. Το αποτέλεσμα της χιονοστιβάδας – δηλαδή της (σταθμισμένης με το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ) διαφοράς ανάμεσα στο μέσο σταθμικό ονομαστικό επιτόκιο αποπληρωμής του δημόσιου χρέους, i_t , και του ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας, y_t . Το αποτέλεσμα της χιονοστιβάδας μπορεί να λειτουργήσει είτε αρνητικά (αρνητική χιονοστιβάδα) όταν $i_t > y_t$, αυξάνοντας το ποσοστό του σωρευμένου χρέους, όπως συμβαίνει σήμερα, είτε θετικά (θετική χιονοστιβάδα), όταν $i_t < y_t$, όπως συνέβαινε την περίοδο έως το 2007, μειώνοντας το ποσοστό του σωρευμένου χρέους.
3. Την εθνικολογιστική προσαρμογή, η οποία εξασφαλίζει τη συνέπεια ανάμεσα στη ροή του καθαρού δανεισμού και στη μεταβολή του επιπέδου του ακαθάριστου δημόσιου χρέους. Αυτός ο συνοπτικός όρος περιλαμβάνει μεταξύ άλλων πραγματοποιηθέντα κέρδη/ζημιές από παρεμβάσεις του δημόσιου τομέα στο τραπεζικό σύστημα, την αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων του Δημοσίου κ.λπ. Ο καθορισμός της εθνικολογιστικής μεταβολής είναι δύσκολος εκ των προτέρων αλλά το μέγεθός της είναι σημαντικό, εκ των υστέρων, για τον προσδιορισμό της μεταβολής του δημόσιου χρέους.

Συνοπτικά, η μεταβολή του δημόσιου χρέους μεταξύ δύο ετών, $t-1$ και t , μπορεί να περιγραφεί από την παρακάτω ταυτότητα:

$$\Delta(D_t/Y_t) \equiv - (PB_t/Y_t) + [(D_{t-1}/Y_{t-1})(i_t - y_t)/(1 + y_t)] + (SF_t/Y_t)$$

Πρωτογενές
Ισοζύγιο

Χιονοστιβάδα

Εθνικολογιστική
Προσαρμογή

όπου D είναι το δημόσιο χρέος, Y είναι το ονομαστικό ΑΕΠ, y ο ρυθμός ανάπτυξης του ονομαστικού ΑΕΠ, PB το πρωτογενές ισοζύγιο της κυβέρνησης (έσοδα μείον έξοδα), SF η δημοσιονομική προσαρμογή και i το μέσο σταθμικό ονομαστικό επιτόκιο του δημόσιου χρέους.

Σύμφωνα με την παραπάνω σχέση, αρνητικές εξελίξεις στη μεταβολή του δημόσιου χρέους από χρόνο σε χρόνο μπορεί να οφείλονται είτε σε αρνητικές εξελίξεις στο πρωτογενές ισοζύγιο ($PB_t < 0$), είτε σε φαινόμενο αρνητικής χιονοστιβάδας ($i_t > y_t$), είτε σε αρνητικές εξελίξεις αναφορικά με την εθνικολογιστική προσαρμογή, $SF_t > 0$.

Για να κατανοήσουμε καλύτερα την επίπτωση του φαινομένου της αρνητικής χιονοστιβάδας στη μεταβολή του δημόσιου χρέους από έτος σε έτος θα χρησιμοποιήσουμε ένα παράδειγμα. Υποθέτουμε ότι το δημόσιο χρέος για το 2013, το ΑΕΠ και η εθνικολογιστική προσαρμογή εξελίσσονται σύμφωνα με τα στοιχεία του Πίνακα 1. Ταυτόχρονα το μέσο σταθμικό επιτόκιο για το 2014 αυξάνεται κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με την αντίστοιχη πρόβλεψη του Πίνακα 1 (δηλαδή $i_{2014} = 8,7\%$). Σύμφωνα με την παραπάνω ταυτότητα, για να διατηρηθεί το ίδιο επίπεδο δημόσιου χρέους το 2014 θα πρέπει να αυξηθεί το πρωτογενές πλεόνασμα κατά 4,5 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ (από 6,0% σε 10,5% του ΑΕΠ). Από την άλλη, εάν το πρωτογενές πλεόνασμα παραμείνει στο 6,0% του ΑΕΠ τότε το χρέος δε θα μειωθεί από το 158% στο 154% σύμφωνα με τον Πίνακα 1 αλλά θα αυξηθεί στο 158,5% του ΑΕΠ.

2. Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα: Ανακεφαλαίωση της κρίσιμης θεματολογίας των τελευταίων τεσσάρων ετών και των άρθρων του συλλογικού τόμου

Στο παρόν εδάφιο γίνεται μια λεπτομερής επισκόπηση των μεγάλων θεμάτων που προέκυψαν από την πολλαπλή κρίση για τις ελληνικές τράπεζες, τις αγορές και την οικονομία. Κύριο ζητούμενο είναι η εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων, υποβοηθητικών της προσπάθειας απεγκλωβισμού της Ελλάδας από τον σημερινό φαύλο κύκλο της στασιμότητας και των χαμηλών προσδοκιών. Το εδάφιο ακολουθεί τη σειρά των εννοιών του συλλογικού τόμου. Περιέχει αυτοτελή ανάλυση των επιμέρους ζητημάτων και ταυτόχρονα περιγράφει με λεπτομέρεια το περιεχόμενο έκαστου άρθρου του τόμου.

Η ανάλυση ξεκινάει στην Ενότητα Α' με το γενικό θέμα της αμφίδρομης σχέσης ανάμεσα στην οικονομική δραστηριότητα και τον χρηματοοικονομικό χώρο. Συνεχίζει στην Ενότητα Β' με μια επισκόπηση έξι μεγάλων ζητημάτων που προέκυψαν από την έλευση της διεθνούς κρίσης. Στην Ενότητα Γ' γίνεται μια ανάλυση των προβλημάτων που επέφεραν η διεθνής και η ελληνική κρίση στις ελληνικές τράπεζες. Κατόπιν στην Ενότητα Δ' γίνεται λεπτομερής ανάλυση των μακροοικονομικών προβλημάτων που επέφεραν ή ανέδειξαν οι πολλαπλές κρίσεις των τελευταίων τεσσάρων ετών με έμφαση την Ελλάδα. Η Ενότητα Ε' εξειδικεύεται αποκλειστικά στο θέμα της ανταγωνιστικότητας και στα προβλήματα που δημιουργεί η έλλειψή της για την επανεκκίνηση της ελληνικής οικονομίας σε στέρεες βάσεις. Στη συνέχεια, στην Ενότητα ΣΤ' αναλύονται οι επιπτώσεις της κρίσης στη λειτουργία συγκεκριμένων αγορών. Τέλος, στην Ενότητα Ζ' γίνεται μια επισκόπηση του σημαντικού ζητήματος της εποπτείας του χρηματοοικονομικού χώρου μετά την εμπειρία της διεθνούς κρίσης.

Τα άρθρα αναδεικνύουν τον κομβικό ρόλο του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην αναπτυξιακή διαδικασία και το πώς ένα εύρωστο χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί προϋπόθεση για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας. Αναδεικνύουν επίσης τις διαφορετικές πτυχές της διεθνούς κρίσης και τις αδυναμίες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, που πρέπει να επουλωθούν για ένα σταθερό και δίκαιο χρηματοοικονομικό και οικονομικό σύστημα. Η ανάλυση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του ελληνικού τραπεζικού συστήματος φανερώνει ότι το δικό μας σύστημα δεν υπήρξε η αιτία της ελληνικής κρίσης αλλά, αντίθετα, το θύμα της.

Η ελληνική κρίση είναι άμεσα συνυφασμένη με την ευρωπαϊκή. Τόσο η Ελλάδα όσο και η ευρωζώνη πάσχουν από έλλειψη δημοσιονομικής εγκράτειας, αλλά και έλλειψη ομοιόμορφου βαθμού ανταγωνιστικότητας. Η απαραίτητη πάντως «εσωτερική υποτίμηση» στην Ελλάδα δεν είναι τόσο μεγάλη όσο συχνά παρουσιάζεται, ενώ για να επουλωθούν οι ανισορροπίες του παρελθόντος απαιτείται, μεταξύ άλλων, δημοσιονομικός περιορισμός, καλύτερη οργάνωση του κράτους, διαρθρωτικός μετασχηματισμός του μοντέλου ανάπτυξης και σημαντική προσαρμογή των ελληνικών επιχειρήσεων στα νέα δεδομένα.

2.Α. Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού τομέα στην πορεία της οικονομικής ανάπτυξης

Στην *Ενότητα Α'* περιγράφεται ο ιδιαίτερος ρόλος του χρηματοπιστωτικού τομέα ως διαμεσολαβητικού μηχανισμού στην οικονομία, καθώς και η ιδιαίτερη σημασία της εξασφάλισης χρηματοπιστωτικής σταθερότητας για την επίτευξη διατηρήσιμων ρυθμών ανάπτυξης. Όπως αναφέρουν και οι Μόσχος και Χορταρέας παρακάτω, πλειάδα οικονομετρικών μελετών έχουν δείξει την ύπαρξη μιας αμφίδρομης σχέσης ανάμεσα στην ωριμότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος μιας χώρας και του μέσου ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης. Ανάλογες μελέτες έχουν δείξει και μια αντίστοιχη αμφίδρομη σχέση ανάμεσα στο μέγεθος της έντασης της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης και στο εύρος των κυκλικών διακυμάνσεων της οικονομίας αλλά και στην πιθανότητα έλευσης μιας οικονομικής κρίσης [Χαρδούβελης (2011γ)]. Η Ενότητα Α' περιέχει δύο άρθρα του γενικότερου αυτού θέματος.

Στο πρώτο άρθρο της Ενότητας Α' ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών και Οικονομικός Σύμβουλος της Εμπορικής Τράπεζας κ. Δημήτριος Μόσχος και ο Αναπληρωτής Καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών κ. Γεώργιος Χορταρέας με το άρθρο τους «Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομική δραστηριότητα» σκιαγραφούν τη σημασία του χρηματοπιστωτικού συστήματος για την οικονομική δραστηριότητα, προχωρώντας σε μία ανασκόπηση της πιο σημαντικής σχετικής βιβλιογραφίας. Εξετάζουν τη μακροχρόνια σχέση ανάμεσα στα δύο μεγέθη, καθώς και τη σχέση των οικονομικών διακυμάνσεων με το μέγεθος της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης, υπό το πρίσμα των καινοτομιών του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την πρόσφατη διεθνή εμπειρία.

Στη συνέχεια, οι συγγραφείς αναλύουν τις κύριες πτυχές της πορείας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος σε συνάρτηση με τις βασικές μακροοικονομικές εξελίξεις, διαπιστώνοντας ότι ένα εύρωστο χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί προϋπόθεση για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας. Για να επιτελέσει τον ρόλο αυτό το χρηματοπιστωτικό σύστημα θα πρέπει να εντοπιστούν και να ενθαρρυνθούν οι παράγοντες εκείνοι που διευκολύνουν την αναπτυξιακή του πτυχή και, ταυτόχρονα, μετρίζουν τους κινδύνους που δημιουργούνται σε συνθήκες ατελούς πληροφόρησης και στρεβλωμένων κινήτρων.

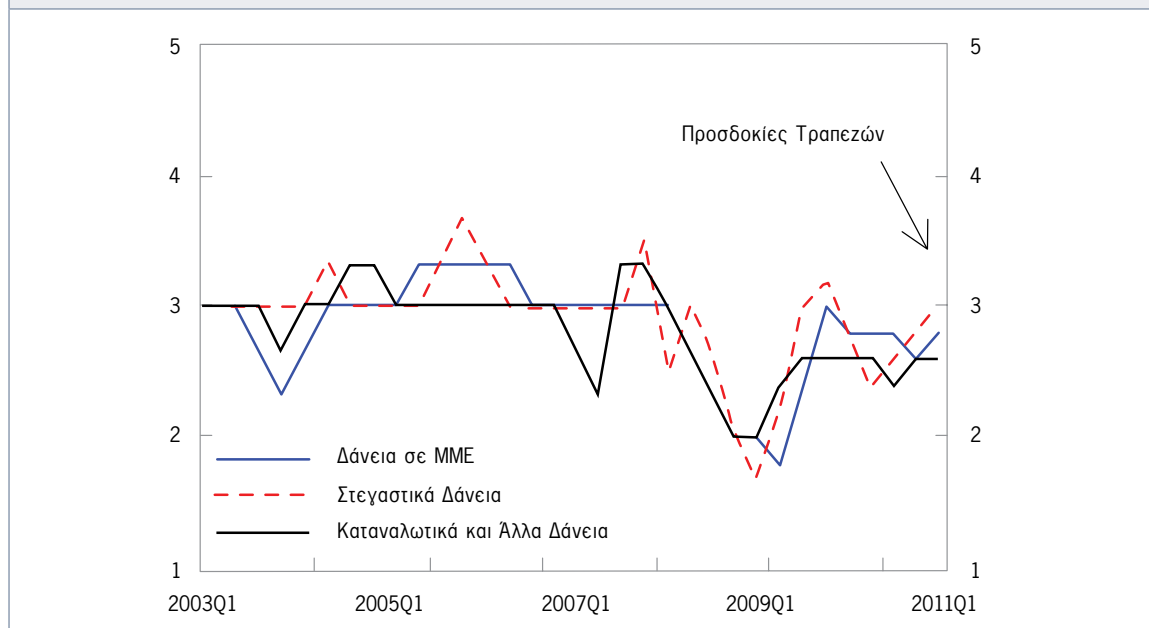
Στο δεύτερο άρθρο: «Χρηματοπιστωτική σταθερότητα, επενδύσεις και ανάπτυξη» ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου της Οξφόρδης κ. Δημήτρης Τσομώκος και ο Λέκτορας του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. Δημήτρης Βολιώτης προσπαθούν να προσδιορίσουν τον ρόλο της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην οικονομική δραστηριότητα. Συγκεκριμένα, εξετάζουν τις συνέπειες των ρυθμιστικών παρεμβάσεων που έχουν ως στόχο τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και επιχειρηματολογούν ότι οι παρεμβάσεις αυτές οδηγούν σε αύξηση του κόστους χρηματοδότησης των επενδύσεων. Κατά συνέπεια επιδρούν ανασταλτικά στις αποφάσεις ανάληψης νέων επενδυτικών σχεδίων, αλλά και στη βιωσιμότητα των ήδη αναληφθεισών επενδύσεων. Από την άλλη πλευρά, οι παρεμβάσεις βελτιώνουν τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των επενδύσεων και μειώνουν την έκθεση σε ηθικό κίνδυνο.

Σύμφωνα με τους συγγραφείς, η αύξηση της ρύθμισης των αγορών μπορεί να ενεργοποιήσει τη χρεοκοπία των επιχειρήσεων, κάτι που έχει ως συνέπεια την αναποτελεσματική κατανομή των επενδυτικών πόρων. Μέσα από τον φαύλο κύκλο υπερχρέωσης-αποπληθωρισμού και της ασύμμετρης επίδρασης των χρηματοοικονομικών ρυθμίσεων στην αγορά χρήματος, ενεργοποιούνται μηχανισμοί που ανατροφοδοτούν τις στρεβλώσεις και δυνητικά μπορεί να οδηγήσουν σε οικονομικές κρίσεις. Η μείωση της αξίας των ενυπόθηκων δανείων σε περίοδο ύφεσης που προκύπτει από τον φαύλο κύκλο υπερχρέωσης-αποπληθωρισμού αυξάνει τη χρηματοοικονομική αστάθεια, ιδιαίτερα όταν δεν υπάρχει ο έλεγχος της νομισματικής πολιτικής.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η ισχυρή αμφίδρομη σχέση μεταξύ τραπεζικών χορηγήσεων και οικονομικής δραστηριότητας, την οποία αναλύουν τα δύο παραπάνω άρθρα, βρίσκεται στο προσκήνιο της σημερινής δημόσιας πολιτικής συζήτησης στην Ελλάδα αναφορικά με το μερίδιο ευθύνης του χρηματοοικονομικού τομέα για το βάθος και τη διάρκεια της ύφεσης. Σε μια αμφίδρομη σχέση και σε μια δεδομένη οικονομική συγκυρία ποτέ δεν είναι ξεκάθαρο ποια είναι η αιτιώδης και ποια η αιτιατή μεταβλητή. Έτσι, σήμερα στην Ελλάδα, πολλοί επιχειρηματίες και πολιτικοί εγκαλούν τις τράπεζες ότι περιορίζουν αντί να επεκτείνουν τις χορηγήσεις δανείων και με αυτό τον τρόπο οδηγούν τις επιχειρήσεις σε μαρασμό και χρεοκοπία, εντείνοντας έτσι την ανεργία και την ύφεση. Από την πλευρά τους, οι τραπεζίτες επιχειρηματολογούν ότι η πιστωτική επέκταση μειώνεται επειδή η ζήτηση για δάνεια έχει μειωθεί, όχι αναγκαστικά η προσφορά δανείων, προσθέτοντας μάλιστα ότι η οποιαδήποτε μείωση της προσφοράς αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις και οι ιδιώτες που σήμερα δανείζονται από τις τράπεζες έχουν γίνει λιγότερο αξιόπιστοι όσον αφορά τη μελλοντική αποπληρωμή των δανείων τους.

Σε πρόσφατη ανάλυση του Μαρτίου 2011 της ελληνικής οικονομίας από το ΔΝΤ [IMF (2011)], παρουσιάζονται στοιχεία που δείχνουν ότι τόσο η ζήτηση όσο και η προσφορά δανείων έχει μειωθεί (Διαγράμματα 1 και 2). Το γεγονός αυτό συμφωνεί με την ακαδημαϊκή βιβλιογραφία. Το ΔΝΤ μάλιστα εκτιμά ότι θα υπάρξει μείωση της πιστωτικής ζήτησης τα επόμενα δύο χρόνια ανάλογη της μείωσης της οικονομικής δραστηριότητας, αν και με καθυστέρηση ενός έτους [IMF (2011)]. Οι εξελίξεις αυτές είναι συμβατές με τη διεθνή εμπειρία, όπου σε διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις οι πραγματικές τραπεζικές πιστώσεις μειώνονται τα πρώτα τρία χρόνια ακόμα και όταν οι οικονομίες επιστρέφουν σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης [Hoggard and Reidhill (2003)].

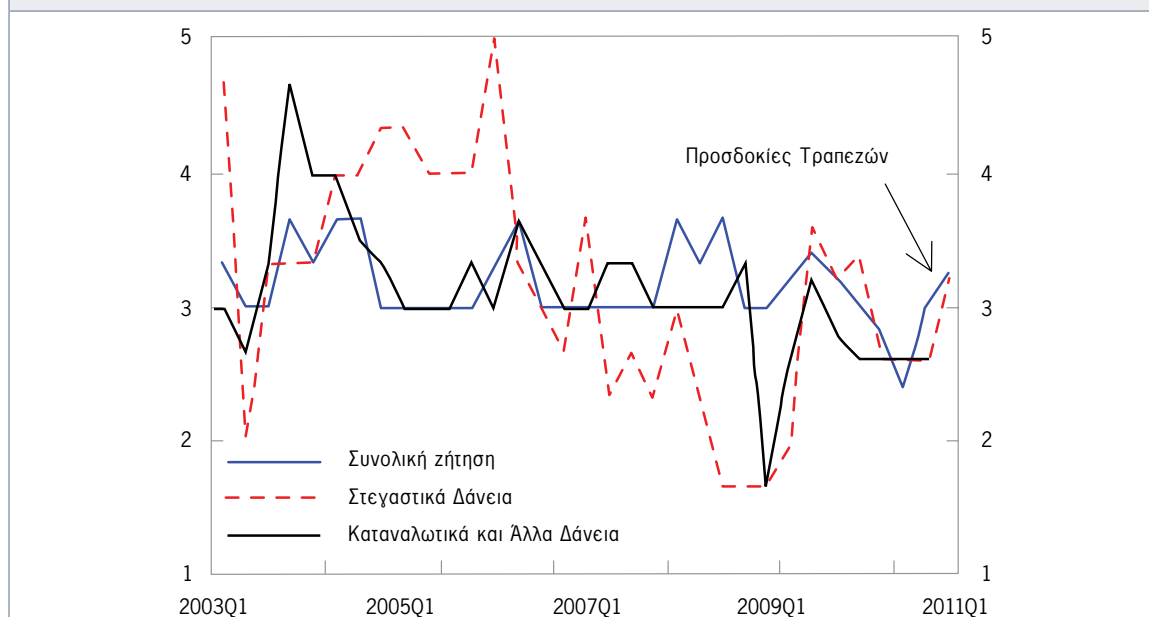
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Μεταβολές στα κριτήρια έγκρισης δανείων



Κλίμακα: 1=σημαντική αυστηροποίηση των κριτηρίων, 2=αυστηροποίηση, 3=αμετάβλητα κριτήρια, 4=χαλάρωση των κριτηρίων, 5=σημαντική χαλάρωση των κριτηρίων

ΠΗΓΗ: IMF (2011)

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Μεταβολή στην πιστωτική ζήτηση



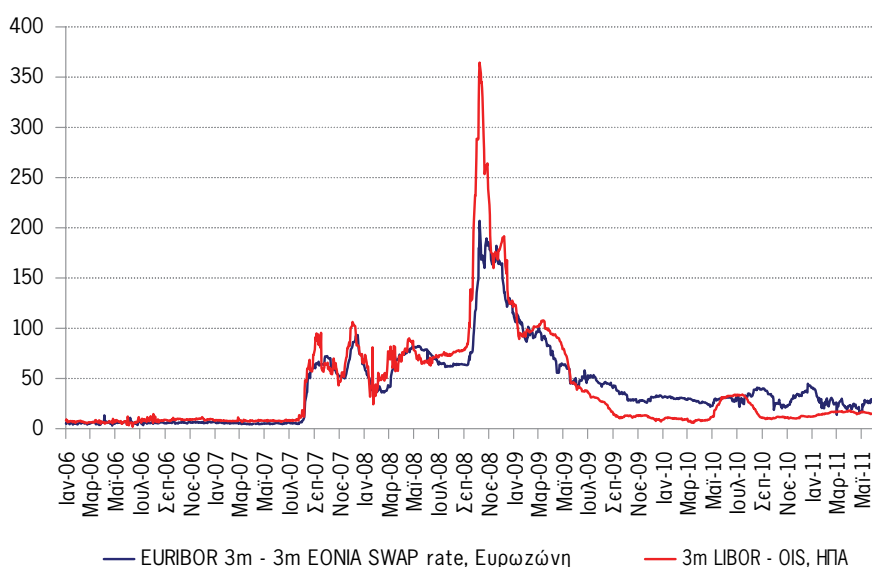
Κλίμακα: 1=σημαντική μείωση, 2=μείωση, 3=αμετάβλητη, 4=αύξηση, 5=σημαντική αύξηση

ΠΗΓΗ: IMF (2011)

2.B. Έξι μεγάλα θέματα που εγείρονται από τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση

Η χρηματοοικονομική κρίση, που ξέσπασε τον Αύγουστο του 2007 στις ΗΠΑ με επίκεντρο την αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (subprime), γρήγορα επεκτάθηκε και στην Ευρώπη. Την κρίση προξένησε κυρίως η συμπεριφορά του σκιώδους τραπεζικού συστήματος στις ανεπτυγμένες χώρες της Δύσης, το οποίο είχε βρει τρόπους αποφυγής του κόστους της εποπτείας, όπως οι επενδυτικές τράπεζες, τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου (hedge funds), πολλές ασφαλιστικές εταιρείες με σημαντική έκθεση σε CDS, θυγατρικές τραπεζών με στόχο την επένδυση σε τιτλοποιημένα προϊόντα, μεσάζοντες στην αγορά τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων κ.ά. Η πρόοδος της κρίσης αποτυπώνεται παραστατικά στη διεθνή διατραπεζική αγορά και συγκεκριμένα, στη διαφορά ανάμεσα στα επιτόκια του ακάλυπτου και καλυμμένου διατραπεζικού δανεισμού (Διάγραμμα 3).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Περιθώρια πιστωτικού κινδύνου στη διατραπεζική αγορά
1η Ιανουαρίου 2006 - 17η Ιουνίου 2011 (Ακάλυπτος μείον καλυμμένος διατραπεζικός δανεισμός)



ΣΗΜΕΙΩΣΗ: Στον κάθετο άξονα περιγράφονται οι διαφορές επιτοκίων σε μονάδες βάσης (εκατοστά ποσοστιαίας μονάδας). Τα στοιχεία είναι ημερήσια. 3m EURIBOR: το επιτόκιο αναφοράς για 3μηνης διάρκειας καταθέσεις σε ευρώ στη διατραπεζική αγορά της ευρωζώνης. EONIA swap rate: το 3μηνο επιτόκιο μιας συμφωνίας ανταλλαγής επιτοκίων (σταθερό με κυμαινόμενο) σε ευρώ. LIBOR: το επιτόκιο για 3μηνης διάρκειας διατραπεζικό δανεισμό σε ευρώ. OIS overnight index swap: το 3μηνο επιτόκιο μιας συμφωνίας ανταλλαγής επιτοκίων (σταθερό με κυμαινόμενο) σε δολάρια στις ΗΠΑ.

ΠΗΓΗ: Bloomberg

Η σκιώδης χρηματοοικονομική αγορά για πολλά χρόνια υποεκτιμούσε τους κινδύνους και έπαιρνε μεγάλα ρίσκα επιδιώκοντας το γρήγορο και εύκολο κέρδος και μάλιστα υπό την ευλογία των αξιολογικών οίκων. Επένδυε για ίδιο λογαριασμό, χρησιμοποιώντας βραχυχρόνιο δανεισμό ώστε να πολλαπλασιάζει το μέγεθος της επένδυσης και της τελικής απόδοσης. Ο δανεισμός αυτός στέρεψε γρήγορα στη διάρκεια τη κρίσης και επέτεινε τα προβλήματα, μεταδίδοντας τον πανικό και την πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων παντού. Το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα βρέθηκε στο χείλος της καταστροφής,

καθώς χάθηκε η εμπιστοσύνη, οι συναλλακτικές πράξεις μειώθηκαν δραματικά και η ρευστότητα στέρεψε. Μόνο με τη συντονισμένη διεθνή παρέμβαση κεντρικών τραπεζών και κυβερνήσεων και μετά από επίπονες προσπάθειες που διήρκεσαν περίπου δύο χρόνια, το σύστημα τελικά διασώθηκε.

Η ακαδημαϊκή βιβλιογραφία, η οποία αναζητεί τα αίτια της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης αυξάνεται διαρκώς.⁵ Ήδη στην Ελλάδα έχουν κυκλοφορήσει δύο συλλογικοί τόμοι, οι οποίοι δεν είναι απλές μεταφράσεις ξένων βιβλίων, αλλά περιέχουν πρωτότυπα άρθρα ερευνητών.⁶ Στην παρούσα Ενότητα Β' αναλύονται έξι μεγάλα θέματα που προέκυψαν από τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση. Τα θέματα αυτά θα μας απασχολούν για αρκετό χρονικό διάστημα στο μέλλον, όπως οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, τα λογιστικά πρότυπα, η σωστή διαχείριση χρηματοοικονομικών κινδύνων, η λειτουργία των εξω-χρηματιστηριακών αγορών, η συμπεριφορά των αξιολογικών οίκων, καθώς και οι αναμενόμενοι τρόποι που πιθανόν να χρησιμοποιήσουν οι κεντρικές τράπεζες για να αποσύρουν την υπερβάλλουσα ρευστότητα από τις αγορές. Η *Ενότητα Β'* συνεπώς συμπληρώνει και επεκτείνει τη βιβλιογραφία στην Ελλάδα για τη διεθνή κρίση και θα μπορούσε να αποτελέσει από μόνη της ένα αυτοτελές βιβλίο.

