



ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2011

ΑΝΑΛΥΣΕΙΣ / 9

Δελτίο κρίσης: Νοέμβριος 2011

**ΓΙΑΝΗΣ ΒΑΡΟΥΦΑΚΗΣ, ΧΡΗΣΤΟΣ ΚΟΥΤΣΟΠΕΤΡΟΣ,
ΤΑΣΟΣ ΠΑΤΩΚΟΣ ΚΑΙ ΛΕΥΤΕΡΗΣ ΤΣΕΡΚΕΖΗΣ**

ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΜΟΝΑΔΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Εισαγωγή

Στο παρόν δελτίο, το οποίο αφορά τις εξελίξεις στο μέτωπο της κρίσης, θα επικεντρωθούμε σε δυο βασικές θεματικές. Στο πρώτο μέρος θα αναλύσουμε το παίγνιο μεταξύ των αντιμαχόμενων συμφερόντων που βγήκαν στο προσκήνιο με αφορμή την κρίση, ενώ στο δεύτερο θα αναλύσουμε τις αποφάσεις που έλαβε η Σύνοδος των Βρυξελλών.

Πιο συγκεκριμένα, σε μια προσπάθεια να βρούμε τα κίνητρα και τις επιδιώξεις των αντιπαρατιθέμενων συσχετισμών, θα αναλύσουμε τον ρόλο των τραπεζών, της γερμανικής κυβέρνησης και των επιμέρους πρωταγωνιστών της ευρωπαϊκής τραγωδίας, η οποία όπως θα φανεί αδίκως βαραίνει τον Νότο και αν δεν λυθεί με ρηξικέλευθες και αποφασίστηκες πολιτικές πρωτοβουλίες θα οδηγήσει σε κατάρρευση της Ευρωζώνης, αργά ή γρήγορα.

Στη συνέχεια θα επικεντρωθούμε στη σύγκρουση που έλαβε χώρα στις Βρυξέλλες, κατά την οποία έγινε η διαπραγμάτευση επί των συμφερόντων και θα αναλύσουμε τις αποφάσεις που πάρθηκαν οι οποίες ήταν επί της ουσίας τρεις: η επανακεφαλαιοποίηση των ευρωπαϊκών τραπεζών, η διάσωση της Ελλάδας, η έγκαιρη αναχαίτιση του προβλήματος του δημοσίου χρέους στις χώρες του Νότου.

Μέρος Α΄

Τράπεζες

Ο ρόλος των τραπεζών στην επίλυση του προβλήματος της Ευρωζώνης είναι αναμφισβήτητα κομβικός, γεγονός που δείχνει τη τεράστια σχέση και εξάρτηση του οικονομικοπολιτικού συστήματος με το χρηματοπιστωτικό τομέα. Όπως και στην κατάρρευση του 2008 έτσι και τώρα το μεγάλο στοίχημα και εμπόδιο της κρίσης είναι το πώς η κυβέρνηση της κάθε χώρας θα στηρίξει και θα εκκαθαρίσει τις πτωχευμένες τράπεζες, βάζοντας **όρια** σε νέα παραληρήματα έκδοσης τοξικών παραγώγων.

Μέχρι τώρα, οι ιθύνοντες, όπως και οι αντίστοιχοι το 2008, επέμεναν ότι η κρίση δεν είναι συστημική και ότι η κάθε χώρα θα πρέπει να ελέγξει και να επανακεφαλαιοποιήσει τις δικές της τράπεζες χωρίς να χρειάζεται μια συνολική λύση που θα χτυπήσει στη ρίζα του προβλήματος. Τόσο καιρό οι πολιτικοί επί της ουσίας αρνούνται να απαγκιστρωθούν από την **προνομιακή και πελατειακή** τους σχέση με τις «εθνικές» τράπεζες υποσκάπτοντας το μέλλον ολόκληρης της Ευρωζώνης.

