

Διπλωματική Εργασία :
Παγκόσμια οικονομική κρίση
2007-2010: προβλήματα του
χρηματοπιστωτικού τομέα μιας
ατελούς οικονομικής
ένωσης/ΕΕ.
Η περίπτωση της Ελλάδας



Πάντειο Πανεπιστήμιο
Κοινωνικών και Πολιτικών
Σπουδών

Τμήμα Διεθνών και
Ευρωπαϊκών Σπουδών

ΠΜΣ- Διεθνές Οικονομικό,
Χρηματοοικονομικό και
Τραπεζικό Δίκαιο

Έτος 2012

Γκλέντις Κοροβέση

1210M059

Επιβλέπων Καθηγητής:

Κώστας Μελάς

Πρόλογος.....	5
Κεφάλαιο 1. Περί Κρίσεων	6
A. Θεωρία Κρίσεων	6
Ανατομία μίας Τυπικής Κρίσης- Το μοντέλο του Minsky	7
Η εγκυρότητα του μοντέλου Minsky.....	9
Το μοντέλο του Minsky σήμερα.....	10
B. Ιστορία Κρίσεων- Οι σημαντικότερες σύγχρονες χρηματοπιστωτικές κρίσεις.....	10
1982: Η κρίση χρέους των αναπτυσσόμενων χωρών.....	10
1987: Η «μαύρη Δευτέρα»	11
Η κρίση του τραπεζικού συστήματος της Ιαπωνίας τη δεκαετία του '90	11
Γ. Οικονομική Κρίση της Περιόδου 2007-2009.....	14
Αίτια της χρηματοπιστωτικής κρίσης 2007-2009.....	17
1. Shadow Banking- σκιώδες τραπεζικό σύστημα.....	18
2. Τιτλοποίηση	19
3. παράγωγα και καινοτομία χρηματοπιστωτικών προϊόντων.....	21
4. Αποκανονικοποίηση (Deregulation)- Αποτυχίες της ρύθμισης και αποτυχίες της εποπτείας	23
5. Αποτυχίες εταιρικής διακυβέρνησης.....	25
6. Ένα πολιτικό ψήφισμα υπέρ των ακινήτων.....	25
7. Τα χαμηλά επιτόκια.....	26
8. Το εμπορικό έλλειμμα.....	27
9. Η μη αποτελεσματική αξιολόγηση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων εκ μέρους των οίκων αξιολόγησης.....	28
Το shock και ο πανικός.....	29
Οι ρυθμιστικές αποκρίσεις	31
Κεφάλαιο 2- Εξέλιξη του Δικαίου της ONE	35

Η συνθήκη του Μάαστριχτ ως βάση του δικαίου της οικονομικής και νομισματικής ένωσης.....	35
Η νομισματική ένωση	38
Οι υπερεθνικές δομές- Δημιουργία ΕΚΤ	39
Η οικονομική ένωση	39
Δημοσιονομική Πειθαρχία	41
Η διαδικασία του υπερβολικού δημοσιονομικού ελλείμματος.....	42
Η απόφαση του συμβουλίου για την ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος.....	43
Ευρωπαϊκή Αλληλεγγύη	45
Μέτρα για την ενίσχυση της οικονομικής Ένωσης- Το μεταβαλλόμενο δίκαιο της ΟΝΕ	46
Ο «Ευρωπαϊκός μηχανισμός χρηματοοικονομικής σταθεροποίησης» (‘ΕFSM’) και η «Ευρωπαϊκή διευκόλυνση χρηματοοικονομικής σταθερότητας» (‘ΕFSF’)	47
ESM-ευρωπαϊκός μηχανισμός σταθερότητας	48
Συνθήκη για τη Σταθερότητα, τον Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση («ΣΣΣΔ»)-το δημοσιονομικό σύμφωνο	51
“Six Pack”	52
Η ΕΚΤ ως “lender of last Resort”	54
Κεφάλαιο 3. Η περίπτωση της Ελλάδας.....	57
Τα οικονομικά στοιχεία φανερώσουν την κρίση	57
Μακροοικονομικές Εξελίξεις.....	57
Δημοσιονομικές Εξελίξεις.....	63
Δημόσιο Χρέος.....	65
Η εκδήλωση της κρίσης	67
Μέτρα που ελήφθησαν	70
Το πρώτο ελληνικό bail-out	70
Το Δεύτερο Ελληνικό bail-out	72
Παράρτημα- Μέτρα Δημοσιονομικής Αναδιάρθρωσης	73

Το ελληνικό PSI.....	77
Η προσφορά ανταλλαγής.....	78
Η πρόσκληση συναίνεσης.....	79
Αποτέλεσμα.....	79
Αξιολόγηση	79
Ειδικότερα: Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα εν μέσω Κρίσης.....	82
Οι ελληνικές τράπεζες πριν την κρίση	82
Πρώτη φάση της κρίσης (αυγ. 2007 - αυγ. 2008): Η χρηματοδότηση υφίσταται απρόβλεπτη πίεση.....	83
Δεύτερη φάση της κρίσης (Σεπ. 2008 - Ιαν. 2010): Η χρηματοδότηση καθίσταται ανέφικτη.....	86
Τρίτη φάση της κρίσης (Φεβ. 2010 - Μαρ. 2011): Η χρηματοδότηση δέσμια των προβλημάτων ρευστότητας.....	90
Τέταρτη Φάση: 2011- Σήμερα: Συνεχής επιδείνωση της χρηματοδότησης των τραπεζών.....	94
Συγχωνεύσεις και Εξαγορές.....	100
Η περίπτωση της Αγροτικής Τράπεζας	101
Παράρτημα- Απομόχλευση Ελληνικών Τραπεζών	103
Συμπεράσματα.....	108
Βιβλιογραφία.....	110
Ελληνική	110
Ξενόγλωσση	110
Νομολογία	111
Διαδίκτυο.....	111

Πρόλογος

Η πρόσφατη παγκόσμια οικονομική κρίση ανέδειξε τα προβλήματα που απορρέουν από το παγκοσμιοποιημένο χρηματοπιστωτικό σύστημα και τις ανάγκες αναπροσαρμογής του διεθνούς συστήματος με σκοπό την αντιμετώπιση ενδεχόμενων παρόμοιων κρίσεων.

Στην εργασία αυτή θα αναλύσουμε αρχικά τη θεωρία κρίσεων, με σκοπό να κατανοήσουμε το μοντέλο Minsky, κάνοντας την «ανατομία» μίας τυπικής κρίσης. Στη συνέχεια, θεωρήσαμε πρέπον να δούμε το μοντέλο αυτό μέσω των μεγαλύτερων κρίσεων των τελευταίων ετών, εστιάζοντας, φυσικά, στην πρόσφατη κρίση που ξεκίνησε στις ΗΠΑ. Θα αναλυθούν τα αίτια της κρίσης αυτής μέσα από τα οποία θα γίνει αντιληπτό το πόσο έχει αλλάξει αυτό που αποκαλούμε «βιομηχανία του χρήματος», με καινούργια χρηματοπιστωτικά προϊόντα τα οποία τελικά αποδείχτηκαν άκρως επικίνδυνα. Ο ρόλος των εποπτικών αρχών είναι ένα επιπλέον θέμα προς συζήτηση, καθώς γίνεται αντιληπτό ότι κανόνες υπήρχαν, δεν μιλάμε δηλαδή για κενό νόμων και κανόνων. Απλά δεν ήταν επαρκείς ή άλλοτε δεν τηρήθηκαν. Αναδύεται, δηλαδή, το ζήτημα της αναπροσαρμογής των διεθνών και κρατικών εποπτικών κανόνων των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Η κρίση αυτή όμως δεν περιορίστηκε στα αμερικανικά σύνορα. Όπως είναι λογικό, επλήγη και η Ευρώπη με τη διαφορά, όμως, ότι εδώ η δράση δεν ήταν συντονισμένη, και αυτό γιατί το οικοδόμημα της ΟΝΕ έχει εγγενείς αδυναμίες: Μία τέλεια νομισματική ένωση αλλά ατελής οικονομική, χωρίς μηχανισμούς αντιμετώπισης κρίσεων. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζουμε το δίκαιο της ΟΝΕ όπως εξελίχθηκε πριν και εν μέσω κρίσης, με ιδιαίτερη αναφορά στη δημοσιονομική πειθαρχία και το μεταβαλλόμενο δίκαιο της ΟΝΕ των τελευταίων ετών. Το ζήτημα που τίθεται, είναι, εάν τελικά η δημιουργία των ευρωπαϊκών μηχανισμών και του νέου δικαίου, μπορεί να οδηγήσει στην έξοδο από την ευρωπαϊκή κρίση ή οδεύουμε, ως μόνη λύση, προς μία τέλεια οικονομική ένωση.

Τέλος, στο τρίτο μας κεφάλαιο γίνεται ειδική αναφορά στην περίπτωση της Ελλάδας, που διανύει την μεγαλύτερη οικονομική της κρίση τα τελευταία χρόνια. Αρχικά, θα δείξουμε τα οικονομικά στοιχεία που φανερώνουν την κρίση των τελευταίων ετών, στη συνέχεια, τον τρόπο που εκδηλώθηκε η κρίση, καταλήγοντας στα αναγκαία μέτρα που ελήφθησαν για την αντιμετώπισή της. Ειδική μνεία γίνεται στο τραπεζικό σύστημα της χώρας, από τη στιγμή που, ενώ αρχικά δεν είχε πληγεί από την κρίση των ΗΠΑ, όπως άλλα ευρωπαϊκά, ήρθε αντιμέτωπο με πρωτοφανή προβλήματα ρευστότητας και χρηματοδότησης λόγω δημοσιονομικών προβλημάτων της χώρας. Το ζήτημα εδώ είναι εάν και κατά πόσο μπορεί να εκτιμηθεί ότι τα μέτρα και η μέχρι τώρα έκβαση της κρίσης μπορούν να οδηγήσουν στην έξοδο της χώρας από την αυτή.

Κεφάλαιο 1. Περί Κρίσεων

Α. Θεωρία Κρίσεων

Το θέμα των οικονομικών κρίσεων έχει πάντα να προσφέρει πολλά σε όσους ασχολούνται με την οικονομική θεωρία, και ίσως γενικότερα με τις κοινωνικές επιστήμες. Στην διατριβή αυτή, κύριο σύγγραμμα για την ανάλυση μας όσων αφορά τη θεωρία κρίσεων είναι το «*Manias, Panics and Crashes, A history of Financial Crises*» του **Charles P. Kindleberger**. Όπως αναφέρει ο ίδιος, σύμφωνα με τα λεγόμενα του Raymond Goldsmith, είναι δύσκολο, αν όχι ακατόρθωτο να ορίσεις σωστά την οικονομική κρίση, αλλά θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι σαν τις όμορφες γυναίκες: δύσκολο να τις ορίσεις, εύκολα όμως αναγνωρίσιμες.

Ο **Kindleberger** αρχίζει το βιβλίο του αναφέροντας ότι οι οικονομικές κρίσεις είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με τα άκρα των επιχειρησιακών κύκλων (*Business cycles*), θεωρώντας ότι οικονομική κρίση είναι η αποκορύφωση μιας περιόδου επέκτασης (*expansion period*) και οδηγεί στην πτώση. Στο πρώτο αυτό κεφάλαιο θα μας απασχολήσουν μόνον τέτοιου είδους κρίσεις, που θεωρούνται πολύ σημαντικές και σε μέγεθος και σε αποτέλεσμα, και φυσικά, κατά κανόνα διεθνείς.

Σύμφωνα με τον **Kindleberger**, αυτό που συμβαίνει στις οικονομικές κρίσεις είναι ότι κάποιο γεγονός αλλάζει την οικονομική άποψη, προοπτική (*economic outlook*). Υπάρχουν νέες ευκαιρίες για κέρδη και υπερβολή, με τέτοιο τρόπο ώστε να προσομοιάζει με ανορθολογικότητα που καθιστά μανία (*mania*). Μόλις γίνει αντιληπτός ο υπερβολικός χαρακτήρας της ανοδικής πορείας (*upswing*), το οικονομικό σύστημα έρχεται αντιμέτωπο με κάποια «αναστάτωση» (*distress*), κατά τη διάρκεια της οποίας η βιασύνη της αναστροφής της επεκτατικής διαδικασίας μπορεί να γίνει τόσο κατακόρυφη ώστε να προσομοιάζει με πανικό (*panic*). Στη φάση της μανίας, άνθρωποι με καλή οικονομική κατάσταση και πλούτο στρέφονται προς αγορά πραγματικών ή στέρεων (*illiquid*) περιουσιακών στοιχείων. Κατά τη διάρκεια πανικού συμβαίνει το ακριβώς αντίστροφο, δηλαδή από περιουσιακά στοιχεία σε χρήματα ή εξόφληση δανείων, με *crash* στις τιμές ακίνητων, οικοπέδων, μετοχών, με λίγα λόγια, σε ό, τι συνιστούσε την μανία¹.

Ο **Kindleberger** ασκεί κριτική στην μονεταριστική άποψη ότι η μανία και ο πανικός μπορούν να αποφευχθούν αν υπάρχει σταθερή προσφορά χρήματος σε συγκεκριμένη ποσότητα ή σε ένα τακτά αυξανόμενο επίπεδο. Θεωρεί ότι ακόμα και να υπήρχαν αυτά, ακόμα θα ερχόμασταν αντιμέτωποι με κρίσεις και την ανάγκη για έναν *lender of last resort*, όπως π.χ. στις αγορές (*commodity markets*), όπου γενικότερα λειτουργούν όμως πού και πού κλονίζονται, απαιτώντας για κυβερνητική παρέμβαση.

¹ Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes, A history of Financial Crisis* (John Wiley and Sons, Inc, 1996) , 2.

Στο σημείο αυτό, προτού μπούμε στην «ανατομία μιας κρίσης», θα μπορούσαμε να δώσουμε δύο ορισμούς, αν και όπως προαναφέραμε, είναι δύσκολο να οριστεί. Σύμφωνα με τον **Raymond Goldsmith**, *οικονομική κρίση είναι μία απότομη, σύντομη, υπερκυκλική ύφεση όλων ή των περισσότερων μίας ομάδας δεικτών- βραχυπρόθεσμα επιτόκια, περιουσιακά στοιχεία, τιμές, commercial insolvencies, και αποτυχίες των οικονομικών θεσμών*².

Σύμφωνα με τον μονεταριστή **Michael Bordo**, *η οικονομική κρίση ορίζεται με βάση δέκα στοιχεία ή αλυσίδες στοιχείων, όπως, αλλαγή στις προσδοκίες, μείωση της προσφοράς χρήματος, προσπάθεια μετατροπής ακίνητων περιουσιακών στοιχείων σε χρήμα κτλ.*³

Ανατομία μίας Τυπικής Κρίσης- Το μοντέλο του Minsky

Το μοντέλο που θα αναλύσουμε σε αυτό το κεφάλαιο είναι του μονεταριστή **Hyman Minsky**, ο οποίος θα λέγαμε παρουσιάζεται αρκετά απαισιόδοξος δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στην ευθραυστότητα του νομισματικού συστήματος και της προδιάθεσης για καταστροφή, στην αστάθεια του πιστωτικού συστήματος, στο ρόλο των δομών του χρέους (*debt structures*) όταν αυτά προκαλούν οικονομικές δυσκολίες και ειδικότερα στην απόκτηση κερδοσκοπικών περιουσιακών στοιχείων με σκοπό την επακόλουθη πώληση τους.

Σύμφωνα με τον Minsky, τα γεγονότα που οδηγούν σε μία κρίση ξεκινούν με μια μετατόπιση (*displacement*), ένα εξωγενές shock στο μακροοικονομικό σύστημα. Η φύση αυτής της μετατόπισης ποικίλλει ανάλογα με την αντίστοιχη οικονομική άνθηση (*boom*). Ένα τέτοιο γεγονός θα μπορούσε να είναι το ξέσπασμα ή το τέλος ενός πολέμου, κάποιο πολιτικό γεγονός ή μετατροπή χρέους που ρίχνει κατακόρυφα τα επιτόκια. Όποια και αν είναι η αιτία της μετατόπισης, αν αυτή είναι μεγάλη και αρκετή θα μεταβάλλει τις οικονομικές προοπτικές αλλάζοντας τις ευκαιρίες κέρδους τουλάχιστον σε ένα τομέα της οικονομίας.

Επιπροσθέτως, ο Minsky αναφέρει ότι η οικονομική άνθηση (*boom*) τρέφεται από μία επεκτατική πολιτική των τραπεζικών πιστώσεων που αυξάνει την συνολική προσφορά χρήματος. Επέρχεται έτσι μία κατάσταση «Ευφορίας» όπως την ονομάζει ο ίδιος, όπου τα κέρδη από τις επενδύσεις δίνουν βάση για επανεπενδύσεις κ.ο.κ.)

Παράλληλα, σε κοινωνικό επίπεδο, όλο και περισσότεροι εισέρχονται σε τέτοιου είδους (κερδοσκοπικές ή μη) επενδύσεις, καθώς ισχύει αυτό που οι Άγγλοι ονομάζουν “Monkey see, monkey do”, με αποτέλεσμα η κατάσταση να ξεφεύγει του κανονικού επιπέδου και να ακολουθεί αυτό που ονομάζεται «μανία» (*mania*) ή «φούσκα» (*bubble*). Η λέξη **mania** δηλώνει την ανορθολογικότητα, ενώ η λέξη **bubble** μας προϊδεάζει για την «έκρηξη-ξέσπασμα»⁴. Τεχνικά μιλώντας, ο όρος φούσκα συνιστά οποιαδήποτε παρέκκλιση από τα

²Ibid., 3

³Ibid., 3

⁴ Ibid., 12-13

θεμελιώδη (*fundamentals*), είτε προς τα πάνω, είτε προς τα κάτω, οδηγώντας στην πιθανότητα ή και την πραγματικότητα των αρνητικών bubbles. Σύμφωνα με τον Kindleberger, φούσκα είναι μία ανοδική κίνηση των τιμών πάνω σε ένα εκτεταμένο εύρος η οποία αργότερα σκάει. Μία συνεχόμενα αρνητική φούσκα συνιστά crash (*χρεοκοπία*);).

Το αντικείμενο της κερδοσκοπίας μπορεί να διαφοροποιείται από τη μία μανία ή φούσκα στην άλλη. Μπορεί να περιέχει πρωτογενή προϊόντα ή αγαθά που κατασκευάζονται προς εξαγωγή σε απόμακρες αγορές, ακίνητα κτλ. Σε τελικό στάδιο, η κερδοσκοπία τείνει να αποσυνδέεται από πραγματικά πολύτιμα αντικείμενα σε πιο «απατηλά» (*Delusive objects*). Όλο και περισσότεροι προσπαθούν να γίνουν πλούσιοι χωρίς να κατανοούν απαραίτητα τις διαδικασίες.

Μπορεί το μοντέλο του Minsky να αφορά μόνο μία χώρα αλλά στην πραγματικότητα το overtrading επεκτείνεται από τη μία χώρα στην άλλη, καθώς οι αγωγοί είναι πολλοί, όπως για παράδειγμα η κίνηση κεφαλαίων, το συνάλλαγμα, ο χρυσός κτλ.

Καθώς αυξάνεται η κερδοσκοπία, τα επιτόκια, η ταχύτητα της κυκλοφορίας και οι τιμές συνεχίζουν να αυξάνονται. Κάποια στιγμή μερικοί Insiders (*γνώστες; Αυτοί που βρίσκονται μέσα;*) αποφασίζουν να πάρουν τα κέρδη τους και να πουλήσουν. Ακολουθεί ένα είδος δισταγμού στην κορυφή της αγοράς, καθώς εισέρχονται νέοι, όπου οι παλιοί Insiders αποχωρούν. Συνεπώς οι τιμές πέφτουν και μπορεί να ακολουθήσει μία περίοδος οικονομικής δυσχέρειας (*financial distress*), όπου ένα αξιοσημείωτο τμήμα των κερδοσκόπων νιώθει ότι πρέπει να βιαστεί για ρευστότητα, να μετατοπιστεί από τα περιουσιακά στοιχεία στο χρήμα, έχοντας καταστροφικές συνέπειες για τις τιμές των αγαθών και χρεογράφων, αφήνοντας κάποιους κερδοσκόπους οφειλέτες ανίκανους να αποπληρώσουν τα δάνεια τους. Ενώ παρατείνεται η οικονομική δυσχέρεια, γίνεται αντιληπτό είτε σταδιακά είτε ξαφνικά ότι η αγορά δεν μπορεί να πάει ψηλότερα.

Το σήμα που επισπεύδει την κρίση μπορεί να είναι η χρεοκοπία μίας τράπεζας ή η πτώση στην τιμή του αντικειμένου της κερδοσκοπίας. Οι τιμές πέφτουν, οι χρεοκοπίες αυξάνονται. Η ρευστότητα είναι μερικές φορές εύρυθμη (*orderly*) αλλά συχνά καταλήγει σε πανικό, καθώς γίνεται αντιληπτό ότι το χρήμα που υπάρχει δεν επαρκεί για να πωλήσουν όλοι στην κορυφή. Η λέξη που χρησιμοποιείται (όχι όμως από τον Minsky) για αυτή την κατάσταση είναι *revulsion* (*μεταστροφή*);), αν και ιδιαίτερα ασαφής όρος.

Η κατάσταση αυτή λοιπόν οδηγεί σε πανικό, ο οποίος τρέφεται αν συμβεί ένα η περισσότερα από τα παρακάτω⁵:

- Οι τιμές πέφτουν τόσο ώστε ο κόσμος μπαίνει στο πειρασμό να επιστρέψει σε λιγότερο ρευστά περιουσιακά στοιχεία.
- Το εμπόριο αποκόβεται από τον καθορισμό ορίων στις πτώσεις τιμών, κλείνοντας τις ανταλλαγές

⁵ Ibid., 15

- Ένας δανειστής έσχατης προσφυγής (*lender of last resort*)⁶ επιτυγχάνει να πείσει την αγορά ότι τα χρήματα θα είναι διαθέσιμα σε επαρκή όγκο για να ανταποκρίνονται στην ζήτηση για ρευστό.

Η εγκυρότητα του μοντέλου Minsky

Ο Kindleberger ασκεί κριτική όσον αφορά τρία θέματα του μοντέλου του Minsky, τα οποία και αναλύει στα κεφάλαια του βιβλίου του.

- *Η πρώτη θέση* υποστηρίζει είτε ότι κάθε κρίση είναι μοναδικό προϊόν μιας μοναδικής ομάδας καταστάσεων είτε ότι υπάρχουν τέτοιου είδους μεγάλες διαφορές μεταξύ των οικονομικών κρίσεων ως τάξη που θα έπρεπε να μοιραστούν σε διάφορα είδη, καθένα από τα οποία έχει τα δικά του συγκεκριμένα χαρακτηριστικά.
- *Η δεύτερη θέση* υποστηρίζει ότι ενώ το μοντέλο του Minsky μπορεί να ήταν αληθινό κάποια στιγμή στο παρελθόν, σήμερα τα πράγματα είναι διαφορετικά. Αυτό το επιχείρημα αναφέρει τις δομικές αλλαγές στα θεσμικά ερείσματα της οικονομίας, όπως η άνοδος της εταιρίας, η ανάδυση των μεγάλων εργατικών ενώσεων-σωματείων, σύγχρονη τραπεζική κτλ.
- *Η τρίτη θέση* υποστηρίζει ότι δεν μπορούν να υπάρξουν φούσκες επειδή οι τιμές της αγοράς αντανakλούν fundamentals και ότι η απότομες πτώσεις στις τιμές συχνά αντανakλούν μία αλλαγή της στρατηγικής-πολιτικής των κυβερνήσεων ή των κεντρικών τραπεζών.

Το επιχείρημα του Kindleberger είναι ότι το βασικό πρότυπο της μετατόπισης (*displacement*), του *overtrading*, νομισματικής επέκτασης, μεταστροφής (*revulsion*) και δυσφήμισης (*discredit*), σε σύγχρονους όρους με τη χρήση του μοντέλου του Minsky περιγράφει τη φύση των καπιταλιστικών οικονομιών αρκετά καλά ώστε να κατευθύνουν την προσοχή στα κρίσιμα προβλήματα της οικονομικής στρατηγικής-πολιτικής (*economic policy*)⁷.

Όσον αφορά την πρώτη θέση, ότι κάθε κρίση είναι μοναδική, κάτι που έχει λεχθεί για την κρίση του 1848 και του 1929, ο Kindleberger μας αναφέρει ότι μπορεί να πολλαπλασιάζονται οι λεπτομέρειες αλλά η δομή παραμένει.

⁶ Το εάν θα πρέπει ή όχι να υπάρχει ο *Lender of last resort* είναι ένα θέμα συζήτησης, ως γνωστόν, αυτοί που εναντιώνονται κάνουν λόγο για ηθικό κίνδυνο (*moral hazard*) και ότι τελικά ενθαρρύνει περισσότερο την κερδοσκοπία, ενώ οι υποστηρικτές ανησυχούν περισσότερο για την τρέχουσα κρίση παρά για να προλάβουν κάποια μελλοντική.

⁷ *Ibid.*, 17

Το μοντέλο του Minsky σήμερα

Κατά τη γνώμη του Kindleberger, το μοντέλο του Minsky μπορεί να λειτουργήσει σήμερα στις αγορές ξένου συναλλάγματος, όπου οι τιμές ανεβοκατεβαίνουν και οι κερδοσκοπία έχει επιφέρει μεγάλες απώλειες σε κάποιες εταιρίες και τράπεζες ενώ άλλες έχουν κάνει μεγάλα κέρδη. Επιπλέον, το μοντέλο μπορεί να εφαρμοστεί στην εγχώρια σφαίρα, για παράδειγμα, το μεγαλύτερο πρόβλημα της δεκαετίας 80-90 ήταν στα ελλείμματα του ισοζυγίου πληρωμών και στο κρατικό προϋπολογισμό στις ΗΠΑ.

Θεωρεί συνεπώς ότι το μοντέλο σίγουρα δεν ανήκει στο απόμακρο παρελθόν, αλλά όπως σωστά αναφέρει, εκείνος ασχολείται με την ιστορία των κρίσεων, και όχι με τις οικονομικές προβλέψεις, ελπίζοντας ότι ενώ μέχρι τώρα ο κόσμος δεν φαίνεται να έχει μάθει από τις εμπειρίες του παρελθόντος, θα το κάνει στο μέλλον.

Β. Ιστορία Κρίσεων- Οι σημαντικότερες σύγχρονες χρηματοπιστωτικές κρίσεις

Είναι γνωστό ότι πριν το σύστημα Bretton Woods οι κρίσεις (χρηματοπιστωτικές, τραπεζικές, νομισματικές) ήταν λιγότερο συχνές, ενώ αργότερα, έγιναν ακόμα συχνότερες και πιο επίμονες. Ο **Κ. Μελάς** στο βιβλίο του «*Οι σύγχρονες κρίσεις του Παγκόσμιου Χρηματοπιστωτικού Συστήματος (1974-2008)*», παραθέτει κρίσεις που είχαν ως επίκεντρο το τραπεζικό σύστημα των ανεπτυγμένων χωρών. Από αυτές, εμείς θα αναφερθούμε σε κάποιες από αυτές, καταλήγοντας φυσικά στη πιο πρόσφατη όλων και άμεσα ενδιαφέρουσα για την εργασία μας, αυτή της περιόδου 2007-2009.

1982: Η κρίση χρέους των αναπτυσσόμενων χωρών

Αυτό που ανέδειξε η αδυναμία εξυπηρέτησης χρέους των αναπτυσσόμενων χωρών του 1982 ήταν η ανακάλυψη ότι τα χρηματοπιστωτικά συστήματα των ανεπτυγμένων οικονομιών δεν βλάπτονταν τελικά μόνο από σοκ που προέρχονταν από το εγχώριο οικονομικό περιβάλλον, αλλά κινδύνευαν να καταρρεύσουν και από γεγονότα που συνέβαιναν σε αναπτυσσόμενες χώρες.⁸ Το 1982, με την ενδεχόμενη στάση πληρωμών του Μεξικού και άλλων χωρών της Λατινικής Αμερικής, δεν απειλήθηκε μόνο το αμερικανικό αλλά και το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Μέχρι το τέλος του 1986 περισσότερες από σαράντα χώρες της Λατινικής Αμερικής, της Αφρικής και άλλων περιοχών αντιμετώπιζαν σοβαρό πρόβλημα εξωτερικής χρηματοδοτήσεως. Η διαφορά τους ήταν ότι

⁸ Κ. Μελάς, *Οι σύγχρονες κρίσεις του Παγκόσμιου Χρηματοπιστωτικού Συστήματος (1974-2008)*, (Λιβάνη, 2011), 161

το μεγαλύτερο μέρος τους χρέους από χώρες της Αφρικής ήταν προς διεθνείς οργανισμούς και κυβερνήσεις, ενώ αυτό των χωρών της Λατινικής Αμερικής ήταν προς τις εμπορικές τράπεζες. Η FED και οι κεντρικές τράπεζες άλλων χωρών θεώρησαν πλέον την αποτροπή της στάσης πληρωμών, έστω και σε μία χώρα, καθήκον ύψιστης σημασίας.

1987: Η «μαύρη Δευτέρα»

Στις 19 Οκτωβρίου του 1987 το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης σημείωσε τη μεγαλύτερη πτώση «σε ήρεμη οικονομική περίοδο», της τάξεως του 22%, δηλαδή απώλειες 550 εκατομμυρίων δολαρίων, συμπαρασύροντας τα ιαπωνικά και ευρωπαϊκά δικαστήρια. Την προηγούμενη βδομάδα είχαν ήδη σημειωθεί πτωτικές τάσεις, όμως οι κερδοσκόποι στοιχημάτισαν νε νέα πτώση η οποία και πραγματοποιήθηκε. Όταν όμως η πτώση των τίτλων ξεπέρασε το 4% οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές των αμοιβαίων κεφαλαίων άρχισαν να «ρίχνουν στην αγορά αυτόματα τεράστιες ποσότητες μετοχών, καθώς έτσι είχαν προγραμματιστεί να πράξουν σε περίπτωση που οι απώλειες ξεπερνούσαν το μέγιστο αποδεκτό επίπεδο. Η κρίση αυτή ωστόσο είχε μικρή επίπτωση και οι χρηματαγορές σύντομα ανέκαμψαν καθώς το δολάριο εκείνη την περίοδο υποχωρούσε στις διεθνείς αγορές λόγω επιβράδυνσης στην αμερικανική οικονομία.

Αυτό όμως που αναδείχτηκε για πρώτη φορά με αυτή την κρίση ήταν ότι τα χρηματιστήρια του κόσμου ήταν στενά συνδεδεμένα μεταξύ τους και ότι οι αλλαγές στην οικονομική πολιτική μιας χώρας μπορεί να επηρεάζουν τις χρηματαγορές παγκοσμίως, κατέδειξε δηλαδή τη σοβαρότητα και τις συνέπειες του *φαινομένου της μεταδοτικότητας*.

Η κρίση του τραπεζικού συστήματος της Ιαπωνίας τη δεκαετία του '90

Ο Gilpin το 2002 ⁹ αναφέρει ότι εκκρεμεί ακόμα ο ακριβής προσδιορισμός της φύσης της καταστροφής, αλλά ότι υπήρξε μία οξεία διαμάχη αναφορικά με την ερμηνεία και τη σημασία της κρίσης. Πολλοί δυτικοί οικονομολόγοι, σχολιαστές και αξιωματούχοι βρήκαν την ευκαιρία να παρουσιάσουν την ολέθρια αποτυχία αυτού του οικονομικού θαύματος ως μία πειστική απόδειξη ότι ενοχής του αναπτυξιακού κράτους. Είναι σαφές, διακήρυσσαν αυτοί, ότι οι οικονομίες της ανατολικής Ασίας θα έπρεπε να υιοθετήσουν το νεοκλασικό μοντέλο ανάπτυξης που βασίζεται στις ελεύθερες αγορές και την ελάχιστη παρέμβαση του

⁹ Robert Gilpin, *Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία, η Διεθνής Οικονομική Τάξη* (Ποιότητα, 2007), 405-406

κράτους στην οικονομία. Από την άλλη, πολλοί υποστηρικτές του μοντέλου του αναπτυξιακού κράτους της Ανατολικής Ασίας διατύπωσαν την κατηγορία ότι αυτές οι οικονομίες ήταν ατυχή θύματα των διεθνών χρηματοοικονομικών συμφερόντων και των ριψοκίνδυνων πολιτικών της κυβέρνησης Clinton. Ισχυρίστηκαν ότι το μοντέλο του αναπτυξιακού κράτους εξακολουθεί να είναι το πλέον κατάλληλο για επιτυχή οικονομική ανάπτυξη.

Σύμφωνα με την δεσπόζουσα δυτική ερμηνεία περί «*καπιταλισμού της παρέας*», λέει ο Gilpin, το αναπτυξιακό κράτος της Ανατολικής Ασίας εμπεριείχε τους σπόρους της ίδιας του της καταστροφής. Εκείνα τα χαρακτηριστικά του ασιατικού μοντέλου οικονομικής ανάπτυξης στα οποία είχε αποδοθεί η εξαιρετική επιτυχία αυτών των οικονομιών και η γρήγορη εκβιομηχάνιση τους θεωρήθηκε ότι ήταν εκείνα ακριβώς που οδήγησαν στην χρηματοπιστωτική κρίση και την επακόλουθη οικονομική καταστροφή. Οι επικριτές του μοντέλου αυτού, μεταξύ των οποίων και υψηλόβαθμα στελέχη του ΔΝΤ και του αμερικανικού υπουργείου οικονομικών, επέρριψαν την ευθύνη στα ακόλουθα «ελαττωματικά» στοιχεία του «καπιταλισμού της παρέας»:

- Στους στενούς δεσμούς μεταξύ των τοπικών πολιτικών, των τραπεζών και της βιομηχανίας
- Στη χρηματοδότηση της οικονομικής ανάπτυξης μέσω τραπεζών παρά μέσω χρηματιστηρίου
- Στους μη διαφανείς οικονομικούς διακανονισμούς, στους οποίους εμπλέκονταν οι ευνοούμενες από την κυβέρνηση επιχειρήσεις και τράπεζες.

Αυτό το σύστημα, το οποίο διαχειριζόταν επιδέξια η κυβέρνηση, ενθάρρυνε την πραγματοποίησης υπόπτων υπερεπενδύσεων, ιδιαίτερα σε συγκεκριμένους οικονομικούς τομείς, καθώς εμφανιζόταν να εγγυάται στους επενδυτές, τουλάχιστον έμμεσα, ότι οι επενδύσεις τους δεν διέτρεχαν κίνδυνο. Με αυτό τον τρόπο το αναπτυξιακό κράτος δημιούργησε ηθικό κίνδυνο, ο οποίος τελικά οδήγησε στην κρίση.

Οι υποστηρικτές του αναπτυξιακού κράτους απορρίπτουν την παραπάνω ανάλυση και αποδίδουν την κρίση στην ολέθρια συμπεριφορά των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών. Όπως και στο παρελθόν, οι επενδυτές παγιδεύτηκαν σε μία φρενίτιδα επενδύσεων σε αυτές τις «οικονομίες θαύματα». Η έξαψη που δημιουργούσε η πιθανότητα «εύκολου χρήματος» έκανε τους επενδυτές να πάψουν να είναι προσεκτικοί και να παραβλέψουν κάποιες ολοφάνερες ενδείξεις της επικείμενης κρίσης. Επιπρόσθετα, μεγάλο μέρος της ευθύνης έχει και η πρόωρη φιλελευθεροποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και των λογαριασμών κεφαλαίων (ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων) σε αυτές τις χώρες (διακίνηση για την οποία φέρουν μεγάλη ευθύνη οι ΗΠΑ). Κατά συνέπεια, η κρίση οφειλόταν στην ανορθολογική λειτουργία των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών, καθώς και σε ορισμένες ανεύθυνες πολιτικές του αμερικανικού υπουργείου οικονομικών.

Σύμφωνα με τον Κ. Μελά, η κρίση αυτή που διήρκησε περισσότερο από μία δεκαετία, προερχόμενη από το χρηματοπιστωτικό σύστημα και ιδιαίτερα από την επιβολή μέτρων «απορρύθμισης» και «αποκανονικοποίησης» σύμφωνα με τα πρότυπα λειτουργίας του αμερικανικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, τα οποία επεβλήθησαν στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης και της ελεύθερης λειτουργίας της αγοράς. Αποτελεί παράδειγμα χρηματοπιστωτικής κρίσης που επεκτάθηκε στο πραγματικό τομέα της οικονομίας οδηγώντας την ιαπωνική οικονομία σε στασιμότητα και ύφεση. Η χρηματοστηριοποίηση του χρηματοπιστωτικού τομέα της Ιαπωνίας οδήγησε αναπόφευκτα σε κρίση υπερσυσσώρευσης του και σε σχετική στασιμότητα του πραγματικού τομέα της οικονομίας γενικότερα.¹⁰

Το ιαπωνικό πιστωτικό σύστημα άρχισε να καταρρέει τη στιγμή που ενεπλάκη στο κερδοσκοπικό παιχνίδι του Χρηματιστηρίου Αξιών του Τόκιο. Τα τραπεζικά ιδρύματα φάνηκαν να έπαιξαν σημαντικότερο ρόλο σε όσα συνέβησαν στο δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1980 στην οικονομία της Ιαπωνίας και ως εκ τούτου κατέβαλαν και το ανάλογο τίμημα όταν η «οικονομία φούσκα» ξεφούσκωσε.

Το οικονομικό σύστημα της Ιαπωνίας είχε σχεδιαστεί να λειτουργεί διαφορετικά από το αγγλοσαξονικό υπόδειγμα του δυτικού καπιταλισμού. Στη βάση του βρίσκονταν συναινετικές αξίες και μία πολιτιστική κληρονομιά που βασίζονταν στις παραδοσιακές αξίες της πειθαρχίας και της πίστης στην ιεραρχία.

Η ελεύθερη αγορά δυτικού-αμερικανικού τύπου ήταν εντελώς ξένη στην αντίληψη των ιαπώνων. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική επανάσταση αμερικανικής έμπνευσης και προέλευσης άργησε να αγγίξει το ιαπωνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η Ιαπωνία βρέθηκε αντιμέτωπη με τις σημαντικές αλλαγές που είχαν επέλθει στην αμερικανική ήπειρο και κυρίως με τις φοβερές πιέσεις των ΗΠΑ να απελευθερώσει τις χρηματοπιστωτικές αγορές της.

Οι Ιάπωνες σε μια προσπάθεια να ανταποκριθούν μερικώς στις απαιτήσεις των Αμερικανών, και να δώσουν διέξοδο στην υπερβάλλουσα ρευστότητα που είχε συσσωρευτεί λόγω της υψηλής παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας της ιαπωνικής οικονομίας, αποφάσισαν να κάνουν κάποια σταδιακά βήματα απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, τα οποία όμως δύσκολα μπορούν να χαρακτηριστούν ως υπαίτια για τη δυσμενή εξέλιξη των πραγμάτων.

Σύμφωνα με τον Μελά, η διόγκωση της οικονομικής φούσκας ήταν δημιούργημα δύο γεγονότων:

- Της αφελούς αντίληψης των Ιαπώνων ιθυνόντων ότι θα μπορούσαν σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα να καταστήσουν το Τόκιο μία από τις χρηματοπιστωτικές πρωτεύουσες του κόσμου, όπως το Λονδίνο και η Νέα Υόρκη. Εξάλλου, αφού τα

¹⁰ Κ. Μελάς, *op. cit.*, 175

είχαν ήδη καταφέρει στην πραγματική οικονομία γιατί όχι και στις χρηματοπιστωτικές αγορές;

- Για να καταστήσουν αυτό δυνατό, διόγκωσαν συνειδητά την κερδοσκοπία του χρηματιστηρίου, πιστεύοντας ότι είναι αδύνατον να τους ξεφύγουν τα γεγονότα. Άλλωστε η ιαπωνική οικονομία εξακολουθούσε να είναι αυστηρά ελεγχόμενη¹¹.

Όταν έσπασε η «οικονομία φούσκα», αποδείχτηκε περίτρανα με ποιον τρόπο η «φρενίτιδα» και η «μεταδοτικότητα» της κερδοσκοπίας όχι μόνο μπορούν να ξεφύγουν από οποιονδήποτε κυβερνητικό έλεγχο, αλλά επιφέρουν μη αναστρέψιμες αλλαγές.

Γ. Οικονομική Κρίση της Περιόδου 2007-2009

Η κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας (*subprime*), η οποία μετεξελίχθηκε σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και έπειτα σε οικονομική, δημιουργήθηκε από την σημαντική αύξηση των καθυστερήσεων πληρωμών των υποχρεώσεων των κατόχων των ενυπόθηκων δανείων και των κατασχέσεων στις ΗΠΑ, με δυσμενείς συνέπειες για τις τράπεζες και τις χρηματοοικονομικές αγορές παγκοσμίως. Οι ρίζες της κρίσης αυτής τοποθετούνται στα τελευταία χρόνια του 20^{ου} αιώνα, έκανε όμως την εμφάνιση της το 2007, φανερώνοντας τις αδυναμίες στη ρύθμιση της χρηματοοικονομικής και χρηματοπιστωτικής βιομηχανίας, γενικότερα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Σύμφωνα με τον Μελά¹², περίπου το 80% των αμερικανικών ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων εκδίδονται κατά τα τελευταία χρόνια σε *subprime* δανειολήπτες ήταν κυμαινόμενου-προσαρμοζόμενου επιτοκίου. Ενώ οι τιμές των κατοικιών άρχισαν να μειώνονται το 2006-2007, η αναχρηματοδότηση έγινε πιο δύσκολη και καθώς τα κυμαινόμενα επιτόκια των στεγαστικών δανείων άρχισαν να αυξάνονται, οι καθυστερήσεις των υποθηκευμένων δανείων έφτασαν στα ύψη.

¹¹ Η Susan Strange, στο βιβλίο «*Η υποχώρηση του κράτους-Η διάχυση της εξουσίας στην παγκόσμια οικονομία*», Παπαζήση, 1996, (σελ.24-25) αναφέρει για την Ιαπωνία ότι «είναι κράτος με ισχυρή κυβέρνηση, κυβέρνηση η οποία έχει επιτυχώς χρησιμοποιήσει τα μέσα για να περιορίσει και να ελέγξει το διεθνές εμπόριο και τις ξένες επενδύσεις, καθώς και να διαθέσει πιστώσεις και να καθοδηγήσει την ανάπτυξη των επιχειρήσεων στον ιδιωτικό τομέα...[...] Οι ασιατικές χώρες κατάφεραν να αποκομίσουν κέρδη με τρεις τρόπους (σ.σ. ένας εκ των οποίων) το ότι μπορούσαν ή καλύτερα όφειλαν να προστατευτούν από τις πιέσεις για συμμόρφωση τους προς τους κανόνες της ανοιχτής και φιλελεύθερης οικονομίας. Είχαν το δικαίωμα εν πρώτοις επισήμως και στη συνέχεια ανεπίσημως να περιορίσουν τις εισαγωγές ξένων προϊόντων και τη διείσδυση ξένων εταιρειών, οι οποίες ενδεχομένως να αποδεικνύονταν εξουθενωτικές ανταγωνίστριες για τις εγχώριες επιχειρήσεις. Παράλληλα, είχαν τη δυνατότητα μίας σχετικά απρόσκοπτης πρόσβασης αρχικά στην αμερικανική αγορά,, την τεράστια και πλούσια για τους κατασκευαστές και αργότερα υπό καθεστώς προστατευτισμού και στην ευρωπαϊκή αγορά.»

¹² Κ. Μελάς, *op. cit.*, σελ 263

Τα χρεόγραφα με εξασφάλιση και τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας (*subprime*) που εκδόθηκαν σε μεγάλο βαθμό από χρηματοπιστωτικές εταιρείες έχασαν το μεγαλύτερο μέρος της αξίας τους.

Συνεπώς, τα ίδια κεφάλαια μεγάλων τραπεζικών ιδρυμάτων υπέστησαν μεγάλη μείωση, με αποτέλεσμα να χρειαστεί η παρέμβαση της κυβέρνησης των ΗΠΑ για τη σωτηρία τους. Η χρηματοπιστωτική κρίση στις ΗΠΑ έπειτα μετεξελίχθηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση.

Η οικονομική κρίση αυτής της περιόδου έχει χαρακτηριστεί ως η πιο σημαντική κρίση από τη Μεγάλη Ύφεση του 1930, με επιπτώσεις στο σύνολο των οικονομικών δραστηριοτήτων παγκοσμίως. Έχει ως χαρακτηριστικό της την κατάρρευση μεγάλων και ισχυρών επιχειρήσεων, μείωση του πλούτου των νοικοκυριών που εκτιμάται σε τρισεκατομμύρια δολάρια, σημαντικές οικονομικές δεσμεύσεις που προκύπτουν από τις κυβερνητικές παρεμβάσεις καθώς και σημαντική μείωση της οικονομικής δραστηριότητας. Όπως είναι φυσικό, έχουν δοθεί πολλές εξηγήσεις για τις αιτίες αυτής της κρίσης με διαφορετικό βάρος η καθεμία με βάση τους εμπειρογνώμονες.

Η άμεση αιτία της κρίσης ήταν η κατάρρευση της φούσκας των κατοικιών στις ΗΠΑ, που έφτασε στην ακμή της κατά το 2005-2006. Παρατηρήθηκε μεγάλη αύξηση στα ήδη υψηλά ποσοστά αθέτησης καταβολής ληξιπρόθεσμων οφειλών στα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου και στα αντίστοιχα με κυμαινόμενο-προσαρμοζόμενο επιτόκιο (*ARM*).

Οι δανειολήπτες είχαν ενθαρρυνθεί από κίνητρα που υπήρχαν με στόχο την αύξηση της ζήτησης των δανείων, όπως οι εύκολοι αρχικοί όροι δανειοδότησης καθώς και η μακροπρόθεσμη τάση της αύξησης τιμών των κατοικιών. Οι δανειολήπτες έτσι είχαν αναλάβει δύσκολα στεγαστικά δάνεια με την πεποίθηση ότι θα μπορούσαν να τα αναχρηματοδοτήσουν γρήγορα και με πιο ευνοϊκούς όρους. Όμως, η αναχρηματοδότηση αυτή έγινε πιο δύσκολη στη συνέχεια, καθώς τα επιτόκια άρχισαν να αυξάνονται και οι τιμές κατοικιών άρχισαν να μειώνονται ελαφρά κατά το 2006-2007.

Πριν την κρίση του 2007, παρατηρήθηκε μεγάλη εισροή χρηματικών πόρων από τις ταχέως αναπτυσσόμενες οικονομίες της Ασίας και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών, το οποίο κατέστησε ευκολότερο για την FED να διατηρήσει τα επιτόκια πολύ χαμηλά από το 2002 έως το 2006, συμβάλλοντας έτσι σημαντικά στη διαμόρφωση της στεγαστικής φούσκας.

Δάνεια διαφόρων τύπων, όπως στεγαστικά με υποθήκη, πιστωτικές κάρτες και καταναλωτικά δάνεια για αγορά αυτοκινήτου, χορηγούνταν εύκολα οδηγώντας τους καταναλωτές σε μία δανειακή επιβάρυνση που δεν είχαν συναντήσει ποτέ άλλοτε.

Στο πλαίσιο της στεγαστικής και πιστωτικής έκρηξης, το ύψος των χρηματοπιστωτικών συμφωνιών (*Χρεόγραφα Βασισμένα σε Ενυπόθηκα Στεγαστικά Δάνεια/Mortgage-Backed Securities/MBS*) αυξήθηκε κατά πολύ, φτάνοντας σε πρωτόγνωρα ύψη σε σχέση με το

παρελθόν.¹³ Η εν λόγω χρηματοπιστωτική καινοτομία επέτρεψε σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και σε κάθε λογής επενδυτές από όλο τον κόσμο να επενδύσουν στην αγορά κατοικιών των ΗΠΑ. Καθώς οι τιμές των κατοικιών μειώθηκαν, μεγάλα παγκόσμια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που είχαν δανειστεί και επενδύσει σε μεγάλο βαθμό στα subprime MBS σημείωσαν σημαντικές απώλειες. Η πτώση των τιμών των κατοικιών είχε ως αποτέλεσμα να αξίζουν οι κατοικίες λιγότερο από τα αντίστοιχα στεγαστικά δάνεια με τα οποία είχαν αγοραστεί. Έτσι, δημιουργήθηκε οικονομικό κίνητρο υπέρ των κατασχέσεων, που άρχισε στα τέλη του 2006.