Στο πρώτο άρθρο: «*Εταιρική διακυβέρνηση πριν και μετά την κρίση*», ο Καθηγητής και Πρύτανης του ALBA κ. *Νικόλαος Τραυλός* δίνει ιδιαίτερη έμφαση στα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης που ανακύπτουν στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, καθώς επίσης και στον ρόλο που έπαιξαν στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση. Το άρθρο επισημαίνει ότι απαιτείται ριζική αλλαγή του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε επτά περιοχές: Στα συστήματα αμοιβών των διευθυντικών στελεχών, στη διαχείριση κινδύνου (κυρίως πιστωτικού), στην προστασία των πιστωτών (κυρίως των καταθετών), στο ποσοστό δανειοδότησης των τραπεζών, στη δυνατότητα ανάληψης δραστηριοτήτων εκτός ισολογισμού, στον τρόπο λειτουργίας των εταιρειών αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου, και τέλος, στον τρόπο προσέλευσης και αξιολόγησης Μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

Όπως επισημαίνεται από τον κ. Τραυλό, οι σχετικές πρωτοβουλίες μεταρρύθμισης βρίσκονται στη σωστή κατεύθυνση και αναμένεται να ισχυροποιήσουν τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Βεβαίως, είναι υπερβολικό να θεωρούμε πως όλα τα προβλήματα θα αντιμετωπιστούν πλήρως και πως θα θωρακιστεί τέλεια το τραπεζικό σύστημα. Η ιστορία των παγκόσμιων οικονομικών κρίσεων μας διδάσκει πως οι αγορές κινούνται γρηγορότερα από τις ρυθμιστικές, εποπτικές και νομοθετικές αρχές και πως οι κρίσεις δεν προβλέπονται. Αντιθέτως, θεραπεύονται εκ των υστέρων μέχρι το ξέσπασμα μιας νέας κρίσης, ευτυχώς όμως, μετά το πέρασμα πολλών δεκαετιών.

Στο δεύτερο άρθρο: «*Διεθνής κρίση και λογιστικά πρότυπα: Επέτειναν τα λογιστικά πρότυπα το μέγεθος της κρίσης; Πόσο η κρίση επηρεάζει τα μελλοντικά πρότυπα;*», ο Αναπληρωτής Διευθύνων Σύμβουλος της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος κ. *Άνθιμος Θωμόπουλος* περιγράφει τον τρόπο εφαρμογής της εύλογης αξίας στις οικονομικές καταστάσεις και τον αντίκτυπό της. Παραθέτοντας μια σειρά επιχειρημάτων και ευρημάτων της ακαδημαϊκής έρευνας, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η εφαρμογή της εύλογης αξίας δεν επέτεινε την πρόσφατη κρίση και πιο συγκεκριμένα ότι η μεταβλητότητα των οικονομικών καταστάσεων δεν είναι αποτέλεσμα της επιλογής λογιστικών προτύπων. Αντιθέτως, ο συγγραφέας ισχυρίζεται ότι αν τα λογιστικά πρότυπα εισάγουν μεταβλητότητα, τότε αυτό είναι χρήσιμο για τους επενδυτές, καθώς τους βοηθάει να αξιολογήσουν τον κίνδυνο επενδυτικών αποφάσεων.

Σύμφωνα με τον κ. Θωμόπουλο, η χρήση της εύλογης αξίας δεν ενέτεινε την προ-κυκλικότητα στη διάρκεια της διεθνούς κρίσης, αφού η μεγαλύτερη μείωση των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών προήλθε από τις απομειώσεις των δανείων, στα οποία δε βρίσκει εφαρμογή η εύλογη αξία, και όχι από τις

⁵ Βλέπετε, π.χ. Borio (2008), Bordo (2008) Brunnermeier (2009), Gorton (2008, 2009, 2010), Metrick and Gorton (2010), Reinhart and Rogoff (2009a), Geanakoplos (2010) ή Χαρδούβελης (2009).

⁶ Βλέπετε τον τόμο για τη διεθνή οικονομική κρίση «*Οικονομικές Πολιτικές για την Αντιμετώπιση της Κρίσης*», Τεύχος 11, Εργαστήριο Μελετών Οικονομικής Πολιτικής ΕΜΟΠ, Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Υπεύθυνος Έκδοσης Ν. Μπαλτάς, Αθήνα (2010). Βλέπετε, επίσης, τον τόμο για τη διεθνή και ευρωπαϊκή κρίση «*Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;*», Επιμέλεια Ν. Καραμούζης και Γκ. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα (2011).

απομειώσεις στα διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και στις διακρατούμενες μέχρι τη λήξη επενδύσεις. Ο κ. Θωμόπουλος αναφέρεται σε έρευνα που συμπεραίνει ότι η απότομη προσαρμογή των τιμών προς τα κάτω κατά τη διάρκεια της κρίσης, εξηγείται από την αλλαγή των θεμελιωδών μεγεθών και την καλύτερη κατανόηση και τιμολόγηση του συστημικού κινδύνου και δεν είναι αποτέλεσμα μόνον των εσπευσμένων πωλήσεων στις οποίες προέβησαν οι επενδυτές εκείνη την περίοδο.

Ένα τρίτο πολύ μεγάλο θέμα που ήρθε στην επιφάνεια λόγω της διεθνούς κρίσης είναι αυτό της διαχείρισης κινδύνων των τραπεζών. Σε αυτό το θέμα εστιάζεται το άρθρο: «*Διαχείριση Κινδύνων: Διδάγματα από την κρίση και προοπτικές*» από τον πρώην Επικεφαλής του Τομέα Διαχείρισης Κινδύνων του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς κ. *Μιχαήλ Π. Χαραλαμπίδη*. Όπως αναφέραμε νωρίτερα, οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι υποτιμολογήθηκαν για μια τουλάχιστον δεκαετία πριν την κρίση και τελικά συνέβαλαν ουσιαστικά στο να οδηγηθούμε σε αυτή. Για να μην επαναληφθούν παρόμοια θέματα στο μέλλον, η διαχείριση των κινδύνων απαιτεί μια νέα οπτική γωνία και νέα εργαλεία αντιμετώπισης.

Ο κ. Χαραλαμπίδης επισημαίνει ότι η αναβάθμιση του ρόλου της λειτουργίας της διαχείρισης κινδύνων αποτελεί εχέγγυο για τη διατήρηση της κερδοφορίας των τραπεζών και επηρεάζει καταλυτικά το επιχειρησιακό πρότυπο λειτουργίας τους διεθνώς. Η κρίση είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε ένα συντηρητικότερο και με μικρότερη διάθεση ανάληψης κινδύνων διεθνές τραπεζικό σύστημα, το οποίο θα χαρακτηρίζεται από τη σημαντική ενίσχυση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου, με ιδιαίτερη έμφαση στην προληπτική λειτουργία διαχείρισης κινδύνων και κεφαλαίου. Προτρέπει τις τράπεζες να μην εφησυχάζουν από τη σχετικά μακρά μεταβατική περίοδο εφαρμογής της «Βασιλείας III» αλλά να μετασχηματίσουν την εποπτική συμμόρφωση σε από επιχειρηματικό όφελος, να αποκαταστήσουν δηλαδή την ικανότητα παραγωγής κερδών και την εσωτερική συσσώρευση κεφαλαίου και ενδεχομένως να αναθεωρήσουν το επιχειρηματικό πρότυπο λειτουργίας τους.

Ένα τέταρτο μεγάλο ζήτημα που ενέκυψε από τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση είναι αυτό της λειτουργίας των εξωχρηματιστηριακών αγορών, οι οποίες από τη φύση τους λειτουργούν ανάμεσα στους μεγάλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και υπόκεινται σε μικρό έλεγχο από τις εποπτικές αρχές. Ειδικότερα η αγορά των CDS, της οποίας το μέγεθος σε υποκείμενη ονομαστική αξία εκτινάχθηκε από σχεδόν μηδενικό το 2001 σε πάνω από 60 τρισεκατομμύρια δολάρια το 2007,⁷ κατηγορήθηκε έντονα ότι συνέβαλε στην επέκταση της κρίσης. Πολλοί έσπευσαν να προτείνουν μέτρα για αλλαγή λειτουργίας της συγκεκριμένης αγοράς ή ακόμη και για την πλήρη απαγόρευσή τους.

Στο άρθρο: «*Ο ρόλος των προθεσμιακών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου στην κρίση του 2008 στις ΗΠΑ και την ελληνική δημοσιονομική κρίση του 2010*», ο οικονομολόγος της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων της Eurobank EFG Δρ *Θεόδωρος Σταματίου*, αφού παρουσιάζει τον τρόπο λειτουργίας των Προθεσμιακών Συμβολαίων Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου (CDS), αναλύει τον ρόλο που έπαιξαν στη δημιουργία των κρίσεων, τόσο της διεθνούς, όσο κυρίως της ελληνικής. Η ανάλυση του κ. Σταματίου δείχνει ότι παρ' όλες τις εγγενείς αδυναμίες τους, τα CDS δεν μπορούν να θεωρηθούν ως οι αιτίες της κρίσης. Οι συστημικές επιδράσεις που δημιούργησε η κατάρρευση χρηματοπιστωτικών οργανισμών στις ΗΠΑ δεν προκλήθηκαν μόνο από τα CDS. Επίσης, η εξέλιξη των περιθωρίων των CDS κατά τη διάρκεια της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης του 2010 είναι δυνατόν να εξηγηθεί σε μεγάλο βαθμό από τις μεταβολές στα θεμελιώδη μεγέθη της ελληνικής οικονομίας. Τέλος, η άσκηση κερδοσκοπικών επιθέσεων με τη χρήση CDS δεν είχε σημαντικές επιδράσεις στην εξέλιξη της ελληνικής κρίσης.

Ένα πέμπτο μεγάλο θέμα, που επηρεάζει σήμερα και την Ελλάδα, είναι η συμπεριφορά των αξιολογικών οίκων και ο τρόπος με τον οποίο αντιδρούν στις αξιολογήσεις αυτές οι αγορές. Ας θυμηθούμε ότι οι αξιολογικοί οίκοι κατηγορούνται ότι συνέβαλαν στην έλευση της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης. Ας θυμηθούμε ότι το ελληνικό πρόβλημα με το δημόσιο χρέος ξεσκεπάστηκε πρώτα από τους αξιολογικούς

⁷ Σύμφωνα με τα στοιχεία της ISDA (2010) το μέγεθος σε ονομαστική αξία της αγοράς των CDS ήταν κοντά στο μηδέν το 2001, έφτασε τα 60 τρισεκατομμύρια δολάρια το 2007 και από εκεί και πέρα ακολούθησε πτωτική πορεία (26 τρισεκατομμύρια δολάρια το 2010).

οίκους τον Νοέμβριο του 2009 και στη συνέχεια έγινε αντιληπτό από τις αγορές. Ας θυμηθούμε, επίσης, ότι και οι ευρωπαίοι πολιτικοί στη διάρκεια της κρίσης στην ευρωζώνη, προβληματίστηκαν έντονα από το γεγονός ότι ενώ οι αξιολογήσεις των αμερικανικών αξιολογικών οίκων έχουν εισχωρήσει στο διεθνές εποπτικό πλαίσιο της Βασιλείας, αλλά και στο ύψος και την ποιότητα του ενέχυρου που επιθυμεί η ΕΚΤ από τις επιμέρους τράπεζες της ευρωζώνης για να τις δανειοδοτήσει, δεν υπάρχει αντίστοιχος ευρωπαϊκός αξιολογικός οίκος που να αντιλαμβάνεται επαρκώς τα ρίσκα των ευρωπαϊκών τραπεζών.

Στο άρθρο: «*Οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης και οι αγορές*», η Επίκουρη Καθηγήτρια του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Κατερίνα Πανοπούλου* και ο Δρ *Χρήστος Τσούμας* αναλύουν τον ρόλο των οίκων αξιολόγησης ως διαμεσολαβητών πληροφόρησης, που είναι όμως συγχρόνως εκτεθειμένοι σε συγκρούσεις συμφερόντων και ηθικό κίνδυνο. Στην εμπειρική τους μελέτη, διερευνούν τη σχέση μεταξύ των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και των αποδόσεων της αγοράς κρατικών ομολόγων για το διάστημα 1998-2009 για 46 χώρες.

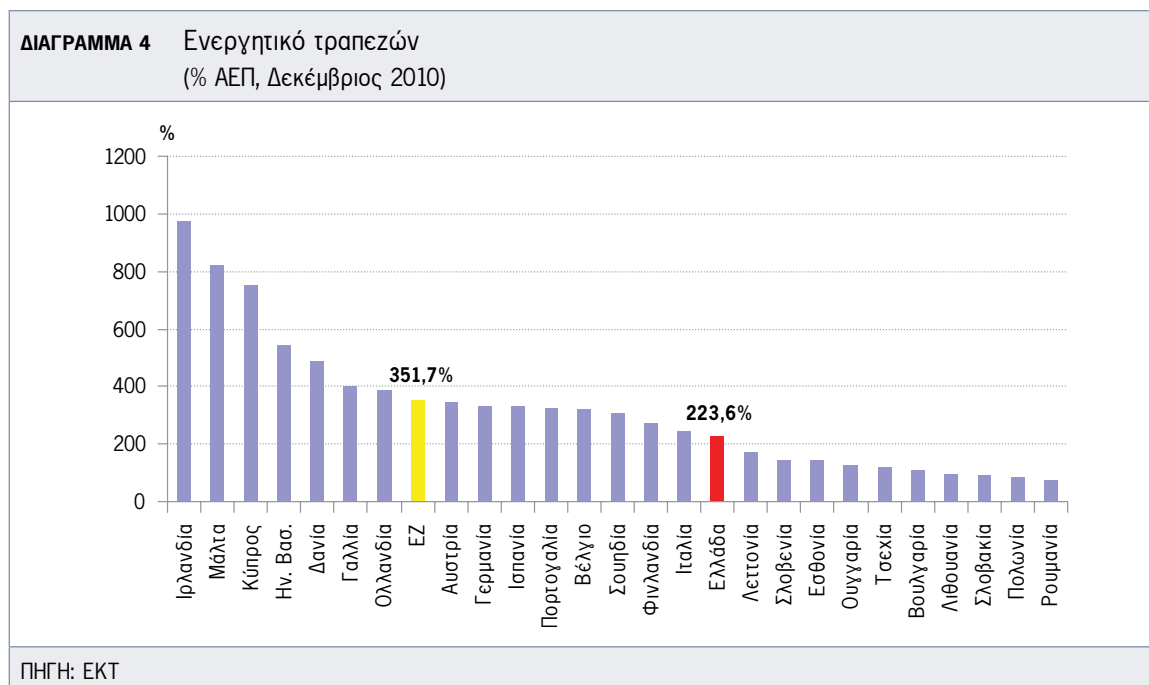
Ο κ. Τσούμας και η κ. Πανοπούλου βρίσκουν ότι η προσοχή των επενδυτών στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις για την τιμολόγηση των κρατικών ομολόγων ήταν σημαντικά μειούμενη στο διάστημα 1998-2009. Οι επενδυτές επέδειξαν αελαία συμπεριφορά, αναζητώντας υψηλές αποδόσεις αλλά δίνοντας συγχρόνως όλο και μικρότερο βάρος στον πιστωτικό κίνδυνο, όπως αυτός αποτυπώνεται στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, τέτοιες επενδυτικές συμπεριφορές, σε συνδυασμό με τις κακές πρακτικές των οίκων αξιολόγησης στην περίπτωση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων στις ΗΠΑ συνετέλεσαν στην εμφάνιση της πρόσφατης συστημικής κρίσης.

Ένα έκτο μεγάλο ζήτημα που συνεχίζει να υπάρχει και σήμερα και χαρακτηρίζει τα απόνερα της διεθνούς οικονομικής κρίσης είναι το ζήτημα της υπερβάλλουσας ρευστότητας στις αγορές. Στο άρθρο: «*Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα*», ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών κ. *Παναγιώτης Αλεξάκης* αναφέρεται στη νομισματική πολιτική που ασκήθηκε στην ευρωζώνη από την έναρξη της τελευταίας κρίσης έως σήμερα και παρουσιάζει τον μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην οικονομική δραστηριότητα, περιγράφοντας τα βασικά κανάλια μέσω των οποίων μεταδίδεται.

Σύμφωνα με τον κ. Αλεξάκη, η αλυσίδα μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής κατακερματίστηκε στην κρίση. Όμως, η αντίδραση των νομισματικών αρχών με συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα ανέκοψαν τον δυσμενή αντίκτυπο της κρίσης. Σήμερα, με το τέλος της κρίσης, πολλά από τα μέτρα αυτά ενέχουν περιορισμούς, αφού δεν προσφέρουν λύση για τη μακροπρόθεσμη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα. Το πρόβλημα μεγεθύνεται όσο ο αντίκτυπος της κρίσης σε ορισμένες οικονομίες διαρκεί και αναγκάζει τη νομισματική πολιτική να παραμένει επεκτατική. Η επαναφορά της νομισματικής πολιτικής σε πιο περιοριστικό πλαίσιο, συνεπάγεται διορθωτικές κινήσεις και εξάλειψη των μη συμβατικών μέτρων.

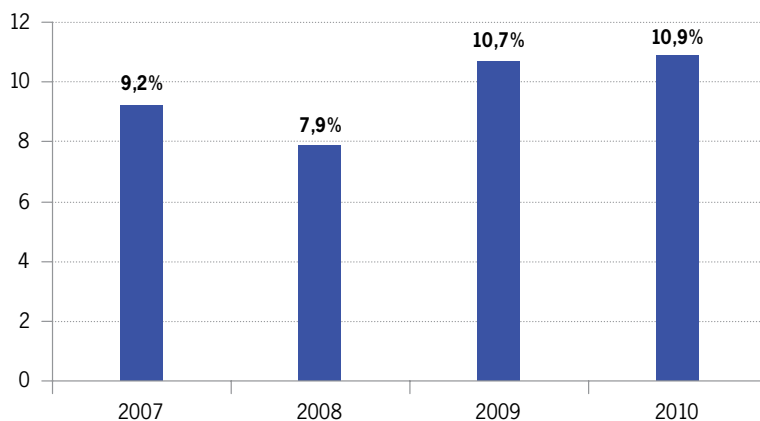
2.Γ. Οι ελληνικές τράπεζες πριν και μετά την κρίση

Το ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης δεν επηρέασε άμεσα την Ελλάδα το 2007 και το 2008, επειδή οι ελληνικές τράπεζες δεν είχαν ακολουθήσει την τάση της τότε εποχής και δεν είχαν επενδύσει σε τοξικά προϊόντα, ούτε είχαν επεκτείνει τις δραστηριότητές τους επιθετικά και γρήγορα και στον υπερβολικό βαθμό που συνέβη σε άλλες χώρες. Έτσι, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας παραμένει, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΚΤ, ο μικρότερος σε σχέση με το ΑΕΠ στην παλαιά ΕΕ (Διάγραμμα 4).

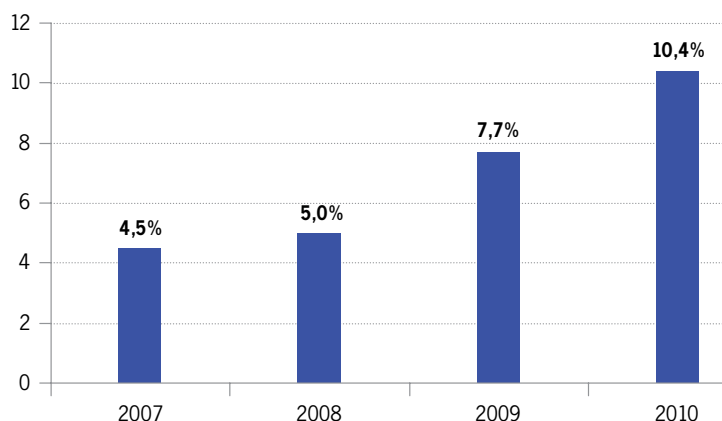


Η ύφεση που ήρθε με καθυστέρηση στην Ελλάδα το 2009, επηρέασε αρνητικά και τις ελληνικές τράπεζες. Η ύφεση ξεγύμνωσε τα προβλήματα του ελληνικού δημόσιου τομέα και αύξησε τα επιτόκια δανεισμού του. Οι αξιολογικοί οίκοι υποβάθμισαν την πιστοληπτική ικανότητα του ελληνικού κράτους και στη συνέχεια υποβάθμισαν αυτομάτως, μέσω της πάγιας τακτικής τους, και την πιστοληπτική ικανότητα των ελληνικών τραπεζών και όσων ελληνικών επιχειρήσεων είχαν εκδώσει ιδιωτικά ομόλογα. Η διατραπεζική αγορά στέρεψε για τις ελληνικές τράπεζες, αφού το ενέχυρο των ελληνικών ομολόγων, που στο παρελθόν χρησιμοποιούσαν για να δανειζόνταν, έπαψε να είναι αξιόπιστο και αποδεκτό από τις δανειστριες τράπεζες του εξωτερικού, αναγκάζοντάς τις να προσφύγουν στην ΕΚΤ. Αντίστοιχα, τα ελληνικά ομόλογα, που οι ελληνικές τράπεζες κρατούσαν στα χαρτοφυλάκιά τους, μετατράπηκαν σε τοξικές επενδύσεις. Η ύφεση αύξησε και το ποσοστό των προβληματικών δανείων και των φιλικών αναδιαρθρώσεών τους, ενώ το κράτος υπό την πίεση εξεύρεσης εσόδων αύξησε την προσωρινή φορολογία των επιχειρήσεων. Η καθαρή κερδοφορία των τραπεζών μειώθηκε κατακόρυφα, καταφέροντας όμως να παραμείνει σε θετικά επίπεδα παρά τη μεγάλη αύξηση των προβλέψεων.

Παρ' όλες τις δυσκολίες, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα μέχρι σήμερα έχει επιδείξει μεγάλες αντοχές. Οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας παραμένουν ισχυροί (Διάγραμμα 5) και παρά τη χειροτέρευση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου τους (Διάγραμμα 6). Οι ελληνικές τράπεζες βρίσκονται υπό πίεση να προχωρήσουν σε απομόχλευση, όπως αναφέρει στη συνέχεια ο κ. Μιχαλόπουλος. Όσο η ευρύτερη οικονομική και δημοσιονομική κατάσταση παραμένει δυσχερής, προβάλλεται ως λύση η πώληση στοιχείων του ενεργητικού στο εξωτερικό. Όμως αυτό δεν αποτελεί βέλτιστη λύση, καθώς οι σημαντικές επενδύσεις των ελληνικών τραπεζικών ομίλων στο εξωτερικό αποτελούν όλο και σημαντικότερη πηγή κερδών.

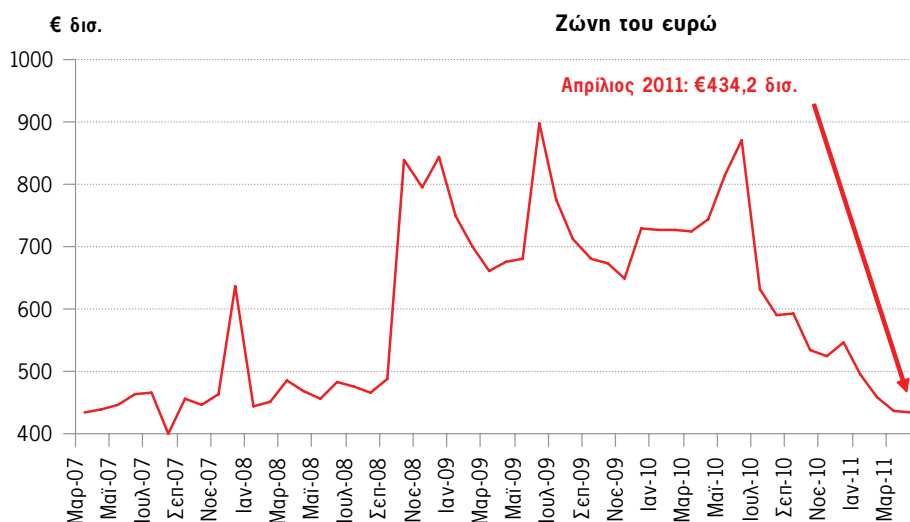
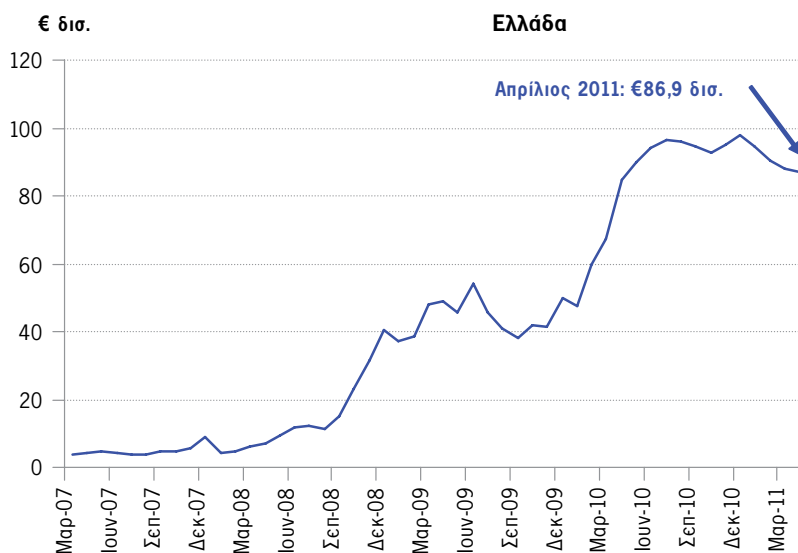
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 Δείκτης Βασικών Κεφαλαίων (Tier I) ελληνικών τραπεζικών ομίλων (% σταθμισμένου ενεργητικού)

ΠΗΓΗ: ΤτΕ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6 Δάνεια σε καθυστέρηση 90 ημερών των ελληνικών τραπεζών (% συνολικών δανείων)

ΠΗΓΗ: ΤτΕ

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί η αντίστοιχη συμπληρωματική ανάλυση που παρουσιάζεται στην πρόσφατη Έκθεση του Απριλίου του 2011 του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2010. Εκεί εκτιμάται ότι οι ελληνικές τράπεζες απαιτήθηκε να εξεύρουν συνολικά στο διάστημα Ιανουαρίου 2010 – Φεβρουαρίου 2011 χρηματοδότηση ύψους €74 δισ. εξαιτίας της πώσης των καταθέσεων στο ίδιο διάστημα ύψους €40 δισ., τη μείωση κατά €26 δισ. της αξίας του συνολικού ενέχυρου που έχουν δώσει στην ΕΚΤ για την άντληση ρευστότητας, και την αποπληρωμή υποχρεώσεων που έληγαν, ύψους €8 δισ. Συνέπεια αυτών ήταν να αυξηθεί σημαντικά η εξάρτηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος από την ΕΚΤ (Διάγραμμα 7), η οποία παραμένει σημαντική σε αντίθεση με τις υπόλοιπες χώρες της ζώνης του ευρώ, όπου η εξάρτηση αυτή μειώνεται.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7 Χρηματοδότηση τραπεζών από την ΕΚΤ

ΠΗΓΕΣ: ΤτΕ, ΕΚΤ

Κρίσιμος είναι και ο ρόλος της παροχής εγγυήσεων στις ελληνικές τράπεζες από το ελληνικό Δημόσιο για την άντληση αυτής της ρευστότητας από την ΕΚΤ. Πρέπει όμως εδώ να τονιστεί ότι αυτές οι εγγυήσεις για τους τίτλους που εκδίδουν οι τράπεζες δίδονται επ' αμοιβή, δηλαδή οι τράπεζες πληρώνουν το ελληνικό Δημόσιο, δεν καταβάλλει αυτό χρήματα στις τράπεζες δωρεάν. Συνολικά από τον Ιανουάριο 2010 μέχρι και τον Φεβρουάριο του 2011, οι τράπεζες είχαν χρησιμοποιήσει €50 δισ. εγγυήσεων για την άντληση ρευστότητας ύψους μόλις €35 δισ. (στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος) εξαιτίας των υποβαθμίσεων της πιστοληπτικής αξιολόγησης του ελληνικού Δημοσίου.

Στην *Ενότητα Γ'* του συλλογικού τόμου τα άρθρα επικεντρώνονται στα χαρακτηριστικά του ελληνικού τραπεζικού συστήματος με έμφαση τη χρηματοδότησή του πριν και μετά την κρίση. Αναλύονται, επίσης, οι γενικότερες επιπτώσεις της κρίσης στις ελληνικές τράπεζες. Στο πρώτο άρθρο της ενότητας: «*Τραπεζική – τάσεις (πριν) και προοπτικές (μετά την κρίση)*», ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Άγγελος Α. Αντζουλάτος* συγκρίνει τις τάσεις στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα την εικοσαετία πριν την κρίση με τις αντίστοιχες στην ευρωζώνη και τις ΗΠΑ, και διερευνά τις προοπτικές του για μετά την κρίση. Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη ήταν κομβικός στην εκδήλωση και την επέκταση της κρίσης, σε αντίθεση με την Ελλάδα.