Ωστόσο, οι τελευταίες εξελίξεις έδειξαν ότι το τοπίο άλλαξε ριζικά αν όχι συλλήβδην. Η κα. Μέρκελ, η οποία επί ένα χρόνο δεν δεχόταν ούτε να συζητηθεί το ενδεχόμενο **επανακεφαλαιοποίησης** των τραπεζών ξαφνικά άρχισε να απειλεί τις τράπεζες, ώστε να τις πείσει να σταματήσουν να εναντιώνονται στην ιδέα της επανακεφαλαιοποίησης. Τι άλλαξε όμως μέσα σε αυτό το διάστημα;

Όπως πολλοί προμήνυαν, η κατάρρευση των τραπεζών ξεκίνησε. Το πρώτο θύμα ήταν η Dexia η οποία από ότι φαίνεται υπήρξε το πρελούδιο μιας **αλληλουχίας κατάρρευσης**. Η αναγωγή στην περίπτωση της Bear Stearns που κατέρρευσε μήνες πριν το «μεγαλειώδες» φθινόπωρο του 2008, είναι λογικοφανής. Μπροστά στο φάσμα της καταστροφής η κα Μέρκελ αποφάσισε να ασκήσει (επιτέλους) μια μορφή πίεσης και ελέγχου στις τράπεζες που φέρουν αναμφισβήτητα τεράστιο μερίδιο ευθύνης για το τέλμα της ευρωπαϊκής οικονομίας.

Οι τραπεζίτες από την πλευρά τους αναγνωρίζοντας ότι οι τράπεζές τους είναι πτωχευμένες, προσπαθούν να το εκμεταλλευτούν, μιας και κατανοούν το παράδοξο ότι η πτώχευση των τραπεζών τους, τους βοηθά στο να ιδιοποιούνται τα πλεονάσματα που παράγουν τρίτοι. Μια υποχρεωτική επανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών τους από την Ευρωπαϊκή Ένωση, είναι κάτι το οποίο απεύχονται και η σύγκρουση των συμφερόντων των δυο πλευρών δημιουργεί ένα μεγάλο εμπόδιο στην επίτευξη της συμφωνίας.

Ο λόγος που οι τραπεζίτες εναντιώνονται σε αυτό το σενάριο είναι ότι φοβούνται μήπως επαναληφθεί στην Ευρώπη αυτό που έγινε στις ΗΠΑ με το TARP (trouble assets relief program), όπου το κράτος ανάγκασε με συνοπτικές διαδικασίες τις τράπεζες να δεχθούν κρατικά κεφάλαια λαμβάνοντας το ίδιο σε αντάλλαγμα μετοχές αντίστοιχης αξίας (τις οποίες, αφού οι τράπεζες εκκαθαρίστηκαν, το κράτος πούλησε στον ιδιωτικό τομέα, με κέρδος μάλιστα). Στην περίπτωση υποχρεωτικής **επανακεφαλαιοποίησης, από το EFSF**, οι τραπεζίτες αντιλαμβάνονται ότι δεν θα είναι εφικτό να παραμείνουν κυρίαρχοι των διοικητικών συμβουλίων και ταυτόχρονα να λάβουν τα κεφάλαια που τόσο ανάγκη έχουν οι τράπεζές τους.

Η πρώτη κίνηση δημιουργίας Αντάρτικου των Τραπεζιτών, εναντίον της επανακεφαλαιοποίησης, δεν άργησε να έρθει. Οι τραπεζίτες απείλησαν ότι αν εξαναγκαστούν να αποδεχθούν κεφάλαια, θα εφαρμόσουν μια πιο επιθετική στρατηγική: Εκείνη της πώλησης των θυγατρικών τους σε πολύ χαμηλές (συμπεριλαμβανομένων εκείνων που έχουν στο εξωτερικό), την δραστική μείωση των καταστημάτων τους και την απόλυτη απεργία δανειοδοτήσεων προς τον ιδιωτικό τομέα. Απειλούν, εν ολίγοις, να **συρρικνώσουν** τις τράπεζές τους και να αυτοκαταστραφούν παρασύροντας ολόκληρη την Ευρωζώνη στην ύφεση.