Η επιδημία των κατασχέσεων στράγγιζε πλούτο από τους καταναλωτές και διάβρωνε την οικονομική ευρωστία των τραπεζικών ιδρυμάτων. Καθώς η κρίση επεκτάθηκε από την αγορά ακίνητων σε άλλα τμήματα της οικονομίας, αυξήθηκαν οι αθετήσεις υποχρεώσεων και ζημιές από άλλες κατηγορίες δανείων. Οι συνολικές ζημιές εκτιμώνται σε τρισεκατομμύρια δολάρια σε παγκόσμιο επίπεδο.

Καθώς εξελισσόταν η στεγαστική και πιστωτική φούσκα, μια σειρά από παράγοντας έπαιξαν το ρόλο τους ώστε το χρηματοπιστωτικό σύστημα αφενός να επεκταθεί και αφετέρου να γίνει ολοένα και πιο εύθραυστο. Όσοι διαμόρφωναν τη νομισματική και πιστωτική πολιτική δεν αναγνώρισαν το ολοένα κι πιο σημαντικό ρόλο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως οι τράπεζες επενδύσεων και τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (**Hedge Funds**), δηλαδή το λεγόμενο σκιώδες τραπεζικό σύστημα¹⁴.

Ορισμένοι εμπειρογνώμονες πιστεύουν ότι αυτά τα ιδρύματα είχαν γίνει τόσο σημαντικά όσο και οι κλασικές εμπορικές τράπεζες για την παροχή πιστώσεων προς την οικονομία των ΗΠΑ, χωρίς όμως να υπόκεινται στους ίδιους ρυθμιστικούς κανόνες. Τα εν λόγω ιδρύματα, καθώς και ορισμένες ειδικές τράπεζες είχαν αναλάβει επίσης σημαντικές επιβαρύνσεις χρέους, όπως τα δάνεια που προαναφέρθηκαν, χωρίς να έχουν την απαραίτητη κεφαλαιακή επάρκεια, ώστε, αν χρειαζόταν να απορροφήσουν μεγάλες απώλειες δανείων ή απώλειες MBS. Αυτές οι απώλειες επηρέασαν την ικανότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να δανείζουν, επιβραδύνοντας την οικονομική δραστηριότητα.

Οι ανησυχίες σχετικά με τη σταθερότητα των βασικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων οδήγησαν τις κεντρικές τράπεζες να προμηθεύσουν πόρους για την προώθηση δανείων και

¹³ Τα MBS στηρίζουν τη δυνατότητα ύπαρξης τους και την αξία τους στις κανονικές καταβολές των δόσεων των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων αλλά και στη διακύμανση τιμών των κατοικιών. Κ. Μελάς, *op. cit.*, σελ. 266

¹⁴ Ο **Krugman** αναφέρει: «Το σύνολο των ιδρυμάτων και των οργανισμών που ενεργούν σαν τραπεζικά ιδρύματα που δεν είναι τράπεζες, γενικά αναφέρεται ως «παράλληλο τραπεζικό σύστημα ή σκιώδες τραπεζικό σύστημα. Οι συμβατικές τράπεζες, που δέχονται καταθέσεις και αποτελούν τμήμα του ομοσπονδιακού τραπεζικού συστήματος, λειτουργούν λίγο πολύ στο φως της ημέρας, με ανοιχτά τα βιβλία και τις ρυθμιστικές αρχές να κοιτάνε πάνω από τους ώμους των τραπεζιτών. Αντιθέτως, οι λειτουργίες των μη καταθετικών ιδρυμάτων, που είναι εκ των πραγμάτων τράπεζες είναι πολύ πιο σκοτεινές. Πράγματι, μέχρι το ξέσπασμα της κρίσης, ελάχιστοι άνθρωποι είχαν αντιληφθεί πόσο σημαντικό είχε γίνει το σκιώδες τραπεζικό σύστημα.» Πωλ Κρουγκμαν, *Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης*, (Καστανιώτη:2009), 193

την αποκατάσταση της πίστης στις αγορές εμπορικών τίτλων, οι οποίοι αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της χρηματοδότησης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Οι κυβερνήσεις επίσης διέσωσαν τα βασικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και εφάρμοσαν προγράμματα οικονομικών κινήτρων, αναλαμβάνοντας σημαντικές πρόσθετες οικονομικές υποχρεώσεις.

Αίτια της χρηματοπιστωτικής κρίσης 2007-2009

Όπως είναι αυτονόητο, οι πηγές της βιβλιογραφίας για τα αίτια της χρηματοπιστωτικής κρίσης είναι πολλές, οι περισσότερες όμως συγκλίνουν, και συνεπώς, θεωρούμε απολύτως αναγκαίο να τις αναφέρουμε. Η αναφορά της National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the US, αρχίζει με τον τίτλο *“Before our very eyes”* δηλώνοντας ότι τελικά, η κρίση μπορούσε να αποφευχθεί διότι ήταν ορατή, παρά τα όσα έλεγαν οι ρυθμιστές και ιθύνοντες, δηλαδή ότι ήταν εντελώς απρόβλεπτη. Ο πρώην πρόεδρος του Securities and Exchange Commission, **Richard Breeden**, αναφέρει: *“Everybody in the whole world knew that the mortgage bubble was there. I mean, it wasn’t hidden...You cannot look at any of this and say that the regulators did their job. This was not some hidden problem. It wasn’t out on Mars or Pluto or somewhere. It was right here...you can’t make trillion of dollars’ worth of mortgages and not have people notice.”* Μια εμπειρική μελέτη του John B. Taylor κατέληξε στα ακόλουθα συμπεράσματα σχετικά με την κρίση:

- Προκλήθηκε από την υπερβολική νομισματική επέκταση.
- Επεκτάθηκε από την ανικανότητα της εκτίμησης του κινδύνου των συμμετεχόντων μερών εξαιτίας των αδιαφανών χρηματοοικονομικών καταστάσεων
- Χειροτέρευσε λόγω των απρόβλεπτης φύσης των κυβερνητικών αντιδράσεων για την αντιμετώπιση της.¹⁵

Συνεπώς, υπάρχουν πολλά στα οποία μπορούν να αποδοθούν ευθύνες κατά τη διάρκεια πολλών δεκαετιών. Θεωρήσαμε καλύτερο τα αίτια της κρίσης αυτής να δοθούν με χρονολογική σειρά ώστε να γίνουν αντιληπτό όλα τα βήματα που οδήγησαν στην τελευταία αυτή κρίση.

¹⁵ Μελάς, *op. cit.*, 308

1. SHADOW BANKING- ΣΚΙΩΔΕΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Μια σειρά από παράγοντες έπαιξαν το ρόλο τους ώστε το χρηματοπιστωτικό σύστημα αφενός να επεκταθεί και αφετέρου να γίνει ολοένα και πιο εύθραυστο. Όσοι διαμόρφωναν τη νομισματική και πιστωτική πολιτική δεν αναγνώρισαν το ολοένα κι πιο σημαντικό ρόλο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως οι τράπεζες επενδύσεων και τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (Hedge Funds), δηλαδή το λεγόμενο σκιώδες τραπεζικό σύστημα. Ο **Krugman** αναφέρει: «Το σύνολο των ιδρυμάτων και των οργανισμών που ενεργούν σαν τραπεζικά ιδρύματα που δεν είναι τράπεζες, γενικά αναφέρεται ως «παράλληλο τραπεζικό σύστημα» ή «σκιώδες τραπεζικό σύστημα». Οι συμβατικές τράπεζες, που δέχονται καταθέσεις και αποτελούν τμήμα του ομοσπονδιακού τραπεζικού συστήματος, λειτουργούν λίγο πολύ στο φως της ημέρας, με ανοιχτά τα βιβλία και τις ρυθμιστικές αρχές να κοιτάνε πάνω από τους ώμους των τραπεζιτών. Αντιθέτως, οι λειτουργίες των μη καταθετικών ιδρυμάτων, που είναι εκ των πραγμάτων τράπεζες είναι πολύ πιο σκοτεινές. Πράγματι, μέχρι το ξέσπασμα της κρίσης, ελάχιστοι άνθρωποι είχαν αντιληφθεί πόσο σημαντικό είχε γίνει το σκιώδες τραπεζικό σύστημα. »¹⁶

Αυτό το σύστημα απειλούσε τις κάποτε κυρίαρχες παραδοσιακές τράπεζες, οι οποίες «παραπονέθηκαν» στους ρυθμιστές και στο Κογκρέσο, το οποίο σταδιακά αφαίρεσε τους μακροχρόνιους περιορισμούς και βοήθησε τις τράπεζες ξεφύγουν από την παραδοσιακή φόρμα τους και να ενταχθούν στην πυρετώδη ανάπτυξη. Ως αποτέλεσμα, αναδύθηκαν δύο νέα παράλληλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τεράστιας κλίμακας. Αυτός ο ανταγωνισμός όχι μόνο ωφέλησε τη Wall Street αλλά φάνηκε να βοηθάει όλους τους Αμερικανούς, μειώνοντας το κόστος των δανείων τους και ενισχύοντας τις αποδόσεις τους σε 401(k)s. Το σκιώδες τραπεζικό σύστημα και οι εμπορικές τράπεζες ήταν αλληλοεξαρτώμενοι ανταγωνιστές. Οι νέες τους δραστηριότητες ήταν πολύ επικερδείς και όπως φάνηκε, ιδιαίτερα επικίνδυνες.

Επίσης, πρέπει να αναφερθούμε και στην εξέλιξη της χρηματοπιστωτικής ρύθμισης. Για το FED και τους άλλους ρυθμιστές, το νέο, διπλό σύστημα που χορηγούσε μεγαλύτερη άδεια στους συμμετέχοντες στην αγορά, φάνηκε να παρέχει μια πιο ασφαλής και πιο δυναμική εναλλακτική σε σχέση με την εποχή της παραδοσιακής τραπεζικής. Ακολούθησε η αποκανονικοποίησης. Ο πρώην πρόεδρος της FED, **Alan Greenspan** το έθεσε ως εξής: «Οι ιδιωτικές ρυθμιστικές, σταθεροποιητικές ως προς την αγορά δυνάμεις, θα έπρεπε να εκτοπίσουν σταδιακά πολλές δυσκίνητες, αναποτελεσματικές κυβερνητικές δομές»¹⁷. Για την FED, αν προέκυπταν προβλήματα στο σκιώδες τραπεζικό σύστημα, οι μεγάλες εμπορικές τράπεζες-οι οποίες θεωρούνταν καλά διοικούμενες, καλά κεφαλαιοποιημένες και καλά ρυθμισμένες, παρά την χαλαρότητα των περιορισμών τους- θα μπορούσαν να παρέχουν σημαντική στήριξη. Και εάν τα προβλήματα ξεπερνούσαν την ικανότητα της αγοράς να ρυθμίσει τον εαυτό της τότε η FED θα αναλάμβανε την ευθύνη να επαναφέρει

¹⁶ Paul Krugman, op. cit., 193

¹⁷ *Financial Crisis Inquiry Commission Report*, submitted by The Financial Crisis Inquiry Commission, (January 2011), 28

την σταθερότητα. Κάτι που έκανε επανειλημμένα κατά τη διάρκεια των δεκαετιών οδηγώντας στην πρόσφατη κρίση. Και φυσικά ήταν απολύτως κατανοητό ότι οι περισσότεροι αμερικανοί πίστευαν ότι η FED μπορούσε και θα έσωζε πάντα την κατάσταση.

Ορισμένοι εμπειρογνώμονες πιστεύουν ότι αυτά τα ιδρύματα είχαν γίνει τόσο σημαντικά όσο και οι κλασικές εμπορικές τράπεζες για την παροχή πιστώσεων προς την οικονομία των ΗΠΑ, χωρίς όμως να υπόκεινται στους ίδιους ρυθμιστικούς κανόνες. Τα εν λόγω ιδρύματα, καθώς και ορισμένες ειδικές τράπεζες είχαν αναλάβει επίσης σημαντικές επιβαρύνσεις χρέους, όπως τα δάνεια που προαναφέρθηκαν, χωρίς να έχουν την απαραίτητη κεφαλαιακή επάρκεια, ώστε, αν χρειαζόταν να απορροφήσουν μεγάλες απώλειες δανείων ή απώλειες MBS. Αυτές οι απώλειες επηρέασαν την ικανότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να δανείζουν, επιβραδύνοντας την οικονομική δραστηριότητα¹⁸.

Οι ανησυχίες σχετικά με τη σταθερότητα των βασικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων οδήγησαν τις κεντρικές τράπεζες να προμηθεύσουν πόρους για την προώθηση δανείων και την αποκατάσταση της πίστης στις αγορές εμπορικών τίτλων, οι οποίοι αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της χρηματοδότησης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Οι κυβερνήσεις επίσης διέσωσαν τα βασικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και εφάρμοσαν προγράμματα οικονομικών κινήτρων, αναλαμβάνοντας σημαντικές πρόσθετες οικονομικές υποχρεώσεις.

2. ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ

Οι **Fannie Mae And Freddy Mac** έπαιξαν πολύ σημαντικό ρόλο στα δρώμενα της κρίσης. Ο **Raghuram G. Rajan** αναφέρει ότι: «Οι *Fannie and Freddie* ποικιλοτρόπως γνωστές ως επιχειρήσεις χρηματοδοτούμενες από την κυβέρνηση (**GSE**) ήταν περίεργα θηρία. Δεν ήταν ιδιωτικές παρόλο που είχαν ιδιωτικούς μετόχους στους οποίους άνηκαν τα κέρδη τους. Και σίγουρα δεν ήταν δημόσιες διότι δεν ανήκαν στο κράτος, αλλά είχαν και κυβερνητικά οφέλη και δημόσια καθήκοντα. Ανάμεσα στα «τυχερά» τους ήταν το ότι εξαιρούνταν από τους κρατικούς και τοπικούς φόρους, είχαν κυβερνητικούς διορισθέντες στα συμβούλια τους και είχαν μία γραμμή πίστωσης από το *U.S. Treasury*. Για το επενδυτικό κοινό αυτές οι διασυνδέσεις με την κυβέρνηση έδειχναν ότι πίσω τους κρύβεται η πίστη των ΗΠΑ.»¹⁹

Το Reconstruction Finance Corporation έδωσε το προνόμιο, κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Υφεσης του 1938, στη **Fannie Mae** (επίσημως **Federal National Mortgage Association**) να αγοράζει στεγαστικά δάνεια από το **Federal Housing Administration (FHA)**. Είχε την εξουσιοδότηση να αγοράζει στεγαστικά δάνεια που τηρούσαν τα standards αναδοχής του FHA, και συνεπώς να εγγυάται την προσφορά των στεγαστικών δανείων που οι τράπεζες μπορούσαν να επεκτείνουν στους αγοραστές των ακινήτων. Η Fannie Mae είτε κρατούσε τα δάνεια στο χαρτοφυλάκιο της είτε, λιγότερο συχνά, τα πουλούσε ξανά σε αποταμίευση, ασφαλιστικές εταιρείες, ή άλλους επενδυτές. Μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, η Fannie Mae

¹⁸ Κ. Μελάς, *op. cit.*,

¹⁹ Raghuram G. Rajan, *Fault Lines- How hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, (Princeton University Press:2010), 32

είχε πια την εξουσιοδότηση να αγοράζει δάνεια τα οποία εγγυούνταν και από το Veterans Association.

Αυτό το σύστημα λειτουργούσε καλά, όμως είχε όμως ένα μειονέκτημα: η Fannie Mae αγόραζε τα δάνεια δανειζόμενη. Μέχρι το 1968 το χαρτοφυλάκιο των δανείων της Fannie είχε φτάσει τα 7,2 δις και το χρέος του βάραινε την κυβέρνηση οπότε για να βγάλουν το βάρος από το ισοζύγιο η κυβέρνηση Johnson αποφάσισε να την ξαναοργανώσει ως “publicly traded corporation” και δημιούργησε μία νέα κυβερνητική οντότητα, την **Ginnie Mae (Government National Mortgage Association)** για να αναλάβει τα επιδοτούμενα προγράμματα στεγαστικών δανείων και το χαρτοφυλάκιο των δανείων. Η νέα Fannie συνέχιζε να αγοράζει στεγαστικά αλλά τώρα πια ήταν “government-sponsored enterprise”. Δύο χρόνια αργότερα, δημιουργήθηκε μια δεύτερη GSE η **Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation)**.

Οι Fannie and Freddie είχαν διπλή αποστολή, και δημόσια και ιδιωτική: στήριζαν την αγορά των στεγαστικών δανείων και μεγιστοποιούσαν τις αποδόσεις των μετόχων. Δεν δημιουργούσαν αυτές τα δάνεια αλλά τα αγόραζαν και είτε τα κρατούσαν στο χαρτοφυλάκιο τους είτε τα τιτλοποιούσαν και τα εγγυούνταν.

Ενώ οι Fannie και Freddie απολάμβαναν το σχεδόν-μονοπώλιο στην τιτλοποίηση των fixed-rate στεγαστικών δανείων, τη δεκαετία του 80 οι αγορές άρχισαν να τιτλοποιούν πολλά άλλα είδη δανείων, όπως τα **ARM**, τα οποία οι GSE δεν είχαν το δικαίωμα ή την θέληση να αγοράσουν. Ο μηχανισμός λειτουργούσε το ίδιο: μία επενδυτική τράπεζα, όπως η **Lehman Brothers** ή **Morgan Stanley**, τιτλοποιούσε δάνεια από μια τράπεζα ή άλλο δανειστή σε χρεόγραφα (Securities) και τα πουλούσε σε επενδυτές οι οποίοι λάμβαναν επενδυτικές αποδόσεις που χρηματοδοτούνταν από τις πληρωμές κεφαλαίου και επιτοκίων των δανείων. Οι επενδυτές κρατούσαν ή εμπορεύονταν αυτά τα χρεόγραφα, τα οποία πολύ συχνά ήταν πιο περίπλοκα από αυτά των GSE, καθώς τα περιουσιακά στοιχεία δεν ήταν μόνο χρεόγραφα από τα στεγαστικά δάνεια αλλά και μισθώσεις εξοπλισμού, χρέη πιστωτικών καρτών, δάνεια αυτοκινήτων και κατασκευαστικά στεγαστικά δάνεια. Με το πέρασμα του χρόνου, τράπεζες και ασφαλιστικές χρησιμοποίησαν την τιτλοποίηση για να μιμηθούν τραπεζικές δραστηριότητες εκτός του ρυθμιστικού πλαισίου των τραπεζών. Για παράδειγμα, όπου οι παραδοσιακές τράπεζες έπαιρναν χρήματα από τις καταθέσεις για να κάνουν δάνεια και τα κρατούσαν μέχρι την να ωριμάσουν, οι «τράπεζες» τώρα χρησιμοποιούσαν χρήματα από την κεφαλαιαγορά- συχνά χρήματα από mutual funds- για να κάνουν δάνεια τα οποία τιτλοποιούσαν για να τα πουλήσουν στους επενδυτές.²⁰

Η τιτλοποίηση σχεδιάστηκε για να ωφελήσει τους δανειστές, τους επενδυτικούς τραπεζίτες και τους επενδυτές. Οι δανειστές ωφελούνταν επειδή παρήγαγαν και πουλούσαν δάνεια. Οι επενδυτικές τράπεζες ωφελούνταν γιατί έδιναν χρεόγραφα που στηρίζονταν στα στεγαστικά δάνεια (mortgage-backed securities). Αυτά τα χρεόγραφα έφταναν μεγαλύτερη τιμή από ότι αν τα δάνεια πωλούνταν ξεχωριστά επειδή τα χρεόγραφα προσαρμόζονταν στις ανάγκες των επενδυτών και μπορούσαν εύκολα να εμπορεύονται. Όμως, για να

²⁰ *Financial Crisis Inquiry Commission Report*, op. cit., 43

μπορούν να δουν τις πιθανές αποδόσεις οι επενδυτές έπρεπε να υπολογίζουν τις στατιστικές πιθανότητες και μετά να καθορίσουν τα κέρδη και τα οφέλη. Αυτή η περιπλοκότητα μεταμόρφωσε τους τρεις κύριους οίκους αξιολόγησης – Moody's, Standard's and Poor's και Fitch- σε παίχτες-κλειδιά στη διαδικασία, τοποθετώντας τους ανάμεσα στους εκδότες και τους επενδυτές των χρεογράφων. Για το ρόλο τους στη κρίση γίνεται αναφορά σε κεφάλαιο παρακάτω²¹.

3. ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΚΑΙ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

Κατά τη διάρκεια της κρίσης, η μόχλευση και η περιπλοκότητα ταυτίστηκαν με ένα στοιχείο της ιστορίας: τα παράγωγα. Τα παράγωγα είναι χρηματοπιστωτικά συμβόλαια των οποίων οι τιμές καθορίζονται ή πηγάζουν (στα αγγλικά “derive from”) από την αξία κάποιου περιουσιακού στοιχείου, επιτοκίου, δείκτη ή γεγονότος. Δεν χρησιμοποιούνται για πάγιο κεφάλαιο ή επένδυση καθώς είναι χρεόγραφα αλλά είναι εργαλεία για την αντιστάθμιση επιχειρηματικού κινδύνου ή για κερδοσκοπία στις τιμές, τα επιτόκια κτλ. Τα παράγωγα έχουν πολλές μορφές, οι πιο συνηθισμένες ωστόσο είναι τα over-the-counter-swaps και exchange-traded futures και options.

Ένας λόγος της ραγδαίας ανάπτυξης των παραγώγων ήταν το πλεονέκτημα όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια που μπορούσαν να αποκτήσουν πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μέσω της μόχλευσης των παραγώγων. Αυτή η μόχλευση μπορεί να μειώσει το ποσό του κεφαλαίου που απαιτείται να έχουν οι τράπεζες, χάρη σε μία τροποποίηση του 1996 στο ρυθμιστικό καθεστώς γνωστό ως «Βασιλεία 1».

Το 1988, στη Βασιλεία, οι παγκόσμιες κεντρικές τράπεζες και οι εποπτικές αρχές υιοθέτησαν τις αρχές για capital standards και οι τραπεζικοί ρυθμιστές των ΗΠΑ έκαναν προσαρμογές για να τα εφαρμόσουν. Μία από αυτές ήταν ο όρος ότι οι τράπεζες πρέπει να έχουν περισσότερο κεφάλαιο έναντι πιο επικίνδυνων περιουσιακών στοιχείων. Μοιραία, οι κανόνες της Βασιλείας έκαναν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για στεγαστικά δάνεια και χρεόγραφα που στηρίζονται σε στεγαστικά δάνεια πιο χαλαρές από αυτές που σχετίζονταν με εταιρικά και καταναλωτικά δάνεια. Τωόντι, οι κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών που είχαν τίτλους των Fannie Mae και Freddie Mac ήταν λιγότερες από όλα τα άλλα στοιχεία εκτός φυσικά αυτών που στηρίζονταν από την αμερικανική κυβέρνηση.

Αυτά τα διεθνή πρότυπα κεφαλαίου βοήθησαν την μετατόπιση, την στροφή προς την μόχλευση. Το 1996 οι τράπεζες έψαχναν για πιο ευνοϊκή μεταχείριση του κεφαλαίου, και η Επιτροπή της Βασιλείας της Τραπεζικής Εποπτείας υιοθέτησε το “Market Risk Amendment to Basel I”, σύμφωνα με το οποίο αν οι τράπεζες αντιστάθμιζαν τους πιστωτικούς κινδύνους

²¹ Ibid., 43

ή τους κινδύνους αγοράς χρησιμοποιώντας παράγωγα, θα μπορούσαν να κρατούν λιγότερο κεφάλαιο έναντι της έκθεσης τους από τις συναλλαγές ή άλλες δραστηριότητες.²²

Ένα παράγωγο που έπαιξε σημαντικότατο ρόλο στη χρηματοπιστωτική κρίση ήταν το **CDS (Credit Default Swap)**. Πρόκειται για σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα με τα οποία μπορεί να τιμολογηθεί ο κίνδυνος που ενυπάρχει σε μια μορφή δανεισμού και να μεταφερθεί σε άλλη μορφή ή σε άλλον πιστωτή.

Η σύμβαση ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης πληρωμών από πιστοδότηση είναι μία σύμβαση ανταλλαγής στην οποία ο αγοραστής πραγματοποιεί σειρά πληρωμών προς τον αντισυμβαλλόμενο πωλητή και σε αντάλλαγμα δέχεται εφάπαξ πληρωμή σε περίπτωση που κάποιο πιστωτικό μέσο (συνήθως ομόλογο ή δάνειο) χαρακτηριστεί από αθέτηση του εκδότη. Τα CDS υπάρχουν από τις αρχές του 1990. Στην J.P. Morgan & Co οφείλεται κατά γενική ομολογία η δημιουργία των σύγχρονων CDS το 1994.²³ Τα CDS που δημιουργήθηκαν πάνω στα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου (subprime) ήταν περισσότερο περίπλοκη υπόθεση επειδή τα δάνεια που αποτελούσαν το πακέτο δε θα έπαυαν να εξυπηρετούνται μονομιάς. Αντιθέτως, οι ιδιοκτήτες κατοικιών θα αθετούσαν ο ένας μετά τον άλλο τις υποχρεώσεις τους. Όμως και εδώ λύθηκε το πρόβλημα καθώς δημιουργήθηκαν τα CDS προοδευτικής πληρωμής. Ο αγοραστής των CDS δεν θα πληρωνόταν μεμιάς αλλά προοδευτικά καθώς οι επιμέρους ιδιοκτήτες κατοικιών θα αθετούσαν τις υποχρεώσεις τους.

Οι συμβάσεις CDS εξαιρέθηκαν σε μεγάλο βαθμό από την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με το νόμο για τον εκσυγχρονισμό των ΣΜΕ επί εμπορευμάτων του 2000.

Η αγορά των συμβάσεων ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης προσέλκυσε μεγάλο ενδιαφέρον από πλευράς επενδυτών έπειτα από μια σειρά συμβάντων μεγάλης κλίμακας το 2008, αρχής γενομένης από την κατάρρευση της Bear Stearns.

Τις ημέρες και τις εβδομάδες που προηγήθηκαν της κατάρρευσης της Bear Stearns, οι αποδοτικές διαφορές της τράπεζας διερευνήθηκαν δραματικά, πράγμα που υποδείκνυε ότι υπήρχε ένα κύμα αγοραστών που ήθελαν να προστατευτούν. Έχει διατυπωθεί η άποψη ότι η διερεύνηση της διαφοράς ήταν υπεύθυνη για την αντίληψη ότι η Bear Stearns ήταν ευάλωτη και, συνεπώς, περιορίστηκε η πρόσβαση της στην χονδρική αγορά κεφαλαίων, πράγμα που τελικά οδήγησε στην αναγκαστική πώληση της στην J.P. Morgan τον Μάρτιο. Εναλλακτικά, υποστηρίζεται η άποψη ότι η απότομη αύξηση των αγοραστών των CDS της τράπεζας ήταν μία σύμπτωση και όχι η αιτία κατάρρευσης της Bear Stearns²⁴.

Τον Σεπτέμβριο η πτώχευση της Lehman Brothers οδήγησε στη συνολική καταβολή περίπου 400 δισεκατομμυρίων δολαρίων στους αγοραστές των CDS. Ωστόσο, το καθαρό ποσό που καταβλήθηκε ήταν περίπου 7,2 δις. Η διαφορά αυτή οφείλεται στην διαδικασία του

²² Ibid, 50

²³ Μελάς, op. cit, 301

²⁴ Ibid.,

«συμψηφισμού»/ Με τη συνεργασία των συμμετεχόντων στην αγορά, επιτράπη στους πωλητές να αφαιρέσουν από τις εκροές τους τις εισροές από τις θέσεις τους στις αντισταθμιστικές τους θέσεις.

Επίσης, το Σεπτέμβριο η AIG ζήτησε να διασωθεί από την ομοσπονδιακή κυβέρνηση διότι είχε επιδοθεί σε υπερβολική πώληση CDS χωρίς να αντισταθμίζει το ενδεχόμενο της υποτίμησης των οντοτήτων αναφοράς, πράγμα το οποίο οδήγησε σε απώλειες περίπου 100 δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Τα CDS της Lehman Brothers διευθετήθηκαν ομαλά, καθώς και τα CDS σε άλλα ένδεκα πιστωτικά γεγονότα που συνέβησαν το 2008 και πυροδότησαν εκταμιεύσεις.

4. ΑΠΟΚΑΝΟΝΙΚΟΠΟΙΗΣΗ (DEREGULATION)- ΑΠΟΤΥΧΙΕΣ ΤΗΣ ΡΥΘΜΙΣΗΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΥΧΙΕΣ ΤΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ

Υπήρχαν αρκετές αποτυχίες στον τομέα της ρύθμισης και της εποπτείας. Οι κανόνες που αφορούσαν το κεφάλαιο αποδείχτηκαν ανεπαρκείς, οι κανόνες λογιστικής επιδείνωσαν τα προβλήματα όπως και η απουσία των κανόνων ρευστότητας. Πράγματι, οι κανόνες κεφαλαίου και λογιστικής έκαναν τα πράγματα χειρότερα διότι ήταν προκυκλικοί, με κανόνες σχετικά με τον κίνδυνο στάθμισης συνδυαζόμενοι με market-to-market λογιστική για να μειώσουν τις απαιτήσεις σε καλούς καιρούς και να τις αυξάνουν ραγδαία σε δύσκολους. Και το πιο κραυγαλέο λάθος ήταν ότι δεν υπήρχε κατάλληλο νομικό πλαίσιο που να αντιμετωπίζει τις διασυννοριακές χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Η εποπτεία απέτυχε σε επίπεδο μεμονωμένων ιδρυμάτων αλλά και σε συστημικό επίπεδο, καθώς οι εκτιμήσεις του συστημικού κινδύνου δεν είχαν ληφθεί σοβαρά υπόψη.²⁵

Ως γνωστόν, τα πιστωτικά ιδρύματα υπόκεινται σε απαιτήσεις όσον αφορά το ελάχιστο επίπεδο του κεφαλαίου τους ή τα ίδια κεφάλαια (equity). Με βάση τη Βασιλεία 1 (1988) καθορίζονταν δύο μέρη του κεφαλαίου:

- **Level 1 capital:** το πιο σημαντικό, που περιείχε τα ίδια κεφάλαια και retained earnings (παρακρατημένα κέρδη ή έκτακτο αποθεματικό)
- **Level 2 capital:** μακροπρόθεσμο χρέος (περισσότερο από 5 χρόνια) υβριδικό κεφάλαιο (π.χ. preferred stock) και κάποια αποθεματικά.

Οι επόπτες υπεύθυνοι για τη ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχουν περίπλοκα καθήκοντα.

- Πρώτο, τα ισοζύγια των πιστωτικών ιδρυμάτων αλλάζουν πολύ γρήγορα.
- Δεύτερον, οι χρηματοπιστωτικές τεχνικές και τα εργαλεία υπόκεινται σε καινοτομίες, κάποιες από τις οποίες είναι σχεδιασμένες να κρατούν τους επόπτες στο σκοτάδι.
- Τρίτον, οι ρυθμιστές έχουν περιορισμένα μέσα για την επίβλεψη και ανταγωνίζονται για ταλαντούχο προσωπικό με πολύ πιο πλούσια ρυθμισμένα ιδρύματα, χρήματα ή οίκους αξιολόγησης.
- Τέταρτον, η ανεξαρτησία τους είναι μερική: για παράδειγμα, η ευνοϊκή μεταχείριση του ρίσκου των στεγαστικών δανείων ήταν μία απάντηση στις απαιτήσεις των αμερικανών πολιτικών.

²⁵ Rosa M. Lastra, Geoffrey Wood, *The crisis of 2007-2009: Nature, Causes and Reactions*, Journal of International Economic Law (Volume 13, Number 3: September 2010) 539

- Πέμπτον, ο ανταγωνισμός με άλλους ρυθμιστές ή με την απουσία της ρύθμισης. Τα ρυθμισμένα ιδρύματα ανταγωνίζονται με τα μη ρυθμισμένα σε κάποιους τομείς της αγοράς.

Τα ρυθμισμένα ιδρύματα επωφελούνται επίσης από τον ανταγωνισμό μεταξύ των ρυθμιστών για να είναι το πιο «βολικό». Δεν είναι πάντα το συμφέρον μίας τράπεζας να ρυθμίζεται πολύ, ωστόσο αυτό σημαίνει ότι μπορεί να χάσει σε αξιοπιστία. Το «ρυθμιστικό αρμπιτράζ» πάντα υπήρχε σε διεθνές επίπεδο, υπάρχει όμως και στο εσωτερικό ενός κράτους. Για παράδειγμα, στις ΗΠΑ, το 2007, το **Countrywide Financial** άλλαξε τον ρυθμιστή του για να αποφύγει τους πολύ περιοριστικούς κανόνες. Το **Office of Thrifts**, το οποίο στηρίζεται στις πληρωμές των ιδρυμάτων που ρυθμίζει, δέχτηκε με ανοιχτές αγκάλες το ίδρυμα. Το OTS παραδοσιακά ρύθμιζε ταμειευτήρια και δανειστές ακινήτων. Αυτές οι τράπεζες που συμμετείχαν ενεργά στα δάνεια κατοικιών, μπορούσαν συνεπώς να επιλέξουν να ρυθμιστούν από το OTS, το οποίο ήταν γνωστό για την επιεική προσέγγιση στην επίβλεψη κινδύνου των στεγαστικών δανείων.²⁶ Τέλος, οι ρυθμιστές, παρά τη δυσκολία της δουλειάς τους, φάνηκαν να είναι χαλαροί. Όχι μόνο είχαν έλλειψη πληροφόρησης για τους κινδύνους των νέων προϊόντων, αλλά αφέθηκαν να πιεστούν από την βιομηχανία.

Στην έκθεση **de Larosiere**, αναφέρονται τα εξής σχετικά με την κρίση του 2007-2009, όσον αφορά τις ρυθμιστικές αποτυχίες²⁷:

Μερικές μακροχρόνιες πολιτικές, όπως ο καθορισμός των κεφαλαιακών απαιτήσεων για τις τράπεζες στηρίζονταν πολύ και στις δυνατότητες διαχείρισης κινδύνων των ιδίων των τραπεζών και στην καταλληλότητα των αξιολογήσεων. Στην πραγματικότητα, ήταν τα ρυθμιζόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που έχουν καταλήξει να είναι η μεγαλύτερη πηγή των προβλημάτων.

Ένα από τα λάθη που έγιναν ήταν ότι δεν δόθηκε αρκετή προσοχή στη ρευστότητα των αγορών. Επιπλέον, δόθηκε πολύ προσοχή σε κάθε μεμονωμένη επιχείρηση και πολύ λίγη στην επίδραση των γενικών εξελίξεων σε τομείς ή αγορές στο σύνολό τους. Αυτά τα προβλήματα συνέβησαν σε πάρα πολλές χώρες και αγορές, και όλα μαζί συνέβαλαν ουσιαστικά στην ανάπτυξη των προβλημάτων. Μόλις τα αυτά κλιμακώθηκαν σε συγκεκριμένες κρίσεις, υπήρξαν πραγματικά προβλήματα στην ανταλλαγή πληροφοριών και στη συλλογική λήψη αποφάσεων συμπεριλαμβανομένων των κεντρικών τραπεζών, εποπτικών αρχών και των υπουργείων οικονομικών. Επίσης, ενώ οι αμερικανικές εποπτικές αρχές έπρεπε να έχουν τη δυνατότητα να προσδιορίζουν (και να προλαμβάνουν) την έντονη επιδείνωση στα πρότυπα στεγαστικών δανείων και παρέμβουν αναλόγως, οι εποπτικές αρχές της ΕΕ είχαν πιο δύσκολο έργο για την εκτίμηση του βαθμού έκθεσης σε subprime κίνδυνο που είχαν διαρρεύσει στα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην ΕΕ. Παρ'όλα αυτά, δεν κατάφεραν να εντοπίσουν το βαθμό στον οποίο μια σειρά από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της ΕΕ είχαν συσσωρεύσει - συχνά εκτός ισολογισμού-εξαιρετικά υψηλή έκθεση σε εξαιρετικά πολύπλοκα, αργότερα μη ρευστοποιήσιμα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Όλα αυτά οδήγησαν με την πάροδο του χρόνου

²⁶ Mathias Dewatripont, Jean-Charles Rochet and Hean Tirole, *Balancing the Banks Global Lessons From The Financial Crisis*, (Princeton University Press:2010) 30

²⁷ The High-level Group of financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosiere, *Report*, Brussels, 25 February 2009, σελ. 10

στην αδιαφάνεια. Αυτό έδειξε σοβαρούς περιορισμούς στο υφιστάμενο εποπτικό πλαίσιο σε παγκόσμιο επίπεδο, τόσο σε εθνικό όσο και διασυννοριακό επίπεδο.

5. ΑΠΟΤΥΧΙΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Στην ίδια έκθεση, αναφέρονται και τα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης που θεωρήθηκαν αίτια της πρόσφατης κρίσης. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται, οι αποτυχίες στον τομέα της αξιολόγησης και διαχείρισης κινδύνου προκλήθηκαν από το γεγονός ότι απέτυχε ο έλεγχος και οι ισορροπίες της εταιρικής διακυβέρνησης. Πολλά συμβούλια και ανώτεροι διοικητές των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων ούτε κατανόησαν τους κινδύνους των νέων προϊόντων ούτε ήταν ενήμεροι της συνολικής έκθεσης των εταιριών τους με αποτέλεσμα να υποτιμούν σοβαρά τους κινδύνους που διέτρεχαν. Πολλά μέλη του συμβουλίου δεν παρείχαν την απαραίτητη εποπτεία και τον έλεγχο. Ούτε βέβαια και οι ιδιοκτήτες των εταιριών- οι μέτοχοι. Οι αμοιβές και η παροχή κινήτρων στους κόλπους των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων συνέβαλαν στην υπερβολική ανάληψη κινδύνων από την επιβράβευση της βραχυπρόθεσμης αύξησης του όγκου του συναλλαγών (κάτι που είναι επικίνδυνο) και όχι της μακροπρόθεσμης αποδοτικότητας των επενδύσεων. Επιπλέον, η πίεση των μετόχων της διαχείρισης για την επίτευξη μεγαλύτερης τιμής των μετοχών και των μερισμάτων για τους επενδυτές σήμαινε ότι η υπέρβαση των αναμενόμενων τριμηνιαίων κερδών έγινε το σημείο αναφοράς για την απόδοση πολλών επιχειρήσεων.

6. ΈΝΑ ΠΟΛΙΤΙΚΟ ΨΗΦΙΣΜΑ ΥΠΕΡ ΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Η διοίκηση των ΗΠΑ, το κογκρέσο και άλλοι επίσημοι, μέσα στους οποίους και η FED, ήταν πρόθυμοι να προωθήσουν την απόκτηση ακινήτων.²⁸ Επιπροσθέτως, δόθηκαν κίνητρα με τις μακροπρόθεσμες και ιδιαίτερα γενναιόδωρες μειώσεις στη φορολογία των επιτοκίων που πληρώνονταν από τα δάνεια με αποτέλεσμα τα νοικοκυριά να ενθαρρύνονται να μοχλεύουν το χρέος τους με σκοπό να αγοράζουν ακίνητα. Η προστασία του καταναλωτή ήταν αδύναμη, το λιγότερο. Πολλοί δανειολήπτες λάμβαναν πολύ χαμηλά επιτόκια για δύο ή τρία χρόνια τα οποία στη συνέχεια αυξάνονταν ραγδαία. Τους έλεγαν ότι οι τιμές στην αγορά ακινήτων θα συνέχιζαν να αυξάνονται και συνεπώς θα μπορούσαν να αναχρηματοδοτούν τα δάνεια τους.

Τέλος, η δημόσια τάξη ενθάρρυνε τα ιδρύματα να δανείζουν τους subprime borrowers μέσω αρκετών καναλιών. Οι Fannie Mae and Freddie Mac πείστηκαν να αυξήσουν το

²⁸ Ευτυχώς κάτι τέτοιο δεν συνέβη στην ΕΕ, όπου η ΕΚΤ ακολούθησε μία πιο σφικτή νομισματική πολιτική και οι αρχές σε έναν αριθμό χωρών δεν ενθάρρυναν τα subprime. Φυσικά η επεκτατική νομισματική πολιτική είναι ένας παράγοντας που απλώς συμβάλλει, όπως μπορούμε να αντιληφθούμε από τα παραδείγματα της Αυστραλίας και της Μεγάλης Βρετανίας, δύο χώρες που η αγορά των δανείων άνθησε παρά τα σχετικά κανονικά επιτόκια. **Mathias Dewatripont, Jean-Charles Rochet and Hean Tirole**, op. cit., 13

μέγεθος των ισολογισμών τους. Και η χαλαρή ρυθμιστική μεταχείριση της τιτλοποίησης και των χρεογράφων που στηρίζονταν σε δάνεια βοήθησαν να καταστήσουν τις απαιτήσεις για στεγαστικά δάνεια πιο ρευστές.

Ως απάντηση στις πολιτικές και κοινωνικές τάσεις, άλλαξε η φύση του δανεισμού σε **Subprime**. Την πρώτη δεκαετία του 21^{ου} αιώνα, οι δανειστές εκτιμούσαν προσεκτικά αν οι δανειζόμενοι μπορούσαν να αποπληρώσουν τα δάνεια τους. Εν αντιθέσει, ο πρόσφατος Subprime δανεισμός εμπεριείχε μια έκρηξη δανείων χωρίς τεκμηρίωση. Για παράδειγμα, οι δανειστές στήριζαν τους υπολογισμούς τους στα ισχυριζόμενα από τους δανειζόμενους εισοδήματα, παρά στα πραγματικά τους. Συνεπώς, ο καθένας μπορούσε να γίνει ιδιοκτήτης ακινήτου, με τις τιμές των ακινήτων να αυξάνονται συνέχεια, μέχρι που κάποια στιγμή άρχισαν να πέφτουν απότομα.

7. ΤΑ ΧΑΜΗΛΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

“The fault lies not in the stars, but in us”

Shakespeare

“It was low interest rates that causes housing, stock market and credit bubbles. The bursting of the bubbles brought on the depression” με αυτή τη φράση αρχίζει το βιβλίο του ο **Richard Posner**.²⁹ Από το 2000 έως το 2003 η FED χαμήλωσε το προεξοφλητικό επιτόκιο από 6,5% στο 1%, με σκοπό να αντιμετωπίσει τον κίνδυνο του αντιπληθωρισμού μετά την κατάρρευση της φούσκας των εταιριών υψηλής τεχνολογίας αλλά και τα επακόλουθα μετά την επίθεση της 11 Σεπτεμβρίου. Κατά τη διάρκεια της διετίας Ιουλίου 2004 με Ιούλιο 2006, η FED αύξησε σημαντικά το επιτόκιο, το οποίο είχε ως επακόλουθο να αυξηθούν με τη σειρά τους τα ετήσια και πενταετή επιτόκια των ARM, με αποτέλεσμα οι ιδιοκτήτες των ακινήτων να πρέπει να καταβάλλουν περισσότερους τόκους³⁰. Ο **Posner** αναφέρει ότι, από μόνα τους τα χαμηλά επιτόκια δεν θα μπορούσαν να είχαν τέτοιες επιπτώσεις αν και θα είχαν δημιουργήσει πληθωρισμό με κάποιο τρόπο. Αν όμως οι τραπεζικές εργασίες (**banking**) ήταν ασφαλείς, το σκάσιμο της φούσκας των ακινήτων και των μετοχών δεν θα είχαν ρίξει τις τράπεζες και θα είχε αποφευχθεί η ύφεση.

Τα χαμηλά επιτόκια ενθαρρύνουν τον κόσμο να δανείζεται και τις τράπεζες να δανείζονται ώστε να μπορούν αν ξαναδανείσουν. Όταν λοιπόν μειώθηκαν απότομα το 2001, η ποσότητα του χρέους στην οικονομία ανέβηκε στα ύψη. Αρκετό από αυτό πήγε στην αγορά ακινήτων, και με το κόστος του χρέους να αποτελεί μεγάλο μέρος της τιμής του ακινήτου,

²⁹ Richard Posner, *The crisis of capitalist democracy*, (Harvard University Press: 2010)

³⁰ Κ. Μελάς, op. cit., 308

τα χαμηλά επιτόκια αύξησαν την ζήτηση ακινήτων. Επειδή όμως η ζήτηση αυτή δεν μπορούσε να καλυφθεί με την οικοδόμηση νέων ακινήτων, αυτό που συνέβη ήταν να ανέβει και άλλο η τιμή των υπαρχόντων ακινήτων. Ενώ οι τιμές αυξάνονταν, πολλοί ιδιοκτήτες δανείζονταν με βάση την καθαρά αξία του σπιτιού, για να μπορέσουν να αγοράσουν άλλα αγαθά. Αυτό οδήγησε στην αύξηση του χρέους των ανθρώπων, αλλά εκείνοι δεν ένιωθαν υπερχρεωμένοι επειδή η αξία του σπιτιού τους ανέβαινε, κάθε άλλο, ένιωθαν πλουσιότεροι και άρα αποταμίευαν λιγότερο. Όταν όμως το 2006 τα επιτόκια ανέβηκαν, καθυστερημένα από τη FED που φοβόταν πληθωρισμό, το κόστος απόκτησης ακινήτου ανέβηκε με αποτέλεσμα να μειώνεται η ζήτηση. Οι ιδιοκτήτες αισθάνονταν τώρα φτωχότεροι και δεν μπορούσαν να ανταπεξέλθουν στις ανάγκες τους, με αποτέλεσμα αρκετοί να τα εγκαταλείψουν. Αυτή η εγκατάλειψη οδήγησε σε μεγαλύτερη ύφεση στην αγορά ακινήτων. Εκείνοι που είχαν δανειστεί με ARM δεν μπορούσαν πια να αντέξουν οικονομικά το νέο επιτόκιο λόγω της οικονομικής δυσχέρειας³¹.

Εκτός από όσα συνέβησαν στις ΗΠΑ, την ίδια περίοδο ακόμα μια αιτία επέκτασης της πίστωσης ήταν η οικονομία της Ιαπωνίας, η οποία ύστερα από τη φούσκα στην αγορά ακινήτων μηδένισε τα επιτόκια και συνεχίζει να τα διατηρεί στο ίδιο επίπεδο. Το γεγονός αυτό δημιούργησε τις λεγόμενες *συναλλαγές μεταφοράς*. Ξένα ιδρύματα δανείζονταν σε γιεν και οι Ιάπωνες χρησιμοποιούσαν τις αποταμιεύσεις τους για να επενδύσουν σε ξένα νομίσματα με μεγαλύτερη απόδοση, συχνά μέσω δανεισμού. Το ίδιο συνέβη και την δεκαετία του 2000 σε σχέση με την Κίνα. Αυτό το γεγονός είναι η αιτία κάποιοι οικονομολόγοι να υποστηρίζουν ότι επειδή η νομισματική πολιτική έχει ελάχιστο έλεγχο στα μακροπρόθεσμα επιτόκια, η βασική αιτία της κρίσης είναι οι παγκόσμιες ανισορροπίες που προκάλεσαν τα χαμηλά ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια στις ΗΠΑ αλλά και σε άλλες περιοχές του κόσμου.

8. ΤΟ ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΕΛΛΕΙΜΜΑ

Από τη δεκαετία του 1970 το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ άρχισε να αυξάνεται συστηματικά, αποκτώντας στη συνέχεια ολοένα και πιο μόνιμα χαρακτηριστικά. Η χρηματοδότηση του ελλείμματος έγινε με τη μεταφορά πόρων από τις πλεονασματικές χώρες της εποχής (Ιαπωνία, πετρελαιοπαραγωγικές χώρες, ευρωπαϊκές χώρες) προς το κέντρο του συστήματος, δηλαδή τις ΗΠΑ. Κατά την περίοδο της προεδρίας Reagan οι ΗΠΑ απέκτησαν ένα σοβαρό δημοσιονομικό έλλειμμα το οποίο όμως παραδόξως συνέβαλε στη χρηματοδότηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών επειδή οι χώρες με πλεονάσματα επένδυαν τα διογκωμένα αποθέματά τους σε ομόλογα του δημοσίου των ΗΠΑ. Έτσι, είχαμε (και συνεχίζουμε να έχουμε) μια φαινομενικά παράλογη κατάσταση, όπου οι χώρες της περιφέρειας (λιγότερο αναπτυγμένες) να δανείζουν τις ΗΠΑ. Το διπλό έλλειμμα των ΗΠΑ αποτέλεσε το δίαυλο της πιστωτικής επέκτασης³².