Σύμφωνα με τον κ. Αντζουλάτο, η κρίση αναμένεται να φέρει αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο προς μεγαλύτερο παρεμβατισμό, λιγότερες υπερβολές στις διεθνείς χρηματαγορές, ενώ οι ανάγκες της ελληνικής οικονομίας για μείωση των ελλειμμάτων και αύξηση των αποταμιεύσεων προοιωνίζονται μερική αντιστροφή των προγενέστερων αλλαγών στους τραπεζικούς ισολογισμούς και συρρίκνωσή τους. Προοιωνίζονται, όμως, και περισσότερο αποτελεσματικές τράπεζες με μεγαλύτερη συνεισφορά στην οικονομική ανάπτυξη.

Στο δεύτερο άρθρο: «*Συγκέντρωση και ανταγωνιστικότητα στον τραπεζικό τομέα*», ο Αναπληρωτής Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Εμμανουήλ Τσιριτάκης* και ο οικονομικός αναλυτής της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος κ. *Ηλίας Τσιριγωτάκης* προχωρούν σε εμπειρική εκτίμηση του επιπέδου ανταγωνιστικότητας του τραπεζικού κλάδου στην Ελλάδα και σε άλλες χώρες αναφοράς, καθώς και στην επίδραση που ασκεί στην ανταγωνιστικότητα η συγκέντρωση του τραπεζικού τομέα.

Οι κκ. Τσιριτάκης και Τσιριγωτάκης βρίσκουν ότι η τραπεζική αγορά στην Ελλάδα είναι ανταγωνιστική. Παράλληλα, ο μονοπωλιακός ανταγωνισμός φαίνεται να αποτελεί την κυρίαρχουσα δομή σε Ελλάδα και ΕΕ, συμπέρασμα στο οποίο συγκλίνουν άλλωστε και οι περισσότερες προηγούμενες μελέτες. Τέλος, η εμπειρική τους διερεύνηση στις μεγαλύτερες τράπεζες ενός δείγματος 20 χωρών, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η συγκέντρωση δεν μειώνει την αποτελεσματικότητα του τραπεζικού τομέα.

Στο τρίτο άρθρο: «*Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης*», ο Διευθυντής Χρηματοοικονομικού Σχεδιασμού & Διαχείρισεως της Alpha Bank κ. *Γιώργος Μιχαλόπουλος* αναδεικνύει το θέμα της χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών, η οποία έχει υποστεί σοβαρό πλήγμα. Παρουσιάζει στοιχεία για την περίοδο πριν την κρίση και τις εξελίξεις κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Σύμφωνα με τον κ. Μιχαλόπουλο, παρότι οι ελληνικές τράπεζες πραγματοποιούν καίριες τομές στη λειτουργία, τον ισολογισμό και τα σχέδιά τους, η αδυναμία εξασφάλισης πόρων τις φέρνει σε κομβικό σημείο. Η ελληνική δημοσιονομική κρίση έχει αποσασθώσει τη χρηματοδοτική τους βάση, όπως είναι οι πελατειακές καταθέσεις, κλιμακώνοντας την εξάρτησή τους από την ΕΚΤ και από το πρόγραμμα στήριξης του ελληνικού Δημοσίου. Σήμερα φλερτάρουν πλέον με την απομόχλευση και την επιλεκτική εκποίηση στοιχείων του ενεργητικού. Ωστόσο, το κλειδί για την επανένταξή τους στις αγορές συναρτάται με την εξυγίανση και την αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας, καθώς και τη διευθέτηση των ευρωπαϊκών ανισορροπιών που ταλανίζουν τη διεθνή επενδυτική κοινότητα.

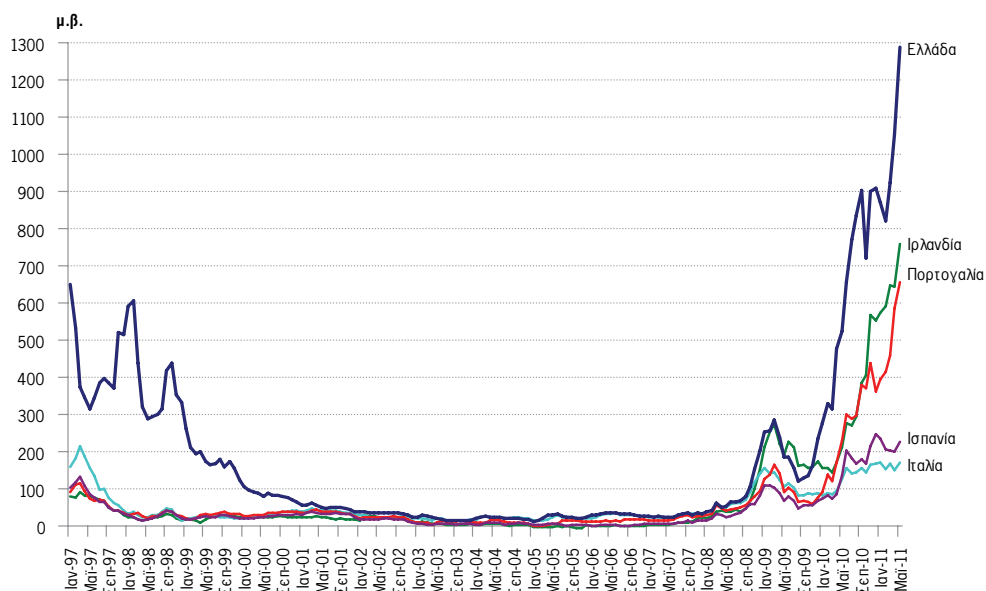
Στο τέταρτο και τελευταίο άρθρο: «*Τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες ως εργαλεία ρευστότητας*», ο Διευθυντής Capital Management & Τραπεζικής Εποπτείας της Alpha Bank κ. *Νίκος Ζαγορήσιος* και ο Προϊστάμενος της ίδιας διεύθυνσης κ. *Ιωάννης Ασημέλης* αναλύουν τον ρόλο που έπαιξαν οι τιτλοποιήσεις στη δημιουργία της κρίσης αλλά και το μέλλον τους ως μέσα χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών. Οι προγραμματιζόμενες αλλαγές του εποπτικού πλαισίου εκτιμάται ότι θα βελτιώσουν τις αδυναμίες. Άλλωστε οι καλυμμένες ομολογίες, μέσω της τυποποίησής τους, των απλών και διάφανων δομών και του συγκεκριμένου και αυστηρού εποπτικού πλαισίου, είχαν καλύτερη αποδοχή από τους επενδυτές κατά την περίοδο της κρίσης.

Οι κκ. Ζαγορήσιος και Ασημέλης εκτιμούν ότι τα καλυμμένα ομόλογα θα είναι από τα πρώτα εργαλεία που θα χρησιμοποιηθούν από τις ελληνικές τράπεζες για να επιστρέψουν στις κεφαλαιαγορές, ενώ θα αξιοποιηθούν και στη διατραπεζική αγορά ως ενέχυρο. Η μεσοπρόθεσμη ανάκαμψη των διεθνών αγορών των τιτλοποιήσεων και της ελληνικής οικονομίας θα συμβάλουν στο άνοιγμα των αγορών και για τις ελληνικές τιτλοποιήσεις. Αναμένεται να ανακάμψουν πρώτα οι τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων και έπειτα καταναλωτικών δανείων και καρτών.

2.Δ. Η κρίση στην ευρωζώνη και την Ελλάδα

Η χρηματοοικονομική κρίση, η οποία εντάθηκε τον Φθινόπωρο του 2008 μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers και την εσπευσμένη διάσωση της AIG, μετατράπηκε με πρωτοφανή ταχύτητα σε οικονομική κρίση του συνόλου της υφηλίου χάρη στην παγκοσμιοποίηση και την κατάρρευση του διεθνούς εμπορίου στο τέλος του 2008. Οι αρχές, κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες και διεθνείς οργανισμοί, εκμεταλλεόμενες τα μαθήματα της Μεγάλης Ύφεσης του 1930 παρενέβησαν δυναμικά και έγκαιρα. Αποφεύχθηκαν έτσι τα χειρότερα, καθώς τα έθνη δεν σήκωσαν τείχη προστατευτισμού που θα ενέτειναν την ύφεση. Όμως, οι διεθνείς παρεμβάσεις είχαν τεράστιο κόστος, καθώς τα δημοσιονομικά προβλήματα πολλών χωρών επιδεινώθηκαν και υπό την επιπλέον πίεση της διεθνούς ύφεσης, η θέση τους έγινε δυσχερής. Έτσι η κρίση πέρασε σε επόμενη φάση της και εξελίχθηκε σε δημοσιονομική κρίση [Reinhart & Rogoff (2009β)].

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8 Περιθώρια απόδοσης δεκαετών ομολόγων έναντι γερμανικών (Ιανουάριος 1997 - Μάιος 2011)



ΣΗΜΕΙΩΣΗ: Τα στοιχεία είναι μηνιαίοι μέσοι όροι. Ο κάθετος άξονας περιγράφει μονάδες βάσης (εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας).

ΠΗΓΗ: Eurostat

Στην ευρωζώνη, στο τέλος του 2009, οι αγορές ανακάλυψαν ότι η νομισματική ένωση έπασχε από έλλειψη δημοσιονομικού συντονισμού και έλλειψη διαδικασιών διόρθωσης των προβλημάτων που οδηγούν οι διαφορές στην ανταγωνιστικότητα των χωρών-μελών. Οι αδυναμίες του οικοδομήματος της ευρωζώνης έθεσαν υπό αμφισβήτηση ακόμα και την ίδια την ύπαρξη του κοινού ευρωπαϊκού νομίσματος. Μετά την αποκάλυψη της δημοσιονομικής εκτροπής της Ελλάδας στο τέταρτο τρίμηνο του 2009,⁸ η ανέμελη εποχή της περιόδου 1999-2008, όταν η αγορά πίστευε ότι όλες οι χώρες της ευρωζώνης είχαν την ίδια περίπου πιστοληπτική ικανότητα, πέρασε ανεπιστρεπτή (Διάγραμμα 8).

⁸ Βλέπετε, Επιτροπή για την Αξιοπιστία των Στατιστικών Στοιχείων (2010).

Κατά την πρώτη φάση της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης, η ελληνική οικονομία απέφυγε σοβαρούς κλυδωνισμούς. Όπως αναφέρθηκε νωρίτερα, η οικονομική ύφεση ήρθε με καθυστέρηση στη χώρα μας, χάρη στην ευρωστία του τραπεζικού του συστήματος, καθώς και στο γεγονός ότι η ελληνική οικονομία είναι μια σχετικά κλειστή οικονομία. Όμως, οι κλυδωνισμοί τελικά δεν αποφεύχθηκαν. Οι αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας υπήρχαν εδώ και πολλά χρόνια και ήταν μεγάλες: Έλλειψη ανταγωνιστικότητας, σπάταλος, υπερμεγεθής και αναποτελεσματικός δημόσιος τομέας. Ξεσκεπάστηκαν με την αλλαγή πολιτικής ηγεσίας τον Οκτώβριο του 2009 και την άμεση αντίδραση των αξιολογικών οίκων με υποβαθμίσεις της χώρας μας.

Έτσι, καθώς η χρηματοοικονομική κρίση του Δυτικού κόσμου ξεθύμαινε από τα μέσα του 2009, η μικρή ελληνική οικονομία βρέθηκε στο επίκεντρο του πολιτικού προβληματισμού ως η κυριότερη απειλή για τη σταθερότητα της ευρωζώνης. Οι εξελίξεις ήταν ραγδαίες. Υπό την πίεση των αγορών αλλά και των χρόνιων διαρθρωτικών αδυναμιών σύντομα οδηγηθήκαμε στα πρόθυρα της παύσης πληρωμών-χρεοκοπίας. Μόνο η παρέμβαση της ΕΕ, του ΔΝΤ και της ΕΚΤ τον Μάιο του 2010 απέτρεψε, προσωρινά έστω, μια τέτοια εξέλιξη. Τότε δόθηκε το δάνειο των €110 δισ. και υπογράφηκε το Μνημόνιο συνεργασίας, σύμφωνα με το οποίο η Ελλάδα υποχρεούνταν να προβεί σε δημοσιονομικές περικοπές και μεταρρυθμίσεις που θα επανέφεραν την οικονομία σε ισόρροπους ρυθμούς ανάπτυξης χωρίς δημοσιονομικά ελλείμματα.

Το Μνημόνιο προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας αποτελεί μια τεράστια πρόκληση για το σύνολο της ελληνικής οικονομίας και κοινωνίας. Την πρώτη χρονιά εφαρμογής του έγιναν πολλά (ασφαλιστικό, εργασιακό, δημοσιονομικό, κ.λπ.). Πάρθηκαν πολλά οριζόντια μέτρα μείωσης των δαπανών και αύξησης της φορολογίας. Η εξέλιξη του όμως παραμένει αβέβαιη. Τα ερωτήματα είναι πολλά και ορισμένα από αυτά αναλύονται στις Ενότητες Δ' και Ε'. Εκεί επιχειρείται η παρουσίαση της ελληνικής κρίσης χρέους και τα ιδιόζοντα προβλήματα που προκύπτουν από αυτή. Διερευνώνται, επίσης, και οι αδυναμίες και ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας που την οδήγησαν σε αδιέξοδο, ενώ αξιολογούνται και τα αίτια της συστημικής ευρωπαϊκής κρίσης.

Στο πρώτο άρθρο της *Ενότητας Δ'* με τίτλο: «*Η δυναμική του χρέους στις χώρες της ΟΝΕ και οι αντιδράσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών*», ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών και Γενικός Διευθυντής του ΙΟΒΕ κ. *Γιάννης Στουρνάρας* και η Προϊσταμένη Τμήματος της Διεύθυνσης Μακροοικονομικής Ανάλυσης & Προβλέψεων του Υπ. Οικονομικών κ. *Νάνσυ Θεοφιλάκου* εξετάζουν εμπειρικά τη βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών στην ΟΝΕ, κατά την περίοδο 1988-2009, ενσωματώνοντας στο οικονομετρικό πλαίσιο τις προσδοκίες των χρηματοπιστωτικών αγορών για την εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης δείχνουν ότι οι κυβερνήσεις φαίνονται να λαμβάνουν μέτρα τόσο όταν το χρέος αυξάνεται (ικανή συνθήκη δημοσιονομικής βιωσιμότητας), καθώς και όταν δυσχεραίνουν οι προσδοκίες των επενδυτών.

Ωστόσο, ο κ. Στουρνάρας και η κα Θεοφιλάκου βρίσκουν ότι η δημοσιονομική προσπάθεια σταθεροποίησης του χρέους προέρχεται από τις χώρες με μικρότερο λόγο χρέους προς ΑΕΠ, ενώ εκείνες με μεγαλύτερο λόγο χρέους φαίνεται να υιοθετούν περιοριστικά δημοσιονομικά μέτρα μικρότερης κλίμακας, αντιδρώντας μόνο στις πιέσεις των αγορών και στη συνακόλουθη αύξηση του κόστους δανεισμού. Μετά την ίδρυση της ΟΝΕ, η δημοσιονομική αντίδραση στην αύξηση του χρέους εξασθενεί, ενώ οι αγορές επιδρούν σημαντικά στην άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής.

Στο δεύτερο άρθρο: «*Συστημική κρίση και διαμάχες στην ευρωζώνη*», ο Καθηγητής στο Αμερικανικό Κολλέγιο Θεσσαλονίκης (ΑCT) κ. *Αρχοντής Πάντσιος* και ο οικονομολόγος κ. *Καλλίνικος Νικολακόπουλος* αναλύουν τον μηχανισμό των συγκρούσεων και την εμφάνιση συστημικών κρίσεων στο πλαίσιο μιας νομισματικής ένωσης όπως η ευρωζώνη, χρησιμοποιώντας το κλασικό υπόδειγμα της σχέσης ανάμεσα στο διεθνές εμπόριο και τις συγκρούσεις μεταξύ κρατών. Οι δυνητικές συγκρούσεις που οφείλονται στις μακροοικονομικές ανισορροπίες και την απώλεια της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής αντιπαράθενται στα οφέλη από τον αυξημένο ανταγωνισμό και τις συναλλαγές. Οι συγκρούσεις στην ευρωζώνη είναι κυρίως ανάμεσα στις πλεονασματικές χώρες του Βορρά (ή του Κέντρου) και τις ελλειμματικές χώρες του Νότου (ή της Περιφέρειας).

Σύμφωνα με τους κκ. Πάντσιος και Νικολακόπουλο, οι δυνητικές διαμάχες μέσα στη νομισματική ένωση έχουν κόστος. Συνεπώς, ο διαφορετικός βαθμός ανταγωνιστικότητας απαιτεί και ένα διαφορετικό μείγμα

πολιτικής που θα διορθώνει το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας των ελλειμματικών χωρών. Απαιτείται ένας μηχανισμός «διόρθωσης» των μακροοικονομικών ανισορροπιών μέσω της δημιουργίας κανόνων που θα αποτρέπουν όχι μόνο τα υπερβολικά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών, αλλά και τα ανάλογα πλεονάσματα μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης.

Στο τρίτο άρθρο: «*Το ελληνικό κράτος στο αναμορφωτήριο: για παρακώλυση του ανταγωνισμού και της οικονομικής ανάπτυξης, αλλά και για ...τάσεις αυτοκαταστροφής*», ο Ανώτερος Διευθυντής Οικονομικών Μελετών της Alpha Bank κ. *Μιχάλης Μασουράκης* αναλύει την κυριότερη κατ' αυτόν αιτία της ελληνικής κρίσης: Την εκτεταμένη κρατική παρέμβαση, η οποία έχει οδηγήσει την ελληνική οικονομία σε ένα τέλμα αναποτελεσματικότητας και χαμηλής ανταγωνιστικότητας. Η προσοδοθηρία καταδικάζει τη χώρα σε χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, ενώ η πολιτική τάξη δεν ανταποκρίνεται στις προσδοκίες των πολιτών.

Ο κ. Μασουράκης παρουσιάζει τις επώδυνες μεταρρυθμίσεις που επιχειρούνται στο πλαίσιο του σταθεροποιητικού προγράμματος υπό την αιγίδα της ΕΕ και του ΔΝΤ. Οι αλλαγές αυτές αναμένεται να βγάλουν τη χώρα από την κρίση και να συμβάλουν στον μαρασμό του παρεμβατικού κράτους. Η δημοσιονομική προσαρμογή μπορεί να επιταχυνθεί εφόσον οι απαραίτητες διαρθρωτικές αλλαγές εφαρμοσθούν με συνέπεια και ταχύτητα. Το μέλλον της ελληνικής οικονομίας πρέπει να αναζητηθεί στην αναδιάρθρωση της οικονομίας προς διεθνώς εμπορεύσιμους τομείς οικονομικής δραστηριότητας, με τις εξαγωγές, τον τουρισμό και τα ακίνητα να παίζουν τον κυρίαρχο ρόλο στην αναπτυξιακή δυναμική.

Στο τέταρτο άρθρο: «*Πολιτική οικονομία εν μέσω κρίσης*», ο Αναπληρωτής Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Χριστόδουλος Στεφανάδης* αναγνωρίζει τα θεσμικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας ως τη βάση του σημερινού αδιεξόδου και εξετάζει τις δυνατότητες που προσφέρει μια θεσμική αναβάθμιση. Τα τρία σημαντικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας είναι α) οι αδύναμοι θεσμοί ιδιοκτησίας και οι στρεβλώσεις στην κατανομή του ταλέντου, β) οι αδύναμοι χρηματοοικονομικοί θεσμοί, και γ) η διαφθορά στη δημόσια διοίκηση.

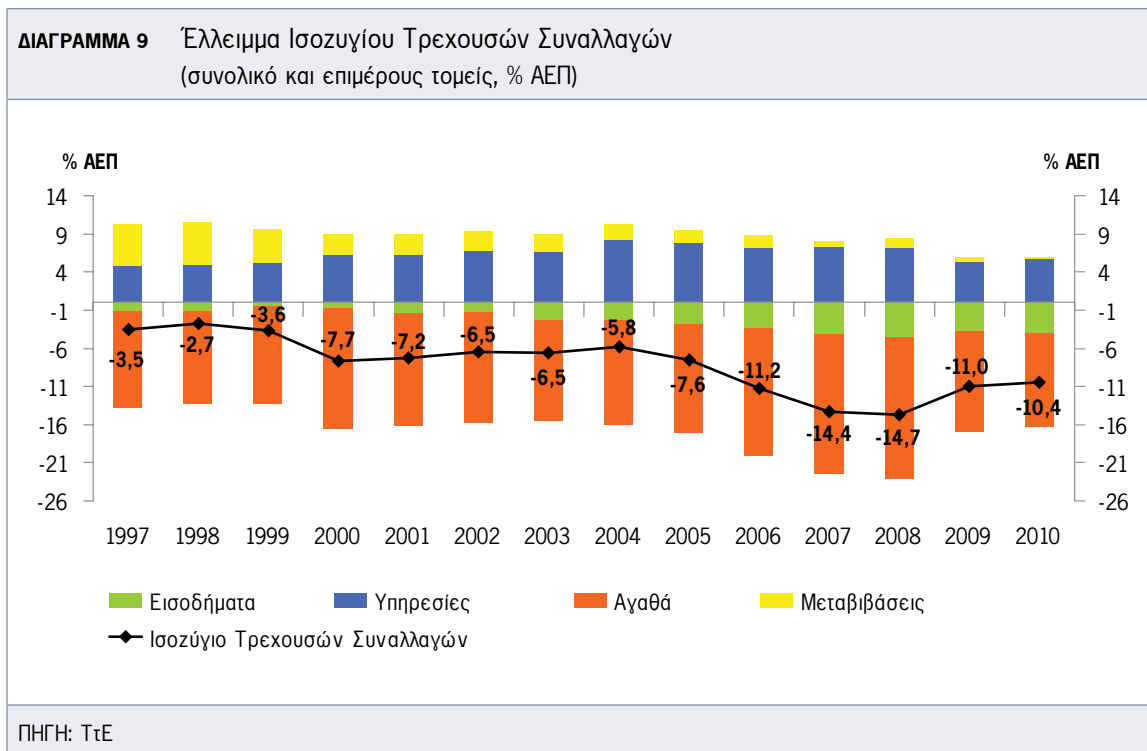
Σύμφωνα με τον κ. Στεφανάδη, η οικονομική κρίση θα μπορούσε να αποτελέσει μια ευκαιρία για θεσμικές αλλαγές, που θα οδηγούσαν σε σημαντικά μακροπρόθεσμα οφέλη για την ελληνική οικονομία. Η δημιουργία κοινωνικο-πολιτικών συμμαχιών που υποστηρίζουν μια θεσμική βελτίωση είναι πιο εύκολη κατά τη διάρκεια μιας κρίσης. Όμως, επειδή η κρίση είναι ένα σχετικά βραχυπρόθεσμο κυκλικό φαινόμενο, ενώ τα αποτελέσματα μιας θεσμικής αναβάθμισης είναι μακροπρόθεσμα, τα κέρδη από μια θεσμική βελτίωση πιθανώς δεν θα έρθουν εγκαίρως για να βοηθήσουν στην αντιμετώπιση της τωρινής κρίσης.

Στο πέμπτο και τελευταίο άρθρο της Ενότητας Δ' με τίτλο: «*Μεταρρύθμιση της κοινωνικής ασφάλισης και της αγοράς εργασίας και μακροχρόνιες δημοσιονομικές προοπτικές*», ο Διευθυντής της Διεύθυνσης Οικονομικής Αναλύσεως της Alpha Bank κ. *Δημήτρης Μαρούλης* αναλύει τη σημασία για τη μακροχρόνια δημοσιονομική σταθερότητα των μεταρρυθμίσεων στο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης και στην αγορά εργασίας. Τόσο το ΔΝΤ όσο και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή το 2009 είχαν εκτιμήσει ότι χωρίς σημαντικές αλλαγές, η δυναμική του δημόσιου χρέους, λόγω της οικονομικής πολιτικής και με δεδομένη την τάση γήρανσης του ελληνικού πληθυσμού, παρουσίαζε ακραίες τάσεις αυξανόμενης ανισορροπίας και εκτροχιασμού.

Σύμφωνα με τον κ. Μαρούλη, οι ανισορροπίες αντιμετωπίζονται ουσιαστικά με το εφαρμοζόμενο Πρόγραμμα Δημοσιονομικής Προσαρμογής και Μεταρρυθμίσεων και με την εκ βάθρων μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος και της αγοράς εργασίας της χώρας, τις οποίες και παρουσιάζει συνοπτικά. Η συστηματική εφαρμογή αυτών των πολιτικών και μεταρρυθμίσεων στις επόμενες δεκαετίες αυξάνει τον δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας και αποκαθιστά συνθήκες μακροχρόνιας δημοσιονομικής ισορροπίας στη χώρα.

2.Ε. Ανταγωνιστικότητα

Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας είναι το βαθύτερο πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας και έχει αναγνωριστεί ως μία από τις κύριες αδυναμίες που οδήγησαν στη σημερινή ελληνική κρίση. Κύρια πηγή του είναι η αδυναμία του κράτους να επιβάλλει ένα πλαίσιο κανόνων στις οικονομικές και κοινωνικές σχέσεις των πολιτών μεταξύ τους, καθώς και στις σχέσεις τους με το κράτος, με τρόπο που να διασφαλίζει, να εξυπηρετεί και να γίνεται σεβαστό από όλους, χωρίς συγχρόνως να εμποδίζει τη δημιουργικότητα και την επιχειρηματικότητα.



Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας αντανακλάται σε μακροοικονομικό επίπεδο στο έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (Διάγραμμα 9) και σε μικροοικονομικό επίπεδο σε διεθνείς δείκτες μέτρησης, όπως αυτοί της Παγκόσμιας Τράπεζας. Οι δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας παρουσιάζουν στοιχεία για τα χαρακτηριστικά του νομοθετικού περιβάλλοντος της κάθε χώρας που είτε βοηθούν είτε εμποδίζουν την επιχειρηματικότητα και τη δημιουργία θέσεων εργασίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία του 2010, η Ελλάδα κατατάσσεται στην καθόλου αξιολύτρευτη 109^η θέση σε σύνολο 183 ως προς την ευκολία άσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας. Στον Πίνακα 3 περιγράφονται ορισμένα από τα στοιχεία αυτά.

Στην παρούσα *Ενότητα Ε'*, μια σειρά πέντε άρθρων εξετάζει το πρόβλημα της χαμηλής ανταγωνιστικότητας τόσο από τη μακροοικονομική όσο και από τη μικροοικονομική σκοπιά. Αναλύονται οι βαθύτερες αιτίες και οι επιπτώσεις στο σύνολο της οικονομίας και τις επιχειρήσεις. Επίσης, παρουσιάζονται προτάσεις που δύναται να οδηγήσουν σε μια πιο σταθερή, ανταγωνιστική και ευημερούσα οικονομία, με την υιοθέτηση των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων από την πλευρά του κράτους και των κατάλληλων επιχειρηματικών στρατηγικών από την πλευρά των επιχειρήσεων.