Πιο συγκεκριμένα, οι γερμανικές τράπεζες προσπαθούν να **οικοδομήσουν μέτωπο** εναντίον του Βερολίνου παίρνοντας μαζί τους, τόσο τους Γάλλους τραπεζίτες, όσο και γραφειοκράτες των Βρυξελλών οι οποίοι εδώ και καιρό έχουν αντιληφθεί ότι η κυβέρνηση της κας Μέρκελ δεν τους υπολογίζει στις αποφάσεις της. Τούτου δοθέντος, κατέληξαν να συντάσσονται και αυτοί με την άποψη των τραπεζιτών εναντίον ενός σημαντικού ελληνικού κουρέματος

Το αποτέλεσμα αυτής της αμφίροπης μάχης της επανακεφαλαιοποίησης είναι απλό: Η Κρίση φουντώνει τόσο στο μέτωπο του τραπεζικού τομέα όσο και σε εκείνο του δημόσιου χρέους.

Ακόμα μη πτωχευμένες χώρες

Την ώρα που η Ελλάδα προσπαθεί με κάθε τρόπο να σωθεί από την καταστροφή περιμένοντας την πολυπόθητη λύση από τους εταίρους της, η κρίση στην υπόλοιπη ευρωζώνη κλιμακώνεται. Οι αγορές ομολόγων αντιμετωπίζουν τις χώρες αυτές ως τους νέους παρίες, η Ιταλία, η Ισπανία, το Βέλγιο, ακόμα και η ίδια η Γαλλία, βρίσκονται κρατούμενοι, φυλακισμένοι στο χρυσό κλουβί της Ευρωζώνης.

Οι εταιρείες αξιολόγησης προχωρούν σε ένα **μπαράζ υποβαθμίσεων** τόσο των Ισπανία και Ιταλία αλλά και του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος, με αποτέλεσμα οι εξελίξεις να είναι ραγδαίες και οι πιέσεις να κλιμακώνονται. Η πολιτική αστάθεια, σε συνδυασμό με την ασφυκτική πίεση των αγορών, οδηγούν τις μετοχές σε συνεχή πτώση και τις αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων να εξακοντίζονται σε επίπεδα ρεκόρ.

Χαρακτηριστικό της σοβαρότητας και της μη αντιστρεψιμότητας της κατάστασης είναι οι εξελίξεις στην Ιταλία. Η παραίτηση της κυβέρνησης Berlusconi ήρθε να προστεθεί στην υποβάθμιση της χώρας από τον οίκο Moody's, σε A2 από Aa2. Όλα αυτά την ώρα που η Ιταλία προστέθηκε στη λίστα των οικονομιών υπό επιτήρηση, με τα σκληρά μέτρα λιτότητας να προβάλλονται ως η μόνη λύση στο πρόβλημα της κρίσης χρέους.

Οι υπάρχουσες συνθήκες δείχνουν ότι οι χώρες αυτές δεν μπορούν να ξεφύγουν από το δίχτυ της ύφεσης καθώς αν δεν εφαρμόσουν ανελέητη λιτότητα, οι αγορές, και μαζί τους η ΕΚΤ, θα τις εγκαλέσουν (με τρόπο βίαιο και βάνουσο) οδηγώντας **τα spreads τους στα ύψη**. Αν πάλι, καταπιούν το δηλητήριο της λιτότητας στις τεράστιες ποσότητες που απαιτούν οι αγορές και η ΕΚΤ, τότε η ύφεση θα χειροτερέψει με αποτέλεσμα οι ίδιες οι αγορές να στείλουν τα spreads τους στα ύψη. Η μόνη τους, λοιπόν, ελπίδα είναι ένα κούρεμα του συσσωρευμένου τους χρέους, ύψους άνω των €3 τρις.

Γερμανική κυβέρνηση

Το κύριο μέλημα του Βερολίνου μέχρι πρότινος ήταν να διαχειριστεί την κρίση με τις ελάχιστες δυνατές παραχωρήσεις όσον αφορά αυτό που κάποτε ονομάζαμε πολιτική και θεσμική ολοκλήρωση. Το πολιτικό αλλά και χρηματικό κόστος που καλείται να πληρώσει η κυβέρνηση Μέρκελ είναι σημαντικό και η δυσφορία του γερμανού φορολογούμενου οξύνεται καθώς αισθάνεται ότι καλείται να πληρώσει την αδυναμία των υπολοίπων χωρών να διαχειριστούν τα του οίκου τους.