³¹ Posner, op. cit., 13

³² Κ. Μελάς, op.cit., σελ. 313

Μεταξύ 1996 και 2004 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξήθηκε κατά 650 δισεκατομμύρια δολάρια και από 1,5% ανήλθε στο 5,8% του ΑΕΠ. Η χρηματοδότηση αυτού του ελλείμματος απαιτούσε το δανεισμό μεγάλων ποσών από το εξωτερικό, κυρίως από πλεονασματικές χώρες στο εμπορικό ισοζύγιο, χώρες της Ασίας και πετρελαιοπαραγωγικές χώρες. Έτσι δημιουργήθηκε ζήτηση για χρηματοπιστωτικά εργαλεία μέσω των οποίων εισέρρεαν οι χρηματικοί πόροι στην οικονομία των ΗΠΑ. Αυτά τεράστια ποσά χρησιμοποιήθηκαν μέσω δανεισμού από τους αμερικανούς για τη χρηματοδότηση της κατανάλωσής τους αλλά και της στεγαστικής πίστης. Η αύξηση της ζήτησης στην αγορά κατοικιών συνδέεται ευθέως με την εισροή πόρων στην αμερικανική οικονομία. Στη συνέχεια, τα τιτλοποιούμενα στεγαστικά δάνεια αποτελούσαν τη βάση για την έκδοση χρεογράφων υψηλού ρίσκου.

9. Η ΜΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΕΚ ΜΕΡΟΥΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Οι εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης βρίσκονται πλέον υπό καθεστώς ελέγχου κατόπιν συστάσεων που έδωσαν για αγορά χρεογράφων που βασίζονταν σε υψηλού κινδύνου ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια. Με βάση τις συγκεκριμένες αξιολογήσεις οι επενδυτές προχωρούσαν στην αγορά συγκεκριμένων χρεογράφων και το αποτέλεσμα ήταν η αύξηση της ζήτησης στην αγορά ακινήτων. Οι αξιολογήσεις αυτές γίνονταν πιστευτές με εξαιτίας των πρακτικών μείωσης κινδύνου που ακολουθούνταν, όπως τα ασφάλιστρα κινδύνου. Ωστόσο, υπάρχουν ενδείξεις σχετικά με το ότι η διαδικασία αξιολόγησης όχι μόνο ήταν ελλιπής, αλλά προπαντός ήταν διαβλητή. Πρακτικά είναι αδύνατο να αποδοθούν σε λάθη όλα τα υπερεκτιμημένα δάνεια και χρεόγραφα που μπήκαν στην αγορά. Ήταν πέρα για πέρα συνεννοημένη απάτη μεταξύ αυτών που παρήγαγαν CDO με βάση ενυπόθηκα δάνεια Subprime με βαθμολογία 3B (π.χ. Goldman Sachs), τα οποία έπειτα μετατρέπονταν σε CDO βαθμολογίας 3^A μετά τη βαθμολογία των οίκων αξιολόγησης (Standard and Poor's, Moody's). Σύμφωνα με τα υπάρχοντα στοιχεία, οι οίκοι αξιολόγησης έδωσαν βαθμολογία 3^A στο 80% των νέων χρεών που δημιουργούνταν στο διάστημα από τις αρχές του 2005 μέχρι και το τέλος του 2006.

Μια σειρά από αποκλίσεις έχουν επισημανθεί από κριτικούς:

- Οι οίκοι παρείχαν προκαταρτικές εκτιμήσεις που επέτρεπαν στους δανειστές να δημιουργίας μία ιδέα για το ποια θα ήταν η επικείμενη αξιολόγηση τους, βλάπτοντας έτσι την διαφάνεια.
- Επιπροσθέτως, οι οίκοι εξηγούσαν στους εκδότες πώς πρέπει να δομήσουν τις δόσεις τους μόλις για να μπορέσουν να εξασφαλίσουν μία δεδομένη αξιολόγηση, για παράδειγμα AAA. Ακόμη και αν η «χαλαρότητα» (laxity) ήταν απούσα, αυτή η πρακτική σήμαινε ότι μία δόση AAA έφερε την πιθανότητα αθέτησης υψηλότερα από των AAA χρεογράφων που δεν ήταν το θέμα αυτής της συμβουλής. Η πρακτική

αυτή του να εξηγούν πώς μπορεί έστω και ελάχιστα να περαστεί το κατώφλι, κατέστησε την σύνθεση τέτοιων δόσεων οριακό παρά το μέσο όρο.

- Τα κίνητρα των οίκων φάνηκε ότι ήταν κάπως «αντεστραμμένα» καθώς οι προμήθειες που πληρώνονταν στους οίκους ήταν ανάλογη με την αξία της έκδοσης, συνεπώς, δημιουργούσαν μία πίεση προς την υπερτίμηση.
- Η επιθυμία τους να ευχαριστήσουν τις τράπεζες παρέχοντας ένα σημαντικό ποσοστό του τζίρου, αναμφίβολα άσκησε κακή επιρροή.
- Τέλος, η αγορά των αξιολογήσεων είναι πολύ συγκεντρωτική. Υπάρχουν μόνο 3 μεγάλοι οίκοι, και δύο από αυτούς (Moody's και Standard and Poor's) μοιράζονται 80% της αγοράς. Όταν χρειάζεται μία διπλή αξιολόγηση, αυτοί οι οίκοι βρίσκουν τον εαυτό τους σε μία μονοπωλιακή-τύπου κατάσταση.³³

Εκτιμώνται σε 3,2 τρισεκατομμύρια δολάρια τα δάνεια που χορηγήθηκαν χωρίς σωστή ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου (π.χ. subprime δάνεια) ή χωρίς καθόλου ανάλυση (Alt-A Δάνεια) την πενταετία 2002-2007. Είναι αυτονόητο θα λέγαμε ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δε θα μπορούσαν να προβούν σε όλες αυτές τις χορηγήσεις χωρίς την άμεση συνεργασία των οίκων αξιολόγησης. Συγχρόνως, αυτές οι αξιολογήσεις στα παραχθέντα χρεόγραφα (MBS) ως 3Α ήταν που επέτρεψαν την έκδοση τους και κυρίως την μεταπώληση τους. Η συγκεκριμένη τακτική των οίκων φυσικά και ανταμείφθηκε, καθώς γι'αυτούς ο έτος 2007, περίπου τα μισά έξοδα του οίκου Moody's προήλθαν από τέτοιου είδους αξιολογήσεις.³⁴

To shock και ο πανικός

Η συμβατική σοφία λέει ότι η αποτυχία της Lehman Brothers πυροδότησε τον χρηματοπιστωτικό πανικό. Αυτό γιατί η αποτυχία της Lehman ήταν αναπάντεχη και επειδή η δημόσια συζήτηση για το αν οι κυβερνητικοί επίσημοι έπρεπε να σώσουν ή όχι τη Lehman είναι έντονη.

Η εστίαση μόνο στη Lehman ωστόσο είναι στενή. Τα γεγονότα του Σεπτεμβρίου του 2008 ήταν μία αλυσίδα από εταιρίες που πτώχευαν η μία μετά την άλλη³⁵:

- Κυριακή, 7 Σεπτεμβρίου, το FHFA έθεσε την Fannie Mae and Freddie Mac σε conservatorship.
- Ακολούθησε το "Lehman weekend at the New York Fed" που ήταν ένα γεγονός πολύ ευρύτερο από απλά τη Lehman. Στο τέλος αυτού του Σαββατοκύριακου, η Bank of America συμφώνησε να αγοράσει τη Merrill Lynch, η Lehman βάδιζε προς την χρεοκοπία και η AIG ήταν στο χείλος της πτώχευσης.

³³ Mathias Dewatripont, Jean-Charles Rochet and Hean Tirole, op.cit., 21

³⁴ Κ. Μελάς, op.cit., 304

³⁵ Keith Hennessey, Douglas Holtz-Eakin and Bill Thomas, *Causes of the financial and Economic Crisis, The Financial crisis Inquiry Report*, 435

- Δευτέρα, 15 Σεπτεμβρίου, η Lehman κατέθεσε για Chapter 11 bankruptcy protection
- Τρίτη, 16 Σεπτεμβρίου, το Reserve Primary Fund, ένα αμοιβαίο κεφάλαιο της αγοράς χρήματος «έσπασε το δολάριο» αφότου αντιμετώπισε ένα investor run. Η καθαρή αξία του ενεργητικού έπεσε κάτω από το 1\$ το οποίο σήμαινε ότι μια επένδυση στο αμοιβαίο αυτό κεφάλαιο έχανε χρήματα. Αυτό είναι ένα σημαντικό ψυχολογικό κατώφλι για ένα κεφάλαιο της αγοράς χρήματος. Την ίδια μέρα, η FED ενέκρινε ένα έκτακτο δάνειο αξίας 82 δις δολαρίων προς την AIG για να την αποτρέψει από έκτακτη πτώχευση.
- Πέμπτη, 18 Σεπτεμβρίου, η κυβέρνηση Bush, υποστηριζόμενη από τον Bernanke πρότεινε στο Κογκρέσο ένα νέο Troubled Asset Relief Program (TARP) για ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών.
- Παρασκευή, 19 Σεπτεμβρίου, το TARP των 700 δις δολαρίων ανακοινώθηκε δημόσια.
- Κυριακή, 21 Σεπτεμβρίου, η FED συμφώνησε να δεχτεί τις Goldman Sachs and Morgan Stanley ως bank holding companies (εταιρίες τραπεζικού χαρτοφυλακίου?), θέτοντας τις κάτω από τα κανονιστικά όρια της FED. Μετά από αυτό δεν υπήρχαν πια μεγάλες αυτόνομες επενδυτικές τράπεζες στις ΗΠΑ.
- Πέμπτη, 25 Σεπτεμβρίου, το FDIC τέθηκε διαχειριστής περιουσίας εν χρεωκοπία της Washington Mutual και αργότερα την πώλησε στη JP Morgan.
- Δευτέρα, 29 Σεπτεμβρίου, το TARP δεν πέρασε στην Βουλή των αντιπροσώπων, και το FDIC συμφώνησε να παρέχει βοήθεια ώστε να διευκολύνει την πώληση της Wachovia στη Citigroup.
- Τετάρτη, 1 Οκτώβρη, η γερουσία πέρασε ένα αναθεωρημένο TARP. Δύο μέρες αργότερα η Βουλή το πέρασε και ο Πρόεδρος το έκανε νόμο. Τελικά η Wells Fargo αγόρασε τη Wachovia.
- Καθώς ο μήνας περνούσε, τα επιτόκια διατραπεζικού δανεισμού αυξήθηκαν ραγδαία, δείχνοντας τον υψηλό φόβο και την απειλή ενός παγώματος του δανεισμού.

Η αδυναμία να βρεθούν κεφάλαια, απομόχλευση των χρηματοπιστωτικών εταιρειών και μακροοικονομική αδυναμία μεταφράστηκε σε ακόμα αυστηρότερη πίστωση για καταναλωτές και επιχειρήσεις. Οι αγορές τιτλοποίησης για άλλα είδη χρέους κατέρρευσε ραγδαία το 2008 και ακόμα δεν έχει επανέλθει πλήρως, διακόπτοντας την πηγή χρηματοδότησης για πιστωτικές κάρτες, δάνεια αυτοκινήτων, φοιτητικά δάνεια και δάνεια για μικρές επιχειρήσεις.

Μειωμένη διαθεσιμότητα πιστώσεων, η κατάρρευση της φούσκας των κατοικιών και επιπρόσθετες ζημιές του πλούτου από μία φθίνουσα αγορά μετοχών οδήγησε σε μία απότομη συρρίκνωση της κατανάλωσης και σε αύξηση της ανεργίας.

Το πραγματικό ΑΕΠ συρρικνώθηκε στα 4% το τρίτο τρίμηνο του 2008, 6.8% στο τέταρτο και 4,9 % στο πρώτο τρίμηνο του 2009. Η οικονομική συρρίκνωση του τελευταίου τριμήνου του 2008 ήταν η χειρότερη των τελευταίων τριών δεκαετιών. Εταιρίες και νοικοκυριά που δεν είχαν αρχικά πληγεί από την κρίση ξαφνικά άρχισαν να κάνουν πίσω, σταματώντας τις προσλήψεις και βάζοντας σε αναμονή τα δάνεια.

Τα στοιχεία της ανεργίας είναι αποκαρδιωτικά: κατά μέσο όρο 185.000 έμειναν άνεργοι το μήνα κατά τη διάρκεια του πρώτου τριμήνου του 2008, ποσό που ανέβηκε στα πάνω από 700.000 το μήνα στο τέταρτο τρίμηνο του 2008 και πρώτο τρίμηνο του 2009. Η ανεργία έφτασε τα 10.1 τον Οκτώβριο του 2008 και παρέμεινε πάνω από 9,5% το υπόλοιπο του 2009 και τους πρώτους 11 μήνες του 2010³⁶.

Η κρίση αυτή ωστόσο δεν θα μπορούσε να περιοριστεί μόνο στις ΗΠΑ, επηρεάζοντας και την ΕΕ, η οποία ωστόσο δεν είχε το οικοδόμημα που χρειαζόταν για άμεση αντιμετώπιση της κρίσης.

Οι ρυθμιστικές αποκρίσεις

Οι διεθνείς ρυθμιστικές απαντήσεις στην κρίση μπορούν να χωριστούν σε πέντε κατηγορίες:³⁷

- Πρώτον, αναπροσδιορισμός του «τι ρυθμίζουμε», με νέους κανόνες για το κεφάλαιο, τη ρευστότητα και άλλους δείκτες (κυρίως δηλαδή τις διατάξεις της Βασιλείας III³⁸ βλ. παρακάτω) και άλλους κανόνες που σκοπό έχουν να ενισχύσουν την ποσότητα και την ποιότητα της ρύθμισης σε εθνικό, ευρωπαϊκό ή διεθνές επίπεδο
- Δεύτερον, οι προτάσεις των νέων ρυθμίσεων έχουν σκοπό τη δομή της ρύθμισης, δηλαδή το «ποιος» και το «πώς» καθώς και την ένταση της ρύθμισης, καθώς φάνηκε ότι όλες οι μορφές της ρύθμισης σε εθνικό επίπεδο είτε ήταν μία αρχή είτε διπλή (εποπτική και ρυθμιστική μαζί) απέτυχαν να εμποδίσουν την κρίση. Επιπλέον, ίσως τελικά έχουμε την ανάγκη μιας διεθνούς ρυθμιστικής αρχιτεκτονικής. Τέλος,

³⁶ Ibid., 438

³⁷ Rosa M. Lastra, op. cit., 549

³⁸ Για περισσότερα σχετικά με τη Βασιλεία III βλ. Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, *Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο* (Νομική Βιβλιοθήκη:2011)

μέσα από την κρίση μία από τις σημαντικότερες απαντήσεις ήταν ο διαχωρισμός σε μακροπροληπτική και μικροπροληπτική εποπτεία, απόλυτα αναγκαίος στο εξής.

- Η τρίτη κατηγορία αφορά τη συμπεριφορά της τραπεζικής και των τραπεζιτών καθώς και την ανάγκη εσωτερικοποίησης του κόστους προστασίας. Για παράδειγμα, η πρόταση του Ackermann για τη δημιουργία ενός European Rescue and Resolution Fund
- Η τέταρτη κατηγορία εστιάζει στη δημοσιονομική πλευρά, λόγω των πρόσφατων γεγονότων διάσωσης τραπεζών από τις κυβερνήσεις, που ενισχύουν τον ηθικό κίνδυνο
- Τέλος, αναδιάρθρωση των τραπεζών, που σκοπό έχει να αλλάξει την δομή της τραπεζικής βιομηχανίας και τη δομή του ισολογισμού των εμπορικών τραπεζών, ώστε να γίνει διαχωρισμός μεταξύ του «utility banking» και του «casino banking».

Αν αντιληφθούμε την πολυπλοκότητα των προτάσεων αυτών, φαίνεται να είναι αναγκαία η δημιουργία ενός εύρωστου και καλά κατανοητού πλαισίου που περιλαμβάνει κανόνες για τον επιμερισμό των βαρών.

Η Επιτροπή της Βασιλείας, μετά την κορύφωση της κρίσης, το 2008, προχώρησε στην υιοθέτηση του νέου διεθνούς κανονιστικού πλαισίου, της «Βασιλείας III» με γνώμονα την αντιμετώπιση των αστοχιών που αναδείχτηκαν κατά την πρόσφατη κρίση, καθώς κρίθηκε ότι η «Βασιλεία II» δεν υπήρξε επαρκής, ενώ τα κενά της και ορισμένες διατάξεις της συνέβαλαν στην εκδήλωση της κρίσης. Η εφαρμογή των νέων διατάξεων προτείνεται από την Επιτροπή να γίνει σταδιακά από το 2012 σε βάθος εξαετίας ενώ κάποιες από αυτές θα αποτελέσουν αντικείμενο τροποποίησης κατά τη διάρκεια του μεταβατικού σταδίου. Στο πλαίσιο των νέων κανόνων ωστόσο, ελλοχεύουν κίνδυνοι, όπως ο περιορισμός της προσφοράς των δανειακών κεφαλαίων από τις τράπεζες, η μείωση των αποδόσεων των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών, οι οποίες δε θα μπορούν να ανταγωνίζονται τις επιχειρήσεις άλλων κλάδων της οικονομίας (με σταθερές ή αυξανόμενες αποδόσεις κεφαλαίου) και τρίτον, η ανάγκη περιορισμού του κόστους εφαρμογής των νέων διατάξεων μπορεί να οδηγήσει αφενός, σε νέο κύκλο «ρυθμιστικού αρμπιτράζ» κυρίως με την μετατόπιση δραστηριοτήτων στο «shadow banking» ή σε κράτη με χαλαρό ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο, αφετέρου σε νέα χρηματοπιστωτικά προϊόντα τα οποία μπορεί να φέρουν ξανά κινδύνους που σήμερα δεν τους έχουμε εντοπίσει.³⁹

³⁹ Ibid., 314

Οι Πίνακες και Γραφικές Παραστάσεις που ακολουθούν βρίσκονται στο βιβλίο του Μελά, «Οι σύγχρονες κρίσεις του Παγκόσμιου Χρηματοπιστωτικού Συστήματος (1974-2008)» Λιβάνη, 2011

ΠΙΝΑΚΑΣ 16

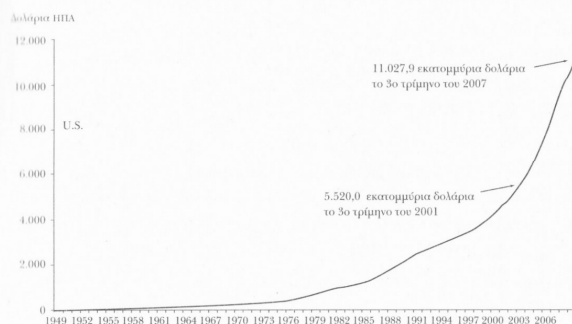
Ενυπόθηκα δάνεια *subprime* ως % του συνόλου των στεγαστικών δανείων και το ποσοστό ιδιοκτησίας

Έτος	Ενυπόθηκα δάνεια ως % του συνόλου των στεγαστικών δανείων	Ποσοστό ιδιοκτησίας
1997	7,5	65,5
1998	6	66,5
1999	4,8	67
2000	5,5	67,4
2001	7	67,7
2002	6,9	67,8
2003	8	68
2004	18	68,5
2005	20	68,7
2006	21	68,9
2007	7,6	65,8

Πηγή: US Census Bureau, Harvard University, State of the Nation's Housing Report 2008.

ΓΡΑΦΙΚΗ ΠΑΡΑΣΤΑΣΗ 6

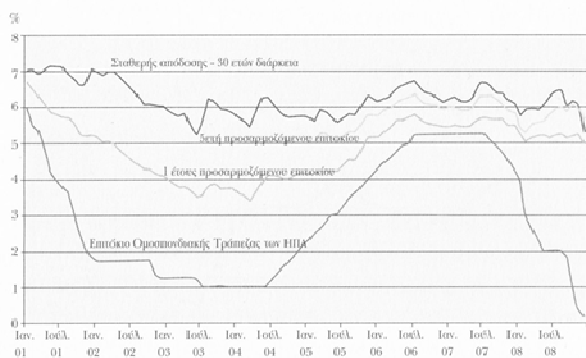
Ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια στις ΗΠΑ (1940-2008)



Πηγή: Soros G., *Η Οικονομική Κρίση του 2008*, εκδόσεις Α. Α. Λιβάνη, 2008.

ΓΡΑΦΙΚΗ ΠΑΡΑΣΤΑΣΗ 9

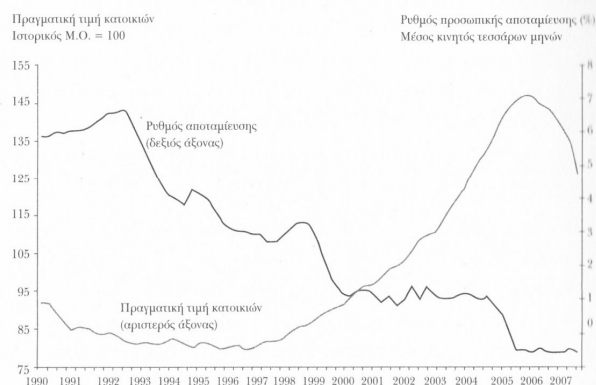
Επιτόκιο *prime-rate* της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ και απόδοση στεγαστικών ενυπόθηκων δανείων 2001-2008.



Πηγή: US Federal Reserve, Freddie Mac.

ΓΡΑΦΙΚΗ ΠΑΡΑΣΤΑΣΗ 7

Εξέλιξη των πραγματικών τιμών των ακινήτων και της αποταμίευσης (ΗΠΑ)



Πηγή: Soros G., *Η Οικονομική Κρίση του 2008*, εκδόσεις Α. Α. Λιβάνης, 2008.

ΠΙΝΑΚΑΣ 17

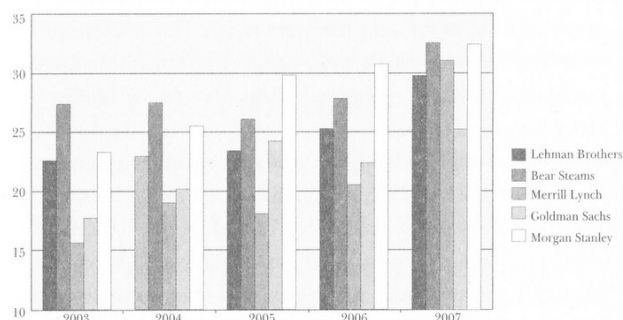
Λόγος τραπεζικών πιστώσεων προς τραπεζικές καταθέσεις,
Μ.Ο. χωρών ΟΟΣΑ 1999-2007

Έτος	Λόγος τραπεζικών πιστώσεων προς τραπεζικές καταθέσεις, Μ.Ο. χωρών ΟΟΣΑ
1999	1,15
2000	1,35
2002	1,38
2004	1,43
2006	1,51
2007	1,44

Πηγή: Merronche Q. – Nier E., «What Caused the Global Financial Crisis?», IMF 2010.

ΓΡΑΦΙΚΗ ΠΑΡΑΣΤΑΣΗ 8

Ο λόγος μόχλευσης* των επενδυτικών τραπεζών (2003-2007)

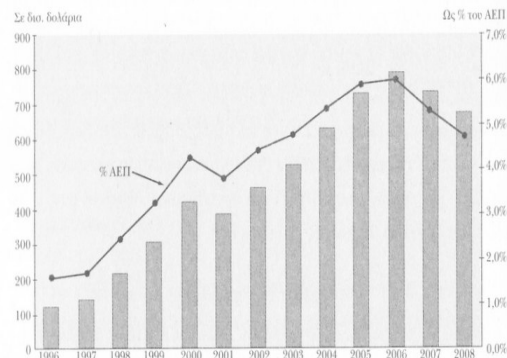


Πηγή: Company Annual Reports (SEC Form 10K)

* Πρόκειται για το λόγο του συνολικού χρέους προς τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Όσο πιο υψηλός είναι τόσο περισσότερο είναι εκτεθειμένη στον κίνδυνο η επιχείρηση.

ΓΡΑΦΙΚΗ ΠΑΡΑΣΤΑΣΗ 10

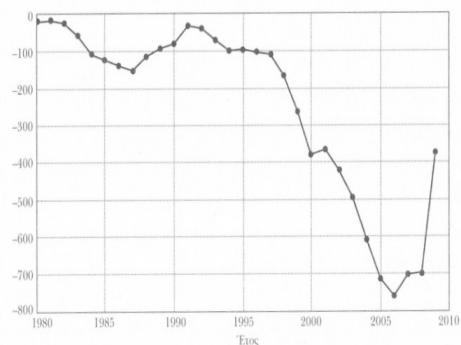
Εμπορικό ισοζύγιο και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών



Πηγή: US Bureau of Economic Analysis (BEA).

ΓΡΑΦΙΚΗ ΠΑΡΑΣΤΑΣΗ 11

Έλλειμμα εμπορικού ισοζυγίου των Ηνωμένων Πολιτειών
(σε δις. δολάρια ΗΠΑ)



Πηγή: US Census Bureau Foreign Trade Division.

ΠΙΝΑΚΑΣ 18

Παγκόσμια παραγωγή CDO 2001-2010

Παγκόσμιες εκδόσεις CDO σε εκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ						
Χρόνος	Q	Ταμειακή ροή και υβρίδια	Συνθετικά	Τρέχουσα τιμή	Αγνωστα	Σύνολο
2000						67.987,7
2001						78.453,8
2002						83.074,3
2003						86.629,8
2004						157.820,7

Κεφάλαιο 2- Εξέλιξη του Δικαίου της ΟΝΕ

Προβλήματα του χρηματοπιστωτικού τομέα μίας ατελούς οικονομικής ένωσης/ΕΕ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Θεωρήσαμε εύλογο, προτού να περάσουμε στο τρόπο αντιμετώπισης της κρίσης στην Ευρώπη, να αναλύσουμε το δίκαιο της οικονομικής και νομισματικής ένωσης καθώς μόνο έτσι θα γίνουν αντιληπτές οι διαφορές της ως ένωση (ατελής οικονομική, τέλεια νομισματική) για να κατανοηθούν οι μηχανισμοί και οι δράσεις που λήφθηκαν κατά τη διάρκεια και μετά τη κρίση.

Αρχικά, θα αναφερθούμε στο οικοδόμημα πριν τη κρίση, όπου διαφαίνονται οι αδυναμίες, όπως, η διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος και οι κυρώσεις από το Συμβούλιο που τελικά φάνηκαν ανεπαρκείς, με θεμελιώδες κενό την έλλειψη μηχανισμών διαχείρισης κρίσεων, περνώντας στους μηχανισμούς στήριξης και στη δημιουργία νέων θεσμών για την καλύτερη αντιμετώπιση της ευρωπαϊκής δημοσιονομικής κρίσης.

Η ΣΥΝΘΗΚΗ ΤΟΥ ΜΑΑΣΤΡΙΧΤ ΩΣ ΒΑΣΗ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ

Οι επιλογές στις οποίες κατέληξαν τα κράτη μέλη της ΕΕ με την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ, το Φεβρουάριο του 1992, διαμόρφωσαν το νομισματικό σύστημα της Ένωσης που ισχύει από τον Ιανουάριο του 1999. Οι επιλογές αυτές μετέβαλλαν ραγδαία στις ενδοκοινοτικές νομισματικές σχέσεις, καθώς αποφασίστηκε η μετάβαση από ένα καθεστώς (άλλοτε στενότερου, άλλοτε χαλαρότερου) **συντονισμού** της νομισματικής πολιτικής που ασκούσαν αυτόνομα τα κράτη μέλη μέσω των κεντρικών τραπεζών τους στο καθεστώς μιας **ενιαίας νομισματικής πολιτικής**, η οποία ασκείται σε υπερεθνικό επίπεδο με τη δημιουργία της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης.

Συγχρόνως, κορυφώνοντας τη διαδικασία νομισματικής ενοποίησης τα κράτη μέλη αποφάσισαν:

- να απεμπολήσουν τη νομισματική τους κυριαρχία, αντικαθιστώντας τα εθνικά τους νομίσματα από ένα ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα, το ευρώ και

- να εκχωρήσουν σε ένα νέο ευρωπαϊκό θεσμικό μόρφωμα, την **Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα**, το προνόμιο να έχει απόλυτο έλεγχο στην έκδοση του εν λόγω νομίσματος⁴⁰.

Η πορεία προς την επίτευξη αυτού του στόχου σαφώς και δεν ήταν εύκολη καθώς χρειάστηκαν πολλές προσπάθειες ώστε να καταστεί δυνατή η διαμόρφωση στην (τότε) Κοινότητα ενός ενιαίου νομισματικού χώρου και να εκλείψουν οι αρνητικές παρενέργειες που συνεπάγεται η συνύπαρξη σε μια ενιαία αγορά περισσότερων εθνικών νομισμάτων με συναλλαγματικό κίνδυνο για τους συναλλασσομένους. Δύο ήταν οι σημαντικότεροι σταθμοί σε αυτή την πορεία:

- η δημιουργία του μηχανισμού του «**ευρωπαϊκού νομισματικού φιδιού**» το Μάρτιο του 1971, και στη συνέχεια,
- η θέση σε λειτουργία, το Μάρτιο του 1979, του **Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος** το οποίο λειτούργησε μέχρι την 31η Δεκεμβρίου 1998.

Με Συνθήκη του Μάαστριχτ, τα άρθρα της οποίας για την οικονομική και νομισματική ένωση, ενσωματώθηκαν στη Συνθήκη περί Ιδρύσεως της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, τα κράτη μέλη αποφάσισαν να μεταβούν σταδιακά στη νομισματική ένωση, η οποία μάλιστα να επιτευχθεί παράλληλα με την οικονομική ενοποίηση της Κοινότητας. Συνεπώς, οι δύο πρώτες θεμελιώδεις επιλογές που αποτυπώθηκαν στη Συνθήκη ήταν:

- η παράλληλη προώθηση των διαδικασιών νομισματικής και οικονομικής ενοποίησης
- η σταδιακή μετάβαση προς την οικονομική και νομισματική ένωση

Ταυτόχρονα, στη **ΣΕΚ** αποτυπώθηκαν οι επιλογές των κρατών μελών αναφορικά με έξι βασικά θέματα σχετικά με τη δομή και τη διάρθρωση της νομισματικής ένωσης⁴¹:

1. τη δομή του «**συστήματος νομισματικής διαχείρισης**», δηλαδή αν θα υπάρχει μία μόνο υπερεθνική, ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα, ή αν παράλληλα με αυτήν θα συνεχίσουν να λειτουργούν (και πώς) οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών,
2. τους στόχους και τα καθήκοντα που θα ανατεθούν στην ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα και, σε περίπτωση ενός ομοσπονδιακού συστήματος, στο ευρωπαϊκό σύστημα κεντρικών τραπεζών,
3. την έκταση των κανονιστικών και των κυρωτικών εξουσιών της ευρωπαϊκής κεντρικής τράπεζας,

⁴⁰ Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, *Εισαγωγή στο Δίκαιο της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης* (Πανεπιστημιακές Σημειώσεις: Μάιος 2011), 6

⁴¹ Ibid., 8-9

4. τα όργανα της ευρωπαϊκής κεντρικής τράπεζας, καθώς και τη σύνθεση και τις αρμοδιότητες τους,
5. την έκταση της ανεξαρτησίας, της λογοδοσίας και της διαφάνειας στη λειτουργία της ευρωπαϊκής κεντρικής τράπεζας, τη μορφή της εταιρικής της διακυβέρνησης, καθώς και την εν γένει ένταξή της στο υφιστάμενο θεσμικό σύστημα της Κοινότητας και της Ένωσης, και
6. τη ακριβή διαδικασία υιοθέτησης του ενιαίου νομίσματος (με βάση το γεγονός ότι οι βασικές πολιτικές αποφάσεις ήταν η υιοθέτηση ενιαίου και όχι κοινού νομίσματος καθώς και η σταδιακή εισαγωγή του).

Η απόφαση για τη δημιουργία μιας νομισματικής και ταυτόχρονα οικονομικής ένωσης βασίστηκε στο επιχείρημα ότι η διαμόρφωση του ενιαίου νομισματικού χώρου έπρεπε να επιχειρηθεί μόνο αν συνέτρεχαν σωρευτικά δύο προϋποθέσεις:

1. η διασφάλιση της συμμετοχής στον ενιαίο νομισματικό χώρο μόνο εκείνων των κρατών μελών που θα έχουν επιτύχει υψηλό βαθμό σύγκλισης ορισμένων βασικών μακροοικονομικών δεικτών τους,⁴² τόσο νομισματικών όσο και δημοσιονομικών, ώστε η νομισματική ένωση να είναι βιώσιμη. Για αυτό το λόγο έγινε αποδεκτή η λογική της δημιουργίας μίας «Κοινότητας δύο ταχυτήτων», λογική η οποία αποτυπώθηκε στη ΣΕΚ με τη διάκριση που καθιερώθηκε μεταξύ δύο κατηγοριών κρατών μελών:
- των «**κρατών μελών χωρίς παρέκκλιση**», τα οποία θα έχουν εκπληρώσει τα προαναφερθέντα κριτήρια σύγκλισης και κατά συνέπεια θα υιοθετήσουν το ενιαίο νόμισμα, και

⁴² Ο Γκόρτσος χαρακτηριστικά αναφέρει ότι όσον αφορά «το αν ο βαθμός σύγκλισης των βασικών μακροοικονομικών δεικτών των κρατών που συμμετέχουν σε μια νομισματική ένωση πρέπει να έχει προηγηθεί του αμετάκλητου καθορισμού των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων τους έχει απασχολήσει έντονα τη θεωρία. Σχετικά έχουν αναπτυχθεί δύο διαμετρικά αντίθετες απόψεις:

(α) Σύμφωνα με μια πρώτη προσέγγιση ('coronation theory'), ο αμετάκλητος καθορισμός των συναλλαγματικών ισοτιμιών οφείλει να επιχειρηθεί μόνο αν προηγουμένως έχουν επιτευχθεί:

- σημαντικός βαθμός (οικονομικής) σύγκλισης ανάμεσα στα συμμετέχοντα κράτη αναφορικά με το ρυθμό μεταβολής του γενικού επιπέδου των τιμών, το εξωτερικό χρέος και τη μακροοικονομική πολιτική, και

- σημαντική σύγκλιση του βαθμού ανάπτυξης των κοινωνικών και οικονομικών θεσμών ανάμεσά τους.

(β) Αντίθετα, σύμφωνα με τη μονεταριστική θεωρία, μια νομισματική ένωση μπορεί να λειτουργήσει αποτελεσματικά ακόμα και αν ο βαθμός απόκλισης της οικονομικής απόδοσης των συμμετεχόντων κρατών είναι σημαντικός και δεν υπάρχει ρητός συντονισμός της δημοσιονομικής τους πολιτικής. Είναι προφανές ότι η ευρωπαϊκή επιλογή κλίνει προς την πρώτη προσέγγιση, μολονότι η οικονομική σύγκλιση που επιδιώχθηκε αφορά μόνο ονομαστικά μεγέθη (και συνεπώς δεν πληρούται η δεύτερη προϋπόθεση που θέτει η εν λόγω προσέγγιση).» Ibid.,10

- των «**κρατών μελών με παρέκκλιση**», εκείνων δηλαδή που δεν το έχουν υιοθετήσει ακριβώς επειδή δεν θα έχουν εκπληρώσει τα εν λόγω κριτήρια⁴³.
- 2. Η καθιέρωση κανόνων οι οποίοι θα διασφαλίζουν ότι, μετά την έναρξη λειτουργίας του ενιαίου νομισματικού χώρου θα υπάρχει επαρκής συντονισμός των οικονομικών πολιτικών και αυστηρή δημοσιονομική πειθαρχία (κατ' εξοχήν εκείνων που έχουν υιοθετήσει το ενιαίο νόμισμα) ώστε να μην διακινδυνεύεται η ομαλή λειτουργία της νομισματικής ένωσης και η αξία του νέου νομίσματος να μπορεί να διατηρείται ισχυρή.

Σύμφωνα, λοιπόν, με τις διατάξεις της ΣΕΚ, παράλληλα προς τη νομισματική ένωση και με στόχο την υποστήριξη της αποτελεσματικής της λειτουργίας, η δράση των κρατών μελών και της Κοινότητας έπρεπε να κατατείνει ταυτόχρονα και στη δημιουργία μιας οικονομικής ένωσης. Αυτό αποτυπωνόταν στη θεμελιώδη διάταξη του **άρθρου 2** της Συνθήκης, σύμφωνα με την οποία η αποστολή της Ευρωπαϊκής Κοινότητας επιτυγχάνεται, μεταξύ άλλων, με τη δημιουργία μιας «οικονομικής και νομισματικής ένωσης» (στο εξής «ΟΝΕ»).

Η ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΝΩΣΗ

Η θεμελίωση της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης βασίστηκε στη διάταξη της **παρ. 2 του άρθρου 4 της ΣΕΚ**, σύμφωνα με την οποία: «(...) η δράση (των κρατών μελών και της Κοινότητας) περιλαμβάνει τον αμετάκλητο καθορισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών, γεγονός που θα οδηγήσει στην καθιέρωση ενιαίου νομίσματος, του ECU, και τον καθορισμό και την άσκηση ενιαίας νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής (...)». Η διαδικασία της νομισματικής ενοποίησης κατέτεινε, συνεπώς, στην ενίσχυση του συντονισμού της (μέχρι τότε σχετικά αυτόνομης) νομισματικής πολιτικής των κρατών μελών της Κοινότητας με αντικειμενική επιδίωξη:

- τον αμετάκλητο καθορισμό των ονομαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών ανάμεσα στα εθνικά τους νομίσματα,
- τη θέση σε λειτουργία μηχανισμών κατάλληλων για την άσκηση μιας ενιαίας νομισματικής (καθώς και μιας ενιαίας συναλλαγματικής) πολιτικής σε ευρωπαϊκό επίπεδο, και
- την καθιέρωση ενός ενιαίου νομίσματος, το οποίο να αντικαταστήσει τα εθνικά νομίσματα των κρατών μελών που θα πληρούν τα απαραίτητα κριτήρια για την υιοθέτησή του.

⁴³ Ibid., 10

ΟΙ ΥΠΕΡΕΘΝΙΚΕΣ ΔΟΜΕΣ- ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΕΚΤ

Με τη Συνθήκη του Μάαστριχτ τα κράτη μέλη έλαβαν την πολιτική απόφαση να προχωρήσουν στην ίδρυση ενός υπερεθνικού φορέα, αρμόδιο για τη χάραξη και εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής, δηλαδή την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, στην οποία τα κράτη μέλη εκχώρησαν τις αρμοδιότητες των κεντρικών τραπεζών τους αναφορικά με τη χάραξη και εφαρμογή της νομισματικής και της συναλλαγματικής πολιτικής, ώστε αυτή:

- να μπορεί να επηρεάζει τη νομισματική βάση και να προσδιορίζει την ποσότητα του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος που θα κυκλοφορεί ως επίσημο νόμισμα στα κράτη μέλη που θα το υιοθετήσουν,
- με κυρίαρχο στόχο τη διασφάλιση της σταθερότητας του επιπέδου των τιμών στην Κοινότητα.

Μια βασική επιλογή στην οποία κατέληξαν τα κράτη μέλη ήταν η δημιουργία ενός *ομοσπονδιακού συστήματος κεντρικών τραπεζών*. Συνεπώς, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα συνθέτει, μαζί με τις εθνικές κεντρικές τράπεζες όλων των κρατών μελών (και όχι μόνο των κρατών μελών που υιοθετούν το ευρώ), το **Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών** (στο εξής το «ΕΣΚΤ»).

Συνεπώς, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών συνεχίζουν να υφίστανται, με περιορισμούς, βέβαια, στους βαθμούς ελευθερίας τους. Σύμφωνα με το **άρθρο 8 της ΣΕΚ**, τόσο το ΕΣΚΤ όσο και η ΕΚΤ καλούνται να: *«δρουν μέσα στα όρια των εξουσιών που τους ανατίθενται από τη συνθήκη και το προσαρτημένο σ' αυτήν (Πρωτόκολλο για το) καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ»*.⁴⁴ Συμπερασματικά, βλέπουμε ότι ο πρωταρχικός στόχος του ΕΣΚΤ ήταν η διασφάλιση σταθερότητας των τιμών, ενώ παρέμενε επικουρικός η στηριξη των γενικών οικονομικών πολιτικών στην ένωση. Δεύτερον, όσον αφορά την ΕΚΤ, παρατηρούμε ότι δεν έχει αναχθεί όπως οι άλλες εθνικές κεντρικές τράπεζες σε εποπτική αρχή του χρηματοπιστωτικού συστήματος ή κάποιων από τους τομείς του. Η εποπτεία δηλαδή των τραπεζών παρέμεινε στα κράτη μέλη.

Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΝΩΣΗ

Η έννοια της οικονομικής ένωσης ορίστηκε στην **παρ. 1 του άρθρου 4 της ΣΕΚ**, σύμφωνα με την οποία: *«για τους σκοπούς του άρθρου 2, η δράση των κρατών μελών και της Κοινότητας περιλαμβάνει (...) τη θέσπιση μιας οικονομικής πολιτικής που βασίζεται στο στενό συντονισμό των οικονομικών πολιτικών των κρατών μελών, στην εσωτερική αγορά, καθώς και στον καθορισμό κοινών στόχων»*.

⁴⁴ Ibid., 11

Από τον ορισμό αυτό προκύπτει ότι εν αντιθέσει με τη νομισματική ένωση, η οικονομική πολιτική των κρατών μελών δεν «κοινοτικοποιήθηκε». Η διαμόρφωση μιας ενιαίας οικονομικής πολιτικής, κατά το πρότυπο της νομισματικής πολιτικής, αν και όταν επιτευχθεί, θα έχει ως συνέπεια ότι τα κράτη δεν θα έχουν πλέον, ουσιαστικά, βαθμούς ελευθερίας στην άσκηση της οικονομικής τους πολιτικής εν γένει. Συνεπώς, η απόφαση για μια οικονομική ενοποίηση αυτής της μορφής θα σηματοδοτεί ουσιαστικά την ευρωπαϊκή πολιτική ολοκλήρωση.

Άρα, με την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ κανένα κράτος μέλος, είτε με παρέκκλιση είτε χωρίς, δεν έχασε την αυτονομία στην άσκηση της δημοσιονομικής του πολιτικής. Για τους λόγους, βέβαια, που προαναφέρθηκαν, η αρχή της δημοσιονομικής αυτονομίας οριοθετήθηκε σημαντικά από το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της οικονομικής ένωσης, το οποίο συντίθεται από τις διατάξεις της ΣΕΚ που αναφέρονταν:

- στη διαδικασία **συντονισμού** των οικονομικών πολιτικών των κρατών μελών (άρθρο 99),
- στα μέτρα ευρωπαϊκής αλληλεγγύης (άρθρο 100), και
- στη διαδικασία της **δημοσιονομικής πειθαρχίας** μέσω της επιβολής στα κράτη μέλη συγκεκριμένων απαγορεύσεων αναφορικά με τη χρηματοδότηση των δημοσίων δαπανών τους (άρθρα 123-125) και της καθιέρωσης μιας διαδικασίας **ελέγχου των υπερβολικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων** που ενδέχεται να εμφανίσει η δημοσιονομική πολιτική των κρατών μελών (άρθρα 123-126)⁴⁵,

Στη διαδικασία υπερβολικού εφαρμόστηκαν, επίσης, οι διατάξεις δύο Πρωτοκόλλων τα οποία ήταν προσαρτημένα στη ΣΕΚ:

- του **Πρωτοκόλλου (αριθ. 20)** «σχετικά με τη διαδικασία του υπερβολικού ελλείμματος», και
- του **Πρωτοκόλλου (αριθ. 21)** «σχετικά με τα κριτήρια σύγκλισης που αναφέρονται στο **άρθρο 121** της Συνθήκης για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας».

⁴⁵ Επισημαίνεται εδώ ότι οι διατάξεις του **άρθρου 99 (παρ. 3 και 4) της ΣΕΚ** εξειδικεύτηκαν με τον **Κανονισμό 1466/97** του Συμβουλίου «για την ενίσχυση της εποπτείας της δημοσιονομικής κατάστασης και την εποπτεία και τον συντονισμό των οικονομικών πολιτικών». Επίσης, ορισμένες από τις διατάξεις του **άρθρου 104 της ΣΕΚ** εξειδικεύτηκαν με τον **Κανονισμό 1467/97** του Συμβουλίου «για την επιτάχυνση και διασαφήνιση της εφαρμογής της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος». Οι **Κανονισμοί 1466/97 και 1467/97**, όπως ισχύουν, μαζί με ένα συναφές Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της 17ης Ιουνίου 1997 συνθέτουν αυτό που αποκαλούμε «**Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης**», Ibid., 13

Θα πρέπει τέλος να σημειώσουμε ότι συχνά ακούγεται ότι στο «**Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης**» τίθενται τα όρια δημοσιονομικής πειθαρχίας που δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν τα κράτη μέλη της ευρωζώνης. Ωστόσο, η αρχή της δημοσιονομικής πειθαρχίας, όπως έχει καθιερωθεί, όσο και τα όρια αναφοράς για τη δημοσιονομική πειθαρχία δεν τίθενται στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, αλλά αφενός μεν στην ίδια τη Συνθήκη, διατάξεις της οποίας εξειδικεύονται με το Σύμφωνο, και αφετέρου στο Πρωτόκολλο αριθ. 20 που αποτελεί τμήμα της (δηλαδή πρωτογενές δίκαιο). Συνεπώς, η τροποποίηση των εν λόγω ορίων απαιτούσε τροποποίηση της Συνθήκης.

Σύμφωνα με τη διάταξη του **άρθρου 311 της ΣΕΚ**, τα Πρωτόκολλα που ήταν προσαρτημένα στη ΣΕΚ αποτελούσαν αναπόσπαστο τμήμα της, συνεπώς, οι διατάξεις τους εντάσσονταν στο πρωτογενές ευρωπαϊκό δίκαιο. Το ίδιο ισχύει σήμερα βάσει του **άρθρου 51 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση**. Η τροποποίηση των ορίων αναφοράς που περιέχονται στο **Πρωτόκολλο αριθ. 20** απαιτούσε **ομόφωνη** απόφαση του Συμβουλίου EcoFin (**ΣΕΚ, άρθρο 104, παρ. 14, β' εδάφιο**, διάταξη που συνεχίζει να ισχύει σύμφωνα με τη Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης). Το ίδιο ισχύει και για την τροποποίηση διατάξεων του Κανονισμού 1467/97 για τη δημοσιονομική πειθαρχία.

Ως γνωστόν, κυρίως για τους πολιτικούς επιστήμονες, η επίτευξη μιας τέτοιας ομοφωνίας κρίνεται πάρα πολύ δύσκολη, κυρίως (και όχι αποκλειστικά) λόγω της ισχυρής θέσης επί του θέματος της Γερμανίας. Κρίνουμε σωστό να επισημάνουμε επίσης ότι η καθιέρωση της προϋπόθεσης περί ομοφωνίας σε τυχόν απόφαση του Συμβουλίου EcoFin περί τροποποίησης (των κριτηρίων σύγκλισης και) των ορίων αναφοράς αναφορικά με τη δημοσιονομική πειθαρχία αποτέλεσε κύριο στοιχείο της επιχειρηματολογίας του Ομοσπονδιακού Δικαστηρίου της Γερμανίας, όταν αυτό έκρινε θετικά τη συνταγματικότητα των διατάξεων της Συνθήκης του Μάαστριχτ, ώστε να μην είναι ευχερής η χαλάρωσή τους στο μέλλον⁴⁶.

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΕΙΘΑΡΧΙΑ

Τα άρθρα 123-125 συνθέτουν μια ενιαία θεματική ενότητα, καθιερώνοντας μια σειρά απαγορεύσεων που σκοπό έχουν την κατάργηση πρακτικών που ακολουθούσε ο δημόσιος τομέας των κρατών μελών επί δεκαετίες για την ασφαλή διασφάλιση της χρηματοδότησης των δαπανών του, υπό όρους που δεν είναι συμβατοί με την αρχή της οικονομίας της ανοικτής αγοράς.