Στο πρώτο άρθρο: «*Ανταγωνισμός και ρύθμιση στις αγορές προϊόντων υπό το πρίσμα της κρίσης στην ελληνική οικονομία*», ο Καθηγητής στο Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών κ. Νικόλαος Βέττας ασχολείται με τα χαρακτηριστικά των ελληνικών αγορών προϊόντων και υπηρεσιών από την πλευρά του ανταγωνισμού, ειδικότερα

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Δείκτες Ευκολίας του Επιχειρείν 2010						
	Κατάταξη	Έναρξη Επιχείρησης (ημέρες)	Κόστος Εγγραφής Ιδιοκτησίας (% αξίας)	Δείκτης Προστασίας Επενδυτών (0-10)	Εξαγωγή Αγαθών (ημέρες)	Πληρωμή Φόρων (ώρες ετησίως)
ΟΟΣΑ		13,8	4,4	6,0	10,9	199,4
ΗΠΑ	5	6	0,5	8,3	7	187
ΗΝ. ΒΑΣΙΛΕΙΟ	4	13	4,1	8,0	7	110
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	22	15	5,1	5,0	7	215
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	9	13	6,3	8,3	7	76
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	47	7	7,4	7,0	15	218
ΙΣΠΑΝΙΑ	49	47	7,1	5,0	9	197
ΕΛΛΑΔΑ	109	19	12,7	3,3	20	224

Στον Δείκτη Προστασίας των Επενδυτών, 10=βέλτιστη προστασία
 ΠΗΓΗ: World Bank, Doing Business 2011

υπό το πρίσμα της τρέχουσας κρίσης. Ανεξάρτητα από το εάν υπάρχει υψηλή ή χαμηλή συγκέντρωση, η συνύπαρξη υψηλών περιθωρίων κέρδους και χαμηλής δυναμικής (είσοδος και έξοδος επιχειρήσεων) εξηγείται από τα υψηλά εμπόδια εισόδου. Ενίοτε αυτά είναι θεσμοθετημένα, αλλά κατά κύριο λόγο είναι άτυπα και σχετίζονται με το ασαφές και ευμετάβλητο θεσμικό πλαίσιο, την πολυνομία και τη διαφθορά. Δημιουργείται έτσι μια ασυμμετρία ανάμεσα στους «έσω» και τους «έξω» του συστήματος (incumbents vs potential entrants) στην ελληνική αγορά.

Ο κ. Βέττας επισημαίνει ότι η ελληνική οικονομία δεν θα βγει από την τρέχουσα κρίση εκτός εάν υπάρξει ουσιαστικό άνοιγμα των αγορών και προσέλκυση νέων επενδύσεων. Περιγράφει επίσης περιθώρια βελτίωσης της λειτουργίας της Επιτροπής Ανταγωνισμού και των κλαδικών Ρυθμιστικών Αρχών. Κατά την άποψή του, είναι ιδιαίτερα κρίσιμο να προωθηθεί η ενδυνάμωση της ουσιαστικής ανεξαρτησίας των Αρχών, η μείωση του διοικητικού βάρους για τις επιχειρήσεις, η διαχρονική συνέπεια των κρατικών αποφάσεων και η περαιτέρω εναρμόνισή τους με το κοινοτικό δίκαιο.

Στο δεύτερο άρθρο: «*Η απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας μετά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ*», ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. Δημήτριος Μαλλιάρopoulos, αφού παρουσιάζει τους διαφορετικούς τύπους δεικτών που μετρούν την ανταγωνιστικότητα, προχωρά στην κατασκευή ενός εναλλακτικού δείκτη ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Ο δείκτης αυτός βασίζεται σε κλαδικούς δείκτες τιμών και κόστους εργασίας, οι οποίοι δεν συμπεριλαμβάνουν τους μη εμπορεύσιμους κλάδους και έτσι αποδίδουν διαφορετικό συντελεστή στάθμισης στους εμπορικούς εταίρους σε κάθε κλάδο.

Τα αποτελέσματα της μελέτης του κ. Μαλλιάρopoulos δείχνουν ότι κατά την περίοδο 2000-2009, η ανταγωνιστικότητα των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών της ελληνικής οικονομίας έχει υποχωρήσει κατά περίπου 7%-10%, ένα μέγεθος πολύ μικρότερο από ό,τι εκτιμούν πολλοί διεθνείς οργανισμοί και οι κεντρικές τράπεζες. Η βασική διαφορά στις εκτιμήσεις αυτές οφείλεται στο γεγονός ότι στην ανάλυση του κ. Μαλλιάρopoulos μετράται η ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών και όχι όλης της οικονομίας και μετράται η ανταγωνιστικότητα στον κλάδο των υπηρεσιών έναντι διαφορετικών χωρών από ό,τι για τα αγαθά. Το κεντρικό συμπέρασμα είναι ότι η απαραίτητη «εσωτερική υποτίμηση» για να επανέλθει η ελληνική οικονομία σε αναπτυξιακή τροχιά δεν είναι τόσο μεγάλη όσο συχνά παρουσιάζεται από διεθνείς αναλυτές.

Στο τρίτο άρθρο: «*Η εξωτερική ανισορροπία της Ελληνικής Οικονομίας: Αίτια, χαρακτηριστικά και σενάρια προσαρμογής*», ο οικονομολόγος της Διεύθυνσης Μελετών & Προβλέψεων της Eurobank EFG Δρ *Αναστάσιος Αναστασάτος* σε ένα συμπληρωματικό άρθρο με το προηγούμενο, επιχειρεί μια ποιοτική περιγραφή των χαρακτηριστικών και των τάσεων του ελληνικού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ). Επισκοπεί τις θεωρητικές εξηγήσεις του ΙΤΣ και πραγματοποιεί μια οικονομετρική ανάλυση της διατηρησιμότητας του ΙΤΣ και των αναγκαίων προσαρμογών που πρέπει να συντελεστούν στην ιδιωτική κατανάλωση, το πραγματικό κόστος εργασίας κατά μονάδα προϊόντος και την πραγματική ισοτιμία, ώστε να διορθωθεί η απόκλιση της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές.

Τα συμπεράσματα του κ. Αναστασάτου μεταφράζονται σε προτάσεις πολιτικής. Ο διαρθρωτικός μετασχηματισμός του μοντέλου ανάπτυξης αποτελεί και κρίσιμη προϋπόθεση επιτυχίας της προσπάθειας δημοσιονομικής σταθεροποίησης. Η συγκράτηση των δανειακών υποχρεώσεων κράτους και νοικοκυριών πρέπει να συνοδευτεί από κάμψη της κατανάλωσης, διευκόλυνση παραγωγικών εξωστρεφών εγχώριων επενδύσεων, συντονισμένη στροφή της προσφοράς προς τα διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες, καθώς και στροφή της εγχώριας ζήτησης από τα εισαγόμενα σε ελληνικά προϊόντα. Η ενίσχυση των εξαγωγικών επιδόσεων της οικονομίας δεν μπορεί να βασιστεί σε μισθολογικές μειώσεις, αλλά στην εξειδίκευση σε προϊόντα και υπηρεσίες υψηλότερης τεχνολογίας –και άρα προστιθέμενης αξίας– και σε δυναμικότερα αναπτυσσόμενες αγορές.

Στο τέταρτο άρθρο: «*Οι ελληνικές επιχειρήσεις μετά την κρίση: Προοπτικές και στρατηγικές για διεθνή ανταγωνιστικότητα*», ο Καθηγητής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών κ. *Σπύρος Λιούκας* αναλύει σε μικροοικονομικό επίπεδο τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στις ελληνικές επιχειρήσεις στο νέο επιχειρηματικό περιβάλλον μετά την κρίση. Από την επιτυχή προσαρμογή των επιχειρήσεων στα νέα δεδομένα θα κριθεί τελικά η διεθνής ανταγωνιστικότητα της χώρας. Στις νέες αυτές ανταγωνιστικές αγορές, η ικανότητα των επιχειρήσεων και επιχειρηματιών γίνεται ακόμα πιο σημαντικός παράγοντας. Κρίσιμης σημασίας είναι η στρατηγική των επιχειρήσεων, δηλαδή το πώς θα προσφέρουν ελκυστικά και ποιοτικά προϊόντα σε χαμηλότερα επίπεδα κόστους στον πιεσμένο σήμερα καταναλωτή.

Σύμφωνα με τον κ. Λιούκα, η συνεχής εισαγωγή σειράς καινοτομιών μπορεί να συμβάλει στην προσπάθεια αύξησης της ανταγωνιστικότητας. Η καινοτομική δραστηριότητα μπορεί να αντλήσει ιδέες από τη διεθνή αγορά και την ελληνική παράδοση, αλλά και να στηριχθεί στη δημιουργικότητα των Ελλήνων. Είναι πιο εφικτό για τις ελληνικές επιχειρήσεις να ακολουθήσουν ένα μοντέλο «ανοιχτής καινοτομίας», παρά ένα μοντέλο με οδηγό την Έρευνα & Ανάπτυξη. Ο συγγραφέας μάλιστα παρουσιάζει σχετικά στοιχεία για τις ελληνικές επιχειρήσεις. Στο νέο αυτό πλαίσιο, οι δημόσιες πολιτικές μπορεί να συμβάλουν περισσότερο αν εστιασθούν τόσο στη στήριξη της ανοιχτής καινοτομίας και διαφορετικότητας όσο και στην καλλιέργεια κουλτούρας δημιουργίας και επιχειρηματικότητας.

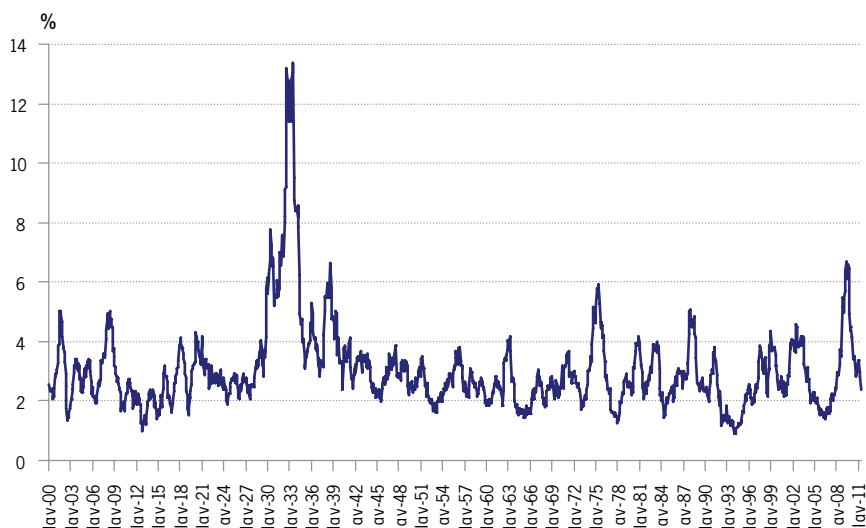
Στο πέμπτο και τελευταίο άρθρο: «*Αγορά εργασίας και επιχειρήσεις: κρίση και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις*», η υποψήφια Διδάκτωρ του London Business School κα *Έλενα Σιμιντζή* εξετάζει την επίδραση της προστασίας της απασχόλησης των εργαζομένων στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με δανεισμό, κάτι το οποίο πιθανώς έχει επιπτώσεις στο μέγεθος της πραγματικής τους δραστηριότητας και, συνεπώς, και στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας γενικότερα. Η μελέτη αυτή είναι σημαντική για την Ελλάδα σε μια χρονική περίοδο κατά την οποία η ακαμψία της αγοράς εργασίας έχει συζητηθεί ως πιθανό αίτιο της κρίσης που πλήττει τη χώρα, ενώ προωθούνται διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην εργατική νομοθεσία, οι οποίες θεωρούνται αναγκαίες για την αντιμετώπιση της κρίσης.

Η κα Σιμιντζή χρησιμοποιεί δεδομένα από 21 χώρες του ΟΟΣΑ, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας, και αξιοποιεί διαστρωματικές και διαχρονικές μεταβολές στις νομοθεσίες προστασίας της απασχόλησης για τις οικονομετρικές της εκτιμήσεις. Βρίσκει ότι μετά από μεταβολές που αυξάνουν την προστασία των εργαζομένων, οι επιχειρήσεις μειώνουν τη χρηματοδότησή τους με δανεισμό από τις τράπεζες. Με άλλα λόγια, η λειτουργική μόχλευση αντικαθιστά τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Όμως, τα χαμηλότερα επίπεδα δανεισμού για τις επιχειρήσεις συνδέονται και με μικρότερη βιομηχανική παραγωγή ανά εργαζόμενο και, τελικά, με μικρότερη ανάπτυξη (κατά κεφαλήν ΑΕΠ).

2.ΣΤ. Κρίση & η τιμολόγηση στις αγορές

Οι αλληπάλληλες κρίσεις των τελευταίων τεσσάρων ετών επηρέασαν τις αγορές σε όλο τον πλανήτη. Δεν υπήρξε χώρα και αγορά, είτε μετοχών, είτε αγαθών, είτε χρήματος που να μην επηρεάσθηκε. Η επίδραση δεν ήταν αποκλειστικά αρνητική πάντοτε, αλλά ούτε και η διάρκεια της αναταραχής ίδια σε όλες τις αγορές. Ένα κοινό χαρακτηριστικό σε όλες τις αγορές όμως, ήταν ο έντονος φόβος για το τι μέλλει γενέσθαι στο μέλλον. Η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών, για παράδειγμα, αντικατοπτρίζει τη διαχρονική διακύμανση του φόβου αυτού και της γενικότερης αβεβαιότητας. Η μεταβλητότητα κορυφώθηκε στο τελευταίο τρίμηνο του 2008 και το πρώτο τρίμηνο του 2009, όταν η χρηματοοικονομική κρίση είχε επηρεάσει τις πραγματικές οικονομίες όλων των χωρών του πλανήτη και το διεθνές εμπόριο είχε καταρρεύσει. Η μεταβλητότητα δεν έφτασε στα ύψη-ρεκόρ της περιόδου 1929-1934, αλλά ήταν ιστορικά η δεύτερη μεγαλύτερη στα τελευταία 110 χρόνια από το 1900! (Διάγραμμα 10). Σήμερα στις ΗΠΑ η μεταβλητότητα έχει μειωθεί, αλλά τα προβλήματα έχουν πάρει διαφορετική μορφή, όπως εξηγήθηκε νωρίτερα στην Ενότητα Δ΄ και αναλύεται αργότερα στην παρούσα ενότητα.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10 Διακύμανση τιμών μετοχών στις ΗΠΑ, Δείκτης S&P 500
(Ιανουάριος 1900 - Μάιος 2011)



ΣΗΜΕΙΩΣΗ: Κυλιόμενος μέσος όρος τελευταίου δωδεκαμήνου των απόλυτων τιμών της μηνιαίας ποσοστιαίας μεταβολής των τιμών του δείκτη.

ΠΗΓΗ: ECOWIN

Στην παρούσα *Ενότητα ΣΤ΄* περιλαμβάνονται έξι οικονομετρικά άρθρα, τα οποία εξετάζουν διαφορετικές πτυχές της λειτουργίας και τιμολόγησης των αγορών κατά τη διάρκεια της πολλαπλής κρίσης. Αναλύονται σε βάθος οι μεταβολές στα περιθώρια των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης, η μεταβλητότητα στα χρηματιστήρια, η σχέση μεταξύ τραπεζικών μετοχών και μετοχών εταιρειών ακινήτων, καθώς και η κατανομή των χρηματοοικονομικών επενδύσεων και η στατιστική μορφή τους.

Στο πρώτο άρθρο: «*Συστηματικά σφάλματα στις προβλέψεις των αναλυτών και τακτική κατανομή επενδύσεων*», ο Επίκουρος Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Νικόλαος Κουρογένης* και ο Καθηγητής κ. *Νικήτας Πιπτής* εξετάζουν μια σημαντική πτυχή της κρίσης, τη μη ορθολογικότητα των επενδυτών, ένα θέμα πολύπλοκο και δύσκολο. Εξετάζουν τις επιπτώσεις της χρήσης του υποδείγματος Arbitrage Pricing για τις

αποδόσεις μιας οποιασδήποτε μορφής επένδυσης όταν δεν ισχύει η υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή. Εξετάζεται η περίπτωση όπου η μη-ορθολογικότητα πηγάζει από την ύπαρξη συστημικού σφάλματος στις προβλέψεις των αναλυτών.

Οι κκ. Κουρογένης και Πιττής καταλήγουν σε αναλυτική έκφραση που συνδέει την αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης με το συστηματικό μέρος του σφάλματος των προσδοκιών. Εφαρμόζουν το αποτέλεσμα αυτό στην πρόβλεψη των αναμενόμενων αποδόσεων του δείκτη S&P 500 και των αμερικανικών ομολόγων Βαα. Το όφελος και στις δύο περιπτώσεις ήταν η μείωση του μέσου σφάλματος πρόβλεψης των αποδόσεων (RMSE) κατά περίπου 3% στην πρώτη και περίπου 9,5% στη δεύτερη.

Στο δεύτερο άρθρο: «*Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η αγορά κατοικίας: Επιπτώσεις στις ελληνικές μετοχές των Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία*», ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. Νικόλαος Απέργης διερευνά οικονομετρικά τη σχέση ανάμεσα στις μετοχικές αποδόσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων και των αποδόσεων των ανωνύμων εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (REITs), καθώς και της μεταβλητότητας των αποδόσεων ανάμεσα στα δύο αυτά είδη περιουσιακών στοιχείων.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα του κ. Απέργη είναι ενδιαφέροντα, αφού δείχνουν ότι οι αποδόσεις των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία επηρεάζουν σημαντικά τις αντίστοιχες αποδόσεις των μετοχών των τραπεζικών ιδρυμάτων, τόσο σε όρους μέσων όσο και σε όρους διακύμανσης. Μάλιστα, η επίδραση αυτή έγινε εξαιρετικά πιο έντονη μετά το ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Στο τρίτο άρθρο: «*Μεταβλητότητα στο ελληνικό και στα διεθνή χρηματιστήρια κατά την περίοδο 2006-2008*», ο Αναπληρωτής Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. Γεώργιος Σκιαδόπουλος αναλύει τη μεταβλητότητα των χρηματιστηριακών δεικτών και καταλήγει ότι αν και τα αίτια της κρίσης που παρατηρήθηκαν στις χώρες του εξωτερικού δεν έχουν παρουσία στην ελληνική αγορά, εντούτοις είναι φανερό ότι η διεθνοποίηση των αγορών προκάλεσε διάχυση της μεταβλητότητας και στην ελληνική αγορά.

Στα πλαίσια της ελληνικής αγοράς, ο κ. Σκιαδόπουλος καινοτομεί κατασκευάζοντας δύο νέους δείκτες μεταβλητότητας, τους GVIX και VASE-20 που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ένα αξιόπιστο βαρόμετρο της μεταβλητότητας του ελληνικού χρηματιστηρίου, καθώς και σε σωρεία άλλων εφαρμογών, όπως στη μέτρηση κινδύνου με τη χρήση του VaR, στην πρόβλεψη της μελλοντικής μεταβλητότητας, την ανάπτυξη παραγώγων μεταβλητότητας και στη διαμόρφωση επικερδών μετοχικών στρατηγικών.

Τα επόμενα δύο άρθρα επικεντρώνονται στο καυτό ζήτημα των έντονων διαφοροποιήσεων στο κόστος δανεισμού των χωρών της ευρωζώνης και προσπαθούν να τις εξηγήσουν. Τίποτα δεν είναι το ίδιο μετά την ελληνική κρίση του Νοεμβρίου του 2009. Η ελληνική κρίση ανέδειξε το γεγονός ότι η ευρωζώνη δεν είναι μια τόσο συμπαγής νομισματική ένωση, όσο θεωρούσε στο παρελθόν η αγορά. Μπορεί η αγορά σήμερα να υπερβάλλει, έχει όμως χάσει την πίστη που είχε στο παρελθόν ότι ο πιστωτικός κίνδυνος των χωρών της ευρωζώνης είναι λίγο πολύ ο ίδιος ανάμεσα στις χώρες που την απαρτίζουν. Σήμερα οι διαφοροποιήσεις είναι έντονες, όπως άλλωστε φαίνεται ξεκάθαρα στο Διάγραμμα 8 της προηγούμενης Ενότητας Δ'.

Στο τέταρτο άρθρο: «*Ερμηνεύοντας τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης την περίοδο που ακολούθησε το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης*», ο Επικεφαλής της Διεύθυνσης Τρέχουσας Οικονομικής Ανάλυσης της Eurobank EFG Δρ Πλάτων Μονοκρούσος με μια εμπειρική μελέτη, επιχειρεί να ερμηνεύσει τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης. Πριν την κρίση, οι αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων των χωρών-μελών της ευρωζώνης παρουσίαζαν υψηλό βαθμό σύγκλισης με αυτές των αντίστοιχων γερμανικών κυβερνητικών τίτλων. Μετά από το ξέσπασμα της κρίσης, η ισχυρή σύγκλιση διερράγη.

Ο κ. Μονοκρούσος εκτιμά ένα υπόδειγμα το οποίο συνδυάζει χρονολογικές σειρές με διαστρωματικά στοιχεία των επιμέρους χωρών. Τα αποτελέσματα προσφέρουν μαρτυρία υπέρ της υπόθεσης ότι τα μεγάλα κρατικά πακέτα στήριξης του τραπεζικού κλάδου σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες οδήγησαν σε κάποιο είδος μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου από τον ιδιωτικό (τραπεζικό) τομέα στον δημόσιο τομέα. Η μελέτη βρίσκει επίσης ότι το ένα τρίτο της διακύμανσης του περιθωρίου οφείλεται στην εξέλιξη του εγγενούς

(σχετικού με τη Γερμανία) πιστωτικού κινδύνου των υπό εξέταση χωρών, ενώ τα δύο τρίτα αποδίδονται στις σχετικές συνθήκες ρευστότητας στις αγορές ομολόγων της ευρωζώνης και σε γενικότερους παράγοντες, όπως ο βαθμός αποστρόφης των επενδυτών για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου και οι ανησυχίες για τη βιωσιμότητα της ευρωζώνης.

Στο πέμπτο άρθρο: «*Προσδιοριστικοί παράγοντες και κυκλικές αλλαγές του περιθωρίου μεταξύ των ελληνικών και γερμανικών επιτοκίων*», ο Καθηγητής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών κ. *Ηλίας Τζαβαλής* βρίσκει ότι υπάρχουν δύο καταστάσεις που χαρακτηρίζουν την αγορά ελληνικών ομολόγων: η ανοδική και η καθοδική. Στην πρώτη κατάσταση το περιθώριο χαρακτηρίζεται από πολύ χαμηλά μέσα επίπεδα και χαμηλές διακυμάνσεις, ενώ στη δεύτερη από πολύ υψηλά λόγω μεγαλύτερου επενδυτικού ή πιστωτικού κινδύνου. Όπως αναμένεται, η δεύτερη είναι η περίοδος πριν την ένταξη στη ευρωζώνη, καθώς και η τελευταία περίοδος των πολλαπλών κρίσεων. Η πρώτη είναι η περίοδος της ένταξης στην ευρωζώνη πριν τη διεθνή κρίση.

Σύμφωνα με τον κ. Τζαβαλή, στην καθοδική περίοδο, δύο παράγοντες μπορούν να συμβάλουν σημαντικά στην αποκλιμάκωση του περιθωρίου: Η πτώση του πληθωρισμού και η αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης. Αυτό φαίνεται να χαρακτηρίζει την αλλαγή στην κατάσταση της αγοράς ομολόγων κατά την προενταξιακή περίοδο 1999-2001 της ελληνικής οικονομίας στην ΟΝΕ.

Τέλος, στο έκτο και τελευταίο άρθρο: «*Περιγραφική απεικόνιση μη-στάσιμων χρηματοοικονομικών χρονοσειρών: Χωρικές κατανομές και χρόνος παραμονής*», ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πελοποννήσου κ. *Δημήτριος Θωμάκος* παρουσιάζει τη χρήση μιας σύγχρονης μεθοδολογίας περιγραφής και απεικόνισης των εγγενών χαρακτηριστικών μιας μη-στάσιμης χρηματοοικονομικής χρονοσειράς, όπως οι τιμές μιας μετοχής, μια συναλλαγματική ισοτιμία κ.λπ.

Η καινοτόμος μεθοδολογία του κ. Θωμάκου μας δίνει τη δυνατότητα να ερμηνεύσουμε τα χρονικά μεταβαλλόμενα χαρακτηριστικά μιας χρονοσειράς, εισάγοντας την έννοια της «χωρικής κατανομής του χρόνου παραμονής» σε ένα εύρος τιμών, αντικαθιστώντας έτσι την έννοια της συνάρτησης πιθανότητας (συνκνότητας) που συναντάμε σε στάσιμες χρονοσειρές και στην κλασική στατιστική. Η νέα αυτή έννοια, δηλαδή ο χρόνος παραμονής γύρω από συγκεκριμένα επίπεδα τιμών είναι ουσιαστικής σημασίας σε περιόδους όπως αυτή που διανύουμε: όλοι θέλουν να έχουν μια, γενική έστω αντίληψη, για το πόσο χρόνο αναμένεται να διαρκέσει η κρίση και (επιπλέον) όσο αυτή διαρκεί σε τι επίπεδα αναμένουμε να κινηθούν οι αγορές.

2.Ζ. Ρυθμιστική παρέμβαση και εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα

Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση έφερε στο προσκήνιο διάφορες προβληματικές πτυχές της λειτουργίας του σημερινού παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος. Ανάμεσα στις κύριες αιτίες της κρίσης συμπεριλαμβάνονται παράγοντες που αφορούν το σύστημα εποπτείας και το ρυθμιστικό πλαίσιο.

Η αποτυχία του συστήματος εποπτείας έχει τις ρίζες της στην πολιτικοοικονομική ιδεολογία που επικρατούσε στις ΗΠΑ και τις υπόλοιπες ανεπτυγμένες χώρες πριν την κρίση, σύμφωνα με την οποία οι αγορές είναι αποτελεσματικές και οι επενδυτές και παράγοντες της αγοράς ορθολογικοί στην οικονομική συμπεριφορά τους [Fama (1991)]. Οι εποπτικές αρχές και αυτές φαίνεται να είχαν πλήρως ενστερνιστεί την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, ιδιαίτερα ο πρώην επικεφαλής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve), Alan Greenspan [Greenspan (2008)].

Συνέπεια της ιδεολογίας ήταν η απορρύθμιση, δηλαδή η κατάργηση πολλών από τους περιορισμούς στη δράση του χρηματοπιστωτικού τομέα που είχαν επιβληθεί από την εμπειρία της κρίσης στη δεκαετία του '30. 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. Συγχρόνως, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (Securities & Exchange Commission) ελαστικοποίησε στη δεκαετία του 1990 τον περιορισμό δανεισμού των επενδυτικών τραπεζών, γεγονός που οδήγησε τις επενδυτικές τράπεζες σε άκρως ρισκοκίνδυνες επενδύσεις με δανεικά χρήματα [Καραμούζης (2011)].

Ο συστημικός κίνδυνος που εμφανίστηκε στην κρίση ανέδειξε και έναν ακόμα κίνδυνο, το γεγονός ότι η επιμονή των εποπτικών αρχών στον περιορισμό του κινδύνου ανά τράπεζα ή χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή ανά χρηματοοικονομικό προϊόν ήταν ανεπαρκής. Επίσης, μια ακόμα προβληματική πτυχή του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου ήταν η λειτουργία των αξιολογικών οίκων. Όπως αναφέρθηκε νωρίτερα, οι αξιολογικοί οίκοι κατηγορήθηκαν για ανεπάρκεια ή/και για μεροληψία που πιθανόν να πήγαινε από το γεγονός οι εκδότες των τίτλων ήταν αυτοί που πλήρωναν για την αξιολόγηση. Οι οίκοι αυτοί άρχισαν να καταλάβουν ή να ενστερνιστούν το μέγεθος του προβλήματος, προφανώς επηρεαζόμενοι από την κερδοφορία που έφερναν οι αξιολογήσεις των τιτλοποιήσεων. Μετά την κρίση, οι εποπτικές αρχές επανεξετάζουν το καθεστώς λειτουργίας τους και πολλοί ειδικοί του χώρου, που γνωρίζουν τις πρακτικές των οίκων αξιολόγησης, τους ενοχοποιούν [Fons (2008)].

Κατά συνέπεια, τέσσερα χρόνια μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης τον Αύγουστο του 2007, οι ρυθμιστικές αρχές προχωρούν προς την επίτευξη συμφωνίας για ένα νέο ρυθμιστικό πλαίσιο. Αυτές οι προσπάθειες συντονίζονται από την G-20, το Συμβούλιο Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (Financial Stability Board), το οποίο αναφέρεται στην G-20, και το Συμβούλιο της Βασιλείας για Τραπεζική Εποπτεία (BCBS), η οποία παρέχει συμβουλές στους αρχηγούς κρατών ή κυβερνήσεων της G-20. Στόχος της G-20 είναι η δημιουργία ενός πιο πειθαρχημένου και λιγότερο προκυκλικού χρηματοοικονομικού συστήματος, το οποίο θα στηρίζει μια πιο ισορροπημένη και διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη. Αυτό το σύστημα δεν θα επιτρέπει την αύξηση της μόχλευσης όσο στο παρελθόν. Ούτε θα επιτρέπει την ανάληψη τεράστιων κινδύνων, που έχουν ως αποτέλεσμα μεμονωμένοι χρηματοοικονομικοί φορείς να αποκομίζουν κέρδη, αλλά οι όποιες ζημιές να επιβαρύνουν τα κράτη και τους πολίτες.