Η Γερμανία, απεύχεται οποιαδήποτε μορφή ολοκλήρωσης απειλεί την Αρχή των Απολύτως Διαχωριζόμενων Χρεών δηλαδή, της ιδέας ότι το **κάθε ευρώ χρέους, πρέπει να ανήκει σε μία μόνο χώρα**. Πέρασαν δεκαοκτώ μήνες στη διάρκεια των οποίων η γερμανική ηγεσία πάλεψε με νύχια και με δόντια να πείσει τον εαυτό της ότι η κρίση δεν είναι συστημική αλλά από εκείνες που μπορούν να καταπολεμηθούν με περισσότερα δάνεια και μεγαλύτερη πειθαρχία. Τώρα όμως, μετά την κατάρρευση του διατραπεζικού συστήματος, η κα Μέρκελ φαίνεται να

έχει αποδεχθεί ότι, τουλάχιστον όσον αφορά τον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα, η Κρίση έχει πάρει διαστάσεις συστημικές.

Συνειδητοποίησε, λοιπόν, η γερμανική κυβέρνηση ότι το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα βρίσκεται σε χειρότερη κατάσταση από εκείνη στην οποία βρέθηκε η Wall Street τον Σεπτέμβριο του 2008. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι το παθητικό των «ευρωζωνικών» τραπεζών ανέρχεται στο 300% του ΑΕΠ της Ευρωζώνης όταν το 2008 το παθητικό των αμερικανικών δεν ξεπερνούσε το 200% του ΑΕΠ των ΗΠΑ. Έτσι άρχισε να γίνεται όλο πιο πιθανό το αναπόφευκτο, το οποίο δεν ήταν άλλο από την επανακεφαλαιοποίηση των πτωχευμένων τραπεζών.

Η επανακεφαλαιοποίηση δεν μπορεί να γίνει από τις κυβερνήσεις αλλά από έναν πανευρωπαϊκό οργανισμό με εποπτικές και πειθαρχικές εξουσίες ώστε να αποφευχθούν οι διαδικασίες των τοξικών δανείων που αντί να βοηθούν τις ελλειμματικές χώρες, τις βυθίζουν ακόμα περισσότερο στην καταστροφή.

Ωστόσο, η προφανής αυτή λύση φαίνεται ακόμα πολύ μακριά καθώς η γερμανική κυβέρνηση βλέπει την επανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και την πορεία της ελληνικής χρεωκοπίας σαν **διαπραγματευτικά ατού** στην σκακιέρα της οικονομικής της διπλωματίας. Αυτή τη περίοδο, η καγκελάρια Μέρκελ καλείται να ισορροπήσει σε μια συνισταμένη αντικρουόμενων δυνάμεων που κινείται σε δυο βασικούς άξονες:

(Α) καλείται να ενισχύσει διπλά τις τράπεζες (ιδίως τις γαλλικές). Αν η Γερμανία αποφασίσει να σταματήσει να δίνει χρήματα στο ελληνικό κράτος ώστε αυτό να αποπληρώνει τις τράπεζες, και αντ' αυτού δώσει ένα τρισεκατομμύριο στις τράπεζες απ' ευθείας, τότε θα πρέπει να συνεχίσει να δίνει χρήματα και στο ελληνικό δημόσιο που εμμέσως θα καταλήγουν στον ίδιο παραλήπτη.

Άρα, η επανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών θα συνυφανθεί με ένα ελληνικό default – το οποίο σε ελληνικούς όρους το συναντάμε με διαφορετική μετάφραση ως πτώχευση, κούρεμα, αναδιάρθρωση κ.ο.κ. Με απλά λόγια, η πτώχευση/default/κούρεμα του ελληνικού δημοσίου, αποτελεί το διαπραγματευτικό χαρτί, με το οποίο η κα Μέρκελ θα επιβάλει στις τράπεζές της (και της Γαλλίας), την επανακεφαλαιοποίηση.