ΟΙ ΑΠΑΓΟΡΕΥΣΕΙΣ

1. Με την **παρ. 1 του άρθρου 123** καθιερώθηκε η *απαγόρευση της νομισματικής χρηματοδότησης* (δηλαδή της χρηματοδότησης μέσω χρήματος των κεντρικών τραπεζών) των δαπανών των κοινοτικών οργάνων, των κυβερνήσεων και διαφόρων άλλων φορέων και οργανισμών του δημοσίου τομέα. Σκοπός ήταν η κατάργηση της δυνατότητας που είχε το δημόσιο να επιβάλλει στις κεντρικές τράπεζες να

⁴⁶ Ibid, 14

χρηματοδοτούν τις δημόσιες δαπάνες με αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας ώστε να διασφαλιστεί ότι το ΕΣΚΤ θα είναι σε θέση να ανταποκρίνεται χωρίς περιορισμούς στον πρωταρχικό του στόχο που συνίσταται στη διατήρηση της σταθερότητας του επιπέδου των τιμών.⁴⁷ Η μοναδική εξαίρεση στην εν λόγω απαγόρευση καθιερώθηκε για τα πιστωτικά ιδρύματα που ανήκουν στο δημόσιο τομέα. Η απαγόρευση αυτή η οποία για τις εθνικές κεντρικές τράπεζες-μέλη του ΕΣΚΤ ισχύει από την έναρξη του δεύτερου σταδίου, εφαρμόζεται σε όλα τα κράτη μέλη (εξαιρουμένων κατ' αρχήν του Ηνωμένου Βασιλείου και της Πορτογαλίας). Είναι προφανές ότι για την ΕΚΤ η απαγόρευση άρχισε να ισχύει από τον Ιανουάριο του 1999, όταν ανέλαβε πλήρως τα καθήκοντά της.

2. Με το **άρθρο 124** καθιερώθηκε ως κανόνας η απαγόρευση κάθε μέτρου που θεσπίζει προνομιακή πρόσβαση των προαναφερθέντων στο **άρθρο 123** οργανισμών και φορέων στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που είναι εγκατεστημένα στην Ένωση. Σκοπός ήταν η κατάργηση της πρακτικής που ακολουθούσαν τα κράτη μέλη να επιβάλλουν στα πιστωτικά ιδρύματα (κυρίως) την υποχρέωση επένδυσης συγκεκριμένου ποσοστού επί των καταθέσεών τους σε τίτλους του δημοσίου. Κατ' εξαίρεση, επιτρέπεται η λήψη μέτρων τα οποία, ακόμα και αν θεσπίζουν προνομιακή πρόσβαση, υπαγορεύονται από λόγους προληπτικής εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Οι διατάξεις του **άρθρου 124** εφαρμόζονται σε όλα ανεξαιρέτως τα κράτη μέλη και ισχύει και αυτό από την έναρξη του δεύτερου σταδίου.
3. Τέλος, με το **άρθρο 125** καθιερώθηκε η ρήτρα του αποκλεισμού της ευθύνης της Ένωσης ή ενός κράτους μέλους για τις υποχρεώσεις που αναλαμβάνουν (άλλα) κράτη μέλη ή οι εθνικοί φορείς και οργανισμοί που απαριθμούνται στην παρ. 1 ("no-bail-out-clause"). Εξαίρεση εδώ αποτελεί η περίπτωση των αμοιβαίων χρηματοοικονομικών εγγυήσεων για την από κοινού εκτέλεση συγκεκριμένου έργου. Οι διατάξεις του άρθρου 125 εφαρμόζονται σε όλα τα κράτη μέλη.

Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΟΥ ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟΥ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΟΣ

Κατά τη διάρκεια του δεύτερου σταδίου της ΟΝΕ, τα κράτη μέλη κλήθηκαν να καταβάλλουν προσπάθειες, ώστε να αποφεύγουν τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα. Στο πλαίσιο αυτό θεσπίστηκε ειδική διαδικασία για την παρακολούθηση από την Επιτροπή της εξέλιξης της δημοσιονομικής τους κατάστασης και του ύψους του δημοσίου τους χρέους με στόχο να εντοπιστούν μεγάλες αποκλίσεις. Η εν λόγω διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος εντάχθηκε με την έναρξη του τρίτου σταδίου για τα κράτη μέλη με νόμισμα το ευρώ, καθώς:

⁴⁷ Ibid., 72

- τους επιβλήθηκε, πλέον, η **υποχρέωση να αποφεύγουν**, και όχι απλώς να προσπαθούν να αποφεύγουν, τα υπερβολικά δημοσιονομικά ελλείμματα⁴⁸,
- διευρύνθηκαν οι αρμοδιότητες του Συμβουλίου (περιλαμβανομένης πλέον της εξουσίας επιβολής κυρώσεων) σε περίπτωση που ένα κράτος μέλος αποκτούσε υπερβολικό δημοσιονομικό έλλειμμα μετά την ένταξη του στην ευρωζώνη (όπως π.χ., πρόσφατα η Ελλάδα).

Για να θεωρηθεί ότι ένα κράτος μέλος δεν βρίσκεται σε δημοσιονομική κατάσταση υπερβολικού ελλείμματος πρέπει να εκπληρώνει τις τιμές αναφοράς (σύμφωνα με τη διάταξη του **β' εδαφίου της παρ. 2 του άρθρου 126**) που τίθενται για τους δύο ακόλουθους δείκτες:

- ο λόγος του δημοσιονομικού ελλείμματος προς το ΑΕΠ (σε αγοραίες τιμές)
δεν πρέπει να υπερβαίνει το 3%,
- ο λόγος του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ (σε αγοραίες τιμές) δεν πρέπει να υπερβαίνει το 60%.

Εάν, όμως, υπερβούν τις εν λόγω τιμές αναφοράς σε σημαίνει και αυτόματα τη μη τήρηση δημοσιονομικής πειθαρχίας. Ειδικότερα, κατά τη σχετική εξέταση από την Επιτροπή πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και τα ακόλουθα:

- Τα δημοσιονομικά ελλείμματα δεν θεωρούνται υπερβολικά, ακόμα και αν ο λόγος υπερβαίνει το όριο του 3%, αν είτε ο λόγος δημοσιονομικού ελλείμματος προς ΑΕΠ σημειώνει ουσιαστική και συνεχή πτώση και έχει φθάσει σε επίπεδο παρατλήσιο της τιμής αναφοράς, είτε η υπέρβαση της τιμής αναφοράς είναι απλώς «έκτακτη και προσωρινή» και ο λόγος παραμένει κοντά στην τιμή αναφοράς.
- Ο λόγος δημοσίου χρέους προς ΑΕΠ επιτρέπεται να υπερβαίνει την προαναφερθείσα τιμή αναφοράς, εφόσον υπάρχει επαρκής μείωσή του και προσέγγιση της τιμής αναφοράς με ικανοποιητικό ρυθμό.⁴⁹

Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΥΠΑΡΕΧ ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΟΥ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΟΣ

Η διαδικασία του υπερβολικού ελλείμματος σημαίνει την συνεργασία Επιτροπής και Συμβουλίου, μέσα από στάδια όπου κρίνεται αν το κράτος μέλος έχει κίνδυνο να εμφανίσει

⁴⁸ ΣυνθΛΕΕ, Άρθρο 126, παρ.1

⁴⁹ Ειδικές διατάξεις για τα κριτήρια αξιολόγησης των εν λόγω υπερβάσεων καθιερώθηκαν με το άρθρο 2 του Κανονισμού 1467/97, το οποίο τροποποιήθηκε ουσιαστικά το 2005 επί το χαλαρότερο. Ibid., 78

ή βρίσκεται σε κατάσταση υπερβολικού ελλείμματος, ώστε να ληφθούν μέτρα τα οποία θέτει το Συμβούλιο με σκοπό την εξυγίανση του. Συνοπτικά, η διαδικασία αυτή αφορά τα εξής⁵⁰:

Τα κράτη δημοσιοποιούν τα δημοσιονομικά του στοιχεία στην επιτροπή, η οποία αν κρίνει ότι ένα κράτος μέλος δεν εκπληρώνει τους όρους των προαναφερθέντων δύο κριτηρίων ή θεωρεί ότι υφίσταται κίνδυνος να εμφανιστεί υπερβολικό δημοσιονομικό έλλειμμα, καταρτίζει έκθεση με την οποία ενεργοποιείται η διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος. Φυσικά λαμβάνονται υπόψη από την Επιτροπή διάφοροι παράγοντες, όπως το αν το δημόσιο έλλειμμα υπερβαίνει τις δαπάνες δημοσίων επενδύσεων και η μεσοπρόθεσμη οικονομική και δημοσιονομική του κράτους μέλους. Η Οικονομική και Δημοσιονομική Επιτροπή διατυπώνει γνώμη για την έκθεση και την υποβάλλει στο Συμβούλιο. Η Επιτροπή, αφού λάβει υπόψη την έκθεση της Οικονομικής και Δημοσιονομικής Επιτροπής και αν θεωρεί ότι υφίσταται ή μπορεί να εμφανιστεί υπερβολικό έλλειμμα, απευθύνει τη γνώμη της στο εν λόγω κράτος και ενημερώνει το Συμβούλιο.

Στο στάδιο αυτό, καλείται πλέον το Συμβούλιο να αποφασίσει αν υφίσταται ή όχι υπερβολικό έλλειμμα.

Αν το Συμβούλιο αποφασίσει ότι στο κράτος μέλος υφίσταται υπερβολικό έλλειμμα, του απευθύνει συστάσεις για να τερματιστεί η κατάσταση εντός καθορισμένου χρονικού διαστήματος. Με τις συστάσεις αυτές, οι οποίες υιοθετούνται μετά από σύσταση της Επιτροπής και δεν δημοσιοποιούνται σε αυτό το στάδιο, τίθενται στο κράτος μέλος δύο προθεσμίες:

- μια (κατά μέγιστο όριο) εξάμηνη προθεσμία για την ανάληψη αποτελεσματικής δράσης από το κράτος μέλος, και
- μια προθεσμία για διόρθωση του υπερβολικού ελλείμματος που πρέπει να λήγει εντός του έτους που ακολουθεί εκείνο κατά το οποίο εντοπίστηκε το υπερβολικό έλλειμμα, εκτός αν συντρέχουν ειδικές περιστάσεις.

Αν, ωστόσο, το Συμβούλιο αποφασίσει ότι δεν υπάρχει υπερβολικό έλλειμμα, η διαδικασία λήγει.

Στη συνέχεια, εμφανίζονται δύο κατηγορίες κρατών: τα κράτη μέλη που έχουν λάβει αποτελεσματικά μέτρα και εκείνα που δεν έχουν προβεί σε δράση. Σε περίπτωση που διαπιστωθεί ότι το κράτος μέλος έχει αναλάβει αποτελεσματική δράση, αναστέλλεται η διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος και η Επιτροπή με το Συμβούλιο παρακολουθούν την εφαρμογή των ληφθέντων μέτρων. Έπειτα, αν το Συμβούλιο κρίνει ότι το υπερβολικό έλλειμμα έχει περιοριστεί, καταργεί τις συστάσεις και η διαδικασία λήγει. Αντίθετα, αν κρίνει ότι τα μέτρα δεν εφαρμόζονται, θέτει στο κράτος μέλος ορισμένη προθεσμία συμμόρφωσης. Εφόσον τα μέτρα εφαρμοστούν, το Συμβούλιο αναστέλλει τη διαδικασία,

⁵⁰ ΣυνθΛΕΕ, Άρθρο 126, παρ. 3-13

παρακολουθεί, μαζί με την Επιτροπή, την εφαρμογή των ληφθέντων μέτρων, και στη συνέχεια είτε καταργεί τις συστάσεις, αν κρίνει ότι το υπερβολικό έλλειμμα έχει περιοριστεί, είτε αποφασίζει την εφαρμογή των κυρώσεων της **παρ. 11**, αν κρίνει ότι το υπερβολικό έλλειμμα δεν έχει περιοριστεί⁵¹.

Οι κυρώσεις αυτές είναι οι εξής:

1. Το Συμβούλιο μπορεί να απαιτήσει από το κράτος μέλος να καταθέσει ατόκως στην Ένωση ποσό κατάλληλου ύψους, έως ότου, κατά τη γνώμη του Συμβουλίου, διορθωθεί το υπερβολικό έλλειμμα.
2. να απαιτήσει από το κράτος μέλος να δημοσιεύει πρόσθετες πληροφορίες πριν προβεί στην έκδοση ομολογιών και χρεογράφων,
3. να καλέσει την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων να αναθεωρήσει την πολιτική δανεισμού που ασκεί έναντι του κράτους μέλους,
4. να επιβάλει πρόστιμα εύλογου ύψους.

Συμπερασματικά, γίνεται αντιληπτό ότι η οικονομική ένωση είναι ατελής, η διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος ανεπαρκής, με θεμελιώδες κενό την έλλειψη μηχανισμών διαχείρισης κρίσεων.

ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΑΛΛΗΛΕΓΓΥΗ

Με τη διάταξη της **παρ. 2 του άρθρου 122** καθιερώθηκε η δυνατότητα χορήγησης από το Συμβούλιο χρηματοδοτικής ενίσχυσης σε κράτος μέλος που αντιμετωπίζει δυσκολίες ή διατρέχει μεγάλο κίνδυνο να αντιμετωπίσει σοβαρές δυσκολίες που οφείλονται σε φυσικές καταστροφές ή έκτακτες περιστάσεις που ξεφεύγουν από τον έλεγχό του.

Η διάταξη αυτή, η οποία εφαρμόζεται από την έναρξη του τρίτου σταδίου της ΟΝΕ, αφορά κατ' εξοχήν (όχι όμως αποκλειστικά) τα κράτη μέλη χωρίς παρέκκλιση, τα οποία από την έναρξη του τρίτου σταδίου, καθώς δεν διαθέτουν πλέον αυτοτελές ισοζύγιο πληρωμών, δεν έχουν πρόσβαση στους μηχανισμούς που ορίζονται⁵²:

- στο **άρθρο 143** αναφορικά με την παροχή από το Συμβούλιο αμοιβαίας συνδρομής σε περίπτωση επέλευσης δυσχερειών στο ισοζύγιο πληρωμών, και
- στο **άρθρο 144** αναφορικά με τη λήψη από το ίδιο το κράτος μέλος συντηρητικών μέτρων διασφάλισης σε περίπτωση αιφνίδιας κρίσης,

⁵¹ Ibid., παρ. 11

⁵² Γκόρτσος, op.cit., 81

Οι προϋποθέσεις για την ενεργοποίηση της διαδικασίας λήψης δεσμευτικών μέτρων από το Συμβούλιο, σύμφωνα με την **παρ. 1 του άρθρου 122**, είναι δύο:

- ένα κράτος μέλος να αντιμετωπίζει δυσχέρειες στην οικονομική του κατάσταση (ιδίως εάν υπάρχουν σοβαρές δυσκολίες στον εφοδιασμό του με ορισμένα προϊόντα, όπως στον τομέα της ενέργειας)
- να μην υπάρχει δυνατότητα προσφυγής σε άλλες ειδικές διαδικασίες που προβλέπονται στις Συνθήκες για την αντιμετώπιση κρίσεων.

Όσον αφορά την ενισχυτική χρηματοδότηση από το Συμβούλιο, οι προϋποθέσεις που τίθενται στην **παρ. 2 του άρθρου 122** για την ενεργοποίηση της διαδικασίας χορήγησης της είναι δύο:

- το κράτος μέλος να αντιμετωπίζει ή να διατρέχει μεγάλο κίνδυνο να αντιμετωπίσει σοβαρές δυσκολίες στην οικονομική του κατάσταση, και
- οι δυσκολίες αυτές να οφείλονται σε φυσικές καταστροφές ή έκτακτες περιστάσεις που ξεφεύγουν από τον έλεγχό του.

Η ενίσχυση μπορεί να συνίσταται στη χορήγηση δανείων, εγγυήσεων, ή επιδοτήσεων, χορηγείται όμως πάντοτε υπό συγκεκριμένους όρους. Η απόφαση του Συμβουλίου για τη χορήγηση χρηματοδοτικής ενίσχυσης λαμβάνεται μετά από πρόταση της Επιτροπής. Σε αντίθεση με την περίπτωση της **παρ. 1 του άρθρου 122**, ο Πρόεδρος του Συμβουλίου οφείλει μετά τη λήψη της απόφασης του οργάνου για χορήγηση της χρηματοδοτικής ενίσχυσης να ενημερώνει το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το οποίο δεν συμμετέχει στη διαδικασία.

ΜΕΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΈΝΩΣΗΣ- ΤΟ ΜΕΤΑΒΑΛΛΟΜΕΝΟ ΔΙΚΑΙΟ ΤΗΣ ONE

Αποτέλεσμα της κρίσης στις ΗΠΑ, που αναλύσαμε εκτενώς στο προηγούμενο κεφάλαιο, ήταν ότι πολλές τράπεζες διεθνώς, μικρές και μεγάλες, αρκετές από τις οποίες συστημικά σημαντικές, δεν ήταν σε θέση να απορροφήσουν τις ζημιές που προέκυψαν λόγω αυτής. Μεταξύ άλλων, αυτό είχε και ως αποτέλεσμα, εκτός από τις αρνητικές επιπτώσεις που επήλθαν στον πραγματικό τομέα της οικονομίας, να αναγκαστεί το Δημόσιο σε πολλές περιπτώσεις, κυρίως στις Η.Π.Α. αλλά και σε αρκετά ευρωπαϊκά κράτη, να παρέμβει με στόχο τη στήριξη ή/και διάσωση τραπεζών και σε ορισμένες περιπτώσεις του συνόλου του τραπεζικού συστήματος.

Αυτή η παρέμβαση οδήγησε στην επιβάρυνση των κρατικών προϋπολογισμών των εν λόγω κρατών και στη δημιουργία, σε ορισμένες περιπτώσεις, σοβαρών δημοσιονομικών ανισορροπιών, ορισμένες από τις οποίες εξελίχθηκαν σε «δημοσιονομικές κρίσεις». Το γεγονός αυτό οδήγησε την άνοιξη του 2010 και στην εκδήλωση της «δημοσιονομικής κρίσης της ευρωζώνης». Το πρώτο σοβαρό περιστατικό υπήρξε αυτό

της Ελλάδας, η οποία, τον Απρίλιο, αποδείχθηκε ότι δεν ήταν σε θέση να αναχρηματοδοτήσει (με εύλογα επιτόκια) το ληξιπρόθεσμο εξωτερικό δημόσιο χρέος της, ύψους εκατοντάδων δις. ευρώ, από τις διεθνείς αγορές, με αποτέλεσμα να βρεθεί στην ανάγκη προσφυγής σε ένα «αναχρηματοδοτικό δανειστή έσχατης προσφυγής» ('lender of last resort')⁵³.

Ο «ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΣ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΠΟΙΗΣΗΣ» ('EFSM') ΚΑΙ Η «ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ» ('EFSF')

Για την αποκατάσταση συνθηκών εμπιστοσύνης για την ευρωζώνη στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, εν τη εξελίξει της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης, το Συμβούλιο Ecofin υιοθέτησε στις 9 Μαΐου 2010 τον «Ευρωπαϊκό μηχανισμό χρηματοοικονομικής σταθεροποίησης» ('European Financial Stabilisation Mechanism', "EFSM")⁵⁴ ύψους 60 δις. ευρώ, βάσει των διατάξεων του άρθρου 122, παρ. 2, της ΣΛΕΕ. Οι σχετικές πρωτοβουλίες ολοκληρώθηκαν με τη δημιουργία, αμέσως μετά, της «Ευρωπαϊκής διευκόλυνσης χρηματοοικονομικής σταθερότητας» ('European Financial Stability Facility', "EFSF")⁵⁵.

Στο σημείο αυτό να τονίσουμε (υπενθυμίζοντας) ότι το προαναφερθέν άρθρο ανέφερε ότι η χρηματοδοτική ενίσχυση θα χορηγείτο σε ένα κράτος που αντιμετωπίζει δυσκολίες οφειλόμενες σε **φυσικές καταστροφές ή έκτακτες περιστάσεις** που εκφεύγουν από τον έλεγχο του. Γίνεται άμεσα αντιληπτό, ότι για ακόμη μία φορά, οι πολιτικές αποφάσεις που θεωρούνται αναγκαίες να παρθούν στην Ένωση βρίσκουν έρεισμα σε «αίολα» άρθρα μόνο και μόνο για να υποστηρίξουν τις αποφάσεις τους.

Το EFSF είναι μια εταιρεία ειδικού σκοπού, η οποία συστάθηκε τον Ιούνιο του 2011, σύμφωνα με το δίκαιο του Λουξεμβούργου, βάσει μιας διακυβερνητικής συμφωνίας των κρατών μελών της ευρωζώνης. Καταστατικός σκοπός της είναι η έκδοση στις κεφαλαιαγορές ομολόγων ή άλλων χρεωστικών τίτλων, ώστε να αντλεί τα κεφάλαια που απαιτούνται για την παροχή δανείων σε κράτη μέλη τα οποία:

- αντιμετωπίζουν δημοσιονομικά προβλήματα, και
- δεν είναι σε θέση να αναχρηματοδοτήσουν το χρέος τους στις αγορές⁵⁶.

Οι εκδόσεις των ομολόγων καλύπτονται από εγγυήσεις που παρέχονται από τα δεκαεφτά κράτη μέλη της ευρωζώνης μέχρι ύψους 440 δις. ευρώ, σύμφωνα με συγκεκριμένη κλείδα

⁵³ Γκόρτσος, op. cit.,

⁵⁴ Για περισσότερα βλ. http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/efsm/index_en.htm

⁵⁵ Για περισσότερα βλ. <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>

⁵⁶ Γκόρτσος, op.cit., 84

κατανομής (το μεγαλύτερο ποσό, ύψους 119, 4 δις. ευρώ, αναλογεί στη Γερμανία). Οι πόροι του Ταμείου μπορούν να συνδυαστούν με:

- δάνεια ύψους 60 δις. ευρώ μέσω του EFSM (που βασίζονται σε κεφάλαια που αντλούνται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η οποία χρησιμοποιεί ως εγγύηση τον προϋπολογισμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης), και
- χρηματοδοτική ενίσχυση ύψους μέχρι 250 δις. Ευρώ από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, γεγονός που προσφέρει ένα «δίκτυο ασφάλειας» ύψους 750 δις. ευρώ.

Το γεγονός ότι η ενεργοποίηση του μηχανισμού γίνεται στο πλαίσιο μιας κοινής υποστήριξης από τα κράτη μέλη και το Δ.Ν.Τ. υποδηλώνει ότι η χρηματοδοτική ενίσχυση γίνεται βάσει της αρχής της αιρεσιμότητας ('conditionality') που ισχύει για το Δ.Ν.Τ. βάσει του καταστατικού του (γεγονός που ισχύει και για τη χρηματοδοτική ενίσχυση προς την Ελλάδα βάσει του προαναφερθέντος μηχανισμού που ισχύει μόνον για αυτήν). Επισημαίνεται, επίσης, ότι με το μηχανισμό, όπως διαμορφώθηκε, αντιμετωπίστηκαν οι περιορισμοί που θέτει το άρθρο 125 της ΣΛΕΕ σχετικά με την 'no bail-out clause'.⁵⁷

Προσφυγή στον εν λόγω μηχανισμό έκαναν ήδη η Ιρλανδία (2010) και πρόσφατα (Απρίλιος 2011) η Πορτογαλία.

ESM-ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΣ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο συμφώνησε στις 17 Δεκεμβρίου 2010 για την ανάγκη θέσπισης μόνιμου μηχανισμού σταθερότητας από τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ. Ο **Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας («ΕΜΣ»)** θα αναλάβει το έργο το οποίο διεκπεραιώνουν επί του παρόντος η Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας («ΕΔΧΣ») και ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης («ΕΜΧΣ») παρέχοντας, όπου είναι αναγκαίο, χρηματοπιστωτική συνδρομή σε κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ.

Στις 25 Μαρτίου 2011, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο εξέδωσε την **απόφαση 2011/199/ΕΕ** που τροποποιεί το **άρθρο 136** της συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης σχετικά με μηχανισμό σταθερότητας για τα κράτη μέλη με νόμισμα το ευρώ με την οποία προστίθεται η ακόλουθη παράγραφος στο άρθρο 136: *«Τα κράτη μέλη με νόμισμα το ευρώ μπορούν να θεσπίσουν μηχανισμό σταθερότητας ο οποίος θα ενεργοποιείται εφόσον κρίνεται απαραίτητο προκειμένου να διασφαλίζεται η σταθερότητα της ζώνης του ευρώ στο σύνολό της. Η παροχή τυχόν απαιτούμενης χρηματοπιστωτικής συνδρομής δυνάμει του μηχανισμού θα υπόκειται σε αυστηρούς όρους».*

Ο σκοπός του ESM θα αφορά την κινητοποίηση της χρηματοδότησης και την παροχή οικονομικής στήριξης, κάτω από αυστηρούς όρους, προς όφελος των μελών του, τα οποία θα αντιμετωπίζουν ή θα απειλούνται από σοβαρά προβλήματα χρηματοδότησης, εφόσον κριθεί απαραίτητη για τη διαφύλαξη της βιωσιμότητας της ζώνης του ευρώ. Προς τον σκοπό

⁵⁷ Ibid., 84

αυτό, ο εν λόγω οργανισμός θα έχει το δικαίωμα να αντλεί κεφάλαια διαμέσου της έκδοσης χρηματοπιστωτικών τίτλων στις κεφαλαιαγορές, καθώς και τη δυνατότητα σύναψης συμφωνιών με κράτη μέλη του και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Αυτό που διακρίνει τον ESM είναι ότι η μέθοδος της δράσης του συνδυάζει την οικονομική ενίσχυση με αναδιάρθρωση χρέους μέσα από τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (**PSI- Private Sector Involvement**), το οποίο θα αναλυθεί περαιτέρω στις σελίδες που ακολουθούν.

Στις 9 Δεκεμβρίου 2011 οι αρχηγοί κρατών ή κυβερνήσεων των κρατών μελών με νόμισμα το ευρώ αποφάσισαν να προχωρήσουν προς μια ισχυρότερη οικονομική ένωση που θα περιλαμβάνει ένα νέο δημοσιονομικό συμβόλαιο και ενισχυμένο συντονισμό σε θέματα οικονομικής πολιτικής και θα εφαρμοστεί μέσω διεθνούς συμφωνίας, της **Συνθήκης για τη Σταθερότητα, τον Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση («ΣΣΣΔ»)**. Σύμφωνα με τη συνθήκη, η ΣΣΣΔ θα βοηθήσει στην ανάπτυξη στενότερης συνεργασίας εντός της ζώνης του ευρώ, με σκοπό να διασφαλιστεί βιώσιμη, υγιή και εύρωστη διαχείριση των δημόσιων οικονομικών, και επομένως αντιμετωπίζει μία από τις κύριες αιτίες της χρηματοοικονομικής αστάθειας.

Δεδομένης της ισχυρής αλληλεξάρτησης εντός της ζώνης του ευρώ, τυχόν σοβαροί κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα των κρατών μελών με νόμισμα το ευρώ μπορεί να θέσουν σε κίνδυνο τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα της ζώνης του ευρώ στο σύνολό της. Συνεπώς, σύμφωνα με τη συνθήκη, ο ΕΜΣ μπορεί να παρέχει στήριξη σταθερότητας βάσει αυστηρών όρων, (θυμίζοντας το “conditionality” του IMF) κατάλληλων για το επιλεγμένο μέσο χρηματοπιστωτικής συνδρομής, εφόσον είναι απαραίτητη για τη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας της ζώνης του ευρώ στο σύνολό της και των κρατών μελών της. Η αρχική μέγιστη δανειοδοτική ικανότητα του ΕΜΣ ορίζεται σε 700.000.000.000 EUR, συμπεριλαμβανομένης της εκκρεμούς στήριξης σταθερότητας της ΕΔΧΣ. Όλα τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ θα γίνουν μέλη του ΕΜΣ και ως επακόλουθο της προσχώρησής του στη ζώνη του ευρώ, ένα κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης θα πρέπει να καθίσταται μέλος του ΕΜΣ με πλήρη δικαιώματα και υποχρεώσεις, όπως ισχύει και για τα συμβαλλόμενα μέρη. Ο ΕΜΣ θα συνεργάζεται πολύ στενά με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο («ΔΝΤ») για την παροχή στήριξης σταθερότητας. Η ενεργή συμμετοχή του ΔΝΤ θα είναι τόσο σε τεχνικό όσο και χρηματοοικονομικό επίπεδο. Τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ που ζητούν χρηματοπιστωτική συνδρομή από τον ΕΜΣ αναμένεται να απευθύνουν, εφόσον είναι δυνατόν, ανάλογο αίτημα και στο ΔΝΤ.⁵⁸

Το ζήτημα της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (PSI)

Το επιχείρημα του moral hazard οδηγεί στο συμπέρασμα ότι ο τρόπος για να ασχοληθούμε με την ανεύθυνη συμπεριφορά των ιδιωτών ομολογιούχων είναι να υποστούν ζημιές στις επενδύσεις τους.⁵⁹ Σε επίπεδο ΕΕ, η άποψη αυτή προωθήθηκε έντονα από τη Γερμανία

⁵⁸ Συνθήκη για τη Θέσπιση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού σταθερότητας, (8)

⁵⁹ Constantine Stephanou, Working Paper Series no 2012/4 *Containing the Sovereign Debt Crisis: European and Greek Responses* (ECEFIL:Μάιος 2012), 25

καθώς λειτούργησε ως αντιστάθμισμα για τη δημιουργία του μόνιμου μηχανισμού διάσωσης κάτω από τη συνθήκη για το ESM. Σύμφωνα με **το άρθρο 12 της Συνθήκης**, ο δικαιούχος της ενίσχυσης απαιτείται να θέσει σε εφαρμογή μια «επαρκή και ανάλογη μορφή συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (PSI)... σύμφωνα με την πρακτική του ΔΝΤ». Ανάλογα με το αποτέλεσμα των διαπραγματεύσεων και τη βιωσιμότητα του χρέους η αναδιάρθρωση θα είναι εθελοντική ή υποχρεωτική.

Προβλέπεται ρητά ότι τα δάνεια ESM θα απολαύουν το καθεστώς του προτιμώμενου πιστωτή, και θα είναι υποδεέστερα μόνον των δανείων του ΔΝΤ. Η ιδέα είναι να καταστεί η αθέτηση πιθανή με μόνο ένα μικρό κίνδυνο για τον προϋπολογισμό της πιστωτριών χωρών. Από την άλλη πλευρά, η προτιμώμενη θέση των δανειστών (ΔΝΤ, ESM) μειώνει τα κινδύλια που διατίθενται για τους ιδιώτες πιστωτές σε περίπτωση αθέτησης ή αναδιάρθρωσης αυξάνοντας έτσι το ασφάλιστρο κινδύνου και το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους. Αξίζει να σημειωθεί ότι, σύμφωνα με την αιτιολογική σκέψη **10** του προοιμίου το καθεστώς προτιμώμενου πιστωτή **δεν** θα ισχύει για προγράμματα οικονομικής ενίσχυσης ESM για χώρα που ήδη ακολουθεί μια ευρωπαϊκή οικονομική ενίσχυση από τα προγράμματα που ήδη υπάρχουν, δηλαδή αυτά των EFSM και EFSF. Οι αξιώσεις κάτω από τα εν λόγω προγράμματα θα έχουν ίδιους όρους με αξιώσεις ιδιωτών πιστωτών.

Επιπλέον, η Συνθήκη ESM προβλέπει ότι, μετά την έναρξη ισχύος της, όλες οι νέες προσφορές των κρατικών ομολόγων ζώνη του ευρώ θα πρέπει να περιλαμβάνουν ρήτρες τυποποιημένων και πανομοιότυπων κανόνων συλλογικής δράσης (collective action clauses-CAC). Οι ρήτρες αυτές επιτρέπουν να αποφασιστούν τα υποχρεωτικά «κουρέματα» με ειδική πλειοψηφία των ομολογιούχων. Σύμφωνα με το αγγλικό δίκαιο, που εφαρμόζεται σε πολλές εκδόσεις ομολόγων, «κουρέματα» που αποφασίζονται με ειδική πλειοψηφία σε συνελεύσεις από σειρά ομολόγων είναι δεσμευτικές για τις μειοψηφίες και δεν συνιστούν γεγονός αθέτησης default events). Η προσφυγή σε CACS επιτρέπει μια εύτακτη αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους και έχει προταθεί στο παρελθόν από το G-10, το IMF και την ΕΕ και Δεν αυξάνει απαραίτητα το κόστος του δανεισμού.⁶⁰

Το μοντέλο των CAC που εκπόνησε η Οικονομική και Δημοσιονομική Επιτροπή και έχει εγκριθεί υπό τη μορφή “Common Understanding” από τους Υπουργούς Οικονομικών και τους Διοικητές των κεντρικών τραπεζών των κρατών μελών της ΕΕ κατά τη σύνοδό τους στη Stresa, στις 13.9.2003, επιτρέπει πλειοψηφίες τουλάχιστον τα τρία τέταρτα (75%) της ονομαστικής αξίας του quorum από αυτά τα ομόλογα να για να εγκρίνει την ανταλλαγή προσφορών και τροποποιήσεων των διατάξεων εξαγοράς.

⁶⁰ Ibid., 25

**ΣΥΝΘΗΚΗ ΓΙΑ ΤΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ, ΤΟΝ ΣΥΝΤΟΝΙΣΜΟ ΚΑΙ ΤΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ
ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΈΝΩΣΗ («ΣΣΣΔ»)-ΤΟ
ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΜΦΩΝΟ**

Η ΣΣΣΔ υπογράφηκε στις 2 Μαρτίου 2012 από όλα τα κράτη μέλη της Ένωσης εκτός από το Ηνωμένο Βασίλειο και την Τσεχία. Ο βασικός κανόνας είναι ότι η δημοσιονομική θέση της γενικής κυβέρνησης συμβαλλόμενου μέρους πρέπει να είναι ισοσκελισμένη ή πλεονασματική. Ο κανόνας αυτός πρέπει να ενσωματωθεί στο εθνικό δίκαιο εντός ενός έτους από τη θέση της Συνθήκης σε ισχύ, χρησιμοποιώντας διατάξεις των οποίων η τήρηση θα εξασφαλίζεται καθ'όλη τη διαδικασία των εθνικών προϋπολογισμών. Σύμφωνα με τη συνθήκη, θεωρείται ότι ο κανόνας τηρείται εάν επιτυγχάνεται ο συγκεκριμένος μεσοπρόθεσμος στόχος για κάθε χώρα, όπως ορίζεται στο αναθεωρημένο Σύμφωνο Σταθερότητας και ανάπτυξης, με κατώτατο όριο διαρθρωτικού δημοσιονομικού ελλείμματος το 0,5% του ονομαστικού ΑΕΠ⁶¹. Όταν παρατηρούνται σημαντικές αποκλίσεις από τον στόχο ή από την οδό προσαρμογής προς αυτόν, θα ενεργοποιείται αυτομάτως ένας διορθωτικός μηχανισμός, ο οποίος περιλαμβάνει την υποχρέωση να εφαρμοσθούν τα κατάλληλα μέτρα εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος. Το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο θα μπορεί να ελέγχει τη μεταφορά του κανόνα του ισοσκελισμένου προϋπολογισμού στο εθνικό δίκαιο. Η απόφαση του Δικαστηρίου θα είναι δεσμευτική, θα μπορεί δε να επισφραγίζεται με χρηματικές κυρώσεις εάν το εκάστοτε κράτος μέλος δεν συμμορφωθεί προς αυτήν.⁶² Τα συμβαλλόμενα μέρη που έχουν ως νόμισμα το ευρώ δεσμεύονται να υιοθετούν τις αποφάσεις του Συμβουλίου στο πλαίσιο της διαδικασίας του υπερβολικού ελλείμματος, εκτός αν διαμορφώνεται αντίθετη ειδική πλειοψηφία.

Η Συνθήκη προβλέπει επίσης συντονισμό και σύγκλιση των οικονομικών πολιτικών⁶³ καθώς τα συμβαλλόμενα μέρη θα πρέπει να αναφέρουν τα σχέδιά τους όσον αφορά την έκδοση δημόσιου χρέους, να διασφαλίζουν δε ότι οι μείζονος σημασίας οικονομικές μεταρρυθμίσεις θα συζητούνται εκ των προτέρων και, όταν ενδείκνυται, θα συντονίζονται.

Επιπροσθέτως, θα διεξάγονται άτυπες σύνοδοι κορυφής της Ευρωζώνης, στις οποίες θα συναντώνται οι Αρχηγοί των κρατών ή κυβερνήσεων των χωρών της ευρωζώνης.⁶⁴ Οι Αρχηγοί των κρατών ή κυβερνήσεων των συμβαλλομένων μερών που δεν έχουν ως νόμισμα το ευρώ θα συμμετέχουν σε συζητήσεις της συνόδου κορυφής π.χ. σχετικά με την ανταγωνιστικότητα ή με τους θεμελιώδεις κανόνες που εφαρμόζονται στην ευρωζώνη. Όταν κρίνεται σκόπιμο και τουλάχιστον μία φορά κάθε χρόνο, θα συμμετέχουν σε συζητήσεις σχετικά με ειδικά θέματα που αφορούν την εφαρμογή της ΣΣΣΔ.

⁶¹ Συνθήκη για τη Σταθερότητα, τον Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση, Τίτλος III (Δημοσιονομικό Σύμφωνο), Άρθρο 3

⁶² Ibid., Άρθρο 8

⁶³ Ibid., Τίτλος IV

⁶⁴ Ibid., Τίτλος V άρθρο 12

Στόχος για την ημερομηνία θέσης σε ισχύ είναι η 1η Ιανουαρίου 2013. Σκοπός είναι να ενσωματωθεί η συνθήκη στο δίκαιο της ΕΕ εντός πέντε ετών αφότου τεθεί σε ισχύ.

“Six Pack”

Ένα άλλο βήμα που έδειξε την δυναμική του μεταβαλλόμενου δικαίου της ΟΝΕ ήταν το λεγόμενο “Six Pack”. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο θέσπισαν τον Νοέμβριο του 2011, έξι νομοθετικά μέτρα με τους ακόλουθους συνδεδεμένους και αλληλένδετους στόχους : την **οδηγία 2011/85** για τα δημοσιονομικά πλαίσια των κρατών μελών, τον κανονισμό **1175/2011** για την εποπτεία της δημοσιονομικής κατάστασης και τον συντονισμό των οικονομικών πολιτικών, τον κανονισμό **1176/2011** για πρόληψη και διόρθωση μακροοικονομικών ανισορροπιών, τον κανονισμό **1177/2011** για επιτάχυνση και διασαφήνιση της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος, τον κανονισμό **1173/2011** για αποτελεσματική επιβολή δημοσιονομικής εποπτείας στη ζώνη του ευρώ και τον κανονισμό **1174/2011** για διόρθωση υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών. Συνοπτικά,⁶⁵ αναφέρουμε τα εξής όσον αφορά το:

Έλλειμμα

Από 13 Δεκεμβρίου και μετά το 2011, θα εφαρμόζονται οικονομικές κυρώσεις σε κράτη μέλη της ευρωζώνης που δεν λαμβάνουν επαρκή μέτρα. Σε περίπτωση που ένα κράτος μέλος της ευρωζώνης δεν τηρεί τις υποχρεώσεις της, μια οικονομική κύρωση μπορεί να επιβληθεί από το Συμβούλιο, βάσει σύστασης της Επιτροπής, εκτός εάν η ειδική πλειοψηφία των κρατών μελών ψηφίσει εναντίον της.

Δημόσιο χρέος

Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο των νέων κανόνων είναι ότι μια νέα αριθμητική τιμή αναφοράς του χρέους έχει οριστεί: αν το 60% για την αναφορά του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ δεν τηρείται, το ενδιαφερόμενο κράτος μέλος θα τεθεί σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος (ακόμη και αν του έλλειμμα του είναι κάτω από το 3%!), αφού λάβει υπόψη όλους τους σχετικούς παράγοντες και τις επιπτώσεις του οικονομικού κύκλου, εάν η διαφορά μεταξύ του επιπέδου του χρέους της και το 60% αναφοράς δεν μειώνεται από 1/20 ετησίως (κατά μέσο όρο πάνω από 3 χρόνια). Δεδομένου ότι τα περισσότερα κράτη μέλη είναι ήδη σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, και ως εκ τούτου πρέπει να συμμορφώνονται με τις συμφωνηθείσες οδηγίες δημοσιονομικής εξυγίανσης, μια μεταβατική περίοδος προβλέπεται ώστε να διασφαλίσουν ότι δεν θα υπάρξει απότομη αλλαγή σε αυτές τις συμφωνημένες διαδικασίες. Κατά συνέπεια, δίνεται σε κάθε κράτος μέλος σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος μια περίοδο τριών ετών μετά τη διόρθωση του υπερβολικού ελλείμματος για την επίτευξη του κανόνα του χρέους. Αυτό δεν σημαίνει

⁶⁵ EU Economic governance "Six-Pack" enters into force, MEMO/11/898
Brussels, 12 December 2011,
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/898>

ότι ο κανόνας του χρέους δεν ισχύει καθόλου κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, αφού ο τροποποιημένος κανονισμός προβλέπει ότι τα κράτη μέλη θα πρέπει να σημειώσουν επαρκή πρόοδο προς τη συμμόρφωση και κατά τη διάρκεια αυτής της μεταβατικής περιόδου. Τυχόν αρνητική αξιολόγηση της προόδου που σημειώθηκε ως προς τη συμμόρφωση προς το κριτήριο του χρέους κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου θα μπορούσε να οδηγήσει στην έναρξη της διαδικασίας του υπερβολικού ελλείμματος.

Η συγκριτική αξιολόγηση των δαπανών στο πλαίσιο του προληπτικού σκέλους του Συμφώνου

Το προληπτικό σκέλος του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης οδηγεί τα κράτη μέλη προς την κατεύθυνση ενός μεσοπρόθεσμου δημοσιονομικού στόχου (ΜΔΣ), συγκεκριμένο ως προς τη χώρα, με σκοπό να διασφαλίσει τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Οι νέοι κανόνες ορίζουν ένα «σημείο αναφοράς δαπανών», για να βοηθήσει την αξιολόγηση της προόδου προς την κατεύθυνση αυτών των ΜΔΣ. Αυτό το σημείο αναφοράς των δαπανών θέτει ένα ανώτατο όριο για την ετήσια αύξηση των δημόσιων δαπανών, σύμφωνα με το μεσοπρόθεσμο ρυθμό ανάπτυξης.

Οι διατάξεις του προληπτικού σκέλους του Συμφώνου παρέχουν βασικές κατευθυντήριες γραμμές για τον δημοσιονομικό σχεδιασμό και την εκτέλεση του προϋπολογισμού από τα κράτη μέλη τα οποία δεν υπόκεινται σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος.⁶⁶

Επιπροσθέτως, το τροποποιημένο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης επιτρέπει την ισχυρότερη δράση όταν η εκτέλεση του προϋπολογισμού του κράτους μέλους αποκλίνει σημαντικά. Οι αποκλίσεις μπορεί να οδηγήσουν σε οικονομικές κυρώσεις (τοκοφόρος κατάθεση ύψους 0,2% του ΑΕΠ κατά κανόνα) σε περίπτωση συνεχούς μη-διόρθωσης.

Η μείωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών

Κατά την τελευταία δεκαετία, η ΕΕ έχει παρουσιάσει σοβαρές ελλείψεις όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα και σημαντικές μακροοικονομικές ανισορροπίες. Ένας νέος μηχανισμός εποπτείας και επιβολής έχει συσταθεί για να εντοπίζονται και να διορθώνονται αυτά τα θέματα έγκαιρα: η διαδικασία υπερβολικών ανισορροπιών (ΔΥΑ), με βάση το **άρθρο 121 παρ. 6** της Συνθήκης. Ο νέος αυτός μηχανισμός θα βασίζεται στα ακόλουθα κύρια στοιχεία:

- **Προληπτικά και διορθωτικά μέτρα:** Η νέα διαδικασία επιτρέπει στην Επιτροπή και το Συμβούλιο να εγκρίνουν προληπτικές συστάσεις σύμφωνα με το **άρθρο 121 παρ. 2** της Συνθήκης, σε πρώιμο στάδιο, προτού γίνουν μεγαλύτερες οι ανισορροπίες. Σε σοβαρότερες περιπτώσεις, υπάρχει και ένα διορθωτικό σκέλος, όπου η διαδικασία υπερβολικών

⁶⁶ Σήμερα, αυτό ισχύει μόνο στη περίπτωση της Εσθονίας, της Φινλανδίας, του Λουξεμβούργου και της Σουηδίας. Όλα τα άλλα κράτη μέλη της ΕΕ ανήκουν στο διορθωτικό σκέλος.

ανισορροπιών μπορεί να λειτουργήσει για ένα κράτος μέλος. Στην περίπτωση αυτή, το οικείο κράτος μέλος θα πρέπει να υποβάλει ένα σχέδιο διορθωτικών μέτρων με σαφή χάρτη πορείας και προθεσμίες για την εφαρμογή των διορθωτικών μέτρων. Επιτροπή φυσικά θα παρακολουθεί με βάση τις περιοδικές εκθέσεις προόδου που υποβάλλονται από τα ενδιαφερόμενα κράτη μέλη.

- **Αυστηρή εφαρμογή:** Ένα νέο καθεστώς επιβολής έχει διαμορφωθεί για τις χώρες της ευρωζώνης. Αποτελείται από μια διπλή προσέγγιση σύμφωνα με την οποία μετά από μια αποτυχία ενός κράτους μέλους να συμμορφωθεί με την συνιστώμενα διορθωτικά μέτρα μπορεί να επιβληθεί τοκοφόρος κατάθεση. Μετά από μια δεύτερη αποτυχία συμμόρφωσης, η τοκοφόρος κατάθεση μπορεί να μετατραπεί σε χρηματική ποινή (έως 0,1% του ΑΕΠ). Οι κυρώσεις μπορεί να επιβάλλονται και για ένα κράτος που αποτυγχάνει διπλά για να υποβάλει επαρκή σχέδια διορθωτικών ενεργειών. Η διαδικασία λήψης αποφάσεων στους νέους κανονισμούς είναι βελτιωμένη, καθώς προδιαγράφεται η χρήση της αντίστροφης ψηφοφορίας με ειδική πλειοψηφία ώστε να ληφθούν όλες τις σχετικές αποφάσεις για την επιβολή κυρώσεων. Αυτή η ημι-αυτόματη διαδικασία λήψης αποφάσεων καθιστά πολύ δύσκολο για τα κράτη μέλη να σχηματίσουν αναστέλλουσα πλειοψηφία.

- **Ένα σύστημα έγκαιρης προειδοποίησης:** Καθορίζεται ένα σύστημα έγκαιρης προειδοποίησης με βάση την οικονομική ανάγνωση του πίνακα αποτελεσμάτων που αποτελείται από ένα σύνολο δέκα δεικτών που καλύπτουν τις κύριες πηγές των μακροοικονομικών ανισορροπιών. Η σύνθεση των δεικτών του πίνακα αποτελεσμάτων μπορεί να εξελιχθεί με την πάροδο του χρόνου. Ο σκοπός του πίνακα είναι να μπορούν να γίνονται αναλύσεις εις βάθος για να διαπιστωθεί αν οι πιθανές ανισορροπίες που εντοπίστηκαν στο σύστημα έγκαιρης προειδοποίησης είναι κανονικές ή προβληματικές. Η Επιτροπή μπορεί να οργανώνει αποστολές, με την ΕΚΤ, ανάλογα με την περίπτωση, για τη διεξαγωγή που θα πρέπει να δημοσιοποιούνται.