Ζητήματα της δημόσιας συζήτησης είναι το εύρος εφαρμογής των ρυθμίσεων, ο χρόνος εφαρμογής νέων ρυθμίσεων και το κόστος των ρυθμιστικών μέσων. Ήδη η BCBS διατύπωσε μια ολοκληρωμένη δέσμη προτάσεων, την επονομαζόμενη «Βασιλεία III» με βασικά στοιχεία:

- ▼ Υψηλότερες και καλύτερης ποιότητας κεφαλαιακές απαιτήσεις
- ▼ Πιο περιοριστικός ορισμός του κεφαλαίου
- ▼ Ενίσχυση του πλαισίου κεφαλαιακών απαιτήσεων ως προς την κάλυψη του κινδύνου
- ▼ Επαγρύπνηση όσον αφορά στον συστημικό κίνδυνο, τη διασύνδεση των χρηματοοικονομικών φορέων και τη λανθασμένη αντίληψη ότι το μεγάλο μέγεθος αποκλείει την πιθανότητα χρεοκοπίας
- ▼ Αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση της απορροφητικότητας ζημιών των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων
- ▼ Έλεγχος της μόχλευσης
- ▼ Εισαγωγή νέου παγκόσμιου πλαισίου για τη ρευστότητα

Στην παρούσα *Ενότητα Ζ'* και μέσα από πέντε άρθρα επιχειρείται μια διερεύνηση των εξελίξεων στον τομέα της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των συνεπειών για τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων και νοικοκυριών.

Στο πρώτο άρθρο: «Βασιλεία III: Η αναθεώρηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία με στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος», ο Αναπληρωτής Καθηγητής του Παντείου Πανεπιστημίου και Γεν. Γραμματέας της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών κ. *Χρήστος Γκόρτσος* παρουσιάζει αναλυτικά το νέο διεθνές ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών, την επονομαζόμενη Βασιλεία III, και την αναγκαιότητα υιοθέτησής του. Παρουσιάζει επίσης μια σύντομη ιστορική αναδρομή της διαμόρφωσης των ρυθμιστικών παρεμβάσεων από τη Βασιλεία I στη Βασιλεία III.

Ο κ. Γκόρτσος κάνει ιδιαίτερη αναφορά στα καινοτόμα στοιχεία της Βασιλείας III, δηλαδή τους νέους κανόνες μικρο-προληπτικής και μακρο-προληπτικής ρυθμιστικής παρέμβασης: συντελεστής μόχλευσης, συντελεστές ρευστότητας, κεφαλαιακό απόθεμα για λόγους συντήρησης και το αντικυκλικό κεφαλαιακό απόθεμα. Προχωρά και σε μια αξιολόγηση των νέων κανόνων συγκρίνοντας τις ωφέλειες και το κόστος από τη σταδιακή καθιέρωσή τους και επισημαίνει τρεις (τουλάχιστον) κινδύνους: α) την απομόχλευση, β) την ανάγκη άντλησης από τις αγορές τεράστιων ποσών ιδίων κεφαλαίων, και γ) το καυτό ζήτημα του «ρυθμιστικού αρμπιτράζ».

Στο δεύτερο άρθρο: «*Η χρηματοοικονομική ρύθμιση και το κόστος κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων*», ο Καθηγητής του Πανεπιστημίου Αθηνών κ. *Σταύρος Θωμαδάκης* και ο Δρ *Κωνσταντίνος Λοΐζος* επανεξετάζουν τη δημόσια ρύθμιση των χρηματοοικονομικών οργανισμών, σε αντιδιαστολή με την αντίληψη της αυτορρύθμισης, στο πλαίσιο ενδογενών χρηματοοικονομικών κύκλων και κρίσεων. Υιοθετούν τη θεώρηση των Minsky-Kindleberger και προσεγγίζουν τη σταθερότητα αλλά και την εξομάλυνση των κύκλων ως άυλα δημόσια αγαθά.

Οι κκ. Θωμαδάκης και Λοΐζος αναλύουν τη λειτουργία των λογιστικών συστημάτων, ενώ υποβάλλουν σε κριτική τις ρυθμίσεις που προβλέπονται από τη «Βασιλεία III». Η επιμήκυνση του ορίζοντα των προσδοκιών σε διακυκλική προοπτική και η ευθυγράμμιση των κινήτρων των χρηματοοικονομικών φορέων με εκείνα των επιχειρηματιών και των φορολογουμένων θεωρούνται απαραίτητες βάσεις της ρύθμισης του μέλλοντος. Το επίπεδο και η εξέλιξη του κόστους κεφαλαίου εξαρτώνται από το αναδυόμενο καθεστώς της ρύθμισης και της εξομάλυνσης μελλοντικών φάσεων ευφορίας στις αγορές.

Στο τρίτο άρθρο: «*Η θεσμική οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας στην Ελλάδα: Προκλήσεις και προοπτικές μετά την κρίση*», ο Επίκουρος Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. *Παναγιώτης Σταϊκούρας* επικεντρώνεται στην εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα. Αναλύει θεωρητικά και εμπειρικά τις εναλλακτικές προτάσεις για τη θεσμική οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας (κατακερματισμένη και ενοποιημένη εποπτεία), καθώς και τον εποπτικό ρόλο των εθνικών κεντρικών τραπεζών.

Ο κ. Σταϊκούρας παρουσιάζει τις ιδιομορφίες του ελληνικού εποπτικού μοντέλου που το καθιστούν ιδιαίτερο ή ακόμη και καινοφανές. Ισχυρίζεται ότι η πρόσφατη νομοθετική πρωτοβουλία (ν. 3867/2010) κρίνεται μάλλον αποσπασματική και επιπόλαιη και θέτει ανορθολογικές προτεραιότητες. Καταθέτει προτάσεις για τη βελτίωσή του, όπως η υιοθέτηση του κλασικού δυαρχικού συστήματος, το οποίο φαντάζει ως πιο ορθολογική προσέγγιση για την περίπτωση της Ελλάδας που θα εξασφαλίζει μεγαλύτερες συνέργειες μεταξύ μικρο- και μακρο-προληπτικής εποπτείας.

Στο τέταρτο άρθρο: «*Η ρυθμιστική παρέμβαση στις αγορές κεφαλαίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση ως συνέπεια της κρίσης*», η Λέκτορας του Πανεπιστημίου Αθηνών κα *Χριστίνα Λιβαδά* και η Επιστημονική Συνεργάτης της ΕΕΤ Δρ *Αννα Βασίλα* παρουσιάζουν τα ήδη αναληφθέντα ή υπό εκπόνηση μέτρα ρυθμιστικής παρέμβασης σε ευρωπαϊκό επίπεδο σε ό,τι αφορά τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών.

Σύμφωνα με τις κυρίες Λιβαδά και Βασίλα, τα μέτρα διακρίνονται συστηματικά σε δύο κατηγορίες: (α) τις νομικές πράξεις που εκδόθηκαν ή τελούν υπό εκπόνηση ως άμεσο αποτέλεσμα της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης, και (β) τις νομικές πράξεις, η αναθεώρηση των οποίων είχε δρομολογηθεί ήδη πριν από την έναρξη της κρίσης, αλλά επηρεάστηκαν από αυτήν. Οι προαναφερθείσες νομικές πράξεις περιλαμβάνουν μέτρα για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας, τα εξω-χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα, τις ανοικτές πωλήσεις (short selling), τα συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών, τις Οδηγίες της ΕΕ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την κατάχρηση αγοράς, για το ενημερωτικό δελτίο, για τη διαφάνεια και τα Κεντρικά Αποθετήρια Αξιών.

Στο πέμπτο και τελευταίο άρθρο της ενότητας και του τόμου: «*Εργαλεία και τεχνικές παρακολούθησης του συστημικού κινδύνου και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας: Η εφαρμογή τους στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα*», ο Διευθυντής της Μονάδας Οικονομικής Ανάλυσης & Αγορών της Τράπεζας Πειραιώς Δρ *Ηλίας Λεγκός* και οι οικονομολόγοι της μονάδας κ. *Γιάννης Κουτελιδάκης* και κα *Ειρήνη Στάγγελ* επιχειρούν κάτι που λείπει από την ελληνική βιβλιογραφία, την εμπειρική εξέταση της διασφάλισης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και της ελαχιστοποίησης των συστημικών κινδύνων.

Οι κκ. Λεγκός και Κουτελιδάκης και η κα Στάγγελ δημιούργησαν έναν Χάρτη Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, ο οποίος μας επιτρέπει να συγκρίνουμε τη διαχρονική εξέλιξη των πιο βασικών παραμέτρων του ελληνικού συστημικού κινδύνου. Ταυτόχρονα, αξιοποιώντας το μαθηματικό υπόδειγμα του Merton, εκτιμούν την ιστορική εξέλιξη του Δείκτη Απόστασης Χρεοκοπίας των ελληνικών τραπεζών. Τέλος, στα πλαίσια ενός υποδείγματος προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων εξετάζουν τις επιπτώσεις στην ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου των ελληνικών τραπεζών μη-αναμενόμενων μεταβολών τόσο στην ιδιωτική οικονομική δραστηριότητα όσο και στις συνθήκες στην αγορά εργασίας.

3. Η Ελλάδα μπροστά σε κρίσιμα διλήμματα

Έχοντας ήδη κάνει μια μεγάλη διαδρομή στα καυτά θέματα που αναδείχτηκαν από την πολλαπλή κρίση των τελευταίων τεσσάρων ετών και που επηρέασαν την Ελλάδα, τις χώρες της υφηλίου, τις τράπεζες, την εποπτεία, καθώς και τον τρόπο που αντιμετωπίζουμε τον χρηματοοικονομικό τομέα, ήρθε η στιγμή να αναλογιστούμε τους κινδύνους που αντιμετωπίζει η χώρα μας και οι τράπεζές της στο επόμενο χρονικό διάστημα.

Το νέο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, που δημιουργείται λόγω της διεθνούς κρίσης, δεν επιβάλλει ιδιαίτερους περιορισμούς για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, το οποίο άλλωστε δεν είχε επηρεαστεί ιδιαίτερα από τη διεθνή κρίση του 2008/9. Ούτε και σήμερα το πρόβλημα στην Ελλάδα βρίσκεται στη λειτουργία και τη συμπεριφορά των τραπεζών, όπως αναλύσαμε εκτενώς στην Ενότητα 2.Γ του προηγούμενου εδαφίου. Το πρόβλημα εντοπίζεται κυρίως στην πραγματική οικονομία και την ικανότητα της Ελλάδας να ανακτήσει τη χαμένη διεθνή αξιοπιστία της και να ανταποκριθεί στο σχέδιο ανάκαμψης που το Μνημόνιο περιγράφει.

Το ενάρετο σενάριο βάσης της Τρόικας έχει μεγάλες πιθανότητες επιτυχίας, αλλά και σημαντικούς κινδύνους. Τα κύρια χαρακτηριστικά του σεναρίου βάσης περιγράφηκαν στο Εδάφιο 1. Στο σημείο αυτό περιγράφουμε τους κινδύνους. Οι κίνδυνοι έχουν να κάνουν με την ταχύτητα απεγκλωβισμού της ελληνικής οικονομίας από την ύφεση, τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, την πολιτική βούληση και διαχειριστική ικανότητα για την προώθηση ουσιαστικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και ιδιωτικοποιήσεων, τη δυνατότητα της Ελλάδας να επανακτήσει τη χαμένη αξιοπιστία της στις αγορές, ώστε να μπορεί να δανείζεται κάποια στιγμή στο μέλλον με λογικά επιτόκια και, φυσικά, την αντοχή της ελληνικής κοινωνίας στον καταγισμό των μέτρων του Μνημονίου.

3.A. Θα έρθει σύντομα η ανάκαμψη;

Ο πρώτος μεγάλος κίνδυνος πηγάζει από την αβεβαιότητα για την τροχιά της οικονομίας και για το αν τελικά απεγκλωβιστεί σχετικά σύντομα από την ύφεση. Η αβεβαιότητα αυτή αποθαρρύνει ακόμα και όσους έχουν διαθέσιμους πόρους προς επένδυση, ενώ τρομοκρατεί, πέραν από τους πολίτες, και τις επιχειρήσεις, πολλές από τις οποίες λειτουργούν με μεταχρονολογημένες επιταγές και δεν έχουν μάθει να διαχειρίζονται περιόδους ύφεσης. Η αβεβαιότητα μπορεί να μειωθεί μόνο με μια σταθερή και μακροχρόνιου βεληνεκούς οικονομική πολιτική, η οποία θα ποσοτικοποιεί τα κόστη και τα οφέλη, θα είναι ξεκάθαρη στους πολίτες και τις επιχειρήσεις, και συγχρόνως θα δείχνει στους νομοταγείς πολίτες το πώς οι σημερινές θυσίες τους δημιουργούν την προοπτική εξόδου από την κρίση.

Σύμφωνα με το Μνημόνιο, η ύφεση τελειώνει το 2011 και η ανάπτυξη ισχυροποιείται σταδιακά τα επόμενα χρόνια (Πίνακας 1, Εδάφιο 1). Αυτό για να καταστεί δυνατό απαιτείται αύξηση των εξαγωγών, ιδιαίτερα λόγω της αυξητικής εκροής εισοδημάτων, σταθεροποίηση του οικονομικού κλίματος, φραγμός στην περαιτέρω πώση των επενδύσεων και πιθανόν μια επίλυση της ευρωπαϊκής κρίσης. Αν δεν επανέλθει η ανάπτυξη το 2012, έστω και με ρυθμό της τάξης του 1%, όπως προβλέπεται στο Μνημόνιο, τα σημερινά υφεσιακά προβλήματα πολλαπλασιάζονται, καθώς η ανεργία θα μεγαλώνει –ήδη ξεπέρασε το 16%–, τα εισοδήματα θα συνεχίσουν να συρρικνώνονται, περισσότερες επιχειρήσεις θα χρεοκοπούν, οι τράπεζες θα πιέζονται ακόμα περισσότερο, οι κοινωνικές σχέσεις των πολιτών θα επιδεινώνονται, ενώ και τα υπόλοιπα ρίσκα που αναλύουμε στη συνέχεια είναι πιθανό να αποκτήσουν μια μεγάλη αρνητική δυναμική, επιτείνοντας το ένα το άλλο προς περαιτέρω επιδείνωση. Η ύφεση λοιπόν θα βαθαίνει και θα παρατείνεται, μειώνοντας έτσι και τους μικρούς βαθμούς ελευθερίας που έχουν απομείνει στην οικονομική πολιτική. Γενικότερα, η όποια καθυστέρηση της ανάκαμψης της οικονομίας αποσταθεροποιεί και το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, επιδεινώνοντας το ήδη κακό κλίμα στις διεθνείς αγορές. Οι ευρωπαϊκοί εταίροι πιθανόν να αρχίσουν να χάνουν και την υπομονή τους με την περίπτωση της Ελλάδας.

Το αρνητικό σενάριο, όμως, μπορεί να αποφευχθεί. Οι εξαγωγές βρίσκονται ήδη σε τροχιά ανόδου από το Φθινόπωρο του 2010. Το πρώτο τρίμηνο του 2011 οι εξαγωγές (χωρίς τα πετρελαιοειδή) αυξήθηκαν σύμφωνα με τη ΕΛ.ΣΤΑΤ. κατά 12,5% σε σχέση με το ίδιο διάστημα του 2010. Οι εισαγωγές αντίστοιχα μειώθηκαν κατά 18,5% συμβάλλοντας έτσι στη μείωση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου (χωρίς πετρελαιοειδή) το πρώτο τρίμηνο του 2011 κατά 33,4%. Επίσης, το κακό οικονομικό κλίμα φαίνεται να σταθεροποιείται, δηλαδή δεν επιδεινώνεται. Άλλωστε, η ιστορία διδάσκει ότι κάθε ύφεση έχει ένα τέλος και, με εξαίρεση τη δεκαετία του 1930, καθώς και περιόδους που ακολουθούν περιόδους φουσκών, σπάνια οι υφέσεις ξεπερνούν τα τρία χρόνια. Μάλιστα, τα οικονομικά στοιχεία για το ΑΕΠ του πρώτου τριμήνου του 2011, δείχνουν μια σταθεροποίηση σε σχέση με το τελευταίο τρίμηνο του 2010, ενώ ο τουρισμός αναμένεται ιδιαίτερα δυνατός από πλευράς τόσο αριθμού επισκεπτών όσο και εσόδων.

Κλειδί στην ανάκαμψη είναι οι επενδύσεις, οι οποίες την εποχή της πραγματικής σύγκλισης αποτέλεσαν κινητήριο μοχλό της ελληνικής οικονομίας. Αυτές παραμένουν ακόμα σε καθοδική πορεία για πάνω από τρία χρόνια και έχουν πέσει στο 14,7% του ΑΕΠ το 2010 από έναν μέσο όρο 21,6% την περίοδο 2000-2007. Η αντιστροφή αυτής της πορείας απαιτεί πολλαπλές ενέργειες, όπως δραστική περιστολή της γραφειοκρατίας, προσέλκυση ξένων επενδυτών, αλλά και αντιστροφή του κακού οικονομικού κλίματος στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, κάτι που δεν είναι εύκολο εν μέσω ύφεσης, όταν η ανεργία αυξάνεται και ο φόβος για το αύριο μεγαθύνεται. Μπορεί η πάταξη της γραφειοκρατίας να απαιτεί χρόνια σκληρής δουλειάς και συστηματικής οργάνωσης, όμως η αντιστροφή του κλίματος είναι άμεσα δυνατή. Το κράτος μπορεί να επέμβει με έξυπνους τρόπους που δεν απαιτούν τεράστιες δαπάνες, όπως τα ΣΔΙΤ, η επιτάχυνση του ΕΣΠΑ, κ.ά. Η ανακοίνωση στα μέσα Ιουνίου του Επιτρόπου Olli Rehn ότι θα δοθεί πιο εύκολα στην Ελλάδα η κοινοτική εισφορά στα έργα του ΕΣΠΑ είναι ιδιαίτερα ενθαρρυντική.

Δεύτερο προαπαιτούμενο για την ανάκαμψη είναι η σταθεροποίηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία εξαρτάται κυρίως από το καθαρό εισόδημα των νοικοκυριών. Σήμερα, τα εισοδήματα των πολιτών συρρικνώνονται είτε λόγω αύξησης της φορολογίας, είτε λόγω αύξησης της ανεργίας, είτε λόγω μείωσης των επιδομάτων και των μισθών όχι μόνο στον δημόσιο τομέα, αλλά και στον ιδιωτικό, από τους περιορισμούς που επιβάλλουν οι επιχειρήσεις στο κόστος παραγωγής. Για να σταθεροποιηθεί όμως η ιδιωτική κατανάλωση το 2012, είναι σημαντικό το πραγματικό εισόδημα των πολιτών να μη συνεχίσει τη σημερινή ραγδαία καθοδική του πορεία.

Ένα εύλογο ερώτημα είναι αν δύναται η ιδιωτική κατανάλωση, που αποτελεί το 75% του ΑΕΠ (2010), να σταθεροποιηθεί προς το τέλος του 2012, όταν την ίδια περίοδο η συρρίκνωση του δημόσιου τομέα συνεχίζεται. Θα μπορούσε, αν η περικοπή της σπατάλης δεν συνεπαγόταν αναγκαστικά και ταυτόχρονη μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης, αλλά μείωση των αποταμιεύσεων και άσκοπων επενδύσεων σε εξοχικά, σε εισαγόμενα ακριβά έπιπλα, αυτοκίνητα και αγαθά πολυτελείας ή και σε τραπεζικούς λογαριασμούς στο εξωτερικό. Φυσικά, η επίδραση στην κατανάλωση είναι και συνάρτηση του ποιος τελικά πλήττεται περισσότερο από τη μείωση των δημοσιονομικών δαπανών. Αν όμως πληγούν κυρίως οι χαμηλόμισθοι, τότε η αρνητική επίδραση είναι μεγαλύτερη.

Τέλος, σημειώνεται ότι το Υπουργείο Οικονομίας έχει ήδη αναθεωρήσει τις προβλέψεις του για το 2011 και το 2012 επί τα χείρω. Στο «Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2012-2015», που κατατέθηκε στη Βουλή στις 9 Ιουνίου, ο ρυθμός ανάπτυξης του 2011 και του 2012 είναι χαμηλότερος από την προηγούμενη πρόβλεψη, στο -3,5% και 0,8% αντίστοιχα. Η ιδιωτική κατανάλωση συνεχίζει να μειώνεται και το 2012, κατά -1,2%, αντιστρέφοντας την πορεία της μόνον το 2013. Το ίδιο και οι επενδύσεις μειώνονται κατά -2,2% το 2012 και αυξάνονται για πρώτη φορά το 2013 από ένα πολύ χαμηλό σημείο. Ο συνολικός θετικός ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας του 2012, που αναμένεται στο 0,8%, προέρχεται αποκλειστικά και μόνον από τον ισχυρό εξαγωγικό τομέα, με τις εξαγωγές να αυξάνονται κατά 6,7% και τις εισαγωγές να μειώνονται κατά -3%.

3.Β. Θα παραμείνει σταθεροποιητικός παράγων το τραπεζικό σύστημα;

Ένας δεύτερος κίνδυνος είναι η σταθερότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Όπως ήδη αναλύσαμε στο Εδάφιο 2.Γ, ο κίνδυνος για το τραπεζικό σύστημα πηγάζει κυρίως από την έλλειψη αξιοπιστίας του κράτους. Σε αντιδιαστολή με το εξωτερικό, οι τράπεζες δεν προξένησαν την κρίση στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2007-2009. Αντίθετα, εισπράττουν και αυτές την κρίση από τα προβλήματα του ελληνικού Δημοσίου. Μέχρι σήμερα, και παρά τις αντίξοες μακροοικονομικές συνθήκες, η πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα είναι σχετικά ικανοποιητική, ιδιαίτερα σε σύγκριση με την πιστωτική επέκταση στην ευρωζώνη, όπου η ύφεση απομακρύνθηκε εδώ και δύο χρόνια. Έως και τον Δεκέμβριο του 2010, η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό και τον δημόσιο τομέα ήταν θετική και μεγαλύτερη από την αντίστοιχη στην ευρωζώνη. Πλέον όμως έχει πέσει σε μηδενικά επίπεδα. Η πιστωτική επέκταση μόνον προς τον ιδιωτικό τομέα μηδενίστηκε ήδη από τον Δεκέμβριο του 2010 και τώρα είναι ελαφρώς αρνητική.

Το μεγάλο ερώτημα είναι αν ο τραπεζικός τομέας θα παραμείνει σταθερός, ώστε να μην επιβραδύνει περαιτέρω την οικονομική δραστηριότητα στο μέλλον, αλλά να την ενισχύει. Για να γίνει αυτό στο σημερινό περιβάλλον έλλειψης κρατικής αξιοπιστίας, είναι αναγκαία η συνέχιση της στήριξης των τραπεζών από το Ευρωσύστημα. Τον Απρίλιο του 2011, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα συνέχιζε να δανείζεται από το Ευρωσύστημα €87 δισ., όταν το συνολικό ενεργητικό του ήταν περίπου €490 δισ. (Διάγραμμα 7, Εδάφιο 2.Γ). Το ποσοστό αυτό δανεισμού σε σχέση με το μέγεθος των τραπεζών είναι το μεγαλύτερο στην ευρωζώνη και καταδεικνύει τον πολύ μεγάλο βαθμό εξάρτησης των ελληνικών τραπεζών και κατ' επέκταση της ελληνικής οικονομίας από το Ευρωσύστημα. Είναι πολύ πιθανό στο μέλλον η ΕΚΤ να προσπαθήσει να περιορίσει το μέγεθος του δανεισμού αυτού, ιδιαίτερα αν οι ελληνικές τράπεζες τον χρησιμοποιούν ως μόνιμο εργαλείο άντλησης ρευστότητας.⁹

Κύρια αιτία της μεγάλης εξάρτησης από το Ευρωσύστημα ήταν η απώλεια καταθέσεων τον τελευταίο ενάμιση χρόνο, που πηγάζει από την αβεβαιότητα, την έλλειψη πληροφόρησης των πολιτών και τη γενικότερη αναξιοπιστία του κράτους. Μάλιστα, ο κίνδυνος να απολεσθούν ακόμη περισσότερες καταθέσεις στο δεύτερο εξάμηνο του 2011 δεν είναι ευκαταφρόνητος, όσο η αβεβαιότητα πολιτικής αντιμετώπισης του ελληνικού προβλήματος συνεχίζει να υφίσταται και η κοινωνική αποδοκιμασία των απαιτούμενων νέων σταθεροποιητικών μέτρων μεγαλώνει. Ο κίνδυνος αυτός ίσως είναι ο μεγαλύτερος που αντιμετωπίζει το τραπεζικό σύστημα και κατ' επέκταση και η ελληνική οικονομία.

Δεύτερη μεγάλη αιτία είναι το πάγωμα της διατραπεζικής αγοράς για τις ελληνικές τράπεζες, αφού τα ελληνικά κρατικά ομόλογα δεν είναι πλέον αποδεκτά από τις αντισυμβαλλόμενες διεθνείς τράπεζες ως ενέχυρο. Αν λοιπόν η ΕΚΤ αποφασίσει να περιορίσει την παροχή ρευστότητας, οι ελληνικές τράπεζες πιθανόν να αναγκαστούν να ρευστοποιήσουν υπό συνθήκες πίεσης μεγάλο τμήμα του ενεργητικού τους. Η λύση πώλησης στοιχείων του ενεργητικού στο εξωτερικό δεν επηρεάζει άμεσα την πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα και κατ' επέκταση την ελληνική οικονομία. Δεν αποτελεί όμως και την ενδεδειγμένη βέλτιστη λύση για τις ίδιες τις τράπεζες και το προσωπικό τους, αφού οι οικονομίες των γειτονικών χωρών έχουν ανακάμψει και οι εκεί μεγάλες επενδύσεις των ελληνικών τραπεζών του παρελθόντος αυτή την εποχή αποδίδουν σημαντικά κέρδη. Επιπλέον, οι ελληνικές επενδύσεις στη γείτονα περιοχή έχουν στρατηγική σημασία για την Ελλάδα, η οποία υπερβαίνει τα αμιγώς οικονομικά κριτήρια.¹⁰

Όπως συνήθως συμβαίνει παντού ανά την υφήλιο σε περιόδους ύφεσης, η μεγάλη πίεση στο τραπεζικό σύστημα έρχεται και από το ποσοστό των δανείων σε καθυστέρηση. Το ποσοστό αυτό έχει αυξητική πορεία στην Ελλάδα, πιέζοντας έτσι αρνητικά την κερδοφορία και την κεφαλαιακή βάση των τραπεζών

⁹ Η ΕΚΤ μπορεί, για παράδειγμα, να περιορίσει τις εγγυήσεις που δέχεται από το ελληνικό Δημόσιο αν διαισθανθεί ότι χρησιμοποιούνται σε υπερβολικό βαθμό για την τελική αγορά από τις τράπεζες των ελληνικών εντόκων γραμματίων.

¹⁰ Η παλαιότερη ανάγκη άντλησης ρευστότητας από τη διεθνή διατραπεζική αγορά οφειλόταν στο γεγονός ότι οι ελληνικές τράπεζες επεκτάθηκαν σε γειτονικές χώρες, όπου οι εγχώριες καταθέσεις ήταν λιγότερες από τα δάνεια. Σήμερα γίνεται προσπάθεια αυτοτελούς επάρκειας των καταθέσεων ανά χώρα.

και δημιουργώντας την ανάγκη νέων προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις. Στο τέλος του 2010, είχε ήδη φτάσει στο 10,4% των συνολικών δανείων (Διάγραμμα 6, Εδάφιο 2.Γ). Οι τράπεζες επιδίδονται σε συνεχείς αναδιαρθρώσεις των δανείων των πελατών τους εκείνων, τους οποίους θεωρούν αξιόπιστους, αλλά οι αναδιαρθρώσεις συνήθως δεν αρκούν για να σταθεροποιήσουν το ποσοστό των προβληματικών δανείων. Μάλιστα, αν η ύφεση συνεχιστεί και το 2012, το ποσοστό αυτό αναμένεται να επιδεινωθεί σημαντικά, αφού οι υφιστάμενες αναδιαρθρώσεις και οι περίοδοι χάριτος δεν μπορούν να επεκτείνονται εσασεί και με την ίδια ευκολία.

Προς το παρόν, τα προαναφερθέντα ρίσκα στο τραπεζικό σύστημα παραμένουν διαχειρίσιμα. Πρώτον, η οποιαδήποτε μελλοντική πίεση από την ΕΚΤ για μείωση του ενεργητικού των τραπεζών είναι λογικό να γίνει μόνον αν στο ίδιο χρονικό διάστημα η διατραπεζική αγορά ξεκινήσει σταδιακά να ανοίγει για τις ελληνικές τράπεζες, έστω και με υψηλό κόστος. Το τελευταίο εξαρτάται κυρίως από την επίλυση της ευρωπαϊκής κρίσης. Εξαρτάται και από την πειστικότητα των ελληνικών επιχειρημάτων στο Ευρωσύστημα. Δεύτερον, οι ελληνικές τράπεζες ήταν και συνεχίζουν να είναι σωστά οργανωμένες. Αυτό το απέδειξαν στη διάρκεια της διεθνούς κρίσης 2007-2009. Δεν πάσχουν από πρόβλημα φερεγγυότητας αλλά από πρόβλημα ρευστότητας. Έχουν, επίσης, μειώσει τα λειτουργικά κόστη τους σημαντικά, καθώς έχουν περικόψει όλα τα μόνους, που στο παρελθόν αποτελούσαν πολλές φορές πάνω από το 1/3 του μισθού του προσωπικού. Επίσης, αυξάνουν σημαντικά τις προβλέψεις τους και έχουν προβεί σε σημαντική βελτίωση της κεφαλαιακής τους βάσης.

Τέλος, ένα ζήτημα στην επικαιρότητα του 2010 και 2011 είναι η πιθανότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τραπεζικό κλάδο. Μετά την αποτυχία συγχώνευσης της Εθνικής με την Άλφα, τα σενάρια για διαφορετικά σχήματα συγχωνεύσεων έχουν πολλαπλασιαστεί. Οι επικριτές των συγχωνεύσεων μεγάλων ελληνικών τραπεζών υποστηρίζουν ότι όλες οι μεγάλες ελληνικές τράπεζες έχουν πρόβλημα ρευστότητας και αυτό δεν λύνεται με συγχωνεύσεις εγχώριων τραπεζών. Από την άλλη πλευρά, οι υποστηρικτές των συγχωνεύσεων υπολογίζουν σημαντική μείωση του λειτουργικού κόστους από τις οικονομίες κλίματος και της μείωσης του κόστους άντλησης καταθέσεων.

3.Γ. Θα γίνουν οι απαιτούμενες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις;

Ο τρίτος κίνδυνος αφορά τις μακροπρόθεσμες αναπτυξιακές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και τη δυνατότητα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων να εφαρμοστούν άμεσα και επισταμένα ώστε να αυξήσουν τον ρυθμό επέκτασης του δυναμικού προϊόντος της χώρας και να εμπεδώσουν ένα νέο εξωστρεφές μοντέλο ανάπτυξης. Σήμερα η σωστή και έγκαιρη εφαρμογή των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων εξακολουθεί να αποτελεί ζητούμενο. Ακαδημαϊκές μελέτες [Ζόντζλος (2010), Buis & Duval (2011)] εκτιμούν ότι θα υπάρξει σημαντική αύξηση του ΑΕΠ από την εφαρμογή τους, σωρευτικά έως και 17 π.μ. Η αλλαγή του αναπτυξιακού προτύπου της χώρας από καταναλωτικό σε εξαγωγικό εξαρτάται από τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και την ομαλή μείωση του μεγέθους του δημόσιου τομέα.

Η μεταρρυθμιστική προσπάθεια στους πρώτους μήνες εφαρμογής του Μνημονίου υπήρξε εντυπωσιακή. Η μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού συστήματος ήταν δραστική, αποκαθιστώντας σε μεγάλο βαθμό τη φερεγγυότητά του. Η μεταρρύθμιση της αγοράς εργασίας προχώρησε σε μεγάλο βαθμό ενισχύοντας την ευελιξία, μειώνοντας το κόστος πρόσληψης και απόλυσης και θεσμοθετώντας τις επιχειρησιακές συμβάσεις. Επίσης, μια σειρά δημοσιονομικών μέτρων και παρεμβάσεων ψηφίστηκαν από το Κοινοβούλιο: μεταρρύθμιση των ΟΤΑ (Καλλικράτης), νέος νόμος για τη δημοσιονομική διαχείριση που τροποποιεί τη διαδικασία κατάρτισης του Προϋπολογισμού, 3-ετείς Προϋπολογισμοί με ενσωματωμένους δημοσιονομικούς κανόνες και όρια, Ενιαία Αρχή Πληρωμών, μηνιαία στοιχεία για την εκτέλεση του Προϋπολογισμού, Γραφείο Προϋπολογισμού στο Κοινοβούλιο, Κανόνας Εσόδων στον Προϋπολογισμό, ανεξαρτησία της Στατιστικής Αρχής, αναμόρφωση της φορολογικής νομοθεσίας ώστε να καταπολεμηθεί η φοροδιαφυγή, αναμόρφωση των ΔΕΚΟ και των σιδηροδρόμων, αναμόρφωση του τομέα υγείας.

Σημαντικές ήταν και οι μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας: Νόμος για την ίδρυση νέων επιχειρήσεων, υιοθέτηση της Οδηγίας για τις Υπηρεσίες, Γενικό Εμπορικό Μητρώο, ίδρυση επιχειρήσεων σε μία ημέρα, ενίσχυση της Επιτροπής Ανταγωνισμού, νέος επενδυτικός νόμος και νόμος "fast track" για μεγάλα επενδυτικά προγράμματα, απελευθέρωση «κλειστών επαγγελμάτων». Οι μεταρρυθμίσεις βρίσκονται στο ξεκίνημα και η ουσιαστική εφαρμογή τους είναι το μεγάλο ερωτηματικό μεσοπρόθεσμα.

Κάποια πρώτα αποτελέσματα των προσπαθειών είναι ορατά. Το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώθηκε κατά 5 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ το 2010, παρά την ύφεση της οικονομίας. Ο πληθωρισμός, αν υπολογιστεί χωρίς τις επιπτώσεις από την αύξηση των φορολογικών συντελεστών, κινήθηκε σε επίπεδα χαμηλότερα του μέσου όρου της ευρωζώνης. Η ανταγωνιστικότητα βελτιώνεται, το μοναδιαίο κόστος εργασίας μειώνεται και οι εξαγωγές αυξάνονται.

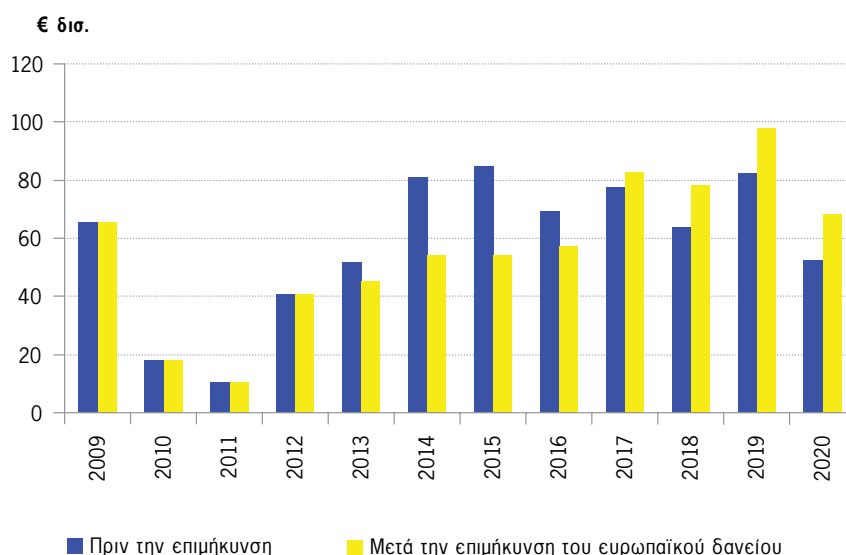
Μετά τα πρώτα οριζόντια μέτρα του 2010, το Μνημόνιο προβλέπει περαιτέρω μέτρα σε πολλούς τομείς της οικονομίας. Τα μέτρα αυτά απαιτούν σύγκρουση με επιμέρους κλαδικά συμφέροντα πολλών επαγγελματικών ομάδων. Η συρρίκνωση της σπατάλης στα νοσοκομεία, τις ΔΕΚΟ και τους ΟΤΑ θίγει συμφέροντα και κεκτημένα. Η πάταξη της φοροδιαφυγής απαιτεί σύγκρουση και με τη συντεχνία των ίδιων των εφοριακών. Το κράτος καλείται να διαχειριστεί και να μεταλλάξει την ίδια την αρχιτεκτονική του, και μάλιστα με υπαλλήλους των οποίων μείωσε το πραγματικό εισόδημα. Δεν είναι εύκολο. Γι' αυτό και μετά το πρώτο τρίμηνο του 2011 τα ερωτήματα για την ικανότητα της Ελλάδας να φέρει εις πέρας τους διαρθρωτικούς στόχους του Μνημονίου πολλαπλασιάστηκαν. Η πολιτική κρίση στα μέσα Ιουνίου του 2011 αναδεικνύει ακριβώς αυτόν τον κίνδυνο.

Πολλές από τις επερχόμενες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και τις ιδιωτικοποιήσεις περιγράφονται στο Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2012-2015. Το Πλαίσιο ήταν το αποτέλεσμα διεργασιών που διήρκεσαν αρκετούς μήνες. Προβλέπει σημαντικά έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις της τάξης των €50 δισ. έως το 2015 και το δημοσιονομικό έλλειμμα να μειώνεται στο 1,1% του ΑΕΠ. Συμφωνήθηκε με την Τρόικα, αλλά μετά τη δημοσίευσή του στις αρχές Ιουνίου, συγκέντρωσε αντιδράσεις πολλών βουλευτών της αντιπολίτευσης και συμπολίτευσης, προκαλώντας κυβερνητικό ανασχηματισμό.

Πολλοί ξένοι αναλυτές συνεχίζουν να θεωρούν ότι το ποσό των ιδιωτικοποιήσεων ύψους €50 δισ. έως το 2015 είναι υπερβολικά υψηλό. Με δεδομένη την αρνητική ιστορική εμπειρία στην Ελλάδα, αμφισβάζουν για τη δυνατότητα πραγματοποίησης του στόχου. Αυτό, όμως, που έχει ουσιαστική σημασία πέραν του ποσού που θα συγκεντρωθεί, είναι η καλύτερη οργάνωση των επιχειρήσεων προς πώληση, η προσέλκυση και ξένων επενδύσεων μαζί με τις ιδιωτικοποιήσεις και κατ' επέκταση, η αύξηση της παραγωγικότητας στην Ελλάδα.

3.Δ. Μπορεί η Ελλάδα να επανέλθει στις αγορές;

Ένας ιδιαίτερα σημαντικός κίνδυνος είναι η πιθανότητα να μην μπορέσει η Ελλάδα να επανέλθει στις αγορές για μεγάλο χρονικό διάστημα στο μέλλον, γεγονός που οδηγεί σε μεγάλη οικονομική και πολιτική αβεβαιότητα. Τα πολιτικά προβλήματα που δημιουργήθηκαν στα μέσα Ιουνίου του 2011 πηγάζουν από αυτόν τον κίνδυνο, αφού οι διεθνείς αγορές και οι ευρωπαίοι πολιτικοί προεξοφλούσαν την αδυναμία αυτή τουλάχιστον έως το 2014. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Μνημονίου, η Ελλάδα πρέπει να βγει και να δανειστεί μαζικά στις αγορές από τον Μάρτιο του 2012 και ύστερα. Μάλιστα, η πρόσφατη ελληνική επιτυχία επιμήκυνσης του δανείου των €80 δισ. που έδωσαν τα μέλη της ευρωζώνης, ελάχιστα επηρεάζει την ανάγκη εξόδου στις αγορές (Διάγραμμα 11).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11 Ανάγκες χρηματοδότησης σε € δισ. του ελληνικού Δημοσίου από τις αγορές (πριν και μετά την επιμήκυνση του δανείου των μελών της ευρωζώνης)

ΠΗΓΗ: Προβλέψεις ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ Δεκ. 2010, Υπ. Οικονομίας, Eurobank EFG

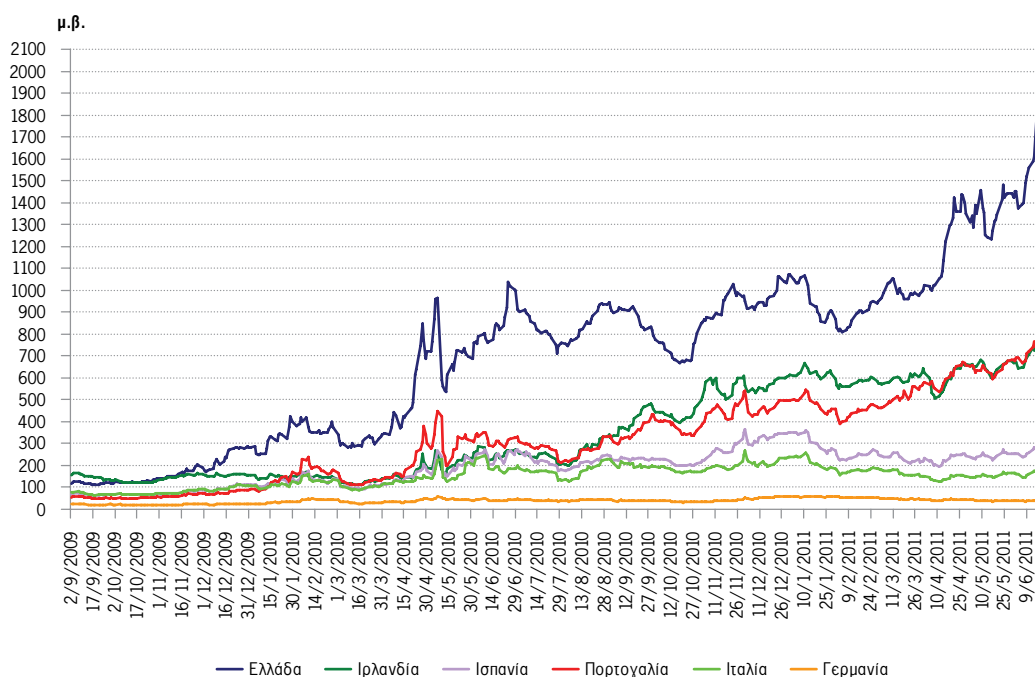
Η επιτυχής έξοδος στις αγορές απαιτεί ανάκτηση της χαμένης αξιοπιστίας της Ελλάδας. Όμως, μέχρι και τα μέσα του 2011, η Ελλάδα βρισκόταν πολύ μακριά από αυτό τον στόχο. Η αμφισβήτηση των αγορών ήταν έντονη και ξεκάθαρη τόσο στο ύψος των ελληνικών επιτοκίων στη δευτερογενή αγορά όσο και των επιτοκίων των 5-ετών CDS. Στο Διάγραμμα 12 περιγράφεται το ύψος των περιθωρίων των CDS από το τέταρτο τρίμηνο του 2009 έως τα μέσα Ιουνίου του 2011. Υπενθυμίζεται ότι το ύψος των περιθωρίων αυτών περιγράφει το κόστος παροχής πλήρους ασφάλισης στον κάτοχο 5-ετούς ομολόγου του ελληνικού Δημοσίου. Από 1,5% το χρόνο για πέντε χρόνια, που ήταν στο τέταρτο τρίμηνο του 2009, είχε φτάσει γύρω στο 14% τον χρόνο για πέντε χρόνια στο δεύτερο τρίμηνο του 2011, ενώ στα μέσα Ιουνίου, στη διάρκεια της ελληνικής πολιτικής κρίσης, ξεπέρασε και το 18%. Οι αγορές προφανώς προεξοφλούν ένα τεράστιο «κούρεμα» στις υποχρεώσεις του ελληνικού Δημοσίου έναντι των ομολογιούχων, οι οποίοι στο παρελθόν το δάνεισαν.¹¹ Στην αρνητική αυτή άποψη συγκλίνουν με ελαφρά καθυστέρηση και οι αξιολογικοί οίκοι. Για παράδειγμα, ο αξιολογικός οίκος Standard & Poor's, εκτιμώντας την πιθανότητα αναδιάρθρωσης πολύ αυξημένη, στις 13.6.2011 υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα του ελληνικού Δημοσίου στην κατηγορία CCC με αρνητικές προοπτικές, τη χειρότερη που έχει δώσει σε ομόλογα οποιασδήποτε χώρας στον κόσμο (από αυτές που αξιολογεί).

Παρατηρήστε ότι τα περιθώρια των CDS συνέχισαν να αυξάνονται και μετά τη διάσωση της Ελλάδας από την ευρωζώνη και το ΔΝΤ με το δάνειο των €110 δισ. τον Μάιο του 2010, και παρά την προσπάθεια εφαρμογής του Μνημονίου. Μια σύγκριση Ιουνίου 2011 με Μάιο 2010, δείχνει μια αύξηση του ασφάλιστρου κινδύνου άνω του 50%. Η αύξηση αυτή συνέβη κυρίως μετά τα μέσα Απριλίου του 2011, καθώς η συζήτηση για την ικανότητα επανόδου της Ελλάδας στις αγορές εντάθηκε, η εκτέλεση του Προϋπολογισμού του 2011 υπολείπεται του στόχου, ενώ υπήρχε διάχυτη η αίσθηση ότι το πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων ατόνησε. Στο ίδιο διάστημα η συζήτηση για πιθανή αναδιάρθρωση του χρέους στα χέρια των ιδιωτών

¹¹ Το ύψος των περιθωρίων των 5-ετών CDS στις 15.6.2011 (1.769,2 μ.β.) συνεπάγεται ότι οι επενδυτές που είναι ουδέτεροι στον κίνδυνο πιστεύουν ότι με πιθανότητα 58% το «κούρεμα» έως και έναν χρόνο αργότερα θα είναι της τάξης του 30%.

φούντωσε, ιδιαίτερα μετά τις διαρροές της γερμανικής κυβέρνησης τον Μάρτιο του 2011 για το ενδεχόμενο αυτό.¹² Οι Γερμανοί προφανώς προεξοφλούσαν την αδυναμία επανόδου της Ελλάδας στις αγορές το 2012 και δεν επιθυμούσαν η ευρωζώνη να αναλάβει την κηδεμονία της Ελλάδας για μακρό χρονικό διάστημα. Οι ίδιοι φαίνεται μάλιστα ότι τον Μάιο άφησαν να διαρρεύσουν οι μυστικές συναντήσεις μεταξύ των μεγάλων χωρών της ευρωζώνης για το ελληνικό πρόβλημα.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12 Περιθώρια CDS 5-ετών ομολόγων
(1.9.2009–17.6.2011)



ΣΗΜΕΙΩΣΗ: Στον κάθετο άξονα περιγράφεται το ύψος των περιθωρίων σε μονάδες βάσης (εκατοστό της ποσοστιαίας μονάδας). Για παράδειγμα, 1.400 μονάδες βάσης σημαίνει ότι αν κάποιος είναι κάτοχος 5-ετούς ομολόγου ονομαστικής αξίας €100 χιλιάδων, το κόστος ασφάλισης για την πιθανότητα το κράτος να μην επιστρέψει τα τοκομερίδια και την ονομαστική αξία στο ακέραιο είναι 14 χιλιάδες τον χρόνο για 5 χρόνια.

ΠΗΓΗ: Bloomberg

Στο Διάγραμμα 12 φαίνεται ξεκάθαρα ότι ήδη από το πρώτο τρίμηνο του 2010, η κρίση είχε επεκταθεί στην Ιρλανδία και την Πορτογαλία, με την Ισπανία ενίοτε να ακολουθεί τις διακυμάνσεις στις υπόλοιπες τρεις προβληματικές αγορές. Η επέκταση της κρίσης από την Ελλάδα και σε άλλες χώρες, πολλαπλασιάζει τις επιπτώσεις των ελληνικών αδυναμιών σε όλη την ευρωζώνη και μεταλλάσσει το ελληνικό πρόβλημα σε ευρωπαϊκό. Ο κίνδυνος πτώχευσης της Ελλάδας επηρεάζει και τον αντίστοιχο κίνδυνο στις υπόλοιπες χώρες της ευρωπαϊκής περιφέρειας. Αν και το μέγεθος των οικονομιών της Ελλάδας, Πορτογαλίας και Ιρλανδίας, συνολικά αποτελεί μόνο το 6% της ευρωζώνης, μια επέκταση της κρίσης στην Ισπανία

¹² Για το πιθανό σενάριο επιμήκυνσης του χρέους που βρίσκεται στα χέρια των ιδιωτών με χαμηλό επιτόκιο, βλέπετε Χαρδούβελης (2011α), σελ. 118.

δυναμιτίζει την προοπτική της ευρωζώνης, αφού η Ισπανία μόνη της αποτελεί το 11,5%. Μάλιστα μια επέκταση στην Ισπανία θα έθετε σε άμεσο κίνδυνο την Ιταλία και το Βέλγιο, οι οποίες έχουν υψηλό δημοσιονομικό χρέος. Η έντονη αρνητική αντίδραση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σε οποιοδήποτε σενάριο, έστω και ήπιας ή εθελοντικής αναδιάρθρωσης, πηγάζει ακριβώς από τον φόβο της επέκτασης της κρίσης σε όλη την ευρωζώνη και τη χρεοκοπία πολλών ευρωπαϊκών τραπεζών.¹³

Η ξεκάθαρη αδυναμία επανόδου της Ελλάδας στις αγορές το 2012 έκαμε και το ΔΝΤ –σύμφωνα με τον εσωτερικό κανονισμό του– διστακτικό να συνεχίσει την παροχή προς την Ελλάδα της δόσης του Ιουλίου 2011, που του αναλογεί. Ζήτησε λοιπόν περαιτέρω εγγυήσεις για τη μελλοντική ικανότητα της χώρας να μπορεί στο μέλλον να επιστρέψει τα δανεικά. Τις εγγυήσεις αυτές κλήθηκε να προσφέρει η Ελλάδα σε διαρκή συνεννόηση με τους ευρωπαίους εταίρους, κυρίως με την ψήφιση ενός αξιόπιστου προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων και εφαρμογής συγκεκριμένων δημοσιονομικών και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων την περίοδο 2012-2015.¹⁴ Σύμφωνα με το Μνημόνιο και τον ν. 3871/2010 (Δημοσιονομική Διαχείριση και Ευθύνη), οι ευρωπαίοι εταίροι περίμεναν να δουν το μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα να εγκρίνεται από το Υπουργικό Συμβούλιο ήδη από τον Απρίλιο του 2011, ενώ διαμηνύουν έντονα ότι η πολιτική συναίνεση μεταξύ των δύο μεγάλων κομμάτων εξουσίας αποτελεί αναγκαία συνθήκη για τις μελλοντικές δόσεις του δανείου. Το οικονομικό ρίσκο στην Ελλάδα έχει πλέον μετατραπεί σε πολιτικό ρίσκο και ο κίνδυνος ατυχήματος στην είσπραξη των μελλοντικών δόσεων έχει πολλαπλασιαστεί.

Άσχετα από την τελική –προσωρινή ή πιο μόνιμη– απόφαση επίλυσης του μελλοντικού δανεισμού της Ελλάδας, είναι σημαντικό να ξεκαθαριστούν οι διαθέσιμες επιλογές. Κι αυτό επειδή οι επιλογές αυτές θα συνεχίσουν να υφίστανται όσο η χώρα αδυνατεί να βγει και να δανειστεί στην ελεύθερη αγορά. Οι επιλογές είναι όλες επώδυνες, σε διαφορετικό φυσικά βαθμό για κάθε εμπλεκόμενο, ανάλογα με τη λύση που θα επιδιωχθεί. Επιπρόσθετα, καμία επιλογή δεν είναι εξασφαλισμένα επαρκής για να δώσει μια συνολική λύση. Όλες έχουν τις αδυναμίες τους.

Στον Πίνακα 4 ανακεφαλαιώνονται οι διαθέσιμες επιλογές μαζί με τα υπέρ και τα κατά της κάθε επιλογής. Ο πίνακας δημοσιεύτηκε στα τέλη Μαΐου του 2011 στο εβδομαδιαίο περιοδικό Economist, και διευκολύνει την περιγραφή και ανάλυση των πιθανών σεναρίων. Περιγράφονται πέντε πιθανά σενάρια/επιλογές. Στο Σενάριο 1, η ευρωζώνη αναλαμβάνει το χρέος της Ελλάδας με απευθείας μεταφορά πόρων, δηλαδή υπό μορφή δωρεάς, χωρίς να επιζητεί την επιστροφή των χρημάτων. Στο Σενάριο 2, που θα αποκαλούσα «Σενάριο Κηδεμονίας» ή «baby sitting», οι χώρες της ευρωζώνης αναλαμβάνουν το χρέος της Ελλάδας αλλά με τη μορφή δανείου. Στο Σενάριο 3, οι τράπεζες συμφωνούν εθελοντικά να μετακυλίσουν τις πιστώσεις τους προς την Ελλάδα.¹⁵ Το Σενάριο 4 της ήπιας αναδιάρθρωσης προσομοιάζει την περίπτωση των Brady bonds της δεκαετίας του 1980 για το χρέος των χωρών της Λατινικής Αμερικής, τα οποία όμως περιείχαν και επιπλέον εγγυήσεις του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ. Στο σενάριο αυτό,

¹³ Η ΕΚΤ είναι μάλιστα ιδιαίτερα δυσανεστημένη από τις αποφάσεις της Συνόδου Κορυφής του Μαρτίου του 2011. Τότε, ενώ αναμενόταν, τελικά δεν πάρθηκε απόφαση για τη δυνατότητα του μελλοντικού Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης (ESM), του οποίου η λειτουργία ξεκινά το 2013, να μπορεί να επεμβαίνει στη δευτερογενή αγορά κρατικών ομολόγων, παρά μόνον στην πρωτογενή. Αυτή η ημιτελής απόφαση μεταθέτει το βάρος διάσωσης των χωρών από τις κυβερνήσεις στην ΕΚΤ, γεγονός που την αποπροσανατολίζει από τον κύριο στόχο της, που είναι η σταθερότητα των τιμών. Ως αποτέλεσμα, έκτοτε η ΕΚΤ έγινε ιδιαίτερα επιθετική απέναντι στις ευρωπαϊκές κυβερνήσεις. Πέραν των ομιλιών και συνεντεύξεων των αξιωματούχων της, σταμάτησε και την αγορά ομολόγων από τη δευτερογενή αγορά, που είχε ξεκινήσει τον Μάιο του 2010, ώστε να στηρίξει τα ομόλογα των χωρών της περιφέρειας από κερδοσκοπικές επιθέσεις. Πάντως, από τα μέσα Ιουνίου 2011, διαρρέεται στον ευρωπαϊκό Τύπο ότι είναι πιθανή η ενεργοποίηση του μελλοντικού ESM και του αντίστοιχου σημερινού EFSF στη δευτερογενή αγορά κρατικών ομολόγων.

¹⁴ Το ΔΝΤ φαίνεται να έθεσε τρεις προϋποθέσεις για την καταβολή του μεριδίου του. Πρώτον, την ικανοποίηση των όρων του Μνημονίου έως και τον Μάρτιο του 2011, όπερ και επετεύχθη. Δεύτερον, την παροχή εγγυήσεων από την ΕΕ ότι θα καλύψει το χρηματοδοτικό κενό τους επόμενους 12 μήνες. Τρίτον, την ψήφιση στην Ελλάδα του Μεσοπρόθεσμου Προγράμματος.