Η ΕΚΤ ΩΣ “LENDER OF LAST RESORT”

Η ΕΚΤ έχει διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στην υπεράσπιση του ευρώ από τις κερδοσκοπικές επιθέσεις, παρέχοντας επαρκή ρευστότητα στις τράπεζες από την κρίση του 2008 και έπειτα, με την αποδοχή εξασφαλίσεων και χαμηλής βαθμολογίας κρατικά ομόλογα. Με αυτόν τον τρόπο έσωσε το ελληνικό τραπεζικό σύστημα από την κατάρρευση, και στη συνέχεια αυτά της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας. Επιπλέον, στις 10 Μαΐου 2010, η ΕΚΤ αποφάσισε να αγοράζει ομόλογα από τη δευτερογενή αγορά στο πλαίσιο «Securities Market Program», προκειμένου να σταθεροποιηθεί η αγορά ομολόγων. Η απόφαση αυτή ήταν ακόμα σε ισχύ όταν η ΕΚΤ αποφάσισε να παρέμβει μαζικά μέσω των Long Term Refinancing Operation (LTROs) που περιέχουν κερδοσκοπικές επιθέσεις εναντίον ιταλικών

και ισπανικών κρατικών ομολόγων. Το LTR 1 (Δεκέμβριος 2011) και LTR 2 (Φεβρουάριος 2012) αφορούσαν ποσά των περίπου € 500 δισ. το καθένα, σε μορφή τριετών δανείων που φέρει επιτόκιο 1%. Σύμφωνα με μια μελέτη της BIS, οι τράπεζες στην Ιταλία και την Ισπανία, χρησιμοποίησαν τα νέα κεφάλαια για να ενισχύσουν σημαντικά τις θέσεις τους σε κρατικά ομόλογα. Έτσι η δράση της ΕΚΤ πέτυχε δύο στόχους:

- να ζητηθεί από τις τράπεζες να αγοράζουν ομόλογα από τις χώρες που δεν μπόρεσαν να αναχρηματοδοτήσουν το χρέος τους σε βιώσιμα επιτόκια,
- την αποτροπή μιας τραπεζικής κρίσης που θα είχε προκύψει από την έκθεση των μεγάλων ευρωπαϊκών τραπεζών προς τις χώρες αυτές.⁶⁷

Ο George Magnus, Ανώτερος Οικονομικός Σύμβουλος της UBS τόνισε, ωστόσο, ότι παρόλο που οι τράπεζες μπορεί να έχουν αυξήσει δανεισμό τους προς τις κυβερνήσεις, ένα μεγάλο μέρος της αυξημένης τους πρόσβασης σε ρευστά διαθέσιμα της ΕΚΤ κατέληξε πίσω στην ΕΚΤ και δεν υπήρξε καμία απόδειξη ότι η ευρωπαϊκή οικονομία θα επωφελούνταν από την αύξηση των πιστώσεων.⁶⁸

⁶⁷ Con. Stephanou, op. cit., 22

⁶⁸ Ibid., 26

Η εξέλιξη του δικαίου της οικονομικής ένωσης (του «Ο» της ΟΝΕ) στην Ευρωπαϊκή Ένωση (Αν. Καθηγητής Χρήστος Βλ. Γκόρτσος – Φεβρουάριος 2012)

	Συντονισμός οικονομικών πολιτικών	Δημοσιονομική πειθαρχία	Μηχανισμοί διαχείρισης κρίσης
Συνθήκη για την ίδρυση της ΕΚ (1992)	Άρθρο 99	• Άρθρα 101-103 • Άρθρο 104 (+ ονομαστικά κριτήρια σύγκρισης)	-
Παράγωγο δίκαιο (Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης)	Κανονισμός 1466/1997 (Τροποποίηση 2005)	Κανονισμός 1467/1997 (Τροποποίηση 2005)	-
ΣΔΕΕ (2009)	• Άρθρο 121 (κατ' ουσίαν αμετάβλητο) • Άρθρο 136 (ειδικά για την ευρωζώνη)	• Άρθρα 123-125 (κατ' ουσίαν αμετάβλητα) • Άρθρο 126 (κατ' ουσίαν αμετάβλητο)	-
Παράγωγο δίκαιο και διακρατικές συμφωνίες (2009-2010)	"European Semester"		• "Greek Fund" • EFSM: Κανονισμός 407/2010 (άρθρο 122.2 ΣΔΕΕ) • EFSF: διακρατική συμφωνία (ευρωζώνη)
Τροποποίηση ΣΔΕΕ (2011)			Άρθρο 136 (νέα παρ. 3) ↓
Παράγωγο δίκαιο και διακρατικές συμφωνίες (2011)	• Τέσσερις νέοι Κανονισμοί ("six-pack") • "Euro Plus Pact"	• Νέος Κανονισμός και νέα Οδηγία ("six-pack") • Διακρατική Συνθήκη (2012)	• ESM (ευρωζώνη +) • Διακρατική Συνθήκη (2012) • "New Greek Fund" + Greek "PSF" (2012)

Κεφάλαιο 3. Η περίπτωση της Ελλάδας

Στο τελευταίο αυτό κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε την περίπτωση της Ελλάδας, αναλύοντας την δημιουργία της κρίσης, αιτία της οποίας υπήρξε η κακή δημοσιονομική πολιτική ετών, παρατηρώντας τις αδυναμίες των θεσμών και παρουσιάζοντας τα μέτρα που ελήφθησαν για την έξοδο της χώρας από την κρίση τόσο σε κρατικό όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Ειδική μνεία γίνεται στο τραπεζικό σύστημα της χώρας πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης ώστε να γίνει αντιληπτή η επιδείνωση της χρηματοδότησης του, όχι ως αποτέλεσμα της κρίσης του 08 αλλά λόγω της δημοσιονομικής κατάστασης της χώρας.

Θεωρούμε ότι αρχικά είναι πρόπον να δοθούν τα οικονομικά στοιχεία που μας ενδιαφέρουν των τελευταίων ετών ώστε να γίνει αντιληπτή η πραγματικότητα της κρίσης μέσα από τους αριθμούς.

Τα οικονομικά στοιχεία φανερώνουν την κρίση

Μελετώντας τις εκθέσεις του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, από το 2008 μέχρι σήμερα μπορούμε συγκρίνουμε πρώτα τις μακροοικονομικές εξελίξεις, έπειτα τις δημοσιονομικές και το δημόσιο χρέος για να κατανοήσουμε το μέγεθος της κρίσης.

Μακροοικονομικές Εξελίξεις

Το **2008**, η μεγάλη επιδείνωση του εξωτερικού περιβάλλοντος έχει επηρεάσει δυσμενώς την ελληνική οικονομία. Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υποχώρησε στο 2,9% από 4,0% το 2007, κυρίως λόγω της μεγάλης μείωσης των επενδύσεων. Ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης σημείωσε σταδιακή επιβράδυνση και για ολόκληρο το έτος υποχώρησε στο 2,2% από 3,0% το 2007. Ωστόσο, εξακολούθησε να αποτελεί τη σημαντικότερη συνιστώσα του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Αντίθετα, οι επενδύσεις σε κατοικίες συρρικνώθηκαν (πτώση κατά 29,1%) και οι επενδύσεις σε εξοπλισμό μειώθηκαν κατά 9,6%, υπεραντισταθμίζοντας έτσι τη θετική συμβολή της αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης στην εγχώρια ζήτηση. Η εγχώρια ζήτηση τελικά μειώθηκε και έτσι η αύξηση του ΑΕΠ αντανάκλούσε κυρίως τη βελτίωση του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών (καθώς οι εισαγωγές μειώθηκαν αισθητά, ενώ οι εξαγωγές σημείωσαν μικρή αύξηση) και τη σημαντική συσσώρευση αποθεμάτων. Με άλλα λόγια, η εγχώρια ζήτηση μειώθηκε, ενώ το άθροισμα της εγχώριας και της καθαρής εξωτερικής ζήτησης αυξήθηκε, αλλά λιγότερο από ό, τι η παραγωγή, με αποτέλεσμα μέρος του παραχθέντος προϊόντος να παραμείνει αδιάθετο και να αποθεματοποιηθεί.⁶⁹

⁶⁹ Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2008 (Τράπεζα της Ελλάδος: Απρίλιος 2009), 24

Το 2009⁷⁰ η εγχώρια ζήτηση συνέβαλε αρνητικά (για πρώτη φορά από το 1992) στη μεταβολή του ΑΕΠ, αντανakλώντας κυρίως τη μείωση των επενδύσεων και της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η δημόσια κατανάλωση συνέβαλε θετικά στη μεταβολή του ΑΕΠ. Οι αρνητικές εξελίξεις στην τελική εγχώρια ζήτηση αντισταθμίστηκαν μόνο εν μέρει από τη θετική συμβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου (δηλαδή των καθαρών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών), η οποία αντανakλούσε το γεγονός ότι λόγω της ύφεσης οι εισαγωγές μειώθηκαν, σε απόλυτα επίπεδα, περισσότερο από τις εξαγωγές.

Παρατηρήθηκε επίσης μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης σε σταθερές τιμές κατά 1,8% καθώς και μεγάλη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των καταναλωτικών δανείων (σε 2,0% το Δεκέμβριο του 2009 από 16,0% στο τέλος του 2008). Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου (δημόσιες και ιδιωτικές) μειώθηκαν κατά 13,9% σε σταθερές τιμές το 2009, μετά από μείωση κατά 7,4% το 2008. Οι επενδύσεις της γενικής κυβέρνησης, αυξήθηκαν κατά 3,5% περίπου σε σταθερές τιμές. Η σημαντική υποχώρηση της επενδυτικής δαπάνης στον ιδιωτικό τομέα συνδέεται κατ' αρχάς με την πτώση των επενδύσεων σε κατοικίες κατά 21,7% , η οποία αντανakλάται και στη μεγάλη επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου της στεγαστικής πίστης σε 3,7% το Δεκέμβριο του 2009, από 11,5% το Δεκέμβριο του 2008.

Η οικονομική κατάσταση επιδεινώθηκε στη διάρκεια του 2010,⁷¹ καθώς τα μέτρα για τον αναγκαίο περιορισμό του δημοσιονομικού ελλείμματος άρχισαν να επηρεάζουν όλους τους τομείς οικονομικής δραστηριότητας και ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης υποχώρησε σημαντικά. Το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης εμφάνισε εντυπωσιακή μείωση της τάξεως των 5 εκατοστιαίων μονάδων του ΑΕΠ, αλλά το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε κατά 4,5%, η συνολική απασχόληση μειώθηκε κατά 2,7% και η μισθωτή απασχόληση κατά 3%, ενώ το μέσο ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε στο 12,5%. Οι συνολικές (δημόσιες και ιδιωτικές) ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου μειώθηκαν (σε σταθερές τιμές 2000) κατά 16,5%. Έτσι, ενώ στο διάστημα 2000-2008 το 1/3 των επενδυτικών δαπανών κατευθυνόταν σε κατοικίες, το 2010 η αντίστοιχη αναλογία ήταν χαμηλότερη από το 1/4, ενώ περίπου το 1/3 των επενδυτικών δαπανών κατευθύνθηκε σε μηχανολογικό εξοπλισμό. Οι επιχειρήσεις αποδίδουν τη μείωση των επενδύσεων το 2010 στην αρνητική επίδραση της οικονομικής πολιτικής, την αύξηση της φορολογίας των κερδών, καθώς και την έλλειψη κεφαλαίων και την αύξηση του κόστους τους. Την έλλειψη κεφαλαίων επιβεβαιώνει και η σημαντική επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις ο οποίος το Δεκέμβριο του 2010 βρισκόταν κοντά στο 1%.

Κατά το 2010 και ειδικά κατά το δεύτερο εξάμηνο, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας (το υπόλοιπο της τραπεζικής

⁷⁰ Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2009 (τράπεζα της Ελλάδος: Απρίλιος 1010),65

⁷¹ Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2010 (Απρίλιος 2011),65

χρηματοδότησης προς τη Γενική Κυβέρνηση και τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα υπολογίζεται ως το άθροισμα των υπολοίπων σχετικών δανείων , των χρεογράφων του Ελληνικού Δημοσίου και των εταιρικών ομολόγων που διακρατούν οι τράπεζες συν το υπόλοιπο των τιτλοποιημένων δανείων και των εταιρικών ομολόγων), από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI) επιβραδύνθηκε σε 5,5% το Δεκέμβριο του 2010 από 6,6% στο τέλος του Δεκεμβρίου 2009 .

Έχει ενδιαφέρον να ειπωθεί σε τι συνίσταται αυτή ο έστω και επιβραδυνόμενος ετήσιος ρυθμός ανόδου :⁷²

- Αύξηση παρουσίασε μόνον η χρηματοδότηση προς τη Γενική Κυβέρνηση . Πρόκειται δηλαδή για αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου . Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα διακρατεί το 2010 ομόλογα του ελληνικού δημοσίου κατά 11,2 δις ευρώ ή σε ποσοστό 33,3% περισσότερο από το έτος 2009. Η συνολική αξία του εν λόγω χαρτοφυλακίου ανήλθε στο τέλος του Δεκεμβρίου 2010 στο ύψος των 44,8 δις ευρώ.
- Η σωρευτική καθαρή ροή προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα ,το τέλος του 2010, διαμορφώθηκε σε -0,5 δις ευρώ έναντι θετικής ροής 10,3 δις ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2009. Αναλυτικά:
- Συνολική χρηματοδότηση Ιδιωτικού Τομέα : -0,2 % (σε σχέση με το 2009).
- Χρηματοδότηση επιχειρήσεων : +1,0 %.
- Χρηματοδότηση ελευθέρων επαγγελματιών, αγροτών και ατομικών επιχειρήσεων : -0,8%
- Χρηματοδότηση Ιδιωτών : -1,4 %.

Η παρατηρούμενη επιδείνωση των συνθηκών χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα το 2010 οφείλεται σε παράγοντες προσφοράς και ζήτησης όπως είναι αναμενόμενο. Εκτιμάται ότι στην τρέχουσα συγκυρία μεγαλύτερη επίδραση έχουν οι παράγοντες που οδηγούν σε συγκράτηση της προσφοράς , ιδίως η συνεχιζόμενη άνοδος των επισφαλών δανείων και οι περιορισμοί στην εξωτερική χρηματοδότηση των τραπεζών. (Ενδεικτικά , ο λόγος δανείων προς καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα στα NXI αυξήθηκε σημαντικά σε 123,1% το Δεκέμβριο του 2010, από 106,5% το Δεκέμβριο του 2009 , κυρίως λόγω της μείωσης των καταθέσεων). Επίσης επηρέασαν τη μείωση της προσφοράς , οι δευτερογενείς επιπτώσεις της ύφεσης, ο κίνδυνος μείωσης της αξίας των επιχειρήσεων. Από τη μεριά της ζήτησης οι λόγοι είναι λίγο πολύ γνωστοί μέσα στο υφιστάμενο υφεσιακό περιβάλλον . Μείωση επενδύσεων, αύξηση επιτοκίων κτλ. Το **2011** ⁷³ οι μακροοικονομικές εξελίξεις ήταν

⁷² Μελάς, 21.12.11 http://www.kostasmelas.gr/2011/02/2010_21.html

⁷³ Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2011 (Απρίλιος 2012),48

δυσμενέστερες των προβλέψεων που είχαν γίνει τους πρώτους μήνες του 2011. Η ΕΛΣΤΑΤ εκτιμά (9 Μαρτίου 2012) ότι το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 6,9% το 2011 μετά από μείωση κατά 3,5% το 2010. Από την πλευρά της δαπάνης, τη μεγαλύτερη συμβολή στην υποχώρηση του ΑΕΠ είχαν η ιδιωτική κατανάλωση (μειώθηκε κατά 7,1% σε σταθερές τιμές, συμβάλλοντας κατά 5,3 εκατοστιαίες μονάδες στη μείωση του ΑΕΠ) και οι επενδύσεις (μειώθηκαν κατά 20,7%, συμβάλλοντας κατά 3,6 εκατ. μονάδες στη μείωση του ΑΕΠ). Η μείωση της δημόσιας κατανάλωσης κατά 9,1% συνέβαλε κατά 1,7 εκατ. στην υποχώρηση του ΑΕΠ. Οι ανωτέρω μειώσεις εν μέρει αντισταθμίστηκαν από τη θετική συμβολή (κατά 2,4 εκατ. μονάδες) που είχε η μεταβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου (δηλ. των καθαρών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών) και η οποία οφειλόταν κυρίως στη σημαντική μείωση (κατά 8,1%) των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, καθώς και στην άνοδο των εξαγωγών αγαθών κατά 3,6%. Οι εξαγωγές υπηρεσιών μειώθηκαν κατά 3,8%, λόγω της μείωσης των ναύλων για θαλάσσιες μεταφορές εμπορευμάτων. Οι συνολικές (δημόσιες και ιδιωτικές) ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου μειώθηκαν (σε σταθερές τιμές 2005) κατά 20,7%, όπως προαναφέρθηκε. Η μείωση αντανακλά κυρίως τη μεγάλη υποχώρηση των επενδύσεων σε κατοικίες (-23,6%, συμβολή -6,7 εκατ. μονάδες στη μεταβολή των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου),³ σε μέσα μεταφοράς (-38,9%, συμβολή -6,5 εκατ. μονάδες) και σε έργα υποδομών (-19,1%, συμβολή -5,4 εκατ. μονάδες). Μετά τη συνεχή και σημαντική μείωσή τους κάθε έτος από το 2007 και μετά, οι επενδύσεις σε κατοικίες βρίσκονται (σε σταθερές τιμές) 68,7% χαμηλότερα από ό,τι το 2006 (και 45,5% χαμηλότερα από ό,τι το 2000), ενώ πλέον αποτελούν μόνο το 28% του συνόλου των επενδύσεων, έναντι 43,9% κατά μέσο όρο την περίοδο 2000-2006.

Πίνακας V.3 Δείκτες επενδυτικής ζήτησης (2009-2012)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές¹⁾)

	2009	2010	2011	2012 (διατόσημη περίοδος)
Παραγωγή κεφαλαίων αγαθών	-22,5	-22,1	-11,7	-7,7 (Ιαν.)
Βαθμός χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαίων αγαθών	(73,4)	(66,1)	(62,7)	(56,3) (Ιαν.-Μάρτ)
Τραπεζική χρηματοδότηση των εγχώριων επιχειρήσεων ²	5,1 (Δεκ.)	1,1 (Δεκ.)	-2,0 (Δεκ.)	-2,7 (Φεβρ.)
Εκταμειώσεις Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων (ΠΑΕ) ³	-2,8	-11,3	-17,1	-25,0 (Ιαν.-Φεβρ.)
Δείκτης παραγωγής στις κατασκευές (σταθερές τιμές)	-17,5	-31,6	-28,0	—
Όγκος νέων οικοδομών και προσθικών βάσεων αδομών	-26,5	-23,3	-37,7	—
Παραγωγή τιμέντου	-21,4	-14,3	-37,8	-58,8 (Ιαν.)
Δείκτης επιχειρηματικών προοδωτών στις κατασκευές	-31,4	-27,4	-27,8	25,6 (Ιαν.-Μάρτ)
Τραπεζική χρηματοδότηση του οικισμού ⁴	3,7 (Δεκ.)	-0,3 (Δεκ.)	-2,9 (Δεκ.)	-3,2 (Φεβρ.)

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (παραγωγή κεφαλαίων αγαθών, όγκος οικοδομών, παραγωγή τιμέντου, παραγωγή στις κατασκευές), IOBE (βαθμός χρησιμοποίησης, προοδωτές), Τράπεζα της Ελλάδος (χρηματοδότηση επιχειρήσεων, οικισμό και εκταμειώσεις ΠΑΕ).

1 Με εξαίρεση το βαθμό χρησιμοποίησης εργοστασιακού δυναμικού στη βιομηχανία παραγωγής κεφαλαίων αγαθών (ποσοστά %).

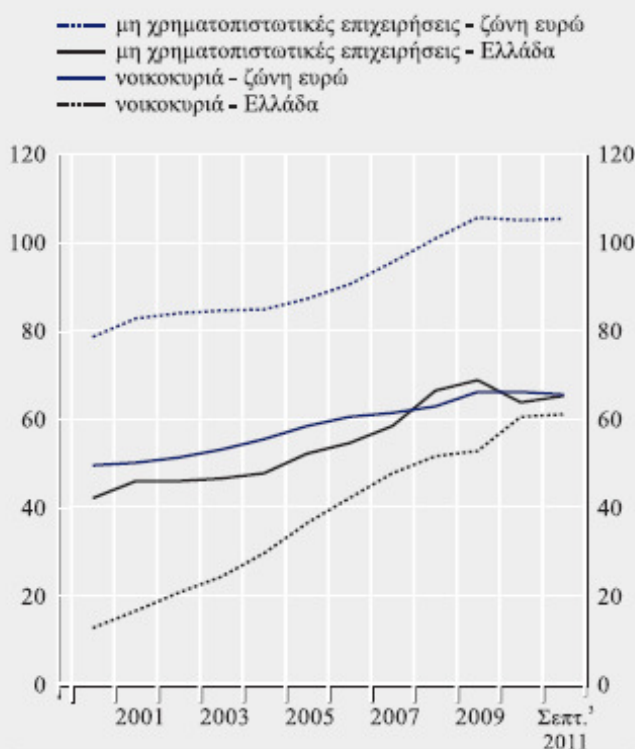
2 Περιλαμβάνονται τα δάνεια, τα εταιρικά ομόλογα, καθώς και τα τιλοπονημένα δάνεια και τα τιλοπονημένα εταιρικά ομόλογα. Από τον Ιούνιο του 2010 δεν περιλαμβάνονται τα δάνεια προς τους ελεύθερους επαγγελματίες, τους αγρότες και τις επομαίες επιχειρήσεις. Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι αναταξινομήσεις δανείων, οι διαγραφές δανείων, οι διακενόμενες συναλλαγμάτων ισοτιμιών, καθώς και τα εταιρικά ομόλογα και τα δάνεια που μεταβίβασαν τα πιστωτικά ιδρύματα σε θυγατρικές τους τράπεζες εκτός Ελλάδος και σε εγχώρια θυγατρική εταιρεία παροχής πιστώσεων το 2009.

3 Από το 2012 τα στοιχεία αφορούν πραγματικές πληρωμές και όχι πιστώσεις του λογαριασμού δημοσίων επενδύσεων.

4 Περιλαμβάνονται τα δάνεια και τα τιλοπονημένα δάνεια. Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι αναταξινομήσεις δανείων, οι διαγραφές δανείων, οι διακενόμενες συναλλαγμάτων ισοτιμιών και η μεταβίβαση δανείων σε εγχώρια θυγατρική εταιρεία παροχής πιστώσεων το 2009.

Διάγραμμα Χ.8 Χρέος των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων¹ και των νοικοκυριών² στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ (2000-Σεπτέμβριος 2011)

(ως ποσοστό % του ΑΕΠ)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ για τα υπόλοιπα του χρέους, Eurostat και ΕΛΣΤΑΤ για το ΑΕΠ. Για το ΑΕΠ του 2011, άθροισμα τεσσάρων τριμήνων μέχρι το γ' τρίμηνο του 2011.

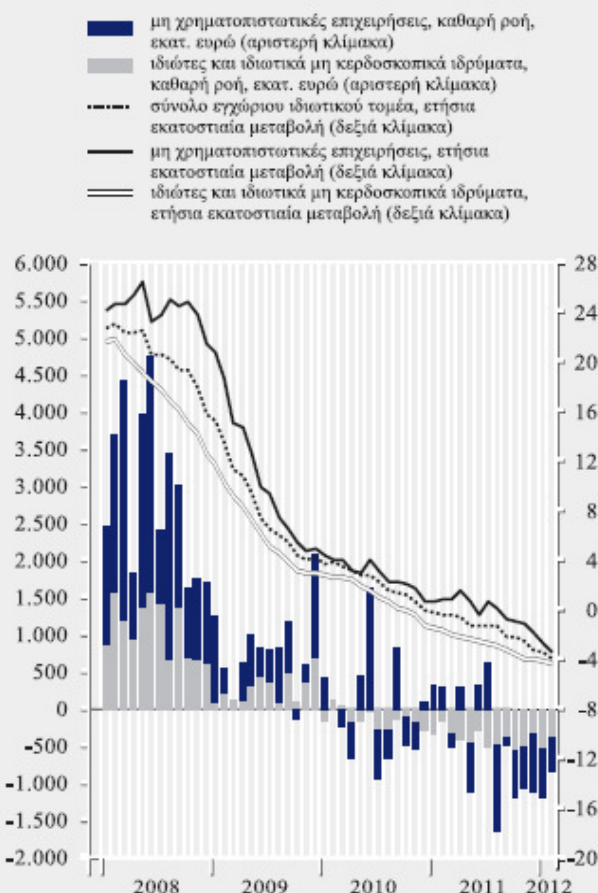
1 Το χρέος των επιχειρήσεων περιλαμβάνει τα δάνεια, τα εκδοθέντα χρεόγραφα και τα αποθεματικά ταμείων συντάξεων των επιχειρήσεων.

2 Το χρέος των νοικοκυριών περιλαμβάνει τα υπόλοιπα των δανείων και των τιτλοποιημένων δανείων τους. Τα στοιχεία του χρέους βασίζονται στους χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς των νοικοκυριών οι οποίοι καταγράφουν το σύνολο των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων και απαιτήσεών τους.

3 Μετά τον Ιούνιο του 2010 η χρηματοδότηση των ελεύθερων επαγγελματιών περιλαμβάνεται πλέον στα νοικοκυριά και όχι στις επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα. Η αλλαγή αυτή αυξάνει το υπόλοιπο του χρέους των νοικοκυριών και μειώνει το υπόλοιπο του χρέους των επιχειρήσεων του μη χρηματοπιστωτικού τομέα σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2009.

Διάγραμμα Χ.7 Χρηματοδότηση¹ από τα ΝΧΙ της Ελλάδος προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα (Ιανουάριος 2008-Φεβρουάριος 2012)

(μηνιαία καθαρή ροή,² ετήσια εκατοστιαία μεταβολή)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των δανείων και των εταιρικών ομολόγων που διακρατούν τα ΝΧΙ στα χαρτοφυλάκιά τους. Επίσης περιλαμβάνονται τα υπόλοιπα των δανείων και των εταιρικών ομολόγων που έχουν τιτλοποιηθεί. Για τον υπολογισμό των ετήσιων ρυθμών μεταβολής λαμβάνονται υπόψη οι διαγραφές και αναταξινομήσεις δανείων, καθώς και οι συναλλαγματικές διαφορές που προκύπτουν από την αποτίμηση σε ευρώ των δανείων σε ξένο νόμισμα.

2 Η μηνιαία καθαρή ροή χρηματοδότησης υπολογίζεται ως η μηνιαία μεταβολή του υπολοίπου της χρηματοδότησης, συν το άθροισμα των διαγραφών και αναταξινομήσεων δανείων, καθώς και των συναλλαγματικών διαφορών από την ανατίμηση του ευρώ ως προς τα ξένα νομίσματα πλην τις συναλλαγματικές διαφορές από την υποτίμησή του, κατά τον ίδιο μήνα.

Δημοσιονομικές Εξελίξεις

Η δημοσιονομική πολιτική παρέμεινε χαλαρή το **2008**.⁷⁴ Παράλληλα, το τελευταίο δίμηνο του έτους οι επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης στην ελληνική οικονομία επηρέασαν αρνητικά τη δημοσιονομική διαχείριση, με αποτέλεσμα το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (σε εθνολογιστική βάση) να υπερβεί για δεύτερη συνεχή χρονιά την τιμή αναφοράς της Συνθήκης του Μάαστριχτ (3% του ΑΕΠ). Λόγω αυτών των εξελίξεων, ενεργοποιήθηκε η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος για την Ελλάδα και για ορισμένες άλλες χώρες. Το 2008 το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε 3,7% του ΑΕΠ - σύμφωνα με εκτιμήσεις του Επικαιροποιημένου Προγράμματος Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2008-2011 (ΕΠΣΑ - Ιανουάριος 2009). Έκτοτε όμως και αφού ελήφθησαν υπόψη νεότερα δεδομένα, το μέγεθος αυτό αναθεωρήθηκε προς τα άνω από την ΕΣΥΕ και έφτασε το 7,7 του ΑΕΠ.

Το έλλειμμα του 2007 ήταν 3,5% του ΑΕΠ. Παράλληλα, το πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε από 1,3% του ΑΕΠ το 2006 σε 0,5% το 2007 και μεταστράφηκε σε πρωτογενές έλλειμμα της τάξεως του 0,5% το 2008. Με βάση τις αρχικές εκτιμήσεις του ΕΠΣΑ, η διεύρυνση του ελλείμματος εντοπίστηκε αποκλειστικά στην κεντρική κυβέρνηση, το έλλειμμα της οποίας αυξήθηκε κατά 1,4 εκατοστιαία μονάδα σε σχέση με το 2007 και διαμορφώθηκε στο 8,3% του ΑΕΠ.

Την επόμενη χρονιά, το **2009**,⁷⁵ το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτοξεύθηκε στο 12,9% του ΑΕΠ. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΕΠΣΑ 2009- 2013, η διεύρυνση του ελλείμματος εντοπίστηκε αποκλειστικά και πάλι στην κεντρική κυβέρνηση, το έλλειμμα της οποίας αυξήθηκε σε 13,7% του ΑΕΠ το 2009⁷⁶.

Το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού, σύμφωνα με δημοσιονομικά στοιχεία, μειώθηκε σε 8,4% του ΑΕΠ το **2010**, από 13,1% του ΑΕΠ το 2009. Παρά τη μεγάλη μείωση του ελλείμματος (κατά 37,0% σε σχέση με το 2009), ο στόχος για το έλλειμμα δεν επιτεύχθηκε, λόγω υστέρησης των εσόδων, η οποία μόνο εν μέρει αντισταθμίστηκε από το ότι η μείωση των δαπανών υπερέβη το στόχο.⁷⁷

Εξάλλου, σύμφωνα με τα ταμειακά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, οι δανειακές ανάγκες (ταμειακό έλλειμμα) του κρατικού προϋπολογισμού μειώθηκαν κατά 28,3% το 2010 και διαμορφώθηκαν σε 10,2% του ΑΕΠ, έναντι 13,9% του ΑΕΠ το 2009. Ο περιορισμός

⁷⁴ Έκθεση 2008, 29

⁷⁵ Έκθεση 2009, 117

⁷⁶ Σημειώνεται ότι το 2009 σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ πλην του Λουξεμβούργου και της Φινλανδίας καταγράφηκαν μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα, με αποτέλεσμα το έλλειμμα της ζώνης του ευρώ να υπερτριπλασιαστεί και από 2,0% του ΑΕΠ το 2008 να φθάσει στο 6,3% του ΑΕΠ το 2009.

⁷⁷ Έκθεση 2010, 123

του ελλείμματος εντοπίζεται κυρίως στη μείωση του ταμειακού ελλείμματος του τακτικού προϋπολογισμού και δευτερευόντως στη μείωση του ελλείμματος του προϋπολογισμού δημοσίων επενδύσεων.

Οι συνεχιζόμενες καθυστερήσεις στην υλοποίηση δημοσιονομικών μέτρων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, το αρνητικό οικονομικό κλίμα και η δραματική πτώση της οικονομικής δραστηριότητας κατέστησαν αναγκαία —στη διάρκεια του 2011 και στις αρχές του 2012— την κατ' επανάληψη αναπροσαρμογή των δημοσιονομικών στόχων και τη λήψη πρόσθετων μέτρων, καθώς και την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους της Ελλάδος. Παρά τις ανωτέρω δυσχέρειες, η δημοσιονομική προσπάθεια είχε απτά αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ) σε εθνολογιστική βάση αναμένεται να μειωθεί κατά περίπου 1,4 εκατοστιαία μονάδα του ΑΕΠ έναντι του αντίστοιχου μεγέθους του 2010 και να περιοριστεί στο 9,2% του ΑΕΠ. Έτσι, η σωρευτική μείωση του ελλείμματος τη διετία 2010-2011 αναμένεται να φθάσει περίπου τις 6,5 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ.

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα προσωρινά στοιχεία, το έλλειμμα του ΚΠ τελικά διαμορφώθηκε σε 22.882 εκατ. ευρώ ή 10,6% του ΑΕΠ. Το έλλειμμα αυτό ως απόλυτο μέγεθος δεν διαφέρει ουσιαστικά από εκείνο του 2010 (22.284 εκατ. ευρώ), αλλά ως ποσοστό του ΑΕΠ εμφανίζεται αυξημένο (2011: 10,6% του ΑΕΠ, 2010: 9,8% του ΑΕΠ), λόγω της μείωσης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 5,4%. Η βελτίωση είναι περισσότερο ορατή στο πρωτογενές έλλειμμα του ΚΠ, το οποίο παρουσίασε σημαντική μείωση τόσο ως απόλυτο μέγεθος (2011: 6.534 εκατ. ευρώ, 2010: 9.061 εκατ. ευρώ) όσο και ως ποσοστό του ΑΕΠ (2011: 3,0% του ΑΕΠ, 2010: 4,0% του ΑΕΠ). Σημειώνεται όμως ότι η βελτίωση αυτή εντοπίζεται αποκλειστικά στον προϋπολογισμό δημοσίων επενδύσεων.

Οι συνεχιζόμενες καθυστερήσεις στην υλοποίηση δημοσιονομικών μέτρων και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, το αρνητικό οικονομικό κλίμα και η δραματική πτώση της οικονομικής δραστηριότητας κατέστησαν αναγκαία —στη διάρκεια του **2011** και στις αρχές του 2012— την κατ' επανάληψη αναπροσαρμογή των δημοσιονομικών στόχων και τη λήψη πρόσθετων μέτρων, καθώς και την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους της Ελλάδος. Στο πλαίσιο αυτό, ο στόχος για το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ) το 2011 που είχε τεθεί στον Προϋπολογισμό του 2011 (7,4% του ΑΕΠ) αναθεωρήθηκε ελαφρά στο Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ 2012-2015) τον Ιούνιο του 2011 (σε 7,3% του ΑΕΠ) και αισθητά στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2012 το Νοέμβριο του 2011 (σε 9,0% του ΑΕΠ). Παρά αυτές δυσχέρειες, η δημοσιονομική προσπάθεια είχε απτά αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης (ΓΚ) σε εθνολογιστική βάση αναμένεται να μειωθεί κατά περίπου 1,4 εκατοστιαία μονάδα του ΑΕΠ έναντι του αντίστοιχου μεγέθους του 2010 και να περιοριστεί στο 9,2% του ΑΕΠ.⁷⁸

⁷⁸ Έκθεση 2011, 112

Το ταμειακό έλλειμμα (δανειακές ανάγκες) του κρατικού προϋπολογισμού συγκρατήθηκε στα 23.144 εκατ. ευρώ, έναντι ελλείμματος 23.396 εκατ. ευρώ το 2010. Εντούτοις, λόγω της μεγάλης ύφεσης της οικονομίας, το έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε σε 10,8%, από 10,3% το 2010. Σημαντική βελτίωση παρουσίασε το πρωτογενές ταμειακό έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού, το οποίο περιορίστηκε σε 6.900 εκατ. ευρώ (ή 3,2% του ΑΕΠ), από 10.200 εκατ. ευρώ (ή 4,5% του ΑΕΠ) το 2010.⁷⁹

Το έλλειμμα του προϋπολογισμού δημοσίων επενδύσεων μειώθηκε σημαντικά το 2011 και περιορίστηκε σε 3.062 εκατ. ευρώ, έναντι ελλείμματος 5.063 εκατ. ευρώ το 2010. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη μείωση των δαπανών για επενδύσεις κατά 17,1% και στην επιτάχυνση της απορρόφησης πόρων από τα διαρθρωτικά ταμεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (αύξηση 18%). Η χρηματοδότηση των δανειακών αναγκών του κρατικού προϋπολογισμού και η αποπληρωμή χρεολυσίων έγινε πρωτίστως με δανεισμό από το Μηχανισμό Στήριξης (41,5 δισεκ. ευρώ) και σε μικρό μόνο βαθμό με την έκδοση εντόκων γραμματίων τρίμηνης και εξάμηνης διάρκειας.

Δημόσιο Χρέος

Το δημόσιο χρέος αποτελεί μια από τις σημαντικότερες πηγές χρηματοοικονομικής ευπάθειας της οικονομίας. Τα τελευταία 19 χρόνια το δημόσιο χρέος έχει παραμείνει σταθερά υψηλό ως ποσοστό του ΑΕΠ παρά τις εξαιρετικά ευνοϊκές συνθήκες για τη μείωσή του που επικράτησαν από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 έως και το 2007, δηλαδή τους υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης, τη σημαντική πτώση των επιτοκίων έως και το 2005, τα υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα έως και το 2001 και τα σημαντικά έσοδα από αποκρατικοποιήσεις.⁸⁰ Αποτελεί επίσης η κύρια αιτία για τη διεύρυνση σε υψηλά επίπεδα της διαφοράς απόδοσης των ελληνικών κρατικών ομολόγων έναντι των αντίστοιχων γερμανικών, ιδίως από τους τελευταίους μήνες του 2008 και μετά, η οποία συνεπάγεται αύξηση του κόστους δανεισμού του δημοσίου. Το **2008**, το ενοποιημένο χρέος της γενικής κυβέρνησης (σύμφωνα με τις εκτιμήσεις που περιέχονται στο ΕΠΣΑ 2008-2011) αυξήθηκε και διαμορφώθηκε σε 95,4% του ΑΕΠ έναντι 94,8% το 2007. Το μέγεθος αυτό όμως αναθεωρήθηκε προς τα άνω με τη γνωστοποίηση στοιχείων στην Eurostat στις 31 Μαρτίου 2009 στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος.⁸¹

Το επόμενο έτος, **2009**⁸² ακολούθησαν επανειλημμένες υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδος και μεγάλη αύξηση της διαφοράς απόδοσης των ελληνικών ομολόγων έναντι των αντίστοιχων γερμανικών την περίοδο Δεκεμβρίου 2009-Απριλίου

⁷⁹ Ibid., 123

⁸⁰ Σημειώνεται ότι το χρέος παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα όχι μόνο λόγω των ετήσιων ελλειμμάτων, αλλά και λόγω των σημαντικών "προσαρμογών ελλείμματος-χρέους". Πρόκειται για συναλλαγές του προϋπολογισμού οι οποίες, σύμφωνα με τους ισχύοντες κανονισμούς, δεν καταγράφονται στο έλλειμμα, αλλά αυξάνουν το δημόσιο χρέος.

Έκθεση 2008, 31

⁸¹ Ibid., 31-32

⁸² Έκθεση 2009

2010. Ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ, παρά τη σημαντική μείωσή του εξαιτίας της αναθεώρησης του ΑΕΠ το 2007, παρέμεινε σε πολύ υψηλά ενώ την διετία (2008-2009) σημείωσε πολύ μεγάλες αυξήσεις, λόγω της πρωτοφανούς χαλάρωσης της δημοσιονομικής πολιτικής. Μετά τις δημοσιονομικές εξελίξεις του 2009, η δυναμική του χρέους ήταν εκρηκτική και θεωρητικά ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ έτεινε προς το άπειρο, αποτελώντας τη σημαντικότερη πηγή μακροοικονομικής ανισορροπίας της Ελλάδας.

Το **2010** το ποσοστό του δημοσίου χρέους ήταν περίπου 145,0% του ΑΕΠ.

Το **2011**⁸³ σύμφωνα με τις τελευταίες εκτιμήσεις, το ενοποιημένο χρέος της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να διαμορφωθεί σε περίπου 165% του ΑΕΠ. Είναι χαρακτηριστικό ότι το 2008 η αύξηση του χρέους ήταν 23.794 εκατ. ευρώ (όσο σχεδόν και το 2011), αλλά η άνοδος του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ ήταν μόνο 5,6 εκατοστιαίες μονάδες. Τότε το 86% της αύξησης οφειλόταν στο πρωτογενές έλλειμμα του ίδιου έτους, ενώ το 1,5% περίπου στην εξέλιξη του ΑΕΠ και του μέσου επιτοκίου δανεισμού του Δημοσίου ("snowball effect"). Το 2011 η αύξηση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ αναμένεται να είναι περίπου 20 εκατοστιαίες μονάδες (από 145,0% του ΑΕΠ σε 165% του ΑΕΠ). Από την αύξηση αυτή εκτιμάται ότι μόνο το 11% οφείλεται στο πρωτογενές έλλειμμα του 2011, ενώ το 73% στην εξέλιξη του ΑΕΠ και του μέσου επιτοκίου δανεισμού.

Πίνακας ΙΧ.5 Ενοποιημένο χρέος γενικής κυβέρνησης¹

(εκατ. ευρώ)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	1.337	2.479	2.180	5.790	12.334	11.745	14.363
– τίτλοι	1.156	943	1.625	5.496	10.820	9.121	11.758
– δάνεια	181	1.536	555	294	1.514	2.624	2.605
Μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	209.846	221.409	236.617	256.766	285.874	316.785	340.434
– τίτλοι	168.336	178.600	192.712	211.516	242.802	244.312	236.880
– δάνεια	41.510	42.809	43.905	45.250	43.072	72.473	103.554
Κέρματα και καταθέσεις	1.235	988	693	728	1.477	1.005	820
Σύνολο	212.418	224.876	239.490	263.284	299.685	329.535	355.617
% του ΑΕΠ	110,0	107,7	107,5	113,0	129,4	145,0	165,3
– χρέος σε ευρώ	209.671	222.820	237.574	261.652	298.425	323.522	347.466
εκ του οποίου:							
προς την Τράπεζα της Ελλάδος	(7.988)	(7.991)	(7.521)	(7.051)	(6.581)	(6.154)	(5.684)
προς το Μηχανισμό Στήριξης						(27.121)	(65.379)
– χρέος σε νομίσματα εκτός ευρώ	2.747	2.056	1.916	1.632	1.260	6.013	8.151 ²
εκ του οποίου: προς το Μηχανισμό Στήριξης						(4.704)	(7.831)

Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

* Προσωρινά στοιχεία.

1 Σύμφωνα με τον ορισμό της Συνθήκης του Μάαστριχτ.

2 Αποτίμηση με βάση τις συναλλαγματικές ισοτιμίες στις 31.12 εκάστου έτους.

⁸³ Έκθεση 2011,121

Η εκδήλωση της κρίσης

Το μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα και το τεράστιο δημόσιο χρέος της Ελλάδος δεν είναι οι μόνοι υπαίτιοι για την οικονομική ύφεση. Κυρίως αποτελούν το σωρευτικό αποτέλεσμα χρόνιων μακροοικονομικών ανισορροπιών, οι οποίες δεν αντιμετωπίστηκαν όταν υπήρχαν άνετα περιθώρια, σε περιόδους καλής οικονομικής κατάστασης, όπως η δεκαετία του 90 αλλά αντίθετα διευρύνθηκαν εξαιτίας των λανθασμένων πολιτικών που ακολουθήθηκαν. Η πρόσφατη παγκόσμια κρίση απλώς χειροτέρεψε τις δημοσιονομικές επιδόσεις και προοπτικές της Ελλάδος, η οποία είχε αρχίσει από το δεύτερο εξάμηνο του 2007 για λόγους ανεξάρτητους από την πτώση της οικονομικής δραστηριότητας. Εξάλλου, το δημοσιονομικό έλλειμμα παρέμεινε υψηλότερο του 3% του ΑΕΠ σχεδόν σε όλα τα έτη της τελευταίας δεκαετίας.

Η Ελλάδα υπήχθη στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος ήδη από τον Απρίλιο του 2009, όπως αναφέραμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, επειδή τα ελλείμματα του 2007 και του 2008 είχαν υπερβεί την τιμή αναφοράς της Συνθήκης. Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε στο 3,6% του ΑΕΠ το 2007, στο 7,7% το 2008 και στο 12,9% το 2009, σύμφωνα με τα στοιχεία που υποβλήθηκαν στην Eurostat στις 21.10.2009. Σύμφωνα όμως με αναθεωρημένα στοιχεία που υποβλήθηκαν την 1.4.2010, μετά από καινούργια κυβέρνηση, και δημοσιεύθηκαν από την Eurostat στις 22.4.2010, το έλλειμμα διαμορφώθηκε τελικά σε 5,1% το 2007, 7,7% το 2008 και 13,6% το 2009. Η κρισιμότητα της δημοσιονομικής κατάστασης οδήγησε σε υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας και των προοπτικών της χώρας από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης και σε μεγάλη και απότομη διεύρυνση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ των ελληνικών και των γερμανικών κρατικών ομολόγων στα τέλη του 2009.⁸⁴

Ενώ λοιπόν το 2009 και άλλες χώρες είχαν, λόγω της οικονομικής κρίσης, υψηλά ελλείμματα της γενικής κυβέρνησης, όπως π.χ. οι ΗΠΑ (12,5%), το Ηνωμένο Βασίλειο (11,5%), η Ιρλανδία (14,3%), η Ισπανία (11,2%) και η Πορτογαλία (9,4%), η περίπτωση της Ελλάδος **διαφέρει**, επειδή συνδέεται με ένα επικίνδυνο συνονθύλευμα προβλημάτων που απορρέουν κυρίως από τις διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας. Το υψηλό δημόσιο χρέος και οι μεσο-μακροπρόθεσμες προοπτικές επιβάρυνσης των δημόσιων δαπανών λόγω της γήρανσης του πληθυσμού υποδηλώνουν το μεγάλο μέγεθος της πολυετούς δημοσιονομικής προσπάθειας που θα απαιτηθεί για την έξοδο από την κρίση.

Ας κοιτάξουμε όμως την οικονομική κατάσταση της χώρας τα τελευταία έτη:⁸⁵ το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδος διευρυνόταν συνεχώς και το 2008 έφθασε στο 14,6% του ΑΕΠ. Το 2009 υποχώρησε προσωρινά στο 11,2%, αποκλειστικά λόγω της ύφεσης. Ταυτόχρονα, πολύ μεγάλο ήταν και το συνολικό

⁸⁴ Έκθεση 2009, op.cit., 28-29

⁸⁵ Ibid., 30

ακαθάριστο εξωτερικό χρέος (του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα), το οποίο από 151,6% του ΑΕΠ στο τέλος του 2008 αυξήθηκε στο 170% του ΑΕΠ στο τέλος του 2009. Το ακαθάριστο εξωτερικό χρέος του τομέα της γενικής κυβέρνησης αποτελούσε το 53,2% του συνολικού εξωτερικού χρέους στο τέλος του 2009 και ήταν ίσο με το 90,4% του ετήσιου ΑΕΠ. Επιπροσθέτως, η αρνητική καθαρή διεθνής επενδυτική θέση της Ελλάδας, δηλαδή η διαφορά μεταξύ των χρηματοοικονομικών απαιτήσεων και των αντίστοιχων υποχρεώσεων των κατοίκων έναντι των μη κατοίκων, η οποία αποτελεί πληρέστερη και ακριβέστερη απεικόνιση της εξωτερικής θέσης της χώρας, έφθανε στο τέλος του 2009 το 83,1% του ΑΕΠ.

Η εθνική αποταμίευση υστερούσε έναντι των εγχώριων επενδύσεων την τελευταία δεκαετία. Είχαμε ταυτόχρονη εμφάνιση ταχείας αύξησης τόσο της κατανάλωσης όσο και των επενδύσεων, που ήταν αποτέλεσμα τεσσάρων παραγόντων:

- της μεγάλης μείωσης των επιτοκίων λόγω της ένταξης στην ΟΝΕ,
- της σχετικά υψηλής πιστωτικής επέκτασης,
- της υπεραισιοδοξίας των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και
- των μεγάλων δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

Παράλληλα η ακαθάριστη εθνική αποταμίευση ήταν ανεπαρκής και η διαρκής υποχώρησή της ως ποσοστού του ΑΕΠ την τελευταία 20ετία ενέτεινε το πρόβλημα: από 18,5% την πενταετία 1992-1996 υποχώρησε σε 14,0% (1997-2001), 10,5%(2002-2006), 7,6% (2007) και 7,1% (2008), ενώ μειώθηκε περαιτέρω στο 5,0% το 2009. Τα ποσοστά αυτά είναι τα χαμηλότερα μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ.

Συνοψίζοντας τα προαναφερθέντα, είχαμε μία κοινωνία η οποία δανειζόταν για να αυξήσει την κατανάλωση της, με υπεραισιόδοξους στόχους, ενώ παράλληλα μείωνε όλο και περισσότερο τις επενδύσεις και την αποταμίευση. Το έλλειμμα διευρυνόταν συνεχώς ενώ το χρέος αύξανε όλο και περισσότερο σε σχέση με το ΑΕΠ. Ο συνδυασμός όλων αυτών έδειχνε καθαρά ότι το πρόβλημα ήταν εκεί, απλά για την ώρα δεν είχε ακόμα φανεί το μέγεθος και η πιθανότητα επερχόμενης κρίσης.