¹⁵ Έχει ονομαστεί Πρωτοβουλία της Βιέννης II, επειδή στην εποχή της διεθνούς κρίσης, το Φθινόπωρο του 2008, πολλές τράπεζες με παρουσία στην Ανατολική Ευρώπη συμφώνησαν από κοινού στη Βιέννη, με την προτροπή της European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) και του ΔΝΤ, να μην αποσύρουν τις επενδύσεις τους από συγκεκριμένες χώρες. Το Σενάριο 3 πιθανόν να απαιτήσει επιπλέον εγγυήσεις (enhancements), κάτι που δεν περιγράφεται στον Πίνακα 4. Έτσι θα πειστούν πιο εύκολα οι τράπεζες-κάτοχοι ομολόγων να επεκτείνουν τις πιστώσεις τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Μεταξύ Σκύλας & Χάρυβδης Επιλογές για την επίλυση της ελληνικής κρίσης χρέους			
ΕΠΙΛΟΓΕΣ	ΕΠΕΞΗΓΗΣΗ	ΥΠΕΡ	ΚΑΤΑ
ΣΕΝΑΡΙΟ 1. ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΙΒΑΣΕΙΣ	Τα μέλη της ευρωζώνης προσφέρουν χρήματα στην Ελλάδα	Μειώνεται το ελληνικό χρέος. Η ΕΚΤ δεν αντιτίθεται	Αδύνατον να «περάσει» από τους ευρωπαίους ψηφοφόρους. Μπορεί να ενθαρρύνει δημοσιονομική ασυδοσία
ΣΕΝΑΡΙΟ 2. ΔΑΝΕΙΑ	Η ευρωζώνη και το ΔΝΤ δανείζουν την Ελλάδα	Δίδεται χρόνος προσαρμογής στην Ελλάδα. Η ΕΚΤ δεν αντιτίθεται	Δεν επιλύεται το πρόβλημα φερεγγυότητας. Οι νέοι όροι μπορούν να επιβαρύνουν και άλλο την ανάπτυξη. Σταδιακή αντικατάσταση των ιδιωτών πιστωτών από ΕΕ και ΔΝΤ. Δύσκολο να πειστούν οι ευρωπαίοι ψηφοφόροι
ΣΕΝΑΡΙΟ 3. ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΑ «ΒΙΕΝΝΗΣ»	Οι τράπεζες συμφωνούν εθελοντικά να μετακυλήσουν τις πιστώσεις προς την Ελλάδα	Δίδεται χρόνος προσαρμογής στην Ελλάδα. Οι ευρωπαίοι φορολογούμενοι δεν πληρώνουν τον λογαριασμό. Λιγότερες πιθανότητες να προξενήσει νέες υποβαθμίσεις πιστοληπτικής αξιολόγησης	Δεν επιλύεται το πρόβλημα φερεγγυότητας. Δύσκολος ο συντονισμός των ιδιωτικών τραπεζών
ΣΕΝΑΡΙΟ 4. «ΗΠΙΑ» ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ	Οι πιστωτές επεκτείνουν εθελοντικά τη λήξη των υπαρχόντων δανείων, πιθανόν με επιτόκιο λίγο μεγαλύτερο από το γερμανικό	Δίδεται χρόνος προσαρμογής στην Ελλάδα. Οι Ευρωπαίοι φορολογούμενοι δεν πληρώνουν τον λογαριασμό. Ίσως να μην αποτελέσει «πιστωτικό γεγονός» όσον αφορά τα CDS	Δεν επιλύεται το πρόβλημα φερεγγυότητας. Πιθανότατα να προκληθούν υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης. Δεν αρέσει στην ΕΚΤ
ΣΕΝΑΡΙΟ 5. «ΣΚΛΗΡΗ» ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ	Μεγάλο «κούρεμα» στην ονομαστική αξία του ελληνικού χρέους	Μειώνεται σημαντικά το ελληνικό χρέος	Προκαλούνται άμεσες απώλειες στους ιδιώτες πιστωτές, όπως στις ελληνικές τράπεζες και τα ασφαλιστικά ταμεία. Κίνδυνος ευρύτερης διάχυσης σε άλλες χώρες της ευρωζώνης. Μειώνεται η πίεση στους Έλληνες να πραγματοποιήσουν τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις. Η ΕΚΤ το απεχθάνεται
ΠΗΓΗ: The Economist, 28.5.2011, σελ. 69			

το χρέος ανταλλάσσεται με ομόλογα μακρύτερης διάρκειας και με επιτόκια μικρότερα των επιτοκίων που σήμερα επικρατούν στις αγορές. Το σενάριο συνεπάγεται απώλεια παρούσας αξίας για τον δανειστή με βάση τα σημερινά επιτόκια, αλλά όχι τόσο μεγάλη απώλεια αν τελικά η Ελλάδα καταφέρει να περιορίσει το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ και έτσι μπορέσει να δανείζεται με χαμηλότερα επιτόκια στο μέλλον. Τέλος, στο Σενάριο 5 της σκληρής αναδιάρθρωσης, γίνεται σημαντικό «κούρεμα» της ονομαστικής αξίας των ομολόγων και οι επενδυτές χάνουν μεγάλο ποσοστό της επένδυσής.

Αν το Σενάριο 1 συνεπάγεται πολιτική και δημοσιονομική ένωση της ευρωζώνης, τότε σίγουρα δεν είναι πολιτικά αποδεκτό, όπως αναφέρεται και στον Πίνακα 4. Όμως, το Σενάριο 1 δεν είναι τόσο ακραίο όσο φαίνεται εκ πρώτης όψεως. Στο σενάριο περιλαμβάνεται και η πολύ πιθανή περίπτωση παρέμβασης του υπάρχοντος EFSF (European Financial Stability Facility), εφόσον οι πολιτικοί ηγέτες αποφασίσουν τη δυνατότητα των υπαρχόντων και μελλοντικών μηχανισμών στήριξης να επεμβαίνουν στη δευτερογενή αγορά. Για μια τέτοια παρέμβαση δεν χρειάζεται τα κράτη να ζητήσουν την άδεια από τα Κοινοβούλια. Έτσι, το EFSF μπορεί, για παράδειγμα, να αγοράσει τα ομόλογα που λήγουν το 2012 και 2013, και στη συνέχεια να μην τα ρευστοποιήσει στη λήξη αλλά να αποδεχτεί άλλα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου με λήξη πολύ μεταγενέστερη.¹⁶

Σε όλο το χρονικό διάστημα των τυπικών και άτυπων διαπραγματεύσεων, η ΕΚΤ επέμενε με συνεχείς δηλώσεις των αξιωματούχων της υπέρ του Σεναρίου 2, στο οποίο οι πιστωτές δεν αντιμετωπίζουν απώλειες. Όπως προαναφέρθηκε, η ΕΚΤ φοβάται τους κινδύνους αποσταθεροποίησης του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος από ένα «πιστωτικό γεγονός» στην Ελλάδα, αν ποτέ επικρατούσαν τα υπόλοιπα Σενάρια 3, 4 ή 5. Το πιστωτικό αυτό γεγονός εύκολα επηρεάζει και την αξία των ομολόγων στις υπόλοιπες περιφερειακές αγορές. Έτσι, η αποσταθεροποίηση μπορεί να επέλθει από πολλές αιτίες. Πρώτον, λόγω έλλειψης επαρκών ιδίων κεφαλαίων των ευρωπαϊκών τραπεζών, αφού οι τράπεζες που διακρατούν τα ελληνικά, πορτογαλικά και ιρλανδικά τοξικά ομόλογα θα υποστούν σημαντικές απώλειες, οι οποίες επηρεάζουν αρνητικά την κεφαλαιακή τους βάση και θα πρέπει να τις αναπληρώσουν ρευστοποιώντας στοιχεία του ενεργητικού τους. Δεύτερον, από την αδυναμία της ΕΚΤ να δανειοδοτεί απλόχερα τις ελληνικές τράπεζες, δεχόμενη ως εγγύηση ελληνικά ομόλογα, αφού αν προχωρήσει σε ακόμα μια εξαίρεση στους κανονισμούς της ώστε να βοηθήσει την Ελλάδα, κινδυνεύει να χάσει ανεπανόρθωτα την αξιοπιστία της. Τρίτον, από τον πιθανό πανικό των καταθετών. Πολλοί πολίτες πιστεύουν λανθασμένα ότι αν γίνει αναδιάρθρωση χρέους θα χάσουν τις αποταμιεύσεις τους στις τράπεζες. Μια τέτοια στρεβλή αντίληψη πηγάζει από τη βαθύτερη αναξιοπιστία του κράτους στη συμπεριφορά του απέναντι στους πολίτες. Επομένως, δύσκολα αντιστρέφεται και εύκολα μπορεί να οδηγήσει σε μαζική απόσυρση καταθέσεων και σε κατάρρευση του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Πριν τη Σύνοδο Κορυφής του Ιουνίου 2011, η Γερμανία εναντιώνονταν στο Σενάριο 2, το πιο αγαπημένο σενάριο για την ΕΚΤ, και επέμενε στη συμμετοχή των ιδιωτών στην επίλυση του προβλήματος. Για τους Γερμανούς, πέραν της εγχώριας πολιτικής δυσaráσκειας για την πριμοδότηση αυτών που δάνεισαν τους ατίθασους Έλληνες, ο ηθικός κίνδυνος από την απόφαση να αφεθούν ελεύθεροι οι ομολογιούχοι να πάρουν τα χρήματά τους στη λήξη των ομολόγων και να φύγουν, αποτελεί μελλοντική βόμβα στα θεμέλια της αγοράς ομολόγων στην ευρωζώνη. Οι Γερμανοί δεν θέλουν οι αγορές να νομίζουν ότι όταν αγοράζουν ομόλογα στο μέλλον, θα έχουν τη σιωπηλή εγγύηση όλων των ευρωπαϊών φορολογουμένων για τη συνολική επιστροφή των χρημάτων τους.

Έτσι, η Γερμανία πρότεινε το Σενάριο 4 της ήπιας αναδιάρθρωσης (re-profiling), με ανταλλαγή των υπαρχόντων ομολόγων με ομόλογα που λήγουν 7 χρόνια αργότερα. Τη συγκεκριμένη επιστολή απέστειλε στις 6 Ιουνίου ο υπουργός Οικονομικών κ. Σόιμπλε προς την ΕΚΤ και τους ευρωπαίους ηγέτες. Στο Σενάριο 4, όμως, πρέπει να προσεχθεί επαρκώς η νομική μορφή του, ώστε η διαδικασία συμμετοχής των ιδιωτών να μη θεωρηθεί «πιστωτικό γεγονός». Ένα πιστωτικό γεγονός όχι μόνο θα πυροδοτούσε την ενεργοποίηση των CDS και θα έσπερνε πανικό στις αγορές, αλλά πιθανόν να δυσκόλευε και την ΕΚΤ να

¹⁶ Ακόμα καλύτερα για την Ελλάδα, το EFSF θα μπορούσε αντί να περιμένει τη λήξη των ομολόγων, να τα πουλήσει στην Ελλάδα στη χαμηλή τιμή που τα αγόρασε, αποδεχόμενο συγχρόνως νέα ελληνικά ομόλογα με χαμηλό τοκομερίδιο στην ονομαστική αξία τους.

δέχεται πλέον τα ελληνικά ομόλογα ως εγγύηση στον δανεισμό της προς τις ελληνικές τράπεζες. Αυτό θα είχε σημαντικές άμεσες αρνητικές επιπτώσεις στην πιστωτική επέκταση στην Ελλάδα, όπως εξηγήθηκε νωρίτερα. Στο ερώτημα του πιστωτικού γεγονότος, η κατάσταση έχει κάπως δυσκολέψει, αφού και οι τρεις μεγάλοι διεθνείς αξιολογικοί οίκοι, Moody's, Standard & Poor's και Fitch, έχουν ήδη αποφανθεί ότι θεωρούν όχι μόνο το Σενάριο 4, αλλά ακόμα και το Σενάριο 3, το αποκαλούμενο «Πρωτοβουλία της Βιέννης II», ως σενάριο χρεοκοπίας.

Το Σενάριο 5 το αποκλείει ξεκάθαρα η ΕΚΤ ως ακραίο, αλλά και πολλές άλλες χώρες με τράπεζες των οποίων η έκθεση σε ομόλογα της Περιφέρειας είναι μεγάλη. Έτσι η περίπτωση του «κουρέματος» δεν φαίνεται να έχει πιθανότητες. Αν επικρατούσε, τότε οι κάτοχοι ομολόγων και ιδιαίτερα οι ελληνικές τράπεζες θα είχαν πρόβλημα κεφαλαιακής επάρκειας. Ορισμένοι, όμως, αναλυτές συνεχίζουν να το υπερθεματίζουν, αφού πιστεύουν ότι λύνει το ελληνικό πρόβλημα του υψηλού χρέους.

Οι έλληνες και ξένοι αναλυτές, που στη σημερινή συγκυρία εναντιώνονται στο ακραίο Σενάριο 5 της σκληρής αναδιάρθρωσης του χρέους, θεωρούν ότι η αναδιάρθρωση αποτελεί για πολλούς στην Ελλάδα ένα απλό πρόσχημα, ώστε να μην γίνει η απαιτούμενη αναδιάρθρωση της οικονομίας. Πιστεύουν ότι προτού μπει στο τραπέζι των συζητήσεων το οποιοδήποτε σενάριο αναδιάρθρωσης του χρέους, πρέπει πρώτα να έχουν γίνει πολλά στο εσωτερικό της χώρας. Να έχουν περιοριστεί δραστικά οι σπατάλες στον ευρύτερο δημόσιο τομέα, να έχει ξεκινήσει η πάταξη της φοροδιαφυγής, να έχουν προχωρήσει οι εξαγγελθείσες ιδιωτικοποιήσεις και, κυρίως, να έχουν ολοκληρωθεί οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις με τρόπο ουσιαστικό, που θα βοηθήσει στην ανάκαμψη της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας, και όχι με τον συνήθη νομικίστικο τρόπο του παρελθόντος που καταλήγει να είναι εικονικός, αφού αφήνει περιθώρια οι νόμοι να παρακάμπονται και να αχρηστεύονται στην πράξη.¹⁷

Σημειώνεται ότι η ίδια η Τρόικα αντιλήφθηκε σχετικά νωρίς τη συνήθη αυτή ελληνική πολιτική πρακτική, δηλαδή την πολύ μεγάλη διαφορά ανάμεσα στην ψήφιση φιλόδοξων νόμων στο ελληνικό Κοινοβούλιο, συχνά συνοδευόμενη με πομπώδεις ομιλίες από όλη τη γκάμα των πολιτικών παρατάξεων για τα υπέρ και τα κατά τους, και στην τελική ατελή έως και μηδαμινή πρακτική εφαρμογή των νόμων που ψηφίστηκαν. Το χάσμα που υπάρχει ανάμεσα στην ψήφιση του νόμου και την εφαρμογή του πιθανόν να οφείλεται και στον πληθωρισμό νομοσχεδίων που κατακλύζουν τη Βουλή, αφού πολλοί κοινοβουλευτικοί εκπρόσωποι, ίσως η πλειονότητα, κρίνουν την παραγωγικότητά τους από τον αριθμό των νομοσχεδίων προς ψήφιση και όχι τη σωστή εφαρμογή των υπαρχόντων νόμων. Η Τρόικα σήμερα επιμένει να δει δείγματα γραφής της ικανότητάς μας στην πράξη να διορθώσουμε τα κακώς κείμενα και να προχωρήσουμε σε ουσιαστικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Γι' αυτό και επισκέπτεται τα επιμέρους υπουργεία και όχι απλώς και μόνον το Υπουργείο Οικονομίας, ενώ επιζητεί όχι μόνον τη συναίνεση των κομμάτων αλλά και τη γνώμη όλων των φορέων της ελληνικής οικονομίας.

Από τα σενάρια που αναλύθηκαν, το πιο πιθανό είναι το Σενάριο 2, αλλά με την οικονομική δύναμη που διαθέτουν οι Γερμανοί, είναι πιθανό τελικά οι διαπραγματεύσεις να καταλήξουν σε ένα σύνθετο αποτέλεσμα, δηλαδή ένα ενδιάμεσο σενάριο ανάμεσα στα Σενάρια 1, 2, 3, και 4, το οποίο να ικανοποιεί εν μέρει τις επιθυμίες όλων των πλευρών, χωρίς όμως να υπόκειται στους κινδύνους πιστωτικού γεγονότος που προαναφέρθηκαν. Σίγουρα το διακύβευμα είναι μεγάλο, όχι μόνο για την Ελλάδα αλλά και για όλη την ευρωζώνη. Συνεπώς, πιστεύω ότι θα δοθεί μια πολιτική λύση στο άμεσο πρόβλημα δανεισμού της Ελλάδας έως το 2013 ή και 2014.

¹⁷ Έτσι μόνον η χώρα μας θα μπορέσει να αποκτήσει διαπραγματευτική ισχύ και να επιτύχει ένα καλύτερο αποτέλεσμα στη όποια μελλοντική ελάφρυνση του χρέους. Κάτι ανάλογο φαίνεται να ισχύει και για την περίπτωση έκδοσης ευρωομολόγων σε μαζική κλίμακα που να καλύπτει το 60% του ΑΕΠ των χωρών-μελών της Ευρωζώνης. Ο Πρόεδρος της ΕΕ κ. von Rompruy έχει αφήσει να διαφανεί ότι οι Ευρωπαίοι είναι διατεθειμένοι να υποστηρίξουν την έκδοση τέτοιων ευρωομολόγων μόνον μετά το πέρας της κρίσης, δηλαδή αφότου πρώτα οι Έλληνες (και εννοείται και υπόλοιποι λαοί της ευρωπαϊκής Περιφέρειας) συνειστούσαν και αναδιάρθρωναν την οικονομία τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 Οι επιλογές των επενδυτών			
Μορφή	A Εθελοντική μετακύλιση των ομολόγων στη λήξη τους	B Εθελοντική μετακύλιση με περιορισμένα θετικά κίνητρα	Γ Εθελοντική ανταλλαγή χρέους με ανανέωση της έκθεσης σε ελληνικά ομόλογα συν υποχρεωτικά κίνητρα
Βαθμός συμμετοχής επενδυτών	Ανεπίσημη διαδικασία, απευθύνεται στο εσωτερικό της χώρας-μέλους	Περισσότερο επίσημη διαδικασία	Όλοι οι δανειστές πρέπει να συμμετέχουν υποχρεωτικά
Θετικά	Μειώνεται ο κίνδυνος περαιτέρω πιστωτικής υποβάθμισης της Ελλάδας	Εξασφαλίζεται η ευρύτερη συμμετοχή των δανειστών και αποτρέπεται η εκδήλωση περαιτέρω πιστωτικών υποβαθμίσεων	Προοπτική πολύ μεγάλης συμμετοχής των επενδυτών
	Μειώνεται ο κίνδυνος περαιτέρω μετάδοσης της πιστωτικής κρίσης	Επίσημη (γραφτή) δέσμευση για τη μετακύλιση του χρέους	
		Η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα μπορεί να υπολογιστεί εκ των προτέρων	
Αρνητικά	Οι επενδυτές που θα συμμετέχουν πρώτοι στην εθελοντική μετακύλιση δεν έχουν κάποια εξασφάλιση σχετικά με τη συμμετοχή άλλων επενδυτών στη συνέχεια	Δεν υπάρχει κάποια εξασφάλιση σχετικά με τον αριθμό των δανειστών που θα συμμετάσχουν	Η υποχρεωτική συμμετοχή των δανειστών θα προκαλέσει την πιστοληπτική υποβάθμιση του ελληνικού Δημοσίου σε καθεστώς επιλεκτικής χρεοκοπίας (selective default)
	Η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα δεν είναι δυνατόν να καθοριστεί εκ των προτέρων	Μεγαλύτερος κίνδυνος για πιστωτική αξιολόγηση σε επίπεδο χρεοκοπίας (default)	Αυξάνεται ο κίνδυνος μετάδοσης της κρίσης σε άλλες χώρες-μέλη. Οι επενδυτές θα αρχίσουν να λειτουργούν προληπτικά και σε άλλες αγορές για να αποφύγουν παρόμοιες εξελίξεις
		Μεγαλύτερος κίνδυνος για μετάδοση της κρίσης σε άλλες χώρες-μέλη της ευρωζώνης	
		Η περίοδος παραμονής της Ελλάδας σε καθεστώς χρεοκοπίας μπορεί να είναι πολύ μεγάλη	

ΠΗΓΗ: *Financial Times*, 15.6.2011, p. 4

Στο σημείο αυτό αξίζει να περιγράψουμε τα σενάρια που συζητήθηκαν στο άτυπο EUROGROUP στις 13.6.2011. Τα σενάρια διέρρευσαν από την εφημερίδα *Financial Times* στις 15.6.2011 από τους κκ. Spiegel και Peel, και περιγράφονται στον Πίνακα 5. Αν και το επόμενο EUROGROUP στις 19.6.2011 αποφάσισε να δοθεί η 5^η δόση στην Ελλάδα υπό την προϋπόθεση ψήφισης από τη Βουλή των Ελλήνων του Μεσοπρόθεσμου Προγράμματος, η συζήτηση μιας πιο μεσοπρόθεσμης λύσης θα γίνει τον Ιούλιο του 2011 και ενδέχεται να συνεχιστεί όσο οι διαφορετικές πλευρές δεν συγκλίνουν.

Τα τρία σενάρια του Πίνακα 5 είναι παραλλαγές των Σεναρίων 3 και 4 του Πίνακα 4. Και τα τρία ενσωματώνουν τη συμβολή του ιδιωτικού τομέα με διαφορετικούς βαθμούς εθελοντισμού ή ελευθερίας. Το σενάριο Α είναι το πλέον εθελοντικό και το σενάριο Γ το πλέον αυστηρό. Μετά τις δηλώσεις της Καγκελαρίου Μέρκελ την Παρασκευή 17/6, ότι συμφωνεί με τις απόψεις της ΕΚΤ, φαίνεται πλέον η λύση να κλίνει περισσότερο προς τα σενάρια Α και Β.

Πιστεύω ότι η εφεκτική στάση των υπόλοιπων Ευρωπαίων απέναντι στη σημερινή αδράνεια των Ελλήνων να αναδιαρθρώσουν την οικονομία τους αναμένεται να διαρκέσει όσο διάστημα οι ευρωπαϊκές τράπεζες και οικονομίες παραμένουν ανοχύρωτες απέναντι στην πιθανότητα χρεοκοπίας της Ελλάδας και των υπόλοιπων δύο χωρών, της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας. Όμως, οι υπόλοιπες δύο χώρες πιθανόν να λύσουν τα προβλήματά τους νωρίτερα από την Ελλάδα. Η Πορτογαλία δεν έχει τόσο μεγάλο χρέος, ενώ η Ιρλανδία έχει μια ανταγωνιστική οικονομία που φαίνεται να ανακάμπτει. Αν στο μεταξύ οι τράπεζες και οι χώρες της Ευρώπης οχυρωθούν απέναντι στις αρνητικές εξελίξεις στην Ελλάδα και οι υπόλοιπες προβληματικές χώρες έχουν σταθεροποιηθεί, τότε η ελληνική πλευρά θα έχει απολέσει σε μεγάλο βαθμό το σημερινό διαπραγματευτικό πλεονέκτημα που διαθέτει, δηλαδή τη δυνατότητα να επιφέρει βλάβη και στους υπολοίπους.¹⁸ Συνεπώς, ο χρόνος που έχει η χώρα στη διάθεσή της για τον μετασχηματισμό της οικονομίας, ώστε να πείσει τις αγορές σχετικά με τη βιωσιμότητα του χρέους και για να ξεκινήσει ένα νέο μοντέλο ανάπτυξης σε στέρεες βάσεις, είναι και συνάρτηση και της ταχύτητας των υπόλοιπων χωρών της ευρωζώνης να βελτιώσουν τα δημοσιονομικά τους μεγέθη και να απομονώσουν τις οικονομίες τους από τα κανάλια αρνητικής ελληνικής επιρροής.

3.Ε. Θα αντέξει η κοινωνία την περίοδο μειούμενου βιοτικού επιπέδου;

Νωρίτερα στο Εδάφιο 1, περιγράψαμε τη σχεδόν απίστευτη αναμενόμενη συρρίκνωση του δημόσιου τομέα, στο ήμισυ το 2020 σε σχέση με το σημερινό του μέγεθος. Δεν είναι εύκολη μια τέτοια μετατροπή. Απαιτεί όχι μόνο μείωση μισθών και συντάξεων, όχι μόνο ιδιωτικοποίηση πολλών αντιπαραγωγικών δημόσιων φορέων, αλλά και πιθανές απολύσεις από τον ευρύτερο δημόσιο τομέα. Ο στόχος εναντιώνεται στην ελληνική κουλτούρα δεκαετιών, σύμφωνα με την οποία το Δημόσιο είναι πάντα ισχυρό, υπάρχει για να μας εξυπηρετεί χωρίς αναγκαστικά εμείς να έχουμε υποχρεώσεις απέναντί του, ενώ έχει και τη δυνατότητα απορρόφησης των παιδιών μας σε μια σταθερή δουλειά. Μάλιστα, αν μπορέσουμε να τα τοποθετήσουμε μέσω των πολιτικών γνωριμιών μας και σε μια υπηρεσία που εκδίδει πιστοποιητικά, άδειες, αποφασίζει για το ύψος των φόρων, κ.λπ. θα έχει και τη δυνατότητα «τυχερών», τα οποία εύκολα μπορούν να του διπλασιάσουν τον μισθό.

Το Μνημόνιο εναντιώνεται σε αυτή και σε πολλές άλλες «σταθερές» στο υποσυνείδητο του Έλληνα, οι οποίες έχουν διαμορφωθεί από προπάππου, σε παπού, σε πατέρα, σε γιο και κόρη. Αναγκαστικά αυτό μας ξεβολεύει. Δεν είναι μόνο ο φόβος της πιθανής απώλειας της εργασίας μας ή της μείωσης του εισοδήματός μας, που μας ανησυχούν. Είναι και το γεγονός ότι το μέλλον φαντάζει αβέβαιο και οι σταθερές μας κατακρημνίζονται. Κι όμως, όπως έχει χιλιο-επιωθεί αλλά περιγράφει παραστατικά το μέγεθος του προβλήματος, σε διάστημα μικρότερο των δύο ετών είναι επιτακτικό η Ελλάδα να διορθώσει τα κακώς κείμενα δεκαετιών.

¹⁸ Η ισχυρή αρνητική επίδραση, π.χ. στην Ισπανία, έγινε ξεκάθαρη στη διάρκεια της ελληνικής πολιτικής κρίσης στα μέσα Ιουνίου του 2011, όταν τα επιτόκια δανεισμού των Ισπανών αυξήθηκαν και οι αγορές θορυβήθηκαν για το φαινόμενο της πιθανής μελλοντικής αρνητικής «χιονοστιβάδας» στην Ισπανία. Μάλιστα τότε έσπευσαν τόσο το ΔΝΤ όσο και οι ευρωπαϊκοί εταίροι μας να καθησυχάσουν τις αγορές ότι θα δοθεί η 5^η δόση του δανείου στην Ελλάδα.

Η αναδιάρθρωση της οικονομίας, που για παράδειγμα, σε προηγούμενες περιόδους στην Ολλανδία, τη Γερμανία ή τη Σουηδία πήρε περίπου 8 με 10 χρόνια για να ολοκληρωθεί, στην Ελλάδα πρέπει να γίνει άμεσα, υπό αντίξοες συνθήκες στις αγορές και με τον φόβο διακοπής της χορήγησης των δόσεων του δανείου. Μάλιστα, επειδή το ΔΝΤ ζητάει πρώιμες εγγυήσεις για τον δανεισμό του επόμενου Μαρτίου, ανακαλύψαμε ότι θα έπρεπε όλες οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις να είχαν τελειώσει σε έναν χρόνο και όχι δύο!

Σήμερα οι αντοχές και η συνοχή της ελληνικής κοινωνίας δοκιμάζονται. Η ανισοκατανομή του εισοδήματος αυξάνεται και η κοινωνία βρίσκεται μπροστά σε ένα κρίσιμο σταυροδρόμι. Από τη μία πλευρά είναι ο δρόμος της συνέχισης της μεταρρυθμιστικής προσπάθειας με στόχο το χτίσιμο μιας μοντέρνας ανταγωνιστικής οικονομίας με ισχυρή ανάπτυξη και υψηλή απασχόληση και από την άλλη, το πάγωμα των μεταρρυθμίσεων και η μελλοντική στασιμότητα ή και συρρίκνωση, ενόψει των πολιτικών δυσκολιών, των αντιδράσεων συντεχνιών και ομάδων ειδικών συμφερόντων, αλλά και μεγάλης μερίδας του κόσμου που δεν έχει ακριβώς συνειδητοποιήσει το μέγεθος των ελλειμμάτων του Δημοσίου και πιστεύει ότι σύντομα θα επιστρέψει στην παλιά καλή εποχή, αρκεί να διαμαρτυρηθεί και να εισακουσθεί από τους πολιτικούς.

Πολλοί βλέπουν τα προβλήματα και νομίζουν ότι γι' αυτά φταίει το Μνημόνιο, χωρίς να καταλαβαίνουν ότι η βαθύτερη αιτία είναι οι ελληνικές ανισορροπίες που διατηρήθηκαν για δεκαετίες. Άλλοι νομίζουν ότι το πάγωμα των μεταρρυθμίσεων δίνει λύση αφού διατηρεί την προηγούμενη κατάσταση, και δεν αντιλαμβάνονται ότι το πάγωμα θα μειώσει τις θέσεις εργασίας μακροπρόθεσμα πολύ περισσότερο από ό,τι η εφαρμογή του Μνημονίου. Συνεπώς, η επιλογή ανάμεσα στην πράξη και την αδράνεια, σε μια περίοδο νευρικότητας και μειούμενου βιοτικού επιπέδου, δεν είναι αυτονόητη για πολλούς.

Μέρος της ευθύνης για τη σημερινή ελλιπή αντίληψη των πολιτών έχουν και η έλλειψη πληροφόρησης για την πραγματική οικονομική κατάσταση της χώρας, η συχνή ασυμφωνία των κύριων κομμάτων εξουσίας για τα αυτονόητα, η έως τα μέσα Ιουνίου 2011 εμφανιζόμενη έλλειψη κοινής αντίληψης και επιθυμίας για το πρακτέο στην ίδια την εκτελεστική εξουσία, αλλά και η απώλεια της δυναμικής που είχαν οι μεταρρυθμίσεις στους πρώτους 5 μήνες μετά την υπογραφή του Μνημονίου. Όπως αναφέρθηκε νωρίτερα, πολλές μεταρρυθμίσεις, ενώ ψηφίστηκαν στη Βουλή, δεν εφαρμόζονται στην πράξη λόγω της μη έκδοσης των απαραίτητων υπουργικών αποφάσεων, της μη ψήφισης των εφαρμοστικών νόμων, κ.ά. Η προσπάθεια καταπολέμησης της φοροδιαφυγής –κάτι που είναι ιδιαίτερα δύσκολο– δεν έχει ακόμα εμφανή αποτελέσματα. Η κοινωνία δεν είδε την παραδειγματική τιμωρία φοροφυγάδων, διεφθαρμένων δημόσιων λειτουργών και επιχειρηματιών, και αυτό ενέτεινε το αίσθημα ατιμωρησίας και κοινωνικής αδικίας. Η καθυστέρηση στον περιορισμό της σπατάλης του ευρύτερου δημόσιου τομέα, π.χ. αδυναμία κατάργησης περιττών οργανισμών παρά τις κατά καιρούς εξαγγελίες, και στην αναμόρφωση των φορολογικών μηχανισμών διευρύνει το αίσθημα ότι το βάρος της προσπάθειας δεν μοιράζεται ισομερώς. Η μεσαία τάξη, οι μισθωτοί και συνταξιούχοι, ιδιαίτερα του ιδιωτικού τομέα, βλέπουν πάλι αυτοί να σηκώνουν το βάρος της ανικανότητας του Δημοσίου να πιάσει τους φοροφυγάδες ή να μειώσει τη σπατάλη.

Έτσι σήμερα η μεταρρυθμιστική κόπωση εντείνεται, καθώς επίσης αργούν να εμφανιστούν τα αποτελέσματα των προσπαθειών. Η αμφισβήτηση της λογικής της προσπάθειας δυναμώνει. Η μη ισορροπημένη κατανομή των βαρών και η διεύρυνση στην ανισοκατανομή του εισοδήματος εντείνουν τις αντιδράσεις. Μάλιστα, όσοι αρνούνται τις μεταρρυθμίσεις για ιδιοτελείς σκοπούς, χρησιμοποιούν τη δυσaréσκεια των πολιτών για να το πετύχουν. Δεν εξηγούν όμως ότι το πάγωμα των μεταρρυθμίσεων δεν συνεπάγεται επιστροφή στην πρότερη κατάσταση.

Η προσαρμογή της ελληνικής οικονομίας είναι απαραίτητη, όπως εξηγήσαμε νωρίτερα. Η ελληνική οικονομία θα βρει ένα νέο σημείο ισορροπίας, είτε έτσι είτε αλλιώς. Το ζήτημα είναι αν αυτό θα επιτευχθεί μέσω μιας μακράς ύφεσης που θα καταλήξει σε ένα πολύ χαμηλότερο βιοτικό επίπεδο (χαμηλή ζήτηση) ή μέσω μια επίσης μακράς ύφεσης, αλλά με ενεργό εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων που συνεπάγεται αύξηση της παραγωγικότητας και του βιοτικού επιπέδου (υψηλότερη προσφορά) μακροπρόθεσμα. Οι δύο δρόμοι εμφανίζονται με διαφορετικά προσώπια σήμερα, αφού οι μεταρρυθμίσεις θίγουν πολλούς πολίτες, ενώ στην πραγματικότητα έχουν εντελώς διαφορετικές καταλήξεις. Όταν οι Έλληνες το αντιληφθούν, τότε και η χώρα έχει ελπίδα να ακολουθήσει τον δεύτερο δρόμο της αυξημένης παραγωγικότητας. Η εκτέλεση του προγράμματος προσαρμογής απαιτεί διαπαιδαγώγηση των πολιτών αλλά και τήρηση λεπτών ισορροπιών.

4. Συμπέρασμα

Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση 2007-2009, που έφερε την ύφεση στην Ελλάδα μετά από 13 χρόνια συνεχούς ανάπτυξης, έγινε και η αιτία να αποκαλυφθούν οι ανισορροπίες της χαμηλής ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας, καθώς και του υψηλού δημόσιου χρέους, το οποίο εφεξής αναμενόταν να διογκωθεί ακόμα περισσότερο ως προς το μέγεθος της οικονομίας. Η αποκάλυψη των ανισορροπιών αυτών από τους αξιολογικούς οίκους στο τέλος του 2009, ανησύχησε τις αγορές, που με τη σειρά τους σταδιακά ξεκίνησαν να απαιτούν όλο και υψηλότερες αποδόσεις για να δανείσουν το ελληνικό Δημόσιο. Σε λίγο, ο νέος δανεισμός έγινε απαγορευτικός και έτσι, τον Μάιο του 2010, η ευρωζώνη μαζί με το ΔΝΤ παρέιχαν δάνειο €110 δισ., ικανό να χρηματοδοτεί απρόσκοπτα την Ελλάδα τουλάχιστον έως τον Μάρτιο του 2012. Την ίδια περίοδο, η ελληνική κρίση μετατράπηκε σε ευρωπαϊκή, καθώς ευρωπαϊκές τράπεζες και ταμεία ήταν κυρίως οι κάτοχοι των ελληνικών ομολόγων που είχαν εκδοθεί στο παρελθόν, ενώ οι αγορές, με αφορμή τις ελληνικές ανισορροπίες, αφυπνίστηκαν ως προς τις σοβαρές αδυναμίες της αρχιτεκτονικής της νομισματικής ένωσης. Στο επόμενο διάστημα, η μεν ευρωζώνη ξεκίνησε να δημιουργεί μια νέα αρχιτεκτονική, που να διορθώνει τις προηγούμενες ατέλειες και να αποτελεί μια ισχυρή βάση για τη μελλοντική βιωσιμότητα του ευρώ, η δε Ελλάδα ξεκίνησε μια μεγάλη προσπάθεια τιθάσευσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και επίτευξης μιας μεγάλης γκάμας αναγκαίων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Σύμφωνα με το Μνημόνιο που συμφωνήθηκε με την Τρόικα (ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ), η Ελλάδα μέσα σε δύο χρόνια θα έπρεπε να εφαρμόσει αλλαγές που παραμελήθηκαν για δεκαετίες, ώστε όχι μόνο να μειώσει ταχύτατα τα δημοσιονομικά της ελλείμματα, αλλά και να επαναφέρει τη χώρα σε μια αξιοπρεπή ανταγωνιστική θέση. Με την προϋπόθεση τήρησης της συμφωνίας, στο Μνημόνιο προβλέπεται ανάκαμψη από το 2012, χαμηλός πληθωρισμός και μείωση της εξωτερικής ανισορροπίας. Κυρίως, όμως, προβλέπεται η δραματική συρρίκνωση του κράτους έως το 2020 σε περίπου το ήμισυ από το μέγεθος που έχει σήμερα, προσιωνιζόμενο έτσι δραματικές αλλαγές για την ελληνική κοινωνία και οικονομία. Στις προβλέψεις καταγράφεται ένα έντονο φαινόμενο αρνητικής χιονοστιβάδας στο χρέος, προερχόμενο από το γεγονός ότι το ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού αναμένεται υψηλότερο του ονομαστικού ρυθμού ανάπτυξης, γεγονός που οδηγεί στην ανάγκη υψηλών πρωτογενών πλεονασμάτων της τάξης του 6% του ΑΕΠ ώστε να μπορέσει το χρέος να μειωθεί ως ποσοστό του ΑΕΠ στο 130% το 2020. Συνεπώς, η προσπάθεια αναμένεται τιτάνια, αφού ποτέ στο παρελθόν η Ελλάδα δεν κατάφερε να δημιουργήσει τόσο υψηλά και συνεχή πρωτογενή πλεονάσματα.

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του δεν υπήρξε η αιτία της ελληνικής κρίσης αλλά το θύμα της. Έχει κομβικό ρόλο στη μελλοντική τροπή των εξελίξεων, αφού επηρεάζει την πορεία της πιστωτικής επέκτασης, ενώ διατηρεί πολλές επιχειρήσεις σε λειτουργία μέσω αναδιαρθρώσεων των δανείων τους. Συγχρόνως δέχεται και τις έντονες πιέσεις των καταθετών, πολλοί από τους οποίους δεν εμπιστεύονται το κράτος και τον τρόπο με τον οποίο διαχειρίζεται την κρίση. Στη χρηματοδότηση των τραπεζών συμβάλλει και η ΕΚΤ, η οποία δανείζει τις τράπεζες με ενέχυρο το οποίο έρχεται πλέον να εγγυηθεί το ίδιο το Δημόσιο, που με τη σειρά του αντλεί αξιοπιστία από τους εταίρους της ευρωζώνης και την αποφασιστικότητά τους να το διασώσουν σε περίπτωση ατυχήματος. Οι αλληλεξαρτήσεις όλων των φορέων είναι πλέον μεγάλες.

Στο άρθρο αναλύθηκαν πολλά επιμέρους ζητήματα, τα οποία ανέδειξε η πολλαπλή κρίση των τελευταίων τεσσάρων ετών, με μια ανακεφαλαίωση και σημαντική εμβάθυνση στο ουσιαστικό περιεχόμενο και των 33 υπόλοιπων άρθρων του συλλογικού τόμου. Η μεγάλη γκάμα των άρθρων από διακεκριμένους ακαδημαϊκούς και στελέχη του χρηματοπιστωτικού χώρου, που ταξινομήθηκαν σε επτά ενότητες, φωτίζει τις σημαντικές πλευρές της πολύπλευρης κρίσης και κυρίως τον ρόλο και τις προοπτικές του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Πέραν του κομβικού αυτού ρόλου, αναλύονται και ζητήματα αγορών, εποπτείας, αλλά και ορισμένα μεγάλα θέματα που η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση ανέδειξε και που θα μας επηρεάζουν για πολύ καιρό στο μέλλον. Στα άρθρα παρουσιάζεται και η στενή σχέση της ελληνικής με την ευρωπαϊκή κρίση, ενώ αναλύονται οι παθογένειες του ελληνικού κράτους και το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Οι λύσεις που προτείνονται φανερώνουν την ανάγκη, όχι μόνο για ουσιαστικό δημοσιονομικό περιορισμό, αλλά και για

καλύτερη οργάνωση του κράτους, για διαρθρωτικό μετασχηματισμό του μοντέλου ανάπτυξης και για σημαντική προσαρμογή των ελληνικών επιχειρήσεων και του πλαισίου εποπτείας στα νέα δεδομένα.

Οι κίνδυνοι για την πορεία του προγράμματος προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας είναι υπαρκτοί, συγκεκριμένοι και σοβαροί. Δεν είναι μόνο χρηματοοικονομικοί αλλά και πολιτικοί. Η διάρκεια της ύφεσης που διανύουμε είναι ένα κρίσιμο ζήτημα, διότι η μακρόσυρτη ύφεση μεγεθύνει την αρνητική δυναμική των υπόλοιπων κινδύνων και αφαιρεί βαθμούς ελευθερίας από την οικονομική πολιτική. Η αναβαθμισμένη πορεία των εξαγωγών, η ευκαία αποκατάσταση του οικονομικού κλίματος και η αντιστροφή του αρνητικού ρυθμού των επενδύσεων, σε συνδυασμό με τη σταθεροποίηση του εισοδήματος των πολιτών είναι τα σημεία κλειδιά για την επάνοδο σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης.

Ένας επιπλέον κίνδυνος αφορά τις μακροπρόθεσμες αναπτυξιακές δυνατότητες της οικονομίας, οι οποίες όμως εξαρτώνται από την πολιτική βούληση για την επιτυχή εφαρμογή ουσιαστικών και βαθέων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Οι μεταρρυθμίσεις είναι αναγκαίες για τη μόνιμη αύξηση της παραγωγικότητας στην Ελλάδα και την επάνοδο σε ισόρροπους ρυθμούς ανάπτυξης. Στη σημερινή συγκυρία, όμως, απαιτούν συγκρούσεις με ομάδες συμφερόντων που νέμονται ανενόχλητες και με περισσή θρασύτητα συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας, και όχι με την εύκολη και μονομερή επιβάρυνση μισθωτών, συνταξιούχων και της συνεπούς στις φορολογικές της υποχρεώσεις μεσαίας τάξης. Κάποια στιγμή και αυτοί θα επαναστατήσουν, βλέποντας ότι οι ίδιοι συμβάλλουν στην προσαρμογή της χώρας, αλλά μια άλλη μερίδα του πληθυσμού οχυρώνεται πίσω από αναχρονιστικούς εκβιασμούς.

Σήμερα, ορατός είναι και ο κίνδυνος να μην μπορέσει η Ελλάδα να επιστρέψει στις αγορές για μακρό χρονικό διάστημα στο μέλλον, κάτι που οι αγορές προεξοφλούν εδώ και πολύ καιρό, ενώ οι αξιολογικοί οίκοι έρχονται να επισφραγίσουν με τις συνεχόμενες υποβαθμίσεις τους. Τα επιτόκια δανεισμού της Ελλάδας βρίσκονται στη στρατόσφαιρα. Υπό την εξαντλητική πίεση των αγορών, οι συζητήσεις και διαπραγματεύσεις για τις διαθέσιμες επιλογές στην Ελλάδα και την Ευρώπη είναι έντονες. Στη διάρκεια του Ιουνίου 2011, αναδείχτηκε κυρίως η διαμάχη ανάμεσα στην ΕΚΤ και τη Γερμανία για τον βαθμό και τον τρόπο συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα στη διάσωση της Ελλάδας. Πίσω όμως από τις όποιες διαμάχες, το ζητούμενο παραμένει και είναι να δοθεί ένα παράθυρο ευκαιρίας στην Ελλάδα, που να επεκτείνεται σε πολύ περισσότερα από δύο χρόνια, ώστε να μπορέσει να αναδιαρθρώσει την οικονομία της χωρίς σημαντικές τριβές και κοινωνικές αναταραχές, ενώ συγχρόνως το παράθυρο αυτό να μη χρησιμοποιηθεί από τους Έλληνες ως απλή δικαιολογία για αδράνεια και εσωστρέφεια.

Η ικανότητα της ελληνικής κοινωνίας να αντέξει τις επιπτώσεις της προσαρμογής είναι ένα μεγάλο ερωτηματικό, καθώς οι πολίτες δυσκολεύονται να αντιληφθούν ότι η προηγούμενη καλή εποχή της αυξανόμενης ευημερίας πέρασε ανεπιστρεπτή, ότι δεν υπάρχουν μαγικές λύσεις χωρίς κόστος, και ότι η προσαρμογή της οικονομίας είναι απαραίτητη για να μην διολισθήσουμε περαιτέρω. Στη δύσκολη αυτή συγκυρία είναι σημαντικό να αποφεύγουμε τις ακραίες αντιδράσεις και να βλέπουμε το μέλλον με ρεαλισμό αλλά και ελαφρά αισιοδοξία, αφού στην Ελλάδα πολλές υπηρεσίες του Δημοσίου, πολλές επιχειρήσεις συνεχίζουν να λειτουργούν αποτελεσματικά, ενώ πολλά νοικοκυριά συνεχίζουν και επιπλέον, έστω με μειωμένη κατανάλωση. Όταν η ύφεση παρέλθει, και οι νέοι μπορούν να συμμετέχουν ξανά στην αγορά εργασίας, τότε και η αισιοδοξία θα επανέλθει στη χώρα μας.

Βιβλιογραφία

Ελληνόγλωσση

- Αλεξάκης, Παναγιώτης (2011), «Οι καινοτομίες στη νομισματική πολιτική στην ευρωζώνη από το 2007 έως σήμερα», Άρθρο Β.6, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Αναστασάτος, Τάσος (2011), «Η εξωτερική ανισορροπία της ελληνικής οικονομίας Αίτια, χαρακτηριστικά και σενάρια προσαρμογής», Άρθρο Ε.3, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Αντζουλάτος, Άγγελος Α. (2011), «Τραπεζική - τάσεις (πριν) και προοπτικές (μετά την κρίση)», Άρθρο Γ.1, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Απέργης, Νικόλαος (2011), «Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η αγορά κατοικίας: Επιπτώσεις στις ελληνικές μετοχές των ανωνύμων εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία», Άρθρο ΣΤ.2, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Βέττας, Νικόλαος (2011), «Ανταγωνισμός και ρύθμιση στις αγορές προϊόντων υπό το πρίσμα της κρίσης στην ελληνική οικονομία», Άρθρο Ε.1, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Γκόρτσος, Χρήστος Βλ. (2011), «"Βασιλεία ΙΙΙ": η αναθεώρηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία με στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος», Άρθρο Ζ.1, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Επιτροπή για την Αξιοπιστία των Στατιστικών Στοιχείων (2010), *Έκθεση*, Βουλή των Ελλήνων, Ιανουάριος.
- Ζαγορήσιος, Νικόλαος και Ιωάννης Ασημέλης (2011), «Τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες ως εργαλεία ρευστότητας», Άρθρο Γ.4, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Ζόνζηλος, Νικόλαος Γ. (2010), «Οι μακροοικονομικές επιπτώσεις των διαρθρωτικών πολιτικών ενίσχυσης του ανταγωνισμού στην αγορά των μη εμπορεύσιμων αγαθών-υπηρεσιών και στην αγορά εργασίας», ΙΟΒΕ, Ειδικές Μελέτες, Μάιος.
- Θεοφιλάκου, Νάνσυ και Γιάννης Στουρνάρας (2011), «Η δυναμική του χρέους στις χώρες της ΟΝΕ και οι αντιδράσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών», Άρθρο Δ.1, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Θωμαδάκης, Σταύρος Β. και Κωνσταντίνος Ι. Λοίζος (2011), «Η χρηματοοικονομική ρύθμιση και το κόστος κεφαλαίου των πιστωτικών ιδρυμάτων», Άρθρο Ζ.2, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Θωμάκος, Δημήτρης (2011), «Περιγραφική απεικόνιση μη-στάσιμων χρηματοοικονομικών χρονοσειρών: χωρικές κατανομές και χρόνος παραμονής», Άρθρο ΣΤ.6, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Θωμόπουλος, Άνθιμος (2011), «Διεθνής κρίση και λογιστικά πρότυπα: Επέτειναν τα λογιστικά πρότυπα το μέγεθος της κρίσης; Πόσο η κρίση επηρεάζει τα μελλοντικά πρότυπα;», Άρθρο Β.2, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Καραμούζης, Νικόλαος Β. (2011), «Από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση στην ελληνική δημοσιονομική εκτροπή και την κρίση της Ευρωζώνης: οι προκλήσεις για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα», Επίλογος, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;*, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

- Κουρογένης, Νικόλαος και Νικήτας Πιττής (2011), «Συστηματικά σφάλματα στις προβλέψεις των αναλυτών και τακτική κατανομή επενδύσεων», Άρθρο ΣΤ.1, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Λεκκός, Ηλίας, Γιάννης Κουτελιδάκης και Ειρήνη Στάγγελ (2011), «Εργαλεία και τεχνικές παρακολούθησης του συστημικού κινδύνου και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Η εφαρμογή τους στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα», Άρθρο Ζ.5, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Λιβαδά, Χριστίνα και Άννα Βασίλα (2011), «Η ρυθμιστική παρέμβαση στις αγορές κεφαλαίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση ως συνέπεια της κρίσης», Άρθρο Ζ.4, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Λιούκας, Σπύρος (2011), «Οι ελληνικές επιχειρήσεις μετά την κρίση. Προοπτικές και στρατηγικές για διεθνή ανταγωνιστικότητα», Άρθρο Ε.4, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Μαλλιάρopoulos, Δημήτρης (2011), «Η απώλεια ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας μετά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ», Άρθρο Ε.2, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Μαρούλης, Δημήτριος Κ. (2011), «Μεταρρύθμιση της κοινωνικής ασφάλισης και της αγοράς εργασίας και μακροχρόνιες δημοσιονομικές προοπτικές», Άρθρο Δ.5, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Μασουράκης, Μιχάλης (2011), «Το ελληνικό κράτος στο αναμορφωτήριο: για παρακώλυση του ανταγωνισμού και της οικονομικής ανάπτυξης, αλλά και για... τάσεις αυτοκαταστροφής», Άρθρο Δ.3, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Μιχαλόπουλος, Γεώργιος (2011), «Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης», Άρθρο Γ.3, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Μονοκρούσος, Πλάτων (2011), «Ερμηνεύοντας τα περιθώρια απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων της ευρωζώνης την περίοδο που ακολούθησε το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης», Άρθρο ΣΤ.4, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Μόσχος, Δημήτρης και Γεώργιος Χορταράς (2011), «Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομική δραστηριότητα», Άρθρο Α.1, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Πανοπούλου, Αικατερίνη και Χρήστος Τσούμας (2011), «Οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης και οι αγορές», Άρθρο Β.5, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Πάντσιος, Αρχοντής Λ. και Καλλίνικος Κ. Νικολακόπουλος (2011), «Συστημική κρίση και διαμάχες στην ευρωζώνη», Άρθρο Δ.2, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Σιμιντζή, Έλενα (2011), «Αγορά εργασίας και επιχειρήσεις: κρίση και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις», Άρθρο Ε.5, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Σκιαδόπουλος, Γιώργος (2011), «Μεταβλητότητα στο ελληνικό και στα διεθνή χρηματιστήρια κατά την περίοδο 2006-2008», Άρθρο ΣΤ.3, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Σταϊκούρας, Παναγιώτης (2011), «Η θεσμική οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας στην Ελλάδα: Προκλήσεις και προοπτικές μετά την κρίση», Άρθρο Ζ.3, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.

- Σταματίου, Θεόδωρος (2011), «Ο ρόλος των προθεσμιακών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου στην κρίση του 2008 στις ΗΠΑ και την ελληνική δημοσιονομική κρίση του 2010», Άρθρο Β.4, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Στεφανάδης, Χριστόδουλος (2011), «Πολιτική οικονομία εν μέσω κρίσης», Άρθρο Δ.4, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Τζαβαλής, Ηλίας (2011), «Προσδιοριστικοί παράγοντες και κυκλικές αλλαγές του σπρεντ μεταξύ των ελληνικών και γερμανικών επιτοκίων», Άρθρο ΣΤ.5, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Τραυλός, Νικόλαος Γ. (2011), «Εταιρική διακυβέρνηση πριν και μετά την κρίση», Άρθρο Β.1, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Τσιριτάκης, Εμμανουήλ Δ. και Ηλίας Κ. Τσιριγωτάκης (2011), «Συγκέντρωση και ανταγωνιστικότητα στον τραπεζικό τομέα», Άρθρο Γ.2, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Τσομώκος, Δημήτριος Π. και Δημήτριος Βολιώτης (2011), «Χρηματοπιστωτική σταθερότητα, επενδύσεις & ανάπτυξη», Άρθρο Α.2, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Χαραλαμπίδης, Μιχαήλ Π. (2011), «Διαχείριση Κινδύνων Διδάγματα από την κρίση και προοπτικές», Άρθρο Β.3, *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- Χαρδούβελης, Γκίκας Α. (2007), «Μακροοικονομική Διαχείριση και η Ανάγκη Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων μετά την Είσοδο στη Νομισματική Ένωση», *Οικονομία & Αγορές*, Eurobank Research, Τόμος ΙΙ, Τεύχος 8, Οκτώβριος.
- Χαρδούβελης, Γκίκας Α. (2009), «Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας», *Οικονομία & Αγορές*, Eurobank Research, Τόμος ΙV, Τεύχος 8, Δεκέμβριος.
- Χαρδούβελης, Γκίκας Α. (2011α), «Το χρονικό της διεθνούς και συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική», Εισαγωγή, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;*, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- Χαρδούβελης, Γκίκας Α. (2011β), «Η υπερκυκλικότητα του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος: ενέργειες για τη μείωσή της», Άρθρο Γ.3, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;*, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

Ξενόγλωσση

- Borio, Claudio (2008), "The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations" in *Revista de Estabilidad Financiera*, Bank of Spain. Also available as BIS Working Papers, No. 251.
- Bordo, Michael, D. (2008), "An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008," NBER Working Paper No. 14569.
- Brunnermeier, Markus K. (2009), "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007.2008," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, 1, pp. 77-100.
- Buis, Romain and Romain Duval (2011), "Raising Potential Growth after the Crisis: A Quantitative Assessment of the Potential Gains from various Structural Reforms in the OECD Area and beyond," OECD Economics Department, Working Papers, No. 835.
- Economist* (2011), "World's Worst Illness: Greece has no good Options Left," May 26, p. 69.
- Fama, Eugene (1991), "Efficient Markets: II," Presidential Address at the American Finance Association, Fiftieth Anniversary Invited Paper, *Journal of Finance*, 46 (December), pp. 1575-1617.

- Fons, Jerome (2008), "Testimony of Jerome S. Fons before the Committee on Oversight and Government Reform," United States House of Representatives, October 22.
- Geanakoplos, John (2010), "Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle," *Economic Policy Review (Special Issue: Central Bank Liquidity Tools and Perspectives on Regulatory Reform)*, Federal Bank of New York, Volume 16, Number 1, pp. 101-131.
- Gorton, Gary B. (2008), "The Subprime Panic," NBER Working Paper Series, No. w14398.
- (2009), "Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007," Prepared for the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2009 Financial Markets Conference: Financial Innovation and Crisis, May 11-13, 2009.
- (2010), "Questions and Answers about the Financial Crisis," NBER Working Paper Series, No. w15787.
- Greenspan, Alan (2008), "Testimony in front of the Committee on Oversight and Government Reform," United States House of Representatives, October 23.
- Hoggarth, Glenn and Jack Reidhill (2003), "Resolution of banking crises: a review," *Financial Stability Review*, Bank of England, December.
- International Monetary Fund (2011), "Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement—Staff Report; Informational Annex," Country Report No. 11/68, March.
- Metrick, Andrew and Gary B. Gorton (2010), "Haircuts," Yale ICF Working Paper No. 09-15.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2009a), "Is the 2007 US. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," NBER Working Paper Series, No. w13761.
- (2009b), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Spiegel, Peter and Quentin Peel (2011), "Private Finance Proposal Raises Fear of Athens Downgrade," *Financial Times*, June 15, p. 4.