Η περίοδος 1996-1999 χαρακτηρίστηκε από την προσπάθεια δημοσιονομικής προσαρμογής για την είσοδο της χώρας στη ζώνη του ευρώ και από παράλληλη μείωση της αποταμίευσης του ιδιωτικού τομέα λόγω των ευνοϊκών συνθηκών που δημιούργησε η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ενώ η περίοδος 2000-2004 χαρακτηρίστηκε από την έντονη επενδυτική δραστηριότητα, κυρίως σε υποδομές, λόγω της προετοιμασίας των Ολυμπιακών Αγώνων, αλλά και από την εκ νέου διεύρυνση των δημόσιων ελλειμμάτων. Η προσπάθεια περιορισμένης δημοσιονομικής προσαρμογής που έγινε τη διετία 2005-2006 δεν συνεχίστηκε τα τρία χρόνια που ακολούθησαν, ενώ παράλληλα μειωνόταν σημαντικά η ιδιωτική αποταμίευση κυρίως επειδή η αύξηση των επενδύσεων σε κατοικίες χρηματοδοτήθηκε με δανεισμό.

Οι απώλειες ανταγωνιστικότητας, στις οποίες οφείλεται άμεσα το υψηλό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, συνδέονται κυρίως με τις διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας:

- οι παράγοντες δυσκαμψίας στις αγορές προϊόντων και εργασίας,
- η δημοσιονομική χαλαρότητα σε μια περίοδο που η ταχεία ανάπτυξη επέβαλλε και επέτρεπε θαρραλέα δημοσιονομική προσαρμογή
- δομικές αδυναμίες της παραγωγής και φυσικά
- ένας μεγάλος, αναποτελεσματικός, λογιστικά αδιαφανής, με πελατειακά στοιχεία και συνεχώς διευρυνόμενος δημόσιος τομέας.⁸⁶

Οι παράγοντες δυσκαμψίας στις αγορές εργασίας και προϊόντων συνέβαλαν στη διατήρηση των ρυθμών ανόδου των αμοιβών και των τιμών σε επίπεδα μονίμως υψηλότερα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο.

Οι επακόλουθες μεγάλες απώλειες ανταγωνιστικότητας τιμών επέτειναν τα προβλήματα που οφείλονται στις δομικές αδυναμίες της παραγωγής και συνέβαλαν καθοριστικά στο να παραμείνει χαμηλό το επίπεδο της “διαρθρωτικής” ανταγωνιστικότητας και αντίστοιχα περιορισμένη η δυνατότητα της εγχώριας παραγωγής να ανταποκρίνεται επαρκώς και ευέλικτα στη σύνθεση και στις μεταβολές της εξωτερικής αλλά και της εγχώριας ζήτησης. Η υστέρηση της παραγωγικής δυναμικότητας είναι εμφανής τόσο σε κλάδους της μεταποίησης όσο και σε κλάδους όπου η Ελλάδα έχει κατά παράδοση συγκριτικό πλεονέκτημα, όπως στον τουρισμό.

Οι μελέτες της Τράπεζας της Ελλάδος κατατείνουν στο συμπέρασμα ότι το έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών δεν είναι διατηρήσιμο, διότι **δεν οφείλεται σε προσωρινής επενέργειας παράγοντες**, καθώς και ότι τα προβλήματα σε επίπεδο θεσμών (όπως η διαφθορά, η ποιότητα του νομοθετικού πλαισίου και ιδίως η πολυνομία κ.ά.), οι παράγοντες δυσκαμψίας στις αγορές προϊόντων και εργασίας, οι αδυναμίες του εκπαιδευτικού συστήματος και η ανεπάρκεια των υποδομών επηρεάζουν αρνητικά την παραγωγικότητα της οικονομίας.

Συνεπώς, όλα τα προηγούμενα έχουν συντελέσει στο να αντιμετωπίζει σήμερα η ελληνική οικονομία ένα μεγάλο έλλειμμα εμπιστοσύνης και αξιοπιστίας, που οφείλεται στις απαξιωτικές κριτικές για τις επιδόσεις της και στις αρνητικές εκτιμήσεις για τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της, οι οποίες λαμβάνουν υπόψη τις χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες και τις μακροοικονομικές ανισορροπίες της. Αυτό το έλλειμμα εμπιστοσύνης αντανακλάται πρώτα απ’ όλα στην αύξηση του κόστους και των δυσχερειών χρηματοδότησης του ελληνικού δημόσιου χρέους, ζητήματα που έφθασαν να έχουν μεγάλη προβολή στα μέσα μαζικής ενημέρωσης όχι μόνο της Ελλάδος αλλά και των άλλων χωρών το 2009.

⁸⁶ Ibid., 32

Η μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους, συνεπώς, αποτέλεσε τη βάση για την αντιμετώπιση της κρίσης και εξόδου από αυτή, με σκοπό την επιβίωση της ελληνικής οικονομίας. Οι εξελίξεις αυτές των τελευταίων ετών έχουν καταστήσει αναγκαία τη δραστική δημοσιονομική προσαρμογή αλλά και την προώθηση ενός εναλλακτικού αναπτυξιακού προτύπου, ενός προτύπου που δεν θα βασίζεται αποκλειστικά στην ιδιωτική κατανάλωση, η οποία στην Ελλάδα στράφηκε κυρίως στις εισαγωγές και στηρίχθηκε υπέρμετρα στους υψηλούς ρυθμούς πιστωτικής επέκτασης, ούτε στις ιδιωτικές επενδύσεις σε κατοικίες. Στην ενότητα που ακολουθεί θα αναλυθούν τα μέτρα που ελήφθησαν σε κρατικό και ευρωπαϊκό επίπεδο για την εξυπηρέτηση του διπλού αυτού στόχου.

Μέτρα που ελήφθησαν

Το πρώτο ελληνικό bail-out

Μετά την αλλαγή της κυβέρνησης που έλαβε χώρα στην Ελλάδα τον Οκτώβριο του 2009 και την ανακάλυψη ενός κρυμμένου δημοσιονομικού ελλείμματος, όπως ήδη προαναφέραμε στην προηγούμενη ενότητα, τα spreads των επιτοκίων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου εκτινάχθηκαν στα ύψη. Στις 2 Δεκεμβρίου 2009, το Συμβούλιο ανακοίνωσε, σύμφωνα με το άρθρο 126 (6) της ΣΛΕΕ, ότι η Ελλάδα δεν είχε λάβει αποτελεσματικά μέτρα για να περιορίσει το έλλειμμα της ως απάντηση σε Έκθεση της Επιτροπής της 27ης Απριλίου 2009. Η Ελλάδα υπήχθη έτσι στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος, που αναλύθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Στις 16 Φεβρουαρίου 2010, το Συμβούλιο εξέδωσε την απόφαση 2010/182/EU προειδοποιώντας την Ελλάδα, σύμφωνα με το άρθρο 126 (7) της ΣΛΕΕ να λάβει μέτρα για τη διόρθωση του υπερβολικού ελλείμματος έως το 2012. Η Ελλάδα ανακοίνωσε ότι θα λάβει μέτρα για να κόψει το έλλειμμα πάνω από 2% του ΑΕΠ, κάτι που κρίθηκε ικανοποιητικό από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στη σύνοδο που πραγματοποιήθηκε στις 25 Μαρτίου.⁸⁷ Στη σχετική δήλωση αναφερόταν επίσης ότι τα μέλη της ζώνης του Ευρώ ήταν έτοιμοι να παρέχουν συντονισμένα διμερή δάνεια με μη concessional επιτόκια και που θα υπόκεινται όμως σε αυστηρούς όρους πολιτικής. Παρ' όλα αυτά, οι αγορές δεν πείστηκαν, Μέχρι τον Απρίλιο. Όταν έγινε βέβαιο πια ότι η Ελλάδα σύντομα δε θα ήταν σε θέση να αναχρηματοδοτήσει το χρέος της από τη διεθνή αγορά ομολόγων, η ελληνική κυβέρνηση υπέβαλε επίσημο αίτημα για οικονομική βοήθεια. Στις αρχές Μαΐου, τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης και το ΔΝΤ συμφώνησαν να επεκτείνουν δανειακές διευκολύνσεις πρωτοφανών ποσών στην Ελλάδα, τα οποία περιγράφονται παρακάτω.

Σύμφωνα με την πενταετή Σύμβαση Δανειακής Διευκόλυνσης με περίοδο χάριτος τριών ετών, που υπογράφηκε στις 8η Μαΐου του 2010 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για

⁸⁷ Stephanou, op.cit., 14

λογαριασμό των μελών της Ευρωζώνης, οι τελευταίοι συμφώνησαν να επεκτείνουν την Ελλάδα συγκεντρωμένα διμερή δάνεια ύψους 80 δισ. Ευρώ. Η συμφωνία επικυρώθηκε στη συνέχεια από όλους, με την εξαίρεση της Σλοβακίας. Το δάνειο έφερε floating επιτόκια, δηλαδή Euribor 3 μηνών, συν ένα περιθώριο 300 σημείων βάσης που θα αυξάνεται σε 400 σημεία για τα ανεξόφλητα υπόλοιπα πέραν των τριών ετών. Προφανώς, αυτά τα επιτόκια, σε αντίθεση με εκείνα του ΔΝΤ, ήταν non-concessional και πολύ ελκυστικά τα κράτη που δάνειζαν. Ακόμα περισσότερο για τη Γερμανία τα ομόλογα της οποίας, με παρόμοια ωρίμανση, είχαν επιτόκια κατώτερα του 2%. Στις 10 Μαΐου, το Συμβούλιο εξέδωσε μια αναθεωρημένη ειδοποίηση προς την Ελλάδα με την απόφαση 2010/320/ΕΕ, με βάση το άρθρο 126 (9) της ΣΛΕΕ, καθώς και άρθρο 136 της ΣΛΕΕ για συντονισμένη δράση από τα μέλη της ζώνης του ευρώ, παρατείνοντας κατά δύο χρόνια, δηλαδή μέχρι το 2014, τη προθεσμία που ορίστηκε νωρίτερα στην Ελλάδα για να θέσει τέρμα στο έλλειμμα και ενσωματώσει τα απαραίτητα μέτρα εφαρμογής.

Η συμμετοχή του ΔΝΤ στην ελληνική διάσωση αποτελούσε επίσης μια καινοτομία, επειδή, για πρώτη φορά, ο αποδέκτης της βοήθειας του ΔΝΤ ήταν μέλος μιας νομισματικής ένωσης, το οποίο θα έπρεπε κανονικά να είναι αυτοδύναμο. Επιπλέον ο παραλήπτης δεν ήταν σε θέση να εφαρμόσει ένα στοιχείο-κλειδί για την είσπραξη του, δηλαδή την υποτίμηση του νομίσματός του. Το σύνολο των 30 δισ. ευρώ δόθηκε στην Ελλάδα βάσει μιας συμφωνίας stand-by που εγκρίθηκε στις 9 Μαΐου από το Εκτελεστικό Συμβούλιο του ΔΝΤ στο πλαίσιο Μηχανισμού Διαδικασίας Έκτακτης Χρηματοδότησης του Ταμείου. Η σκοπιμότητα της συμμετοχής του ΔΝΤ αμφισβητήθηκε τόσο εντός όσο και εκτός ευρωζώνης. Η ελληνική κυβέρνηση επικρίθηκε για το γεγονός ότι η επαφή ΔΝΤ έγινε προτού συζητηθεί στην Ευρωζώνη. Αν και υπήρξαν αντιρρήσεις για τη συμμετοχή του ΔΝΤ σε ένα ενδο-ευρωπαϊκό πρόβλημα, η γερμανική κυβέρνηση υποστήριξε τη συμμετοχή με βάση την εμπειρία του στην διαχείριση της αιρεσιμότητας της πολιτικής. Από την άποψη του ίδιου του ΔΝΤ, το ποσό των 30 δισ. αντιπροσώπευε το μεγαλύτερο ποσό πρόσβασης που χορηγείται σε κράτος-μέλος και ήταν δυσανάλογο σε σχέση με τα προηγούμενα δάνεια που χορηγήθηκαν από το ΔΝΤ.

Η αυστηρή αιρεσιμότητα σήμαινε ότι πριν από τη σύναψη του δανείου, η Βουλή των Ελλήνων έπρεπε να εγκρίνει ένα μνημόνιο συμφωνίας (MoU) που περιέχει τρία έγγραφα: ένα «**Μνημόνιο Οικονομικής και Χρηματοπιστωτικής Πολιτικής**», ένα Μνημόνιο για «**Ειδικούς όρους οικονομικής πολιτικής**», το οποίο θέτει τις συνθήκες για τις τριμηνιαίες εκταμιεύσεις των δανείων και ένα «**Τεχνικό Μνημόνιο Κατανόησης**». Η Ελλάδα δεσμεύθηκε να εφαρμόσει μέτρα για τη μείωση του ελλείμματος, που ανέρχεται σε 6% του ΑΕΠ της χώρας. Δέχθηκε επίσης επιθεώρηση σε τακτά χρονικά διαστήματα από τη λεγόμενη τρόικα, που αποτελείται από εκπροσώπους της Επιτροπής, τα ΕΚΤ και το ΔΝΤ. Τα τρία θεσμικά όργανα έπρεπε να εκφέρουν γνώμη πριν από την εκταμίευση της κάθε δόσης. Η ανάθεση στο ΔΝΤ, ένα μη-όργανο της ΕΕ, του καθήκοντος να παρακολουθεί την οικονομία ενός κράτος μέλος της ζώνης έτυχε ευνοϊκής υποδοχής στους χρηματοπιστωτικούς κύκλους, αλλά θεωρήθηκε ως αποτυχία στη διακυβέρνηση της ζώνης του ευρώ από την προαναφερθείσα ελίτ. Στην Ελλάδα, οι επιχειρήσεις στο πλαίσιο του

Μνημονίου θεωρήθηκαν αντισυνταγματικές από τα κόμματα της αντιπολίτευσης, αν και προφανώς σχετίζονται με την κατάσταση έκτακτης ανάγκης της ελληνικής οικονομίας. Μετά από μια πρώτη περίοδο της επιτυχούς εφαρμογής, που αφορούσε πολύ σημαντικές περικοπές σε μισθούς δημοσίων υπαλλήλων και συντάξεις, καθώς δημόσιες δαπάνες για την υγεία, είχαν ως αποτέλεσμα την μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος κατά το ένα τρίτο (μειώθηκε από 15,8% σε 10,6% του ΑΕΠ το 2010), η κυβέρνηση ξεκίνησε τη διαδικασία της αναδιοργάνωσης του δημόσιου τομέα,⁸⁸ συμπεριλαμβανομένου του χαλαρού συστήματος συλλογής, με αβέβαιο αποτέλεσμα. Σήμερα αναγνωρίζεται ότι το πακέτο λιτότητας πλήττει δραματικά την εγχώρια ζήτηση και, κατά συνέπεια, τα φορολογικά έσοδα και τις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης.

Το πραγματικό πρόβλημα για την Ελλάδα δεν ήταν αυτό της ρευστότητας αλλά της φερεγγυότητας.⁸⁹ Το ερώτημα για την λύση θα ήταν αν η Ελλάδα ήταν πρόθυμη να αναλάβει την τεράστια εσωτερική προσπάθεια που απαιτείται για να επιτευχθεί μία διατηρήσιμη δημοσιονομική θέση. Από την άλλη πλευρά, η «θεραπεία» που εφαρμόζεται από το ΔΝΤ στις αναπτυσσόμενες χώρες για τη μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων αποδείχτηκε ακατάλληλη στην ελληνική περίπτωση, λόγω απρόβλεπτης πολιτικής αντιπολίτευσης. Το πρώτο bail out ανέβαλλε το default, αλλά ένα χρόνο αργότερα έπρεπε να σχεδιαστεί ένα δεύτερο, αλλά η πολιτική συμφωνία γι αυτό ήταν πλέον αβέβαιη.

Το Δεύτερο Ελληνικό bail-out

Πολύ σύντομα μετά τη χορήγηση της συγκέντρωσης διμερών δανείων προς την Ελλάδα διαπιστώθηκε ότι η χώρα χρειάζεται περαιτέρω ελάφρυνση του χρέους. Η σύνοδος κορυφής ευρώ αποφάσισε στις 25 Μαρτίου 2011 μείωση των κυμαινόμενων επιτοκίων που εφαρμόζονται στα δάνεια κατά 100 μονάδες βάσης και την επέκταση της ωρίμανσης τους στα 7,5 χρόνια, σύμφωνα με το ΔΝΤ. Στις 12 Ιουλίου, το Συμβούλιο εξέδωσε μία αναθεωρημένη ειδοποίηση προς την Ελλάδα σύμφωνα με την απόφαση 201 1/734/EU (όπως τροποποιήθηκε το Νοέμβριο του 2011 και το Μάρτιο 2012) με αναθεωρημένους όρους. Κατά τη διάρκεια της συνόδου κορυφής της 21ης Ιουλίου αποφασίστηκε ότι τα μελλοντικά δάνεια του EFSF προς την Ελλάδα θα έχουν διάρκεια από 15 έως 30 ετών (με περίοδο χάριτος 10 ετών) και θα φέρουν επιτόκια "*κοντά, και όχι χαμηλότερα, στο κόστος χρηματοδότησης EFSF*": οι ίδιοι όροι ίσχυαν και για τα δάνεια της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας. Το πιο σημαντικό ίσως ήταν ότι, η σύνοδος κορυφής αποφάσισε για πρώτη φορά το εθελοντική "κούρεμα" 21% της ονομαστική αξίας του ιδιόκτητου ελληνικού χρέους που υπολογίζεται σε 200 δισ. ευρώ., με τη χορήγηση πιστωτικών ενισχύσεων από το EFSF, προκειμένου να διασφαλιστεί ο εθελοντικός χαρακτήρας της αναδιάρθρωσης. Οι διαπραγματεύσεις για τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI) ξεκίνησαν το Σεπτέμβριο του 2011, αλλά μία έκθεση του ΔΝΤ ανέφερε ότι το πακέτο του Ιουλίου,

⁸⁸ Βλ. Παράρτημα στο τέλος του κεφαλαίου

⁸⁹ Ibid., 15

συμπεριλαμβανομένου του κουρέματος δεν εξασφάλιζε τη μακροχρόνια βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους.⁹⁰

Με βάση την παραπάνω έκθεση, το σχέδιο διάσωσης του Ιουλίου αναθεωρήθηκε τον Οκτώβριο στη σύνοδο κορυφής στις 26 και 27. Το κούρεμα ήταν το 50% του των ομολόγων στα χέρια ιδιωτών επενδυτών και επρόκειτο να επιτευχθεί με τη βοήθεια μιας εθελοντικής μετακύλισης ομολόγων. Τέλος, τα μέλη της ευρωζώνης ανέλαβαν την πολιτική δέσμευση για την συμμετοχή του επίσημου τομέα, ο οποίος, σύμφωνα με τη δήλωση, «είναι έτοιμος να παράσχει πρόσθετη χρηματοδότηση του προγράμματος ύψους έως και 100 δισ. ευρώ μέχρι το 2014, συμπεριλαμβανομένου και της απαιτούμενης ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών.»⁹¹ Η συμβολή του ΔΝΤ αναμένεται να είναι ισοδύναμη με την προηγούμενη φορά. Ένα σημαντικό μέρος του νέου προγράμματος θα συμβάλει στην κάλυψη ελληνικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων, ουσιαστικά εξυπηρετώντας το χρέος, μέχρι το 2014, όταν έχει εκτιμηθεί ότι η Ελλάδα θα θέσει πρωτογενές πλεόνασμα. Η Ευρωζώνη καθόρισε τους όρους της δεύτερης διάσωσης, κατά τη συνεδρίασή της στις 21 Φεβρουαρίου, ενώ στις 14 Μαρτίου αποφάσισε ότι η Ελλάδα είχε εκπληρώσει τις απαιτήσεις που περιγράφονταν ως "προηγούμενη δράση" για την εκταμίευση της πρώτης δόσης του δανείου.

Παράρτημα- Μέτρα Δημοσιονομικής Αναδιάρθρωσης

Το 2010 υπήρξε αφετηρία για τη θεσμοθέτηση σημαντικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που συνέβαλαν και αναμένεται να συμβάλουν περαιτέρω στη δημοσιονομική προσαρμογή.⁹² Πληθώρα νομοθετικών ρυθμίσεων στόχευσε νευραλγικούς τομείς της οικονομίας, όπως το ασφαλιστικό σύστημα, το σύστημα υγείας, οι δημόσιες επιχειρήσεις και η τοπική αυτοδιοίκηση. Παράλληλα, αναδιοργανώθηκε ριζικά το πλαίσιο άσκησης της δημοσιονομικής πολιτικής, ενισχύθηκαν οι δημοσιονομικοί θεσμοί στην κατεύθυνση της διαφάνειας και του εντατικού ελέγχου των κρατικών δαπανών.

Τον Ιούνιο 2010 ψηφίστηκε το πρόγραμμα "Καλλικράτης", το οποίο αποσκοπεί στην εξοικονόμηση πόρων μέσω του περιορισμού του αριθμού των ΟΤΑ και των συνδεδόμενων με αυτούς νομικών προσώπων και της αξιοποίησης των οικονομιών κλίμακας. Για την περίοδο 2011-2013, προβλέπεται ετήσια εξοικονόμηση ύψους 500 εκατ. ευρώ. Προκειμένου να διασφαλιστεί το αποτέλεσμα αυτό, η κυβέρνηση έχει λάβει μέτρα περιορισμού του δανεισμού των ΟΤΑ και έχει επιβάλει νομοθετικά την απαγόρευση των ελλειμμάτων στους ΟΤΑ τουλάχιστον έως το 2014.

Τον Ιούλιο 2010 θεσμοθετήθηκε η μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα (Ν. 3863/2010 και Ν. 3865/2010 αντίστοιχα), με στόχο τη διασφάλιση της μακροχρόνιας βιωσιμότητας του συνταξιοδοτικού συστήματος, η οποία

⁹⁰ Ibid., 20

⁹¹ Ibid., 21

⁹² Έκθεση του Διοικητή 2010, 144

ποσοτικά μεταφράζεται στη συγκράτηση της αύξησης της συνταξιοδοτικής δαπάνης στο 2,5% του ΑΕΠ κατά την περίοδο 2009-2060, από 12,5% του ΑΕΠ που υπολογίζεται ότι θα ήταν με το παλαιό νομοθετικό καθεστώς. Σύμφωνα με τις πρόσφατες αξιολογήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του ΔΝΤ, η μεταρρύθμιση κρίνεται ιδιαίτερα φιλόδοξη με βάση την αντίστοιχη διεθνή εμπειρία. Το επόμενο βήμα της μεταρρύθμισης περιλαμβάνει την αξιολόγηση της βιωσιμότητας των κυριότερων επικουρικών ταμείων.

Η ασφαλιστική μεταρρύθμιση του Ιουλίου 2010 εισήγαγε και αλλαγές στον τομέα της υγείας, όπου η μείωση των δαπανών, η αύξηση της αποτελεσματικότητας τους και η βελτίωση των παρεχόμενων υπηρεσιών απαίτησε πρόσθετες νομοθετικές παρεμβάσεις. Οι μεταρρυθμίσεις στοχεύουν ιδίως στον περιορισμό της δαπάνης για φάρμακα και στον εξορθολογισμό του συστήματος προμηθειών. Σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2011, η σχετική εξοικονόμηση δαπανών υγείας για το έτος 2011 εκτιμάται στα 2,1 δισεκ. ευρώ. Όσον αφορά τις θεσμικές αλλαγές, προβλέπεται η ίδρυση —τον Αύγουστο του 2011— του Εθνικού Οργανισμού Παροχής Υπηρεσιών Υγείας (ΕΟΠΥΥ), στον οποίο θα υπάγονται τα νοσοκομεία του ΕΣΥ, οι κλάδοι υγείας του ΙΚΑ, του ΟΓΑ και του Οργανισμού Ασφάλισης Ελευθέρων Επαγγελματιών (ΟΑΕΕ), ο Οργανισμός Περίθαλψης Ασφαλισμένων Δημοσίου (ΟΠΑΔ) και ο Οίκος Ναύτου (Ν. 3918/2011). Νομοθετήθηκαν επίσης μέτρα διοικητικής φύσεως που αφορούν τη λειτουργία των νοσοκομείων και αποσκοπούν στην ενίσχυση των εσόδων τους, όπως π.χ. η καθιέρωση της ολοήμερης λειτουργίας τους.

Σημαντικές θεσμικές παρεμβάσεις έγιναν και στις δημόσιες επιχειρήσεις, οι οποίες πλέον λειτουργούν υπό αυστηρότερο πλαίσιο οικονομικής εποπτείας που συντονίζεται από την Ειδική Γραμματεία ΔΕΚΟ του Υπουργείου Οικονομικών (ΕΓΔΕΚΟ). Η ΕΓΔΕΚΟ παρακολουθεί στενά την εξέλιξη της μισθολογικής δαπάνης και την εφαρμογή της νομοθεσίας για την εισοδηματική πολιτική των ΔΕΚΟ, καθώς και την υλοποίηση της προσπάθειας για περιστολή των λειτουργικών τους δαπανών. Με σκοπό την εξυγίανση των ΔΕΚΟ, έγιναν νομοθετικές παρεμβάσεις για την αναδιάρθρωση συγκοινωνιακών φορέων, συγκεκριμένα των ομίλων ΟΣΕ-ΤΡΑΙΝΟΣΕ και ΟΑΣΑ. Κοινές παράμετροι των μεταρρυθμίσεων είναι η ανασυγκρότηση των ομίλων μέσω της μείωσης του μισθολογικού και λειτουργικού τους κόστους και της αύξησης των εσόδων τους, η ανάληψη του συσσωρευμένου χρέους τους από το Ελληνικό Δημόσιο, η θέσπιση ανώτατων ορίων για τις κρατικές επιχορηγήσεις, οι μετατάξεις πλεονάζοντος προσωπικού με βάση τον κανόνα “1 πρόσληψη για κάθε 5 αποχωρήσεις” στο δημόσιο τομέα ως σύνολο.

Συνολικά, η εξοικονόμηση από τις παρεμβάσεις για τις ΔΕΚΟ εκτιμάται στα 500 εκατ. ευρώ για το έτος 2011 σύμφωνα με το αναθεωρημένο ΠΟΠ (Φεβρουάριος 2011). Περαιτέρω εξοικονόμηση αναμένεται από την εφαρμογή της νομοθεσίας που προβλέπει την κατάργηση ή συγχώνευση υπηρεσιών, οργανισμών και φορέων του δημόσιου τομέα, σύμφωνα με την οποία καταργούνται 18 δημόσιοι φορείς και συγχωνεύονται άλλοι 13 σε 5. Συνολικά, πολλά θα κριθούν, όσον αφορά τις μεταρρυθμίσεις των ΔΕΚΟ και τη σχεδιαζόμενη κατάργηση ή συγχώνευση άλλων ΝΠΔΔ, από τη γρήγορη και αποτελεσματική

εφαρμογή των προγραμμάτων διαχείρισης του υπερβάλλοντος ανθρώπινου δυναμικού και αναδιάταξης των δραστηριοτήτων τους.

Παρ' όλα αυτά, όπως άλλωστε επισημαίνουν και οι τελευταίες εκθέσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του ΔΝΤ στο πλαίσιο της τρίτης αξιολόγησης του ΠΟΠ, η πρόοδος σε θέματα δημοσιονομικών θεσμών είναι αργή. Αυτό συνεπάγεται ότι σχεδόν ένα χρόνο μετά την έναρξη εφαρμογής του ΠΟΠ δεν υπάρχει ακόμη πλήρης και σαφής εικόνα της δημοσιονομικής θέσης της χώρας σε μηνιαία βάση, γεγονός που αντανακλάται και στη συσσώρευση ληξιπρόθεσμων οφειλών. Προς αντιμετώπιση των έκτακτων δημοσιονομικών αναγκών ελήφθησαν φορολογικά μέτρα που απέβλεπαν στην άμεση αύξηση των φορολογικών εσόδων, όπως οι διαδοχικές αυξήσεις στους συντελεστές του ΦΠΑ και στους ειδικούς φόρους κατανάλωσης στα καύσιμα, τον καπνό και τα οινοπνευματώδη και η έκτακτη εισφορά στις επιχειρήσεις. Όμως ταυτόχρονα θεσμοθετήθηκαν και πολυάριθμα μέτρα διαρθρωτικού χαρακτήρα, που αποσκοπούν στην αναμόρφωση του φορολογικού συστήματος με τη διεύρυνση της φορολογικής βάσης, στη μείωση της φοροδιαφυγής και στην ενίσχυση της φορολογικής συμμόρφωσης προκειμένου το φορολογικό σύστημα να καταστεί δικαιότερο και, τέλος, στην ενίσχυση της φορολογικής διοίκησης. Συγκεκριμένα, το τελευταίο φορολογικό νομοσχέδιο περιλαμβάνει μια σειρά ρυθμίσεων που θα συμβάλουν στη βελτίωση της φορολογικής διοίκησης και την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής. Αξίζει να σημειωθεί ότι, σύμφωνα με τον προϋπολογισμό του 2011, η μάχη κατά της φοροδιαφυγής αναμένεται να αποφέρει 1,6 δισεκ. ευρώ το 2011, γεγονός που υποδηλώνει την εξαιρετική σημασία που έχει η απαρέγκλιτη και ταχύτατη εφαρμογή των προβλεπόμενων ρυθμίσεων. Διαφορετικά, τυχόν αποκλίσεις από τα μεγέθη του προϋπολογισμού του 2011 θα πρέπει να καλυφθούν με νέα συμπληρωματικά μέτρα τα οποία θα μπορούσαν να επηρεάσουν πέραν του προβλεπομένου την οικονομική δραστηριότητα. Ωστόσο, η μεγαλύτερη του αναμενομένου κάμψη της εσωτερικής ζήτησης το 2010 και η συνεχιζόμενη αύξηση της ανεργίας ενδέχεται να δράσουν επιβαρυντικά όσον αφορά την επίτευξη των στόχων αύξησης των εσόδων το 2011.

Το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής θα προσδιορίσει δημοσιονομικά μέτρα μόνιμου χαρακτήρα ύψους 22 δισεκ. ευρώ με δεσμευτικό χρονοδιάγραμμα για την περίοδο 2012-15, με στόχο το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης να μειωθεί σε 2,6 δισεκ. ευρώ ή 1% του ΑΕΠ το 2015. Πρέπει και πάλι να τονιστεί ότι το κλειδί για την επίτευξη διατηρήσιμης δημοσιονομικής προσαρμογής είναι η σε μόνιμη βάση μείωση των δαπανών του Δημοσίου και η αποτελεσματική καταπολέμηση της φοροδιαφυγής και αναβάθμιση της φορολογικής διοίκησης. Η μείωση των δαπανών θα πρέπει να προέλθει από την αναδιάρθρωση των ζημιογόνων ΔΕΚΟ, τη συγχώνευση και κατάργηση φορέων του Δημοσίου, τον εξορθολογισμό του συστήματος αμοιβών και διαχείρισης των ανθρώπινων πόρων, τη μεταρρύθμιση της δημόσιας διοίκησης και των κοινωνικών δαπανών (με βάση την πληροφόρηση που θα προέλθει από αξιολόγηση την και τη συγκράτηση των αμυντικών δαπανών).

Παρά τις όποιες αποκλίσεις και καθυστερήσεις που παρατηρήθηκαν, το 2011 τέθηκε η βάση για το μεσοπρόθεσμο σχεδιασμό της δημοσιονομικής πολιτικής. Συγκεκριμένα, τον Ιούνιο του 2011 ψηφίστηκε το Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής(ΜΠΔΣ)²² 2012-2015, το οποίο περιλάμβανε μέτρα για το 2011 (αυτά άρχισαν να τίθενται σταδιακά σε εφαρμογή το δεύτερο εξάμηνο του έτους), καθώς και μια πρώτη λεπτομερή καταγραφή και ποσοτικοποίηση των μέτρων που θα ληφθούν την περίοδο 2012-2015.

Στο ΜΠΔΣ 2012-2015 περιλαμβάνονται παρεμβάσεις σε 13 άξονες που αφορούν: (1) εξορθολογισμό της μισθολογικής δαπάνης, (2) μειώσεις λειτουργικών δαπανών, (3) καταρτίσεις/συγχωνεύσεις φορέων και μείωση επιχορηγήσεων, (4) αναδιοργάνωση δημόσιων επιχειρήσεων και οργανισμών, (5) μείωση αμυντικών δαπανών, (6) εξοικονόμηση δαπανών και βελτίωση των αποτελεσμάτων του τομέα υγείας, (7) εξορθολογισμό δαπανών ιατροφαρμακευτικής περίθαλψης, (8) μείωση δαπανών ΟΚΑ και εξορθολογισμό κοινωνικών δαπανών, (9) βελτίωση εσόδων ΟΚΑ και καταπολέμηση της εισφοροδιαφυγής, (10) ενίσχυση της φορολογικής συμμόρφωσης,²³ (11) μείωση φοροαπαλλαγών και άλλα φορολογικά έσοδα, (12) βελτίωση αποτελεσμάτων ΟΤΑ,(13) περικοπή δαπάνης ΠΔΕ.

Σύμφωνα με το Προσχέδιο του Προϋπολογισμού του 2012, τα μέτρα του ΜΠΔΣ για όλη την περίοδο 2011-2015 υπολογιζόταν ότι θα απέδιδαν 26.225 εκατ. ευρώ, από τα οποία 12.784 εκατ. ευρώ αφορούσαν περικοπές δαπανών και 13.442 εκατ. ευρώ αφορούσαν αύξηση των εσόδων. Από αυτά, 5.931 εκατ. ευρώ αφορούσαν την απόδοση των παρεμβάσεων που επρόκειτο να υλοποιηθούν μέχρι το τέλος του 2011. Τα μέτρα περιστολής των δαπανών αναμενόταν να συμβάλουν στην εξοικονόμηση 3.082 εκατ. ευρώ και τα μέτρα αύξησης των εσόδων αναμενόταν να αποδώσουν 2.849 εκατ. ευρώ.

Ωστόσο, εξαιτίας της επιδείνωσης της οικονομικής κατάστασης και των αποκλίσεων στην εκτέλεση του προϋπολογισμού του 2011 αποφασίστηκε η λήψη νέων μέτρων προκειμένου να διασφαλιστεί η επίτευξη των αναθεωρημένων στόχων του 2011 και του 2012. Συγκεκριμένα, στον Προϋπολογισμό του 2012(Νοέμβριος 2011) περιελήφθησαν μέτρα ύψους 2,1 δισεκ. ευρώ (4/5 από την πλευρά των εσόδων) για το 2011 και μέτρα ύψους 5 δισεκ. ευρώ (3/5 περίπου από έσοδα, εκ των οποίων 800 εκατ. ευρώ από αύξηση της κοινοτικής συμμετοχής) για το 2012.

Τα μέτρα για το 2011 αφορούσαν το νέο ειδικό τέλος ηλεκτροδοτούμενων δομημένων επιφανειών, την εφαρμογή του ενιαίου μισθολογίου στο δημόσιο τομέα και τη μείωση συντάξεων, ενώ τα μέτρα για το 2012 αφορούσαν επιπροσθέτως κατάργηση φοροαπαλλαγών, αναβολή πληρωμής της έκτακτης παροχής προς τους δικαστικούς, ενεργοποίηση της εργασιακής εφεδρείας, αύξηση της κοινοτικής συμμετοχής σε συγχρηματοδοτούμενα προγράμματα και προσαρμογή του ειδικού φόρου κατανάλωσης πετρελαίου θέρμανσης-κίνησης.

Για την αντιμετώπιση των αποκλίσεων του 2011 και τη συνέχιση της δημοσιονομικής προσπάθειας προκειμένου να επιτευχθούν οι αναθεωρημένοι δημοσιονομικοί στόχοι του 2012, εκτιμάται ότι απαιτούνται πρόσθετα μέτρα ύψους 1,5% του ΑΕΠ. Σύμφωνα με τον συμπληρωματικό προϋπολογισμό του 2012 (Φεβρουάριος 2012), τα νέα μέτρα αφορούν στοχευμένες περικοπές δαπανών - συγκεκριμένα περικοπές στα λεγόμενα “ειδικά μισθολόγια”, περικοπές λειτουργικών δαπανών και δαπανών διεξαγωγής εκλογών, περικοπές των στρατιωτικών προμηθειών, περαιτέρω περιορισμό της φαρμακευτικής δαπάνης και βελτίωση των αποτελεσμάτων του τομέα της υγείας, μείωση επιδοτήσεων, επιδομάτων και κοινωνικών δαπανών και δαπανών ΟΤΑ, περαιτέρω μειώσεις κύριων και επικουρικών συντάξεων και του εθνικού σκέλους των δαπανών του ΠΔΕ.

Σύμφωνα με τις εκθέσεις του ΔΝΤ και της ΕΕ του Μαρτίου του 2012, προκειμένου να επιτευχθεί το πρωτογενές πλεόνασμα ύψους 1,8% του ΑΕΠ το 2013 και 4,5% του ΑΕΠ το 2014 θα απαιτηθούν επιπλέον μέτρα ύψους 7% του ΑΕΠ. Μέτρα ύψους 5,5% του ΑΕΠ θα αφορούν περικοπές δαπανών, ενώ τα υπόλοιπα, ύψους 1,5% του ΑΕΠ, θα προέλθουν από την αναμόρφωση του φορολογικού συστήματος και τη βελτίωση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού που αναμένεται να προκύψει προς το τέλος του προγράμματος προσαρμογής, όταν θα αρχίσει να βελτιώνεται η οικονομική δραστηριότητα και να αυξάνεται η ρευστότητα στην οικονομία.

Η αξιολόγηση των δαπανών, που θα πρέπει να ολοκληρωθεί έως τον Ιούνιο του 2012, προβλέπεται ότι θα δίνει ιδιαίτερη έμφαση στους εξής τομείς: (α) αναθεώρηση των κοινωνικών δαπανών (εκτιμάται ότι θα αποδώσει 1-2% του ΑΕΠ, όμως το 0,5-1% του ΑΕΠ θα επανεπενδυθεί σε καλύτερα στοχευμένα βασικά κοινωνικά προγράμματα, όπως τα επιδόματα ανεργίας), (β) αναθεώρηση των κρατικών λειτουργιών στην κεντρική και τοπική διοίκηση, κλείσιμο επιχειρήσεων και οργανισμών κ.λπ. (εκτιμάται ότι θα προκύψουν οφέλη ύψους 1% του ΑΕΠ), (γ) αναθεώρηση των συνταξιοδοτικών δαπανών (εκτιμάται ότι θα αποδώσει 1-2% του ΑΕΠ).

Το ελληνικό PSI

Λίγο μετά τις αποφάσεις της συνόδου κορυφής του ευρώ στις 26/27 Οκτωβρίου 2011 σχετικά με την έκδοση PSI η Ελλάδα άρχισε διαπραγματεύσεις για τις διατάξεις εφαρμογής PSI με το Διεθνές Ινστιτούτο Οικονομικών (HF), που εκπροσωπεί μεγάλο μέρος των κατόχων των ομολόγων. Η συμφωνία που επιτεύχθηκε στα μέσα Φεβρουαρίου 2012 ήταν το αποτέλεσμα των δύσκολων διαπραγματεύσεων όσον αφορά τα επιτόκια και τη λήξη των νέων ομολόγων. Αυτές οι διαπραγματεύσεις πραγματοποιήθηκαν σε ένα εντελώς νέο πλαίσιο, εκτός των Paris and London Clubs που συμμετείχαν σε προηγούμενες ενέργειες αναδιάρθρωσης του χρέους, και με την ενεργό υποστήριξη του κυρίαρχου δανειολήπτη

από το IMF και τη ζώνη του ευρώ, των οποίων κύριο μέλημα ήταν η διασφάλιση της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας του ελληνικού χρέους.⁹³

Σύμφωνα με την άτυπη συμφωνία που επετεύχθη στα μέσα Φεβρουαρίου, συμφωνήθηκε ένα κούρεμα 53% στο ποσό ιδιόκτητου χρέους ή το 75% σε όρους καθαρής παρούσας αξίας. Το κούρεμα αφορούσε μια υποτίμηση 100 δισ. και ήταν το μεγαλύτερο στην ιστορία.

Οι επίσημοι δεν επηρεάζονται από την αναδιάρθρωση, αλλά οι ελληνικοί Ασφαλιστικοί Οργανισμοί περιλαμβάνονται στο κούρεμα. Η ΕΚΤ διακριτικά συμφώνησε να συμπεριλάβει στο κούρεμα τα ομόλογα στην κατοχή της, τα οποία είχε αγοράσει από τη δευτερογενή αγορά σε σημαντική έκπτωση. Η συμμετοχή της ΕΚΤ οδήγησε σε μια αναθεώρηση του ελληνικού χρέους: μέχρι το 2020 το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να μειωθεί στο 116% αντί του 120% αρχικά προβλεφθεί. Η επιτυχία του PSI επικαλείται πιστωτικές αναβαθμίσεις από το EFSF, ύψους 30 δισ. ευρώ και, όσον αφορά τις ελληνικές τράπεζες, οι οποίες ήταν οι πιο εκτεθειμένες στο κούρεμα, ένα ποσό έως 35 δισ. ευρώ προορίζεται για την ανακεφαλαιοποίησή τους.

Η διαδικασία ξεκίνησε PSI μετά τη διαπίστωση από το Eurogroup στις 21.2.2012 ότι η Ελλάδα είχε εκπληρώσει τις αποκαλούμενες «προηγούμενες δράσεις» που αναφέρονται στο νέο Μνημόνιο για οικονομικούς όρους. Η δήλωση της ελληνικής κυβέρνησης για τη συμφωνία ανταλλαγής ομολόγων, που περιείχε και προσφορά ανταλλαγής και μια πρόσκληση συναίνεσης, δημοσιεύθηκε στις 24.2.2012 και έθεσε προθεσμία μέχρι τις 8.3.2012 για την αποδοχή της προσφοράς.

Η προσφορά ανταλλαγής

Η προσφορά ανταλλαγής επιτρέπει τους κατόχους ομολόγων ιδιωτικού τομέα να τα ανταλλάξουν για:

- νέα ομόλογα που εκδίδονται από την Ελλάδα σχετικά με τον διακανονισμό PSI με ονομαστική αξία ίση με το 31,5% των ανταλλασσόμενων ομολόγων, που θα διέπεται από το αγγλικό δίκαιο
- EFSF notes που περιγράφονται στη Συμφωνία PSI Liability Management Facility με ως EFSF χρεόγραφα, με ημερομηνία λήξης δύο χρόνια ή λιγότερο από την ημερομηνία διακανονισμού PSI και με ονομαστική αξία ίση με 15% της ονομαστικής αξίας των ομολόγων που ανταλλάσσονται
- Αποσπώμενοι τίτλοι που συνδέονται με το ΑΕΠ και εκδίδονται από την Ελλάδα, με ονομαστική αξία ίση με την ονομαστική αξία των νέων ομολόγων του κάθε κατόχου.

⁹³ Ibid., 25

Η Ελλάδα δεσμεύθηκε επίσης να παραδώσει τα βραχυπρόθεσμα EFSF notes κατά την ημερομηνία διακανονισμού PSI (12.3.2012), για την απαλλαγή των απλήρωτων δεδουλευμένων τόκων μέχρι 24.2.2012 για την ανταλλαγή ομολόγων, ύψους 5,7 δισ. ευρώ.

Η πρόσκληση συναίνεσης

Η πρόσκληση συναίνεσης εφαρμόζεται στα ομόλογα που διέπονται από το ελληνικό δίκαιο, εκδίδονται πριν από την 31.12.2011 και έχουν συνολικό υπόλοιπο € 77 δισ., δηλαδή το 93% του συνολικού ποσού των 185 δισ. ευρώ σε ιδιωτικά χέρια. Η ελληνική κυβέρνηση ζήτησε τη συναίνεση από ομολογιούχους που είχαν πληγεί για την τροποποίηση των εν λόγω ομολόγων, στηριζόμενη στον πρόσφατο Νόμο 4050/2012 (νόμος για τους ομολογιούχους ελληνικών ομολόγων). Σύμφωνα με τις ρήτρες συλλογικής δράσης που θεσπίστηκαν με το νόμο αυτό με αναδρομική ισχύ, οι προτεινόμενες τροποποιήσεις θα καθίστανται δεσμευτικές για τους παραπάνω ομολογιούχους εάν τουλάχιστον τα δύο τρίτα (66,6%) με ονομαστική αξία και με απαρτία αυτών των ομολόγων, ψηφίσουν συνολικά, χωρίς διάκριση από την σειρά, εγκρίνουν τα σχέδια τροποποιήσεων. Το ήμισυ (50%) από την ονομαστική αξία των παραπάνω ομολόγων θα αποτελούν απαρτία για τους σκοπούς αυτούς. Επίσης, προϋποθέτει ότι η κυβέρνηση θα ζητήσει συναίνεση υπέρ ισοδύναμων τροποποιήσεων από τους κατόχους τα ομόλογα των οποίων διέπονται από αλλοδαπό δίκαιο σύμφωνα με τους όρους των εν λόγω ομολόγων.⁹⁴

Αποτέλεσμα

Η προσφορά ανταλλαγής έγινε δεκτή από ομολογιούχους που αντιπροσωπεύουν 85,8% του ποσού που διέπεται από το ελληνικό δίκαιο, δηλαδή 152 δισ. από το σύνολο των € 177 δισ. Αυτή η αποδοχή πάνω από το όριο του 66,6 % επέτρεψε στην ελληνική κυβέρνηση να ενεργοποιήσει CAC που περιέχονται σε αυτούς τους δεσμούς και να περιέβαλε το υπόλοιπο των εν λόγω ομολόγων σε Swap. Η προσφορά ήταν επίσης αποδεκτή από ομολογιούχους που αντιπροσώπευαν το 69% του ποσού που διέπεται από αλλοδαπό δίκαιο, δηλαδή, 20 δισεκατομμύρια από το σύνολο των € 29 δισ., αν και η περίοδος αποδοχής της προσφοράς είχε επεκταθεί ώστε να μπορούν συμμορφωθούν με τις απαιτήσεις της ξένης νομοθεσίας. Όσον αφορά τα υπόλοιπα 9 δισ. ευρώ, υπήρχαν κάποιες ανησυχίες ότι, σύμφωνα με τους ισχύοντες ξένους νόμους ξένων μπορούσε να είναι δυνατό να ψηφίζουν ομολογιούχοι με δικαίωμα ψήφου στη σειρά και όχι στο σύνολό τους, όπως ήταν η περίπτωση με την ελληνική νομοθεσία, τα ομόλογα, για να εμποδίσουν την ανταλλαγή και κινήσουν νομική διαδικασία στις αντίστοιχες δικαιοδοσίες τους.

Αξιολόγηση

Η συμμετοχή στο ελληνικό PSI έφτασε τελικά το 97% του συνόλου των εκδόσεων ομολόγων και τη διαγραφή € 103 δισ., ένα ιστορικό ρεκόρ. Με τη βοήθεια των CACS, προστατεύθηκε ο εθελοντικός χαρακτήρας του και αντιμετωπίστηκε το πρόβλημα του "Free Rider". Η ISDA ανέφερε ωστόσο ότι ένα γεγονός αθέτησης υποχρέωσης (default) είχε συμβεί,

⁹⁴ Ibid., 26

προκαλώντας έτσι την πληρωμή των credit default swaps. Μια πιο προσεκτική εξέταση της αναδιάταξης του χρέους οδηγεί στην συμπέρασμα ότι τα καθαρά κέρδη από την άποψη του βάρους του χρέους της Ελλάδας ήταν σημαντικά, αλλά όχι τόσο εντυπωσιακά, όπως είχε αρχικά θεωρηθεί. Ένα σημαντικό μέρος του χρέους που οφειλόταν σε ιδιώτες πιστωτές συγκλήθηκε στο χρέος με τους επίσημους δανειστές. Από την άλλη πλευρά, τα χαμηλότερο επιτόκια και οι εκτεταμένες διάρκειες των νέων ομολόγων αναμενόταν να ανακουφίσει ουσιαστικά, έως και 5 δισ. ευρώ, το ετήσιο κόστος εξυπηρέτησης του χρέους, που αντιπροσωπεύει το 2,5% του ΑΕΠ στο τέλος του 2011. Αναμφισβήτητα, όμως, το πιο σημαντικό αποτέλεσμα ήταν η αποφυγή της κρίσης που περιλάμβανε ελληνική έξοδο από το ευρώ και την μετάδοση των επιπτώσεων που μια τέτοια κίνηση θα προκαλούσε. Η επίσημη άποψη ήταν ότι η αναδιάρθρωση του χρέους είχε δώσει πολύτιμη ανάσα για την αναδιάρθρωση την οικονομία της και να μειώσει το χρέος της σε 16% του ΑΕΠ μέχρι το 2020, σύμφωνα με την Τρόικα.⁹⁵

Όσον αφορά τις Τράπεζες, ⁹⁶ωστόσο, σημαντικές ζημιές 28 δισ. ευρώ εμφάνισαν στη χρήση του 2011 οι τέσσερις μεγάλες από αυτές, μετά την εφαρμογή του PSI+. Συγκεκριμένα :

- η Εθνική Τράπεζα παρουσίασε ζημιές 12,35 δισ. ευρώ ως αποτέλεσμα των απομειώσεων του PSI και της εξυγίανσης μέσω επιπρόσθετων προβλέψεων του δανειακού της χαρτοφυλακίου για το 2011.

- Καθαρές ζημιές 3,81 δισ. ευρώ εμφάνισε στη χρήση του 2011 η Alpha Bank, ως αποτέλεσμα των απομειώσεων ύψους 3,83 δισ. ευρώ από τη συμμετοχή της στο πρόγραμμα αναδιάταξης του ελληνικού δημόσιου χρέους.

- Συνολικές ζημιές μετά από φόρους ύψους 5,5 δισ. ευρώ εμφάνισε ο όμιλος της Eurobank EFG στη χρήση του 2011.

- Στα 6,3 δισ. ευρώ διαμορφώθηκαν οι ζημιές που εμφάνισε η Τράπεζα Πειραιώς στη χρήση του 2011, ως αποτέλεσμα της συμμετοχής στο PSI+.

- Ζημιά 249,8 εκατ. ευρώ, έναντι κερδών 3 εκατ. ευρώ στο αντίστοιχο δωδεκάμηνο του 2010 εμφάνισε ο όμιλος της Attica Bank στη χρήση του 2011.

Τα αποτελέσματα αυτά δεν είναι τα τελικά, καθώς ακόμη δεν έχουν συμπεριληφθεί τυχόν πρόσθετες προβλέψεις για τα επισφαλή δάνεια που ενδεχομένως να προκύψουν από την έκθεση της Blackrock, ενώ από την άλλη πλευρά περιορισμός των απωλειών θα υπάρξει με τη νομοθετική ρύθμιση για τον αναβαλλόμενο φόρο.

Οι απαισιόδοξοι υποστηρίζουν, ωστόσο, ότι αυτό το σενάριο της Τροίκας δεν ήταν ρεαλιστικό λόγω των συνθηκών ακραίας λιτότητας που έχουν επιβληθεί στη χώρα, έχοντας

⁹⁵ Ibid., 27

⁹⁶ Μελάς, 21.04.2012 http://www.kostasmelas.gr/2012/04/blog-post_21.html

δυσμενείς επιδράσεις στην ανάπτυξης. Το Μάιο του 12, ένα πρόγραμμα οικονομικής ανάκαμψης για την Ελλάδα, το οποίο αναφέρεται ως Σχέδιο Μάρσαλ, θεωρείται από την Επιτροπή και τους επίσημους δανειστές, με τη συμμετοχή ταχείων διαδικασιών για μεταβιβάσεις από την ΕΕ στο πλαίσιο του προϋπολογισμού των διαρθρωτικών ταμείων και ουσιαστικών εγγυήσεων από τον προϋπολογισμό της ΕΕ για δάνεια από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕ).⁹⁷

⁹⁷ Ibid., 28

Ειδικότερα: Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα εν μέσω Κρίσης

Οι ελληνικές τράπεζες πριν την κρίση

Οι ελληνικές τράπεζες, παρότι έδειχναν ανεπηρέαστες στα αρχικά στάδια της κρίσης, πρώτον δεν είχαν εκτεθεί αρκετά σε τοξικά προϊόντα και δεύτερον λόγω του μικρότερου λόγου δανείων προς καταθέσεις (loan-to-deposit ratio), εισήλθαν τελικά σε μια μακρά περίοδο αποκλεισμού τους από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Αυτή η πρωτόγνωρη εξέλιξη είχε οδυνηρά επακόλουθα στη λειτουργία τους και απείλησε ακόμα και την ίδια την επιβίωσή τους, ύστερα από μια πενταετία (2002-2007) όπου οι ελληνικές τράπεζες αναπτύσσονταν ραγδαία τόσο σε γεωγραφικό επίπεδο με την εξάπλωσή τους κατά κύριο λόγο στη νοτιοανατολική Ευρώπη, όσο και σε επίπεδο προϊόντων με την είσοδό τους σε νέες αναπτυσσόμενες αλλά και εξελιγμένες αγορές χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα ολόκληρη την 10ετία του 2000 πρωτοστάτησε στην χρηματοδότηση των επιχειρήσεων αλλά πρωτίστως στην κατανάλωση των νοικοκυριών. Η συνολική χρηματοδότηση της οικονομίας περνούσε μέσα από το τραπεζικό σύστημα. Η 10ετία του 2000 της ραγδαίας μεγέθυνσης του ΑΕΠ στηρίχθηκε σε μεγάλο βαθμό στην συνεχή επεκτεινόμενη πιστωτική επέκταση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. (Πίνακα.1).⁹⁸

Πίνακας 1

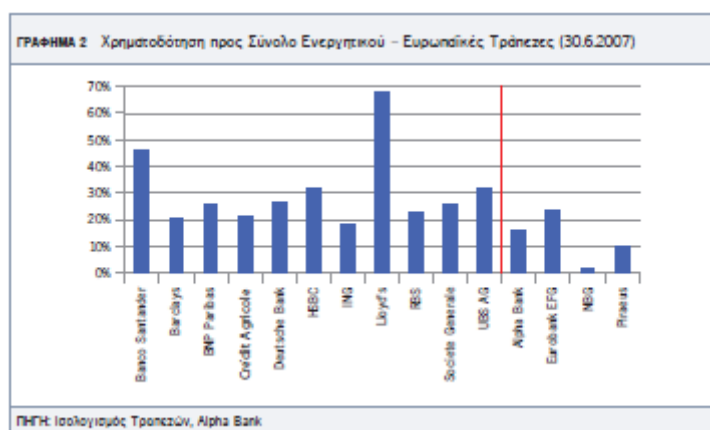
Καταθέσεις και Δάνεια προς τις εγχώριες επιχειρήσεις και νοικοκυριά από εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα. (σε εκατομμύρια ευρώ).

	Επιχειρήσεις	Νοικοκυριά	Σύνολο	Καταθέσεις
Υπόλοιπα 31.12.2001	47679 /67,0%	23504 /33,0%	71183 / 100,0%	113823
Υπόλοιπα 31.12.2005	71283/52,0%	65698/48,0%	136981	154245
Υπόλοιπα 31.12.2010	139305/54,2%	117823/45,8%	257127	211470

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

⁹⁸ Μελάς, 3.4.11 <http://www.kostasmelas.gr/2011/04/2010-2011.html>

Μία από τις σημαντικές παραμέτρους επιτυχίας τους ήταν η εξέλιξη της χονδρικής χρηματοδότησης⁹⁹, η οποία το 2007 συνιστούσε κατά μέσο όρο το 12% του παθητικού τους, όταν στις λοιπές ανεπτυγμένες αγορές της Ευρώπης ξεπερνούσε το 28% κατά μέσο όρο (Γράφημα 2), γεγονός που υπογραμμίζει τη συγκρατημένη εξάρτηση των ελληνικών τραπεζών σε χρηματοδότηση από το εξωτερικό. Βέβαια η ψαλίδα αυτή έκλεινε σταδιακά, καθώς με τη διοχέτευση των ρευστών διαθεσίμων τους σε προσοδοφόρα πελατειακά δάνεια, οι ελληνικές τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να συμπληρώσουν την παραδοσιακή βραχυχρόνια ρευστότητα λιανικής μορφής με μακροχρόνιο δανεισμό χονδρικής μορφής. Στο πλαίσιο αυτό, αξιοποίησαν κατά τον καλύτερο τρόπο τις επικρατούσες συνθήκες, ώστε να εξυπηρετήσουν τα αυξανόμενα μεγέθη του ενεργητικού τους σε Ελλάδα και εξωτερικό.



ΠΡΩΤΗ ΦΑΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ (ΑΥΓ. 2007 - ΑΥΓ. 2008): Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ **ΥΦΙΣΤΑΤΑΙ ΑΠΡΟΒΛΕΠΤΗ ΠΙΕΣΗ**

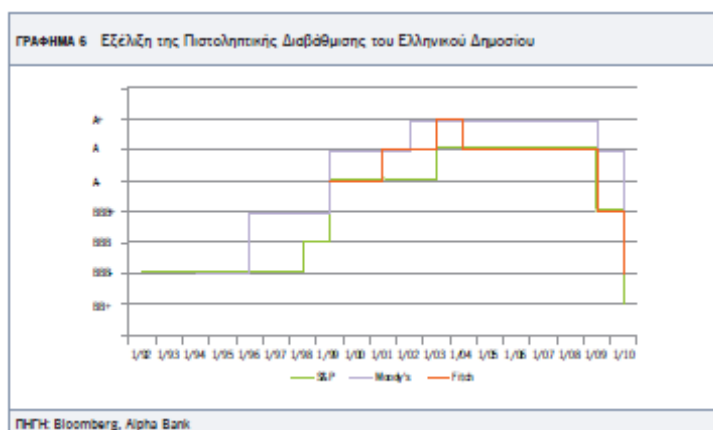
Με σχετική καθυστέρηση όλες οι μεγάλες ελληνικές τράπεζες έλαβαν πρωτοβουλίες για τη διαφοροποίηση της επενδυτικής τους βάσης προς νέες αγορές και νέα προϊόντα. Πιο συγκεκριμένα, ξεκίνησαν την επεξεργασία προτάσεων διεθνών οίκων για την είσοδό τους στην αμερικανική αγορά, προκειμένου για την προσέλκυση πιστοποιημένων επενδυτών (QIB's - Qualified Investment Buyers). Ωστόσο, το φθινόπωρο του 2007 με τη διάχυση των προβλημάτων της αγοράς των στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ στις κεφαλαιαγορές, οι αγορές χαρακτηρίστηκαν από εσωστρέφεια, καθώς επλήγη η εμπιστοσύνη των επενδυτών στα οικονομικά στοιχεία των τραπεζών διεθνώς, με αποτέλεσμα να αποφεύγουν την ανάληψη πιστωτικού κινδύνου εκτός των συνόρων των χωρών τους. Συνέπεια της κατάρρευσης της αγοράς των δομημένων χρηματοδοτήσεων (structured finance), ιδιαίτερα για τις ελληνικές τράπεζες, ήταν η αναβολή όλων των τιτλοποιήσεων, με αποτέλεσμα την αποθάρρυνση της αυτοχρηματοδότησης των στοιχείων του ενεργητικού. Αυτή η

⁹⁹ Γιώργος Μιχαλόπουλος, «Χρηματοδότηση των Ελληνικών τραπεζών κατά τη διάρκεια της κρίσης» από το συλλογικό τόμο «η Διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα», επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Χρήστος Βλ. Γκόρτσος (Ελληνική Ένωση Τραπεζών: Ιούνιος 2011), 230

εξέλιξη μεταφράστηκε άμεσα σε συγκράτηση της πιστωτικής επέκτασής τους κατά περίπου 5% σε ετήσια βάση.

Στις αρχές του **2008**, στην προσπάθειά τους για επιστροφή στις παραδοσιακές αγορές χρηματοδότησης, οι ελληνικές τράπεζες βρέθηκαν προ νέων δεδομένων. Η διατραπεζική εμπιστοσύνη κατέληγε να είναι σχεδόν μηδαμινή, λόγω της αβεβαιότητας για την ευρωστία τους μετά τις εξελίξεις με τα τοξικά προϊόντα. Η διατραπεζική αγορά ήταν σχεδόν ανύπαρκτη και οι μόνες ζωντανές βραχυχρόνιες πηγές χρηματοδότησης ήταν ο δανεισμός τίτλων επί ενεχύρω (geros) και τα εμπορικά γραμμάτια (commercial paper).

Εν μέσω αυτών των εξελίξεων, είναι αξιοσημείωτο ότι, η Ελλάδα και ειδικότερα οι ελληνικές τράπεζες συνέχιζαν να απολαμβάνουν τη στήριξη των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης που ανανέωναν τις θετικές εκθέσεις τους και μάλιστα αναβάθμιζαν τις προοπτικές τους το πρώτο τρίμηνο του 2008 (Γράφημα 6).



Η επεκτατική πολιτική των ελληνικών τραπεζών στη νοτιοανατολική Ευρώπη συνεχιζόταν με αμείωτη ένταση και απορροφούσε ένα μεγάλο μέρος του αποθέματος ρευστών διαθεσίμων τους για την εξυπηρέτηση αναγκών όπως:

- η ανοικτή γραμμή χρηματοδότησης ενεργητικού των θυγατρικών τραπεζών και εκχώρησης υποχρεωτικών διαθεσίμων (minimum reserve requirements) στις τοπικές κεντρικές τράπεζες,
- η τακτική κεφαλαιακή ενίσχυση διαφόρων μορφών (πρωτογενή και δευτερογενή κεφάλαια), και
- η διαρκής κάλυψη λειτουργικών δαπανών¹⁰⁰

Το τρίπτυχο αυτό ενίοτε συνοδευόταν από αναγκαστική μετατροπή ευρώ στο τοπικό νόμισμα της κάθε χώρας, με αποτέλεσμα τον εγκλωβισμό ρευστότητας σε χώρες με αρκετές αγκυλώσεις και προβλήματα στη λειτουργία των χρηματαγορών, αλλά και με σχεδόν

¹⁰⁰ Ibid., 234

ανύπαρκτες κεφαλαιαγορές. Ως εκ τούτου, το 65% των στοιχείων του ενεργητικού τους κατά μέσο όρο χρηματοδοτούνταν από τη μητρική τράπεζα στην Ελλάδα μέσω μιας πλήρως κεντροποιημένης διαδικασίας που εστίαζε στις παραδοσιακές δεξαμενές επενδυτών στην Ευρώπη.

Στο πλαίσιο μιας πιο αποτελεσματικής προσπάθειας αντιμετώπισης των προκλήσεων, οι ελληνικές τράπεζες προέβησαν σταδιακά εντός του έτους σε μία σειρά νέων ενεργειών, όπως προώθηση νέων καταθετικών προϊόντων και υιοθέτηση πληρέστερων εσωτερικών δεικτών υπολογισμού ρευστότητας.

Παρόλα αυτά, ήταν αναμενόμενο ο μέσος ορίζοντας δανεισμού τους να εγκλωβίζεται σε διαστήματα 6-9 μηνών έναντι 2-3 ετών προ της κρίσης, διογκώνοντας τις ανάγκες αναχρηματοδότησης προς το τέλος του 2008 και τις αρχές του 2009. Στο ζήτημα του κόστους, η αναπλήρωση ληξιπρόθεσμων ομολόγων υψηλού περιθωρίου που προέρχονταν από παλαιότερες μακροπρόθεσμες εκδόσεις (2003-2005) μέσω βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης, άμβλυσε παροδικά τις επιπτώσεις από τα νέα «ακριβά» περιθώρια. Επιπροσθέτως, με την έλευση του νόμου για τις καλυμμένες ομολογίες, οι ελληνικές τράπεζες έσπευσαν να δημιουργήσουν σχετικά προγράμματα έκδοσης τέτοιων ομολόγων, καθώς οι επενδυτές τα προτιμούσαν για την όσο το δυνατό μεγαλύτερη εξασφάλιση των χρημάτων τους.

Έτσι, οι ελληνικές τράπεζες ενίσχυσαν τις υπηρεσίες τους με ένα ευρύ φάσμα χρηματοδοτικών εργαλείων σε μια φάση κορύφωσης των δυνατοτήτων τους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Πλην όμως, οι διατηρούμενες δυσμενείς συνθήκες στις αγορές, σε συνδυασμό με την αύξηση της πιθανότητας ζημίας λόγω πιστωτικών γεγονότων, δεν μετουσίωσαν την προσπάθεια προώθησης ομολόγων σε τελικούς επενδυτές. Μόνο τα ομόλογα που παρείχαν στους επενδυτές το δικαίωμα ρευστοποίησής τους (put option) σε τακτά χρονικά διαστήματα τριμήνου ή εξαμήνου επιβίωσαν το συγκεκριμένο διάστημα. Όμως, ο κίνδυνος απρόβλεπτης αφαίμαξης ρευστότητας από τις τράπεζες σε περίπτωση μαζικής εξόδου από τέτοια ομόλογα λόγω επιδείνωσης των δεδομένων στις αγορές ήταν έκδηλος.

Διάχυτη ήταν η εκτίμηση ότι οι μικρότερες, αδύναμες και περιφερειακές αγορές θα πληγούν τελικά περισσότερο από την πιστωτική ασφυξία, καθώς επενδυτές έσπευδαν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε τίτλους με υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση ('AAA' ή 'AA'). Με την Ελλάδα να μην πληροί αυτές τις απαιτήσεις, καμία προσπάθεια έκδοσης ομολόγου δεν τελεσφόρησε, παρά την άμεση ανταπόκριση των ελληνικών τραπεζών στις αυξανόμενες απαιτήσεις των ενδιαφερομένων (επενδυτές, αναλυτές, οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και εποπτικές αρχές) για απόδειξη της βιωσιμότητας και των προοπτικών τους.

ΔΕΥΤΕΡΗ ΦΑΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ (ΣΕΠ. 2008 - ΙΑΝ. 2010): Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΘΙΣΤΑΤΑΙ ΑΝΕΦΙΚΤΗ

Σε μια κρίσιμη καμπή για την παγκόσμια οικονομία επέρχεται η πτώχευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008, ανατρέποντας όλα τα δεδομένα στις αγορές. Το γεγονός επιταχύνει τη λήψη μέτρων από τις εποπτικές αρχές, που έως το σημείο αυτό έδειχναν να πιστεύουν στη διαδικασία της αυτορρύθμισης και απέφευγαν ευθεία παρέμβαση στις κεφαλαιαγορές. Τα επιτόκια στις διατραπεζικές αγορές ενσωματώνουν τον πιστωτικό κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου ακαριαία, αποκλίνοντας από το επιτόκιο αναφοράς της ΕΚΤ (Γραφήματα 8α, 8β). Σταδιακά η διατραπεζική αγορά καθίσταται ανενεργή, ενώ οι εκδόσεις ομολόγων αναβάλλονται επ' αόριστον.

Τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος¹⁰¹ φανερώνουν την αρχή της επιδείνωσης του τραπεζικού συστήματος της Ελλάδας: στο τέλος του 2008, σε σχέση με το 2007, τα μεγέθη αποδοτικότητας και κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών εμφάνισαν μείωση. Ειδικότερα όσον αφορά τα βασικά μεγέθη του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, τα κέρδη μετά από φόρους των τραπεζικών ομίλων υποχώρησαν σημαντικά το 2008 (κατά 42,8%) και ανήλθαν σε 2,6 δισ. ευρώ. Η μείωση των κερδών περιορίζεται σε 34,6% αν δεν ληφθούν υπόψη τα μη επαναλαμβανόμενα κέρδη που είχαν καταγραφεί το 2007. Στην υποχώρηση των κερδών συνέβαλαν ο υπερδιπλασιασμός των προβλέψεων για τον πιστωτικό κίνδυνο, το αυξημένο κόστος άντλησης κεφαλαίων και τα μειωμένα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις και από το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο. Οι εξελίξεις αυτές επηρέασαν αναπόφευκτα την αποδοτικότητα του σταθμισμένου με βάση τον κίνδυνο ενεργητικού (2008: 1%, 2007: 2,1%), την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (2008: 10,1%, 2007: 17,9%) και το δείκτη αποτελεσματικότητας (2008: 56%, 2007: 52,7%).

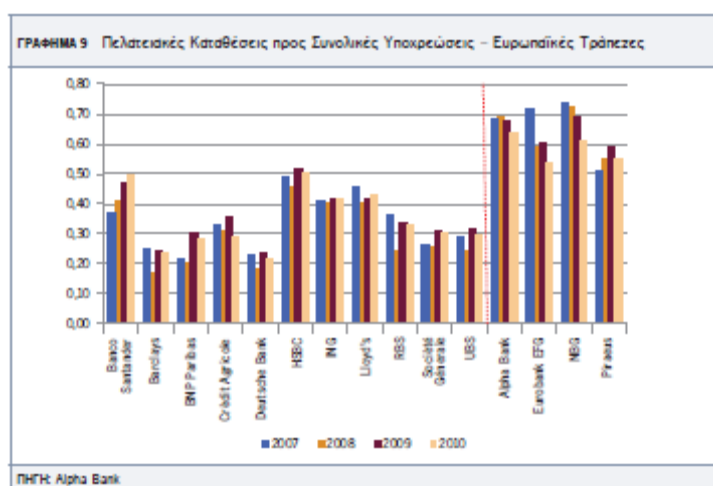
Μείωση παρατηρήθηκε και στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας (2008: 9,5%, 2007: 11,2%) και βασικών κεφαλαίων (2008: 7,9%, 2007: 9,2%). Ο δείκτης αυτοί επηρεάστηκαν από την καταγραφή ζημιών αποτίμησης στα ίδια κεφάλαια, την αγορά ιδίων μετοχών από τις τράπεζες, την απομείωση συμμετοχών των ελληνικών τραπεζικών ομίλων λόγω συναλλαγματικών διαφορών, τον υπολογισμό για πρώτη φορά, λόγω της εφαρμογής του πλαισίου "Βασιλεία II", κεφαλαιακών απαιτήσεων για το λειτουργικό κίνδυνο, αλλά και της αύξησης του σταθμισμένου για τον πιστωτικό κίνδυνο ενεργητικού, η οποία υπερκάλυψε τη μείωση του σταθμισμένου για τον κίνδυνο αγοράς ενεργητικού. Παρ' όλα αυτά, ο βαθμός μόχλευσης των ελληνικών τραπεζικών ομίλων, αν και αυξήθηκε, παρέμεινε σχετικά χαμηλός (2008: 17,6, 2007: 13,2). Επίσης, η κεφαλαιακή επάρκεια παρέμεινε σε επίπεδο υψηλότερο των ελάχιστων απαιτούμενων.

Όσον αφορά την ποιότητα του χαρτοφυλακίου δανείων στο εσωτερικό, ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων αυξήθηκε σε 5% στο τέλος του 2008 από 4,5% στο τέλος του 2007. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται αποκλειστικά στα δάνεια προς τα νοικοκυριά, όπου αύξηση των καθυστερήσεων παρατηρήθηκε τόσο στα στεγαστικά όσο

¹⁰¹ Έκθεση 2008, op.cit, 37

και στα καταναλωτικά δάνεια. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος,¹⁰² ο λόγος των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο των δανείων ανήλθε σε 7,7% στο τέλος του 2009, δηλαδή αυξήθηκε κατά 2,7 εκατοστιαίες μονάδες σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2008 (5,0%). Σημαντική αύξηση του ποσοστού καθυστερήσεων εμφάνισαν όλες οι κατηγορίες δανείων, κυρίως όμως τα καταναλωτικά δάνεια.

Οι ελληνικές τράπεζες συνεπώς, αντιλαμβάνονται ότι απαιτείται ολική επαναφορά τους στο παραδοσιακό μοντέλο τραπεζικής, όπου βάση της χρηματοδότησης είναι οι πελατειακές καταθέσεις και η χονδρική χρηματοδότηση θεωρείται είδος πολυτελείας. Η χρηματοδότηση του ενεργητικού τους κατά 68% από καταθέσεις πρέπει να προσεγγίσει το 100%, δηλαδή ζητείται η επιστροφή τους σε ισορροπίες του 2003 (Γράφημα 9).¹⁰³



Παράλληλα, οι εποπτικές αρχές επικροτούν τη διατήρηση μιας ευρείας δανειακής βάσης και απαιτούν ασκήσεις προσομοίωσης με ζητούμενα την ενίσχυση του δείκτη ρευστότητας και τον απογαλακτισμό του παθητικού των τραπεζών από τη χονδρική χρηματοδότηση.

Εν μέσω αυτών των εξελίξεων οι συνήθως αδρανείς καταθέτες-επενδυτές χάνουν κάθε εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα. Οι τράπεζες υπεραμύνονται των καταθέσεων με σημαντική αύξηση των περιθωρίων τους εν μέσω επαναλαμβανόμενων μειώσεων του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ (από 4,25% τον Οκτώβριο 2008 σε 1% τον Μάιο 2009), που στοχεύει στην ελάφρυνση των δανειζομένων από το βασικό κόστος χρηματοδότησης. Σε όλη την Ευρώπη αναζητούνται τρόποι για τη διασφάλιση των πελατειακών καταθέσεων λιανικής φύσης.

Αρχικά το πρόβλημα αντιμετωπίζεται με κρατικές εγγυήσεις ορισμένου ποσού ανά πελάτη-καταθέτη, προκειμένου να αποφευχθεί μαζική φυγή καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα. Τελικά η λύση είναι η θέσπιση προγραμμάτων στήριξης των οικονομιών και

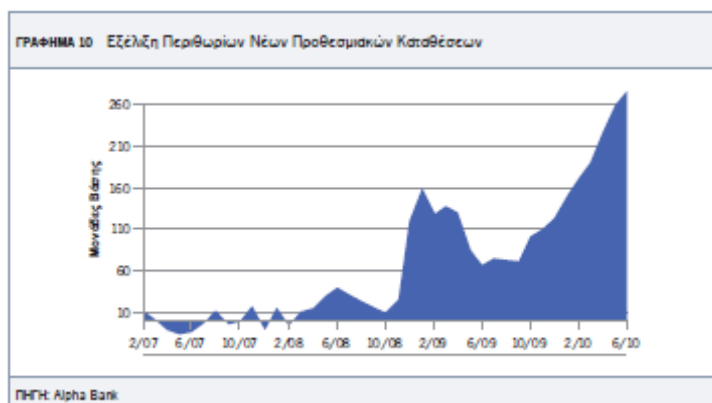
¹⁰² Έκθεση 2009, 195

¹⁰³ Μιχαλόπουλος, op.cit., 238

ενίσχυσης της ρευστότητας των τραπεζών από τις κυβερνήσεις όλων σχεδόν των ανεπτυγμένων χωρών, που λαμβάνουν τη μορφή κρατικών εγγυήσεων προς τις τράπεζες, τόσο σε επίπεδο κεφαλαίων όσο και χρηματοδότησης.

Οι τράπεζες σπεύδουν να ενσωματώσουν τις εγγυήσεις στις νέες εκδόσεις, προκειμένου να άρουν τις αμφιβολίες των επενδυτών και να μειώσουν το κόστος δανεισμού, χωρίς να είναι σε θέση να αναχαιτίσουν την άναρχη ανατιμολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Ως συνέπεια, οι αγορές δομημένων ομολόγων (τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες), οι αγορές ομολόγων χωρίς εγγύηση και οι αγορές ομολόγων υψηλού κινδύνου (δευτερογενή κεφάλαια μειωμένης εξασφάλισης) παραμένουν ερμητικά κλειστές έως το τέλος του πρώτου τριμήνου του 2009. Κατόπιν, με την επιτυχή έκβαση του κύκλου ανακοίνωσης των αποτελεσμάτων από τις τράπεζες σε παγκόσμιο επίπεδο, οι προσδοκίες για άρση της αβεβαιότητας και εξομάλυνση των συνθηκών αναπτερώνονται.

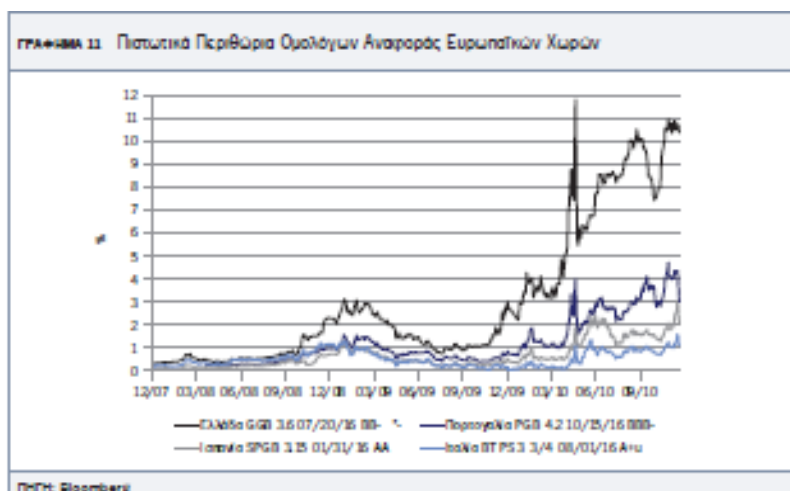
Οι ελληνικές τράπεζες εντείνουν ξανά τις προσπάθειές τους για την προσέλκυση καταθέσεων ως τη μοναδική αξιόπιστη πηγή χρηματοδότησης των εργασιών τους. Τα περιθώρια νέων καταθέσεων κυμαίνονται για πρώτη φορά σε επίπεδα άνω του 1,50% κατά μέσο όρο (Γράφημα 10). Συγχρόνως, επιταχύνουν και διευρύνουν τις τιτλοποιήσεις στοιχείων του ενεργητικού τους προκειμένου να τις προσκομίσουν ως ενέχυρα στην ΕΚΤ και παγώνουν οποιαδήποτε αναπτυξιακά και επενδυτικά πλάνα. Στον τομέα της χονδρικής χρηματοδότησης, σε μια επανάληψη του παρελθόντος, οι αγορές γίνονται αφιλόξενες για τις ελληνικές τράπεζες παρά τις εγγυήσεις του κράτους, εξαιτίας της χαμηλής πιστωτικής διαβάθμισης. Το σκηνικό των προηγούμενων ετών ανατρέπεται πλήρως, καθώς το κίνητρο υψηλότερων αποδόσεων που οδηγούσε επενδυτές στην Ελλάδα υπονομεύεται από τη δυσανάλογη αύξηση του πιστωτικού κινδύνου.¹⁰⁴



Πράγματι, τα περιθώρια χρηματοδότησης του Ελληνικού Δημοσίου και κατ' επέκταση των ελληνικών τραπεζών εκτοξεύονται στα επίπεδα των 300 μ.β. το πρώτο τρίμηνο του 2009 (Γράφημα 11). Μάλιστα, το ογκώδες πρόγραμμα δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου δεν επιτρέπει στις τράπεζες να αναζητήσουν χονδρική χρηματοδότηση από το εξωτερικό το πρώτο εξάμηνο του 2009. Κατά συνέπεια, μοναδική πηγή χρηματοδότησης είναι η ΕΚΤ, που

¹⁰⁴ Ibid, 239

ούτως ή άλλως προσφέρει άφθονη και φθηνή, πλην όμως βραχυπρόθεσμη, ρευστότητα. Αυτή αποτελεί προσωρινή λύση στα συρρικνούμενα περιθώρια εσόδου τόκων που οφείλονται στην ασύγχρονη ανατιμολόγηση ενεργητικού και παθητικού. Η ΕΚΤ είναι ο μοναδικός πάροχος ρευστότητας με ενιαίο επιτόκιο για όλα ανεξαιρέτως τα πιστωτικά ιδρύματα του ευρωσυστήματος ανεξαρτήτως πιστοληπτικής διαβάθμισης. Είναι συνεπώς αντιληπτό, ότι οι ελληνικές τράπεζες, που φέρουν εκ των πραγμάτων τη χαμηλότερη διαβάθμιση στην ευρωζώνη, ωφελούνται τα μέγιστα από αυτή την ισορροπία που ενίοτε ενεργεί και ως αντικίνητρο αναζήτησης εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης.



Εντούτοις, οι ελληνικές τράπεζες, αφενός γνωρίζοντας τις επιπτώσεις της μακροχρόνιας αποχής από τις κεφαλαιαγορές και αφετέρου με αφορμή τη βελτίωση των συνθηκών στις αγορές που οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στις επαναγορές ομολόγων επιχειρούν σχεδόν στο σύνολό τους την έξοδο στις αγορές στο τέλος του εξαμήνου του 2009 που συμπίπτει με την ολοκλήρωση της πρώτης φάσης δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου.

Συμβιβαζόμενες με τα αυξημένα περιθώρια δανεισμού και έπειτα από σχεδόν 2 έτη απουσίας, επιτυγχάνουν να προωθήσουν ομόλογα κύριας εξασφάλισης χωρίς εγγύηση (senior unsecured) συνολικού ύψους ευρώ 4,8 δισ. Οι εκδόσεις συνοδεύονται από υψηλά ποσοστά υπερκάλυψης, καλή διασπορά επενδυτών και ικανοποιητικά περιθώρια αρχικά στην περιοχή των 300 μ.β. και μετέπειτα -τρίτο τρίμηνο 2009- στις 200 μ.β. για διάρκειες 2-3 ετών (Πίνακας 2).

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Μέσα Πιστωτικά Περιθώρια Ελληνικών Τραπεζών (σε μονάδες βάσης)

	1 έτος	2 έτη	3 έτη	5 έτη	7 έτη	8-10 έτη
2007	8	12	15	25	50	52
2008	65	100	120	95		
2009	200	220	250			

Πηγή: Alpha Bank

Στις εν λόγω εκδόσεις επαναλαμβάνεται το πάγιο ενδιαφέρον τραπεζών για ομόλογα ελλήνων εκδοτών (περίπου 65% της κατανομής). Σημαντικό, όμως, μειονέκτημα είναι η αυξημένη συμμετοχή επενδυτών από Ελλάδα (περίπου 50% των εκδόσεων), που σημαίνει ότι η εκτός των συνόρων χρηματοδότηση γίνεται δυσεύρετη. Ενθαρρυντικό σημάδι είναι η ικανοποιητική συμπεριφορά των ομολόγων αυτών στη δευτερογενή αγορά, γεγονός που επιτρέπει τη σταδιακή αποκλιμάκωση των περιθωρίων και τη συγκράτηση του δανεισμού από την ΕΚΤ.

Εν τω μεταξύ η ΕΚΤ, στην προσπάθεια αναβίωσης της διατραπεζικής αγοράς, εγκαινιάζει μια περίοδο γενναιόδωρης παροχής ρευστότητας έως ένα έτος στα τέλη του πρώτου εξαμήνου του 2009. Παραδόξως, η εντυπωσιακή απήχυσή της (συμμετοχή ύψους ευρώ 442 δισ.) επιβεβαιώνει τις απαισιόδοξες εκτιμήσεις για την προβληματική λειτουργία των χρηματαγορών και την προσδοκία ότι τα περιθώρια δε θα αποκλιμακωθούν σημαντικά περαιτέρω. Προκειμένου μάλιστα να διευκολυνθεί ο δανεισμός των τραπεζών, η ΕΚΤ προωθεί και άλλη καινοτομία: τη χαλάρωση των κριτηρίων καταλληλότητας των ενεχύρων προκειμένου να επιτρέψει ένα πλήθος από ενέχυρα χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης να γίνονται αποδεκτά στις δεξαμενές της.¹⁰⁵

Και σε αυτό τον τομέα οι ελληνικές τράπεζες ωφελούνται αρκετά, λόγω της αντικειμενικά χαμηλότερης πιστοληπτικής αξιολόγησης των στοιχείων του ενεργητικού τους σε σύγκριση με τις λοιπές ευρωπαϊκές τράπεζες. Ενδεικτικά, η μέση διαβάθμιση των ενεχύρων τους στην ΕΚΤ είναι επιπέδου 'Α' ενώ τα ενέχυρα που δε θα γίνονταν δεκτά (διαβάθμισης 'BBB') υπό το αυστηρότερο πλαίσιο εκτιμάται ότι ανέρχονται σε ευρώ 6,5 δισ. Με αυτές τις προϋποθέσεις και με δεδομένη την υποκατάσταση της χονδρικής χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ, η εγχώρια λειτουργία της ελληνικής αγοράς εξομαλύνεται, με τους καταθέτες (ιδιώτες και επιχειρήσεις) να αρκούνται σταδιακά σε πιο ορθολογικές αποδόσεις.

ΤΡΙΤΗ ΦΑΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ (ΦΕΒ. 2010 - ΜΑΡ. 2011): Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΔΕΣΜΙΑ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΩΝ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Όλα τα ανωτέρω μέτρα δεν επιτρέπουν στις ελληνικές τράπεζες να ελπίζουν ότι τα χειρότερα έχουν παρέλθει, ειδικά όταν η εξάρτησή τους από την ΕΚΤ δε δύναται να μειωθεί άμεσα. Δεν είναι εφικτό για τις ελληνικές τράπεζες να στραφούν εν μέρει στις αγορές, αφού οι τελευταίες έχουν εξορθολογήσει τη διάθεσή τους για επενδύσεις υψηλού κινδύνου, με τους επενδυτές να έχουν περιστείλει τα όριά τους προς την Ελλάδα. Συνεπώς, ούτε τα ομόλογα που φέρουν την εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου δεν μπορούν να διοχετευθούν στις αγορές.

Σε αυτό το σημείο ξεκινά μια ανάδρομη πορεία για τις ελληνικές τράπεζες σε σχέση με την πλειονότητα των ευρωπαϊκών. Ο δανεισμός των τελευταίων από την ΕΚΤ βαίνει μειούμενος από το τέλος του 2009, καθώς το επιτόκιο δανεισμού της ΕΚΤ δεν είναι πλέον τόσο

¹⁰⁵ Ibid., 241

ελκυστικό σε σχέση με τα επιτόκια αναφοράς στη διατραπεζική αγορά, ενώ συγχρόνως, παρατηρείται ελάφρυνση των υποχρεώσεων τους λόγω της απομόχλευσης του ισολογισμού τους. Αντιθέτως, ο δανεισμός των ελληνικών τραπεζών βαίνει αυξανόμενος κυρίως λόγω ανάγκης αναχρηματοδότησης παλαιότερων σειρών ομολόγων που ωριμάζουν, καθώς και επενδυτικών επιλογών που προκύπτουν από την αυξημένη συμμετοχή τους στις εκδόσεις του Ελληνικού Δημοσίου, αλλά και μερικώς λόγω της αναχρηματοδότησης επιλεγμένων πελατών-εταιρειών.

Το γεγονός μάλιστα ότι η εξάρτηση των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ στις αρχές του **2010** υπερβαίνει τα ανεκτά όρια εν συγκρίσει με το μέγεθός τους (μέσος όρος 8,4% του ενεργητικού τους - μέσος όρος για τις ευρωπαϊκές τράπεζες 3,5%), στηλιτεύεται από αναλυτές, εποπτικές αρχές και οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Ταυτόχρονα, η ελληνική οικονομία εισέρχεται σε περιπέτειες με την αποκάλυψη ενός τεράστιου δημοσιονομικού προβλήματος που συμπαρασύρει τα πάντα στην απαξίωση.¹⁰⁶

Αυτή είναι η απαρχή μιας σειράς δυσμενών εξελίξεων για τις ελληνικές τράπεζες, υπαγορεύοντας καθολικό ανασχεδιασμό των προβλέψεων για την εξέλιξη της χονδρικής χρηματοδότησής τους εν όψει του νέου έτους. Η οριστική διακοπή παροχής ρευστότητας στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα ως απότοκο των κλυδωνισμών στην εμπιστοσύνη των επενδυτών, οδηγεί μοιραία για μία ακόμα φορά σε έντονο ανταγωνισμό για την προσέλκυση πελατειακών καταθέσεων. Τα περιθώριά τους εκτοξεύονται εκ νέου σε δυσθεώρητα ύψη, καταδεικνύοντας ότι το ασφάλιστρο που πρέπει να καταβάλλεται για την παραμονή των καταθέσεων στο σύστημα έχει οριστικά ανατιμολογηθεί υψηλότερα. Η πλειονότητα των προϊόντων του παθητικού των ελληνικών τραπεζών (υπόλοιπα λογαριασμών όψεως και ταμειευτηρίου, προθεσμιακές, *geros* και διατραπεζικός δανεισμός) επηρεάζεται δυσμενώς, αποδεικνύοντας ότι οι δεξαμενές δανεισμού είναι συγκοινωνούντα δοχεία. Οι τράπεζες του εξωτερικού κλείνουν τις γραμμές χρηματοδότησης, αλλά και τα πιστωτικά όρια για το σύνολο των χρηματοοικονομικών προϊόντων με ελληνικές τράπεζες και απαιτούν παράλογες εξασφαλίσεις-ενέχυρα για τη διατήρηση της έκθεσής τους στην Ελλάδα. Την ίδια στιγμή, τα δανειακά χαρτοφυλάκια είτε συνεχίζουν να αναπτύσσονται βραδέως λόγω κεκτημένης ταχύτητας από την εκπλήρωση δεσμεύσεων χρηματοδότησης (*financing commitments*) είτε εμφανίζουν αδυναμίες αποπληρωμής και επισφάλειες. Ακόμα και τα όποια αποθέματα ρευστότητας στη νοτιοανατολική Ευρώπη δεν είναι εφικτό να επαναπατριστούν, λόγω δεσμεύσεων προς τις τοπικές κυβερνήσεις και το Δντ για μη αποεπένδυση από τις χώρες αυτές που αντιμετωπίζουν προβλήματα από το ντόμινο των εξελίξεων.

Εύλογα, η διεθνής κοινότητα ανησυχεί για τη βιωσιμότητα του τραπεζικού συστήματος στην Ελλάδα, όταν χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα υψηλό κόστος χρηματοδοτικής πρώτης ύλης, όπως είναι οι καταθέσεις, και εγγενή αδυναμία απομόχλευσης. Αυτό το δεδομένο, σε

¹⁰⁶¹⁰⁶ Ibid., 243

συνδυασμό με έναν καταιγισμό υποβαθμίσεων από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (Γράφημα 6), τρέπει τους επενδυτές σε άτακτη φυγή από τη χώρα. Η πεποίθηση που καλλιεργείται στις αγορές ότι οι ευρωπαϊκές οικονομίες θα αντέξουν και χωρίς στήριξη από τη χαλαρή δημοσιονομική και νομισματική πολιτική είναι ανεδαφική για την Ελλάδα.

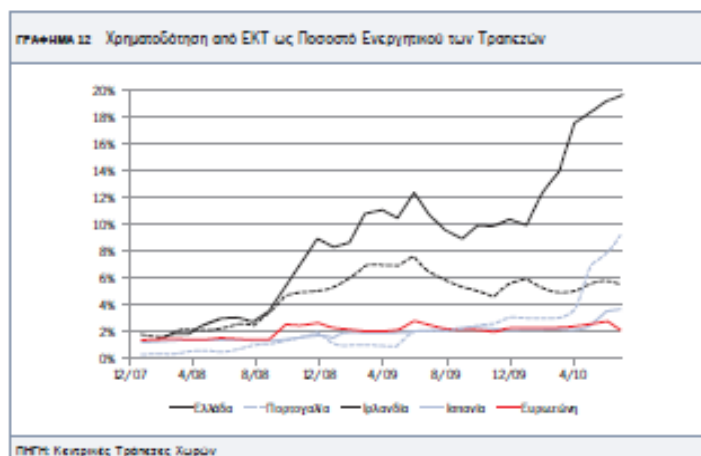
Όλα τα σχέδια των ελληνικών τραπεζών ανατρέπονται και οι εξελίξεις τις οδηγούν σε πλήρη εξάρτηση από την ΕΚΤ για το σύνολο της χρηματοδότησης με όχημα τις εγγυήσεις του Ελληνικού Δημοσίου για το οποίο υπάρχει ευνοϊκή μεταχείριση από την ΕΚΤ. Η ρευστοποίηση στοιχείων ενεργητικού είναι εφικτή μόνο σε χαρτοφυλάκια δανείων με μεγάλη διαφοροποίηση και εφόσον δεν έχουν συσχέτιση με Ελλάδα. Παραδοσιακά αυτά καταλαμβάνουν ελάχιστο χώρο στον ισολογισμό των ελληνικών τραπεζών (κάτω του 5%). Και ενώ οι στρατηγικές επιλογές είναι περιορισμένες, η κατάσταση ξεφεύγει από κάθε έλεγχο όταν τίθεται θέμα χρεοκοπίας ή αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους της χώρας, με αποτέλεσμα την οριστική φυγή διαφόρων ειδών καταθέσεων προς το εξωτερικό και την κάμψη των καταθέσεων στις θυγατρικές τράπεζες των ελληνικών ομίλων στη νοτιοανατολική Ευρώπη. Πρόκειται για μια λαίλαπα αρνητικών εξελίξεων που δυναμιτίζει τη χρηματοδότηση των τραπεζών περαιτέρω, σε βαθμό που θέτει σε αμφιβολία τη δυνατότητα αποπληρωμής των χρεών τους. Από το σημείο αυτό και έπειτα η πορεία των ελληνικών τραπεζών είναι πλήρως συνυφασμένη με την εξέλιξη των οικονομικών και δημοσιονομικών θεμάτων που ταλανίζουν την Ελλάδα.

Μοναδικό καταφύγιο των ελληνικών τραπεζών είναι πλέον η ΕΚΤ, που επιβαρύνεται όλο και περισσότερο με τη χρηματοδότηση τραπεζών προερχόμενων από τις αδύναμες οικονομίες της Ευρώπης. Η υιοθέτηση μιας σειράς από μέτρα για τη σωτηρία των οικονομιών της Ευρώπης στα μέσα του 2010 επιβραδύνει το κύμα φυγής κεφαλαίων και ηρεμεί πρόσκαιρα τις αγορές. Ειδικά για την Ελλάδα, τα μέτρα θέτουν μεν τη χώρα σε έμμεση προστασία από τους πιστωτές, αλλά γεννούν ισχυρές αμφιβολίες για το αν η περίοδος χάριτος και τα υφεσιακά δημοσιονομικά μέτρα μπορούν να ανατάξουν την ελληνική οικονομία και να προλειάνουν την επαναφορά της στις αγορές σύντομα.

Η κλιμάκωση των ανωτέρω μέτρων μέσω της αποδοχής των ελληνικών κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ ανεξαρτήτως πιστοληπτικής διαβάθμισης, εξασφαλίζει την επάρκεια των ενεχύρων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Παρόλα αυτά, η αγορά αντιλαμβάνεται ότι το ρήγμα εμπιστοσύνης στην Ελλάδα βαθαίνει, οπότε οι τριγμοί στο τραπεζικό σύστημα εξαπλώνονται. Οι ελληνικές τράπεζες αυξάνουν εκ νέου την εξάρτησή τους από την ΕΚΤ και οι αρχικά δυσοίωνες προβλέψεις των αναλυτών για «παντελή αδυναμία χρηματοδότησης εκτός ΕΚΤ για μεγάλο χρονικό διάστημα» εξελίσσονται σε αυτοεκπληρούμενη προφητεία.

Η τάση αυτή επικρατεί έως σήμερα και δεν αναμένεται να διαφοροποιηθεί άμεσα. Ενδεικτικό είναι ότι το σύνολο του δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ αγγίζει τα ευρώ 95 δισ. στις αρχές του 2011 έναντι ευρώ 50 δισ. στο τέλος του 2009. Η εξάρτηση

από την ΕΚΤ καλύπτει πλέον το 18% των στοιχείων του ενεργητικού των ελληνικών τραπεζών έναντι 3% για το σύνολο των τραπεζών στην Ευρώπη (Γράφημα 12)



Τη χαριστική βολή στις όποιες προσδοκίες αναβίωσης εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης δίνει η κατάταξη της Ελλάδας, και κατ' επέκταση των ελληνικών τραπεζών, στην κατηγορία μη διαβαθμισμένης επενδυτικής ικανότητας (non investment grade ή junk) από τους περισσότερους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Δεδομένου ότι τα μοντέλα διάρθρωσης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων παγκοσμίως είναι άρρηκτα συνδεδεμένα με τέτοιους δείκτες, τα ομόλογα ελλήνων εκδοτών υφίστανται ισχυρές πιέσεις ρευστοποίησης. Οι υποβαθμίσεις έχουν επίπτωση και στη χρηματοδότηση μέσω της ΕΚΤ με διττή μορφή: πρώτον, η αποτίμηση των ελληνικών ενεχύρων στην ΕΚΤ χειροτερεύει και δεύτερον, οι συντελεστές περικοπής (haircuts) κλιμακώνονται. Απόδειξη ότι οι ελληνικές τράπεζες δεσμεύουν ευρώ 128 δισ. σε ονομαστική αξία καλυμμάτων για να δανειστούν ευρώ 95 δισ. σε χρηματική αξία (δηλαδή υποχρηματοδότηση ενεχύρων κατά 26%). Μοιραία αυτή η πραγματικότητα πιέζει περαιτέρω τους ισολογισμούς τους, καθότι αφενός οδηγεί σε γιγαντιαίο έλλειμμα χρηματοδότησης, και αφετέρου, οξύνει το πρόβλημα τακτικής αναπλήρωσης του ύψους των ενεχύρων που απαιτείται να είναι δεσμευμένα για την επαρκή κάλυψη του ονομαστικού ύψους δανεισμού από την ΕΚΤ.

Όσο τα περιθώρια κυμαίνονται στην περιοχή των 1.000 μ.β. το μήνυμα που λαμβάνουν οι ελληνικές τράπεζες είναι ότι δεν είναι ευπρόσδεκτες στις αγορές. Αυτή η δυστοκία προσέλκυσης επενδυτών και οι δομικές ισορροπίες των ισολογισμών των ελληνικών τραπεζών εξηγούν πλήρως τον υψηλό δανεισμό από την ΕΚΤ. Πράγματι μια απλή αναδρομή στην εξέλιξη των μεγεθών τους στην τριετία 2008-2010 αποκαλύπτει συνολική αύξηση αναγκών σε ευρώ 99 δισ. ως ακολούθως:

- οι εκροές λόγω μεταβολής της καθαρής διατραπεζικής δραστηριότητας και της καθαρής μεταβολής των υποχρεώσεων από ομολογιακές εκδόσεις

αποπληρωμές μείον νέες εκδόσεις) προς το εξωτερικό από την αρχή της κρίσης ανέρχονται στο ύψος των ευρώ 26 δισ.,

- η αύξηση του χαρτοφυλακίου των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου παίρνοντας τη σκυτάλη από τους ξένους επενδυτές διαμορφώνεται σε ευρώ 18 δισ.,
- η καθαρή μεταβολή του ενεργητικού από εμπορικές εργασίες (δάνεια και επενδύσεις μείον καταθέσεις) καταγράφει αύξηση κατά ευρώ 55 δισ.

Μόνο από τη μείωση των καταθέσεων και της αξίας του ενεχύρου οι τράπεζες απαιτήθηκε, για τη διατήρηση της σταθερότητας του τραπεζικού τομέα και κατά συνέπεια της οικονομίας, να εξεύρουν χρηματοδότηση της τάξεως των 66 δισεκ. ευρώ το 2010.¹⁰⁷ Αν ληφθεί επίσης υπόψη ότι το 2010 οι τράπεζες έπρεπε να αποπληρώσουν υποχρεώσεις τους που έληγαν, ύψους περίπου 8 δισεκ. ευρώ, απαιτήθηκε συνολικά στο διάστημα Ιανουαρίου 2010-Φεβρουαρίου 2011 να εξεύρουν χρηματοδότηση ύψους 74 δισεκ. ευρώ. Η σημαντική επιδείνωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, που οφειλόταν στο αντίξοο εγχώριο μακροοικονομικό περιβάλλον, οδήγησε σε σημαντική άνοδο του λόγου των δανείων σε καθυστέρηση προς το σύνολο δανείων στην Ελλάδα (Δεκέμβριος 2010:10,4%, Δεκέμβριος 2009: 7,7).Υπό τις συνθήκες αυτές, θετική εξέλιξη αποτέλεσε η αύξηση του ποσοστού κάλυψης των δανείων σε καθυστέρηση από προβλέψεις (Δεκέμβριος 2010: 44,7%, Δεκέμβριος 2009: 41,5%), που προήλθε από τη σημαντική ενίσχυση του αποθέματος των προβλέψεων κατά το 2010. Δυσάρεστη έκπληξη είναι ότι, τόσο το ευρωπαϊκό πρόγραμμα επαναγορών κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ για την απορρόφηση της υπερπροσφοράς από επενδυτές, όσο και η διενέργεια των περίφημων ασκήσεων προσημείωσης καταστάσεων κρίσης (stress tests) αδυνατούν να μεταπείσουν τις αγορές προκειμένου να δοθεί κάποια διέξοδος στο μείζον πρόβλημα έλλειψης εναλλακτικής χρηματοδότησης για τις ελληνικές τράπεζες. Αναμφίβολα, τέτοιες πρωτοβουλίες παρέχουν πίστωση χρόνου και θωρακίζουν τη ρευστότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος βραχυπρόθεσμα, αίροντας τον φόβο κατάρρευσής του, πλην όμως δεν εγγυώνται την κάλυψη των χρηματοδοτικών του αναγκών μεσοπρόθεσμα.¹⁰⁸

ΤΕΤΑΡΤΗ ΦΑΣΗ: 2011- ΣΗΜΕΡΑ: ΣΥΝΕΧΗΣ ΕΠΙΔΕΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2011, αποκαλύπτουν ακριβώς την επιδείνωση των χρηματοδοτικών αναγκών των τραπεζών: οι καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας, οι οποίες εξάλλου παρουσιάζουν μεγαλύτερη συσχέτιση με την οικονομική δραστηριότητα, υποχώρησαν με εντεινόμενο ρυθμό, με αποτέλεσμα ο ετήσιος ρυθμός μείωσης τους να διαμορφωθεί σε 21,0% το Φεβρουάριο του 2012 (Δεκέμβριος 2011:-18,0%, Δεκέμβριος

¹⁰⁷ Έκθεση 2010, 174

¹⁰⁸ Μιχαλόπουλος, Ορ.cit., 243

2010: -11,9%). Ο ετήσιος ρυθμός μείωσης των καταθέσεων προθεσμίας περιορίστηκε τους πρώτους 8 μήνες του 2011, αλλά ενισχύθηκε στη συνέχεια και διαμορφώθηκε σε 17,5% το Φεβρουάριο του τρέχοντος έτους Δεκέμβριος 2011: -15,3%, Δεκέμβριος 2010: -12,8%).⁵ Ο ρυθμός μείωσης του συνόλου των καταθέσεων που περιλαμβάνονται στο M3 ήταν διψήφιος σχεδόν καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο Ιανουαρίου 2011-Φεβρουαρίου 2012 (Φεβρουάριος 2012: -18,9%, Δεκέμβριος 2011: -16,4%, Δεκέμβριος 2010: -12,4%). Ταχύτερη ήταν η υποχώρηση των καταθέσεων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Φεβρουάριος 2012: -30,5%, Δεκέμβριος 2011: -24,1%) έναντι των νοικοκυριών (Φεβρουάριος 2012: -17,9%, Δεκέμβριος 2011: -15,9%).¹⁰⁹ Οι τοποθετήσεις σε σεις σε γeros όσο και οι τοποθετήσεις σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων-χρηματαγοράς και τα τραπεζικά χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών συνέχισαν να μειώνονται με αποτέλεσμα το Φεβρουάριο του 2012 να έχει σχεδόν μηδονιστεί το ποσοστό συμμετοχής τους στο M3 (0,04%, 0,38% και 0,00% αντιστοίχως).

Το Δεκέμβριο του 2011 τα δάνεια που έχει χορηγήσει το ελληνικό τραπεζικό σύστημα έφτασαν το ύψος περίπου 250 δις (Δεκέμβριος 2011) υπερβαίνοντας κατά πολύ το ύψος των καταθέσεων που κυμαίνονταν την ίδια περίοδο στα 170 δις ευρώ. Αυτό το κενό έπρεπε να καλυφτεί για να μην βρεθεί το τραπεζικό σύστημα στην αδυναμία υποχρεώσεων κάτι που θα οδηγούσε με μαθηματική ακρίβεια σε τραπεζικό πανικό (Bank run) . Δηλαδή σε αδυναμία ανταπόκρισης των υποχρεώσεων του και ειδικά όσον αφορά στις καταθέσεις του κοινού αλλά και στην συνέχιση όλων των άλλων υποχρεώσεων του που έχουν άμεση σχέση με την οικονομική πραγματικότητα.¹¹⁰

Συνοψίζοντας, το ελληνικό κράτος ως όφειλε παρενέβη και χορήγησε με διάφορους τρόπους βοήθεια προς το ελληνικό τραπεζικό σύστημα:

- Χορήγησε 5 δις ρευστά για την αγορά προνομιούχων μετοχών και με την υποχρέωση να καταβάλλεται σταθερή απόδοση 10% . Η καταβολή έγινε για τον πρώτο χρόνο , αλλά στη συνέχεια με πρωτοβουλία της ΕΤΕ σταμάτησε διότι τα αποτελέσματα ήσαν ζημιογόνα.

- Χορήγησε εγγυήσεις¹¹¹, είτε για την έκδοση τραπεζικών χρεογράφων είτε εξέδωσε ίδια ομόλογα , ύψους 98 δις ευρώ, προς τα τραπεζικά ιδρύματα.

- Παράλληλα έχει αποφασισθεί να χορηγηθούν επίσης γύρω στα 50 δις για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών μετά τις απώλειες από το PSI αλλά και την ύπαρξη υψηλού ποσοστού επισφαλών δανείων που δημιουργήθηκαν στην τελευταία τριετία λόγω της ύφεσης και της ακολουθούμενης οικονομικής πολιτικής. Βεβαίως και εδώ πρόκειται για

¹⁰⁹ Έκθεση 2011, 144

¹¹⁰ Μελάς, 20 Μαΐου 2012, http://www.kostasmelas.gr/2012/05/blog-post_20.html

¹¹¹ Πρόκειται για εγγυήσεις . Οι εγγυήσεις είναι πιστοδοτικά προϊόντα εν ευρεία εννοία , δεν πρόκειται για ρευστά, όμως ενέχουν κίνδυνο και αν καταπέσουν χρειάζεται να πληρωθούν από τον εκδότη. Στην ουσία πρόκειται για πιστοδότηση ειδικής μορφής. (και εδώ προβλέπεται ένα είδος προμήθειας για το ελληνικό κράτος , που κυμαίνεται ανάλογα της πιστοληπτικής ικανότητας του τραπεζικού ιδρύματος). Ibid.

χρήματα υπό μορφή δανείων που χρειάζεται σε βάθος χρόνου να αποπληρωθούν (από τρία έως δέκα χρόνια).

Τις εγγυήσεις του ελληνικού δημοσίου 98 δισ. αλλά και άλλα στοιχεία του χαρτοφυλακίου τους (ομόλογα, δάνεια κ.λ.π.) χρησιμοποίησαν οι ελληνικές τράπεζες και μπόρεσαν να αντλήσουν ρευστότητα ύψους 127 δισ. Η ΕΚΤ έδωσε 74 δισ. απευθείας και άλλα 54 δισ. μέσω της Τραπεζής της Ελλάδος, που είναι μέλος της, και κατόπιν ειδικής άδειας (ELA). Τα χρήματα αυτά είναι επομένως δάνεια από την ΕΚΤ και την ΤτΕ με εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου. Παράλληλα, τα ρευστά που έχει λάβει 5δισ συν όσα θα πάρει για την ανακεφαλαιοποίηση τα οποία θα ανέλθουν περίπου στα 50 δισ . Δηλαδή το ελληνικό τραπεζικό σύστημα θα έχει λάβει δάνειο ύψους περίπου 170 δισ για να μπορέσει να σταθεί στα πόδια του και να κλείσει τις απώλειες του που προέρχονται από : την απόσυρση των καταθέσεων 70 δισ, τις απώλειες από το PSI 35δισ, και τα επισφαλή δάνεια¹¹² που ανέρχονται πάνω από το 20,0% των χορηγούμενων δανείων , περίπου 40 -45 δισ, αλλά και να βελτιώσει την κεφαλαιακή του επάρκεια στο 10,0%.

Τον Μάρτιο του 2012 ένα νέο δάνειο δόθηκε στην Ελλάδα, το ύψος του οποίου συνολικά , ανέρχεται τελικά σε 137,1 δισ ευρώ. Από αυτά : 109,1 δισ ευρώ δίνονται από τις ευρωπαϊκές κυβερνήσεις και τα 28,0 δισ ευρώ από το ΔΝΤ. Από τα χρήματα του ΔΝΤ ,τα 19,8 δισ ευρώ δίνονται για τριετή περίοδο μέχρι το 2014 όπως και τα υπόλοιπα των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων , ενώ τα 8,2 δισ ευρώ για το 2015 αφού έχει τελειώσει το τριετές πρόγραμμα. Αν σε αυτά προσθέσουμε και 34,4 δισ από την πρώτη δανειακή σύμβαση τα οποία δεν έχουν απορροφηθεί ακόμα, το συνολικό ύψος των δανειακών κεφαλαίων φθάνει τα 171,5 δισ ευρώ (τα 163,3 δισ μέχρι το 2014 και τα 8,2 δισ ευρώ το 2015 μόνο από το ΔΝΤ).

Σύμφωνα με την δανειακή σύμβαση που κατατέθηκε στη Βουλή των Ελλήνων από τα 109,1 δισ ευρώ τα 61,7 δισ ευρώ αποτελούν νέα δάνεια. Τα υπόλοιπα 47,4 δισ δεν συνιστούν νέα υποχρέωση καθόσον , τα 24,4 δισ ευρώ προέρχονται από την ΣΔ 8.5.2010 (μη χρησιμοποιηθέντα) και τα 23 δισ ευρώ λόγω ότι αποτελούν διευκόλυνση για την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών. Από τα υπόλοιπα , 9,4 δισ ευρώ αποτελούν το υπόλοιπο των παλαιών δανείων που αναλογεί στο ΔΝΤ, και δεν συνιστά κατ' αναλογία νέο δανεισμό. Ενώ τα 28 δισ ευρώ αποτελούν νέο δανεισμό. Συνεπώς ο νέος δανεισμός φθάνει στο ύψος των 61,7+28 =89,7 δισ ευρώ. Αν αφαιρεθούν από τα 105,6 δισ που αποτελεί το ύψος της απομείωσης τότε το καθαρό υπόλοιπο της απομείωσης φθάνει στα 16,3 δισ ευρώ. Τα 23 δισ ευρώ που δεν θεωρείται νέος δανεισμός διότι θα πρέπει μετά μια πενταετία να επιστραφεί από τις τράπεζες στις οποίες θα δοθεί τώρα για την ανακεφαλαιοποίησή τους.

Από τα 171,5 δισ ευρώ θα διατεθούν ως εξής:

¹¹² Η επίσημη αναφορά της Black rock δεν έχει ακόμα δημοσιευθεί.

- τα 30,0 δις ευρώ με σκοπό να χρηματοδοτηθεί μέρος της εθελοντικής ανταλλαγής ομολόγων της Ελλάδας με επενδυτές του ιδιωτικού τομέα.
- τα 35,0 δις ευρώ με σκοπό να παρασχεθεί στην Ελληνική Δημοκρατία η δυνατότητα να χρηματοδοτήσει την ενδεχόμενη επαναγορά τίτλων της που έχουν παρασχεθεί ως ενέχυρο στο ευρωσύστημα , με τίτλους του ΕΤΧΣ (EFSF).
- Τα 5,7 δις ευρώ με σκοπό την εξυπηρέτηση των συσσωρευμένων τόκων ομολόγων μέχρι την ημερομηνία εθελοντικής ανταλλαγής των ομολόγων.
- Τα 23 δις ευρώ για την άμεση ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών.

Συνεπώς 118,7 δις ευρώ θα διατεθούν ευθέως για το τραπεζικό σύστημα. Τα υπόλοιπα 44,6 δις ευρώ θα χρησιμοποιηθούν για να καλύψουν τα ελλείμματα, τις άλλες ανάγκες και τα χρεολύσια (για τα δάνεια στον επίσημο τομέα) των ετών μέχρι και το 2014, και 8,2 δις ευρώ (από το ΔΝΤ) το 2015.¹¹³

Ρυθμίσεις στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων

Οι τράπεζες, ήδη από τις αρχές του 2010, παρακολουθώντας τις οικονομικές και κοινωνικές μεταβολές και ανταποκρινόμενες στη δυσμενή οικονομική συγκυρία, προέβησαν, παρά τα προβλήματα ρευστότητας που αντιμετώπισαν, σε πολύ μεγάλο αριθμό ρυθμίσεων με οφειλέτες που αντιμετώπιζαν δυσχέρειες στην εξυπηρέτηση των δανείων τους, με ιδιαίτερα ευνοϊκούς όρους και τη δέουσα κοινωνική ευαισθησία.

Τα προγράμματα ρυθμίσεων των τραπεζών ξεκίνησαν το 2010 και συνεχίστηκαν καθ' όλη τη διάρκεια των ετών 2011 και 2012, προσφέροντας σε διάφορες κατηγορίες οφειλετών, όπως τους δημοσίους υπαλλήλους και τους συνταξιούχους (λόγω της περικοπής των αποδοχών τους), καθώς και τους άνεργους, επιμήκυνση της διάρκειας με μείωση των δόσεων των δανείων τους.

Ειδικότερα, σύμφωνα με στοιχεία των τραπεζών-μελών της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών (**Πίνακας 1**), προκύπτει ότι οι ρυθμίσεις των στεγαστικών και καταναλωτικών δανείων, συμπεριλαμβανομένων των πιστωτικών καρτών, παρουσίασαν, την 30η Ιουνίου 2012, σε σχέση με την 31η Δεκεμβρίου 2011, αύξηση του αριθμού κατά 16,4%. Επίσης, αποδεικνύεται ότι:

- οι τράπεζες υλοποιούν ρυθμίσεις δανείων ακόμα και προς νοικοκυριά με σχετικά χαμηλό υπόλοιπο δανειοδότησης, αφού ο μέσος όρος ρυθμιζόμενου ποσού ανά ρυθμιζόμενο δάνειο έχει μειωθεί κατά 12,2%, και
- οι μέχρι σήμερα ρυθμίσεις δανείων εξυπηρετούνται σε ικανοποιητικό βαθμό, γεγονός που πιστοποιεί ότι οι προτάσεις ρύθμισης των τραπεζών είναι

¹¹³ Μελάς, 18.3.12, http://www.kostasmelas.gr/2012/03/blog-post_18.html

προσαρμοσμένες στις τρέχουσες δυνατότητες της πλειονότητας των νοικοκυριών.

114

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

	Συνολικός αριθμός ρυθμισμένων δανείων	Συνολικό ποσό ρυθμισμένων δανείων	Μέσος όρος ποσού / ρυθμιζόμενο δάνειο
Ρυθμίσεις στεγαστικών δανείων	31.12.2011: 179.094	31.12.2011: 11,99 δισ. ευρώ	31.12.2011: 66.971 ευρώ
	30.6.2012: 222.384 (24%)	30.6.2012: 12,38 δισ. ευρώ (3,3%)	30.6.2012: 55.670 ευρώ (-16,9%)
Ρυθμίσεις καταναλωτικών δανείων και πιστωτικών καρτών	31.12.2011: 390.712	31.12.2011: 5,88 δισ. ευρώ	31.12.2011: 15.040 ευρώ
	30.6.2012: 441.038 (13%)	30.6.2012: 5,88 δισ. ευρώ (0%)	30.6.2012: 13.338 ευρώ (-11,3%)
ΣΥΝΟΛΟ	31.12.2011: 569.806	31.12.2011: 17,87 δισ. ευρώ	31.12.2011: 31.362 ευρώ
	30.6.2012: 663.422 (16,4%)	30.6.2012: 18,26 (2,2%)	30.6.2012: 27.528 ευρώ (-12,2%)

Εάν μελετήσουμε τα στοιχεία προκύπτει ότι το ελληνικό κράτος έχει προκαλέσει ζημία στις τράπεζες τουλάχιστον 100 δισ ευρώ:

1. Οι τράπεζες επωμίστηκαν μια ζημία 32-33 δις ευρώ λόγω του psi+ από την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους
2. Οι τράπεζες επωμίστηκαν 20 δις ευρώ απόρροια των προβληματικών δανείων που δημιουργήθηκαν λόγω της ύφεσης της οικονομίας. Να σημειωθεί ότι η σωρευτική ύφεση στην οικονομία στην 5ετία διαμορφώνεται στο 18% που σημαίνει ότι ο εθνικός πλούτος της χώρας μειώθηκε 18% σε 5 χρόνια. Τα 55 δις ευρώ ζημία ωστόσο είναι οι μέχρι τώρα καταγραφείσες ζημίες.
3. Εκτιμάται ότι θα προστεθούν άλλα 25 δις ευρώ προβληματικά δάνεια σε βάθος χρόνου αυξάνοντας τις σωρευτικές ζημίες στα 80 δις ευρώ.

¹¹⁴ Μελάς, Ιούνιος 2012

Δηλαδή το ελληνικό κράτος προκάλεσε ή θα προκαλέσει στις τράπεζες ζημία ύψους 80 δις ευρώ.

4. Αν σε αυτά προστεθούν και τα 130 δις ευρώ ρευστότητας που έχουν αντλήσει οι ελληνικές τράπεζες εκ των οποίων 106 δις μέσω του ELA πληρώνοντας επιτόκια 3% θα πρέπει να προστεθεί μια ζημία **μόνο σε τόκους 2 δις ευρώ ετησίως ή σωρευτικά 6,5 δις ευρώ σε επιπλέον τόκους λόγω της κρίσης.** Λόγω της βαθείας ύφεσης οι τράπεζες από κερδοφόρες κατέστησαν επικίνδυνα ζημιογόνες.
5. Στις περιόδους ανάπτυξης και εξαιρώντας τα ανώτερα επίπεδα ο τραπεζικός κλάδος κέρδιζε ετησίως 2,5 δις ευρώ. **Δηλαδή στην 5ετία τα διαφυγόντα κέρδη των τραπεζών είναι 12,5 δις ευρώ.**

Αν όλα αυτά προστεθούν μας κάνουν ένα άθροισμα 100 δις ευρώ. Τα 100 δις ευρώ αντιστοιχούν στο 27% του συνολικού ενεργητικού των τραπεζών και αποτελούν την μεγαλύτερη σωρευτική ζημία που έχει προκαλέσει ένα κράτος στις τράπεζες του.

Πίνακας Χ.9 Αποτελέσματα χρήσεως ελληνικών εμπορικών τραπεζών και τραπεζικών ομίλων (εννέαμηνο 2010 - εννέαμηνο 2011)

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Τράπεζες			Τραπεζικοί όμιλοι		
	Ιαν.-Σεπτ. 2010	Ιαν.-Σεπτ. 2011	Μεταβολή (%)	Ιαν.-Σεπτ. 2010	Ιαν.-Σεπτ. 2011	Μεταβολή (%)
Λειτουργικά έσοδα	6.465	6.545	1,2	10.160	9.890	-2,7
Καθαρά έσοδα από τόκους	6.094	6.002	-1,5	8.807	8.436	-4,2
- Έσοδα από τόκους	12.654	13.595	7,4	16.142	16.765	3,9
- Έξοδα τόκων	6.559	7.593	15,8	7.335	8.329	13,5
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	371	543	46,3	1.353	1.454	7,5
- Καθαρά έσοδα από προμήθειες	857	617	-28,0	1.402	1.175	-16,2
- Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	-617	-372	-	-324	-204	-
- Λοιπά έσοδα	131	298	127,6	275	483	75,7
Λειτουργικά έξοδα	4.134	3.839	-7,1	5.909	5.591	-5,4
Δαπάνες προσωπικού	2.480	2.279	-8,1	3.412	3.184	-6,7
Διοικητικά έξοδα	1.381	1.297	-6,1	2.004	1.891	-5,6
Αποσβέσεις	231	254	10,0	439	461	5,1
Λοιπά έξοδα	42	9	-78,9	53	56	4,3
Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα - λειτουργικά έξοδα)	2.331	2.707	16,1	4.251	4.299	1,1
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	3.874	5.245	35,4	4.678	6.178	32,1
Προβλέψεις για τη Συμμετοχή του Ιδιωτικού Τομέα ¹		5.926	-		6.264	-
Κέρδη / Ύμεις από συμμετοχές			-	-12	-53	-
Κέρδη προ φόρων	-1.542	-8.465	-	-439	-8.195	-
Φόροι	178	-1.052	-	439	-924	-310,5
Κέρδη μετά από φόρους	-1.720	-7.413	-	-878	-7.271	-

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις ελληνικών εμπορικών τραπεζών και τραπεζικών ομίλων.

¹ Αφορά τη συμφωνία της 21ης Ιουλίου 2011 για τη Συμμετοχή του Ιδιωτικού Τομέα.

Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Καταρχάς, σημειώνεται ότι ικανές να ανακεφαλαιοποιηθούν από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας κρίθηκαν μόνο οι 4 μεγάλες τράπεζες της χώρας (Εθνική, Πειραιώς, Alpha, Eurobank).

Όλες οι υπόλοιπες, ανάλογα με τις δυνατότητες και την κατάστασή τους θα πρέπει είτε να εκκαθαριστούν, είτε να διαχωριστούν σε καλή και κακή τράπεζα (όπως προβλέπει ο πτωχευτικός κώδικας τραπεζών) και να απορροφηθεί από κάποιον άλλο το υγιές κομμάτι είτε να εξαγοραστούν όπως είναι. Σε όλα αυτά παίζει βασικό ρόλο η διάθεση ή η δυνατότητα των μετόχων να προβούν σε αυξήσεις κεφαλαίου. Πιθανό είναι οι 4 μεγάλες και βιώσιμες τράπεζες να εξαγοράσουν μία από τις ΑΤΕ (όπως και έγινε), Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, Εμπορική και Γενική Τράπεζα, ενώ σε ό,τι αφορά τις μικρότερες (Millenium, Proton κλπ) έχει εκδηλωθεί ενδιαφέρον εξαγοράς από ξένους

επενδυτές με σκοπό τη συνένωσή τους και τη δημιουργία ενός νέου ισχυρού τραπεζικού πυλώνα.¹¹⁵

Εξαίρεση αποτελεί μέχρι στιγμής η Attica Bank η οποία προσπαθεί να προχωρήσει μόνη της σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και επιδιώκει όπως έχει δηλώσει να παίξει ρόλο στο νέο τραπεζικό τοπίο που θα δημιουργηθεί.

Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Όταν πριν από 2 χρόνια έγιναν τα πρώτα stress tests ώστε να διαπιστωθεί η πραγματική ανθεκτικότητα και ευρωστία των ευρωπαϊκών τραπεζών, η ΑΤΕ είχε βγει τελευταία πανευρωπαϊκά και από τότε υπήρχαν ανησυχίες για το μέλλον της. Η ΑΤΕ είχε όλα τα χαρακτηριστικά της κακοδιαχείρισης ενός δημοσίου οργανισμού (πολύ άσχημο ιστορικό δανείων χωρίς αντίκρισμα, δανείων που διαγράφονταν, μεγάλο αριθμό εργαζομένων με προνόμια δημοσίων υπαλλήλων κλπ), όμως, δεν πρέπει να παραβλέπεται το γεγονός ότι κύριοι υπεύθυνοι για την οικτρή κατάσταση στην οποία οδηγήθηκε η τράπεζα πυλώνας της ελληνικής αγροτικής οικονομίας είναι φυσικά τα 2 κόμματα που κυβέρνησαν όλα αυτά τα χρόνια και τα οποία, εκτός όλων των άλλων, χρέωσαν την Αγροτική Τράπεζα και με δάνεια δικά τους που ξεπερνούν τα 200 εκατομμύρια ευρώ. Η επιλογή, τελικά, της εξαγοράς της Αγροτικής από την Πειραιώς, κρίθηκε από την Τράπεζα της Ελλάδας αλλά και από την κυβέρνηση ως η πλέον συμφέρουσα.

Η ΕΜΠΟΡΙΚΗ

Ήδη έχουν κατατεθεί επίσημες προσφορές από τις 3 μεγάλες τράπεζες (Εθνική, Alpha, Eurobank) οι οποίες εξετάζονται από τη γαλλική μητρική Credit Agricole.

ΤΟ ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ:

Πιθανότατα να ακολουθηθεί η διαδικασία του διαχωρισμού σε καλή και κακή τράπεζα και η εξαγορά του υγιούς τμήματος από μία από τις Εθνική και Eurobank που κατέχουν ήδη το 6% του μετοχικού του κεφαλαίου.

¹¹⁵ Φιλιποπούλου Χρυσάνθη, *Φάκελος: Ανακεφαλαιοποίηση των Τραπεζών*, Το βήμα, 31.08.2012

Μελέτη του ενεργητικού των τεσσάρων μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών

Την περίοδο 2010/2011 το συνολικό ενεργητικό των τεσσάρων μεγαλύτερων τραπεζών μειώθηκε κατά -12,0% , από 332291 εκ. ευρώ σε 292192 εκ. ευρώ. Αυτό που μας ενδιαφέρει είναι σε ποια στοιχεία του ενεργητικού οφείλεται η μείωση. Συγκεκριμένα παρατηρούνται :

Σχετικά με τις απαιτήσεις:

- Στην Alpha Bank οι απαιτήσεις μειώθηκαν και τα δύο έτη κατά -8,6% και -9,8% ,
- στην Eurobank οι απαιτήσεις αυξήθηκαν τον πρώτο χρόνο κατά +9,0% και μειώθηκαν κατά -14,3% τον δεύτερο ,
- στην ΕΤΕ αυξήθηκαν τον πρώτο χρόνο κατά +2,7% ενώ μειώθηκαν το δεύτερο -5,2% ,
- στην Τράπεζα Πειραιώς αυξήθηκαν την πρώτη χρονιά κατά +2,5% ενώ μειώθηκαν κατά -14,0% το δεύτερο χρόνο.

Συνολικά η εξέλιξη του μεγέθους των Απαιτήσεων φαίνεται στον Πίνακα 2.Την περίοδο 2010/2011 παρατηρείται μείωση των απαιτήσεων προς πελάτες (ιδιώτες , επιχειρήσεις, κράτος) περίπου κατά 25 δις ευρώ ή κατά -10,25% . Αυτό συνέβη στη διάρκεια ενός χρόνου.

Σχετικά με τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου παρατηρούμε τα παρακάτω:

- στην Alpha Bank τον πρώτο χρόνο έχουμε αύξηση κατά 22,0% και μείωση τον δεύτερο χρόνο κατά -20,4% .
- Στην Eurobank , τον πρώτο χρόνο έχουμε μείωση κατά -30,0% και τον δεύτερο χρόνο επιπλέον μείωση κατά -13,2%.
- Στην ΕΤΕ τον πρώτο χρόνο έχουμε αύξηση κατά +7,0% και μείωση τον δεύτερο κατά -22,2% .
- Τέλος στην Τράπεζα Πειραιώς έχουμε αύξηση κατά +20,4% τον πρώτο χρόνο και μείωση κατά -39,7% τον δεύτερο χρόνο.

Συνολικά παρατηρείται μείωση 2010-2011 κατά -25,8% ή 12,4 δις ευρώ.

Συμπερασματικά, την περίοδο 2010-2011 οι εξεταζόμενες μεγαλύτερες τράπεζες εξαναγκάστηκαν σε απομόχλευση στις απαιτήσεις κατά 25,0 δις ευρώ και στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου κατά 12,4 δις ευρώ. Με πρώτη προσέγγιση, η απομόχλευση αυτή κρίνεται σημαντική.¹¹⁶

Παράρτημα- Απομόχλευση Ελληνικών Τραπεζών¹¹⁷

¹¹⁷ Μελάς, 1.6.2012, http://www.kostasmelas.gr/2012/06/blog-post_5290.html

Πίνακας 1

Έτος	Συνολικό Ενεργητικό	Ρυθμός Μεταβολής.
2009	321538	2009/2010 : + 3,3%
2010	332291	2010/2011: -12,0%
2011	292192	2009/2011: -9,12%

Πίνακας 2

Συνολικές Απαιτήσεις των Τεσσάρων Τραπεζών.

Έτος	Ποσά	Ρυθμός Μεταβολής.
2009	238622	
2010	245820	+3,0% , 2009/2010
2011	220617	-10,25% , 2010/2011

Πίνακας 3

Συνολικές Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου των Τεσσάρων Τραπεζών.

Έτος	Ποσά	Ρυθμός Μεταβολής.
2009	47599	
2010	48065	+ 0,98, 2009/2010
2011	35666	-Κ -25,8, 2010/2011

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

Eurobank

	2009	2010	2011	2010/2009	2011/2010	2011/2009
Ταμείο και διαθέσιμα στις κεντρικές τράπεζες	3.079	3.606	3.286	+17.1%	-8.9%	+6.7%
Απαιτήσεις	65284	71.192	61.074	+9%	-14.3%	-6.5%
Επενδύσεις χαρτοφυλακίου	12672	8.876	7.712	-30%	-13.2%	-39.2%
Συμμετοχές και συναφή	421	422	576	+0.02%	+36.4%	+36.8%
Πάγια	1.585	1.563	1.201	-1.4%	-23.2%	-24.3%
Λοιπά	1.228	1.529	2.973	+24.5%	+94.4%	142.1%
Σύνολο	84.269	87.188	76.822	3.4%	-11.9%	-8.9%

	2009	2010	2011	2010/2009	2011/2010	2011/2009
Ταμείο και διαθέσιμα στις κεντρικές τράπεζες	3.814.673	4.124.483	2.103.588	+8,1%	-48,9%	-44,9%
Απαιτήσεις	56.578.685	51.743.677	46.696.745	-8,6%	-9,8%	-17,5%
Επενδύσεις χαρτοφυλακίου	6.633.833	8.099.544	6.450.437	+22%	-20,4%	-2,8%
Συμμετοχές και συναφή	123.383	121.346	109.543	-1,7%	-9,8%	-11,3%

Πάγια	1.436.554	1.433.849	1.402.461	-0,1%	-2,2%	-2,3%
Λοιπά	1.008.913	1.275.616	2385.271	+26,4%	+86,9%	+136%
Σύνολο	69.596.047	66.798.315	59.148.045	-4,1%	-11,5%	-15,02%

ALPHA BANK

	2009	2010	2011	2010/2009	2011/2010	2011/2009
Ταμείο και διαθέσιμα στις κεντρικές τράπεζες	4.252.854	7.530.483	4.082.153	+77%	-6%	-4.1%
Απαιτήσεις	78.460.456	80.583.324	76.432.067	+2.7%	-5.2%	-2.6%
Επενδύσεις χαρτοφυλακίου	22.257.060	23.821.691	17.119.826	+7%	-22.2%	-23.1%
Συμμετοχές και συναφή	207.575	252.426	316.954	+21.6%	+25.5%	+52.6%
Πάγια	4.586.095	4.630.313	4.159.497	+0.09%	-10.2%	-9.4%
Λοιπά	3.630.143	3.881.153	5.038.952	+6.9%	+29.8%	+38.8%
Σύνολο	113.394.183	120.744.605	106.869.989	+6.4%	-11.5	

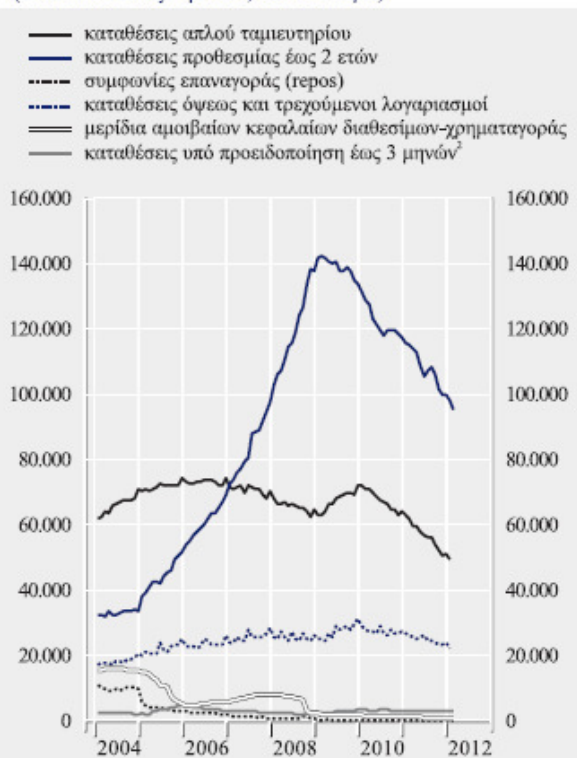
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

	2009	2010	2011	2010/2009	2011/2010	2011/2009
Ταμείο και διαθέσιμα στις κεντρικές τράπεζες	2.977.561	2.993.275	2.552.717	+0.05%	-14.8%	-14.3%
Απαιτήσεις	41.236.826	42.301.252	36.414.244	+2.5%	-14%	-11.7%

Επενδύσεις χαρτοφυλακίου	6.036.279	7.268.316	4.384.074	+20.4%	-39.7%	-27.4%
Συμμετοχές και συναφή	1.003.917	1.138.925	1.092.153	+13.4%	-4.2%	+8.7%
Πάγια	1.326.431	1.351.331	1.222.210	+1.8%	-9.6%	-7.9%
Λοιπά	1.678.777	1.552.840	3.629.515	-7.6%	+133.7%	+116.1%
Σύνολο	54.279.791	57.561.340	49.352.308	+6%	-14.3%	-9.1%

Διάγραμμα Χ.1 Εξέλιξη των καταθέσεων, των συμφωνιών επαναγοράς και των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων-χρηματαγοράς στην Ελλάδα¹ (Ιανουάριος 2004 - Φεβρουάριος 2012)

(υπόλοιπα τέλους περιόδου, σε εκατ. ευρώ)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

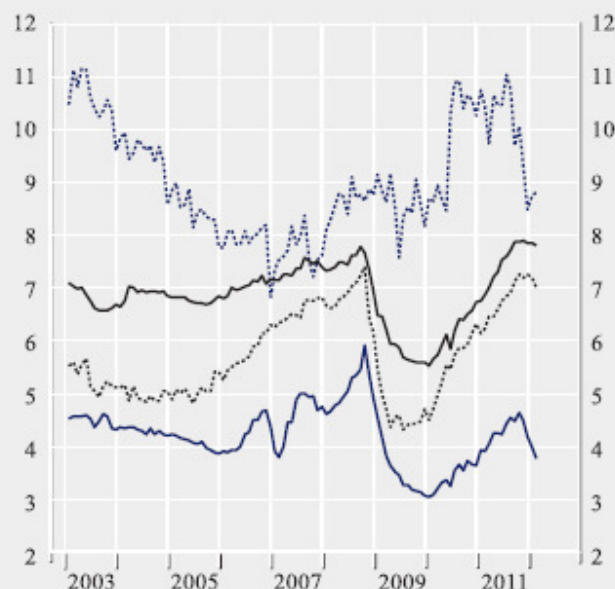
1 Τα μεγέθη αυτά περιλαμβάνονται στο M3, σύμφωνα με τον ορισμό της ΕΚΤ, και επομένως αποτελούν την ελληνική συμβολή στα αντίστοιχα μεγέθη της ζώνης του ευρώ.

2 Περιλαμβάνονται και καταθέσεις ταμιευτηρίου σε λοιπά νομίσματα (εκτός ευρώ).

Διάγραμμα Χ.3 Επιτόκια νέων τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα (Ιανουάριος 2003 - Φεβρουάριος 2012)

(ποσοστά % ετησίως)

- καταναλωτικά δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος¹
- αλληλόχρεοι λογαριασμοί επιχειρήσεων που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα^{2,3}
- στεγαστικά δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος
- δάνεια έως 1 εκατ. ευρώ προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα με επιτόκιο κυμαινόμενο ή σταθερό έως ένα έτος^{1,3}



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Μέσο επιτόκιο μηνός.

2 Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

3 Βλ. υποσημείωση 2 του Πίνακα Χ.3Α.

Συμπεράσματα

Ολοκληρώνοντας αυτή την εργασία, θα προσπαθήσουμε να απαντήσουμε στα ερωτήματα που είχαμε θέσει στον πρόλογο μας, τα οποία ήταν τα εξής:

- Διεθνώς, έπειτα από την πρόσφατη κρίση, τέθηκε το ζήτημα της αναπροσαρμογής των διεθνών και κρατικών εποπτικών κανόνων των χρηματοπιστωτικών αγορών.
- Όσον αφορά την ΟΝΕ, εάν τελικά η δημιουργία των ευρωπαϊκών μηχανισμών και του νέου δικαίου, μπορεί να οδηγήσει στην έξοδο από την ευρωπαϊκή κρίση ή οδεύουμε, ως μόνη λύση, προς μία τέλεια οικονομική ένωση.
- Όσον αφορά την Ελλάδα, εάν και κατά πόσο μπορεί να εκτιμηθεί ότι τα μέτρα και η μέχρι τώρα έκβαση της κρίσης μπορούν να οδηγήσουν στην έξοδο της χώρας από την αυτή.

Σε σχέση με το πρώτο ζήτημα, το νέο περιβάλλον χαρακτηρίζεται από τάσεις υπερβολικής ρυθμιστικής παρέμβασης (*overregulation*), όπως προαναφέραμε στο τέλος του πρώτου μας κεφαλαίου. Οι διατάξεις της Βασιλείας III έσπευσαν να καλύψουν το κενό των προηγούμενων, αλλά ελλοχεύουν κινδύνους, όπως το ρυθμιστικό αρμπιτράζ. Εξάλλου, με τη δημιουργία νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων διαρκώς, οι κίνδυνοι θα συνεχίζουν να έρχονται πριν από τους κανόνες τους. Εκτιμούμε ότι διεθνώς, υπάρχει ακόμα η ανάγκη αναβάθμισης του ρόλου των εποπτικών αρχών για να είναι δυνατή η παρακολούθηση των εξελίξεων που θα λάβουν χώρα από τώρα και στο εξής, ώστε να συνεχίζει η ύπαρξη του τραπεζικού συστήματος όπως το γνωρίζουμε. Όπως έχει ειπωθεί, *“Capitalism relies on the lure of wealth and discipline imposed by the fear of bankruptcy. It is imperative to reinstate a credible fear of bankruptcy for banks and other systemically significant institutions so as to ensure that banks once more play their proper role in a market economy”* (Rosa M. Lastra).

Όσον αφορά το δεύτερο ζήτημα, για τη συντονισμένη δράση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, σαφώς και τα βήματα προς μία ακόμα τελειότερη νομισματική ένωση έχουν γίνει, τουλάχιστον προς μία «τραπεζική ένωση» με τις οιονεί ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές (ΕΒΑ, ΕΣΜΑ, ΕΙΟΡΑ), διότι όπως είχαμε αναφέρει στο δεύτερο κεφάλαιο, η εποπτεία είχε αρχικά παραμείνει σε εθνικό επίπεδο. Όσον αφορά την οικονομική ένωση, μία σειρά μηχανισμών διάσωσης δείχνουν την ανάγκη αναδιαμόρφωσης της. Μην ξεχνάμε ότι εξαιτίας της πρόσφατης κρίσης στην ουσία καταργήθηκε το *no bail out clause* και η δημοσιονομική πειθαρχία πέρασε σε ένα άλλο επίπεδο. Εκτιμούμε ότι η οικονομική ολοκλήρωση δεν μπορεί να έρθει άμεσα, καθώς ένα τέτοιο βήμα θα σήμαινε και την πολιτική ολοκλήρωση, κάτι για το οποίο οι 27 δεν είναι πρόθυμοι. Εάν ωστόσο συμβεί θα έχει καθοδηγηθεί από την αγορά και θα είναι περισσότερο ως αντίδραση, παρά ως πρόληψη.

Τέλος, όσον αφορά την Ελλάδα, μόνο εκτιμήσεις μπορούν να γίνουν και προφανώς όχι σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Οι προσδοκίες για ανάκαμψη της οικονομίας εξακολουθούν να

είναι αρνητικές. Η νέα κατάσταση που θα υπάρξει στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα μέχρι τον Δεκέμβριο του 2012, τουλάχιστον προσδοκάται ότι θα εξασφαλίσει την κεφαλαιακή επάρκεια του. Σύμφωνα με τις τελευταίες πληροφορίες που υπάρχουν από το ΔΝΤ, το ταμείο εκτιμά ότι η ύφεση στην Ελλάδα θα συνεχισθεί μέχρι και το 2015, σε αντίθεση με όσα λέγονται από τη μεριά της ελληνικής κυβέρνησης, αλλά και σύμφωνα με το πρόγραμμα της δεύτερης διάσωσης του Μαρτίου το 2012. Συγκεκριμένα εκτιμά ότι το 2012 η ύφεση θα κυμανθεί πάνω από 7,0%, το 2013 περίπου στο 3,5%, το 2014 στο 1,5% και το 2015 στο 0,5%. Εκτιμούμε ότι με βάση την αργή πορεία της «δημοσιονομικής προσαρμογής» και τα αποτελέσματα των μέτρων μέχρι τώρα, ο βασικός στόχος του προγράμματος για δημόσιο χρέος 120,0% του ΑΕΠ το 2020 μοιάζει δύσκολο να επιτευχθεί. Με βάση τα δεδομένα και τα στοιχεία του τρίτου μας κεφαλαίου διαφαίνεται ότι η λύση θα ήταν επενδύσεις κυρίως από το εξωτερικό και όχι μόνο, οι οποίες ακόμα φαντάζουν δύσκολες εξίσου. Εκτιμούμε ότι ένας νέος τρόπος προσέλκυσης επενδύσεων θα πρέπει να βρεθεί από την κυβέρνηση, ώστε παράλληλα με τα αναπτυξιακά προγράμματα και την αναδιάρθρωση του δημοσιονομικού τομέα να φέρουν τη έξοδο από την κρίση. Ελπίζουμε ότι οι μελλοντικοί ερευνητές θα βλέπουν την περίπτωση της Ελλάδας ως case study με θετική έκβαση μίας μεγάλης οικονομικής κρίσης.

Βιβλιογραφία

Ελληνική

1. Robert Gilpin, *Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία, η Διεθνής Οικονομική Τάξη*, Ποιότητα, 2007
2. Susan Strange, *Η υποχώρηση του κράτους-Η διάχυση της εξουσίας στην παγκόσμια οικονομία*, Παπαζήση, 1996
3. Γιώργος Μιχαλόπουλος, «Χρηματοδότηση των Ελληνικών τραπεζών κατά τη διάρκεια της κρίσης» από το συλλογικό τόμο «*η Διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα*», επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Χρήστος Βλ. Γκόρτσος (Ελληνική Ένωση Τραπεζών: Ιούνιος 2011)
4. Κώστας Μελάς, *Οι σύγχρονες κρίσεις του Παγκόσμιου Χρηματοπιστωτικού Συστήματος (1974-2008)*, Λιβάνη, 2011
5. Πωλ Κρουγκμαν, *Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης*, Καστανιώτη, 2009
6. Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, *Εισαγωγή στο Δίκαιο της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης*, Πανεπιστημιακές Σημειώσεις, Μάιος 2011
7. Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, *Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο*, Νομική Βιβλιοθήκη, 2011

Ξενόγλωσση

1. Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes, A history of Financial Crisis*, John Wiley and Sons, Inc
2. Constantine Stephanou, *Working Paper Series no 2012/4 Containing the Sovereign Debt Crisis: European and Greek Responses*, ECEFIL, Μάιος 2012
3. *Financial Crisis Inquiry Commission Report*, submitted by The Financial Crisis Inquiry Commission, January 2011
4. Mathias Dewatripont, Jean-Charles Rochet and Hean Tirole, *Balancing the Banks-Global Lessons From The Financial Crisis*, Princeton University Press, 2010
5. Raghuram G. Rajan, *Fault Lines- How hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press
6. Richard Posner, *The crisis of capitalist democracy*, Harvard University Press, 2010
7. Rosa M. Lastra, Geoffrey Wood, *The crisis of 2007-2009: Nature, Causes and Reactions*, Journal of International Economic Law, Volume 13, Number 3, September 2010

Νομολογία

1. Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης
2. Συνθήκη για τη Θέσπιση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού σταθερότητας
3. Συνθήκη για τη Σταθερότητα, τον Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση
4. Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2008, Τράπεζα της Ελλάδος, Απρίλιος 2009
5. Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2009, Τράπεζα της Ελλάδος, Απρίλιος 2010
6. Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2010, Τράπεζα της Ελλάδος, Απρίλιος 2011
7. Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 2011, Τράπεζα της Ελλάδος, Απρίλιος 2012

Διαδίκτυο

1. EU Economic governance "Six-Pack" enters into force, MEMO/11/898, Brussels, 12 December 2011, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/898>
2. EFSM http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/efsm/index_en.htm
3. EFSF <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>
4. Μελάς, 3.4.11 <http://www.kostasmelas.gr/2011/04/2010-2011.html>
5. Μελάς, 20 Μαΐου 2012, http://www.kostasmelas.gr/2012/05/blog-post_20.html
6. Μελάς, 18.3.12, http://www.kostasmelas.gr/2012/03/blog-post_18.html
7. Μελάς, 21.12.11 http://www.kostasmelas.gr/2011/02/2010_21.html
8. Φιλιποπούλου Χρυσάνθη, *Φάκελος: Ανακεφαλαιοποίηση των Τραπεζών*, Το βήμα, 31.08.2012, <http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=472858>

Σημ.: Η τελευταία επίσκεψη στους ανω ιστότοπους έγινε στις 24/09/2012.