(Β) Το δεύτερο σημείο που κάνει την Γερμανία να κωλυσιεργεί είναι ο αντίκτυπος που θα έχει ένα κούρεμα του ελληνικού χρέους στην Ιταλία και τις λοιπές ελλειμματικές χώρες. Η καγκελάρια Μέρκελ φοβάται ότι αν υπάρξει προηγούμενο διαγραφής μεγάλου μέρους του χρέους μιας χώρας-μέλους της Ευρωζώνης, χωρίς να οδηγηθεί αυτή εκτός του ευρώ, τότε θα ανοίξει η όρεξη κι άλλων χωρών-μελών, τις οποίες δεν θα τις πείραζε καθόλου να δρομολογήσουν μια, έστω και μερική, διαγραφή του χρέους τους εφόσον η θέση τους εντός της ευρωζώνης (και η αρωγή της ΕΚΤ και του EFSF στις τράπεζές τους) εξασφαλίζεται.

Σε αυτό το περίεργο παιχνίδι η Γερμανία φαίνεται να οδηγείται σε μια ανήθικη πολιτική. Δεδομένου ότι το ελληνικό κούρεμα είναι αναπόφευκτο, το Βερολίνο

φαίνεται να επιδιώκει την πλήρη οικονομική και κοινωνική εξαθλίωση της Ελλάδας με τα σκληρά και παράλογα μέτρα λιτότητας. Με αυτό τον τρόπο θα μετατρέψει την Ελλάδα σαν ένα παράδειγμα προς αποφυγή για τα υπόλοιπα μέλη της Ευρωζώνης τα οποία στον φόβο της 'τιμωρίας' θα συμμορφωθούν στις απαιτήσεις της τρόικας και των Γερμανικών συμφερόντων.

Πλεονασματική ουτοπία

Στο δικό τους οχυρό οι πλεονασματικές χώρες, αγωνιούν για το μέλλον τους στην Ευρωζώνη. Το ερώτημα είναι σε ποιο βαθμό τα πλεονάσματα είναι διαχειρήσιμα και αν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα. Χαρακτηριστικό το παράδειγμα της πλούσιας και πλεονασματικής Ολλανδίας όπου μπορεί να διαπιστώσει κανείς την απόλυτη σύγκρουση επιφαινόμενου και υποβόσκουσας πραγματικότητας.

Η Ολλανδία, αποτελεί ιστορικά μια οικονομία με εντυπωσιακά πλεονάσματα, χαμηλό χρέος, δυναμική οικονομία, που καμία κρίση δεν αποσυντονίζει. Ωστόσο, πίσω από την βιτρίνα κρύβεται η αβεβαιότητα που συνεπάγεται ένα **συσσωρευμένο βουνό ιδιωτικών χρεών**. Με ένα φορολογικό σύστημα το οποίο τιμωρεί τους πολίτες αν δεν πάρουν μεγάλα δάνεια (στεγαστικά ή επιχειρηματικά) και ένα παράλογο πιστωτικό σύστημα το οποίο τους ωθεί να πληρώσουν με κάθε νέο δάνειο κάθε προηγούμενο.

Έτσι, το δημόσιο χρέος μπορεί να είναι μικρό και η χώρα πλούσια αλλά το ιδιωτικό χρέος προς τις τράπεζες είναι μνημειώδες. Γιατί αυτό είναι πρόβλημα; Επειδή το κράτος και οι πολίτες σιγά-σιγά ανακαλύπτουν ότι οι τράπεζές τους είναι στα πρόθυρα της κατάρρευσης χωρίς όμως να καταρρέουν (υποβασταζόμενες από το ευρωπαϊκό δημόσιο). Όπερ μεθερμηνευόμενο ότι κάποια στιγμή θα σταματήσουν να χορηγούν νέα δάνεια επί δανείων, θα αρχίσουν να ανεβάζουν τα επιτόκια. Τότε, η **φούσκα του ιδιωτικού χρέους θα σκάσει**, όπως έσκασε στην Ελλάδα η φούσκα του δημόσιου χρέους, με τραγικά για τον μέσο Ολλανδό αποτελέσματα. Πως αντιδρούν οι Ολλανδοί; Με πανικό. Αδυνατούν να δούνε το δάσος και επικεντρώνονται στο δένδρο. Τους είναι πιο εύκολο να αποδίδουν ευθύνες στο ελληνικό δημόσιο χρέος και να απαιτούν μεγαλύτερη αυστηρότητα προς τους Νότιους, σε μια απέλπιδα προσπάθεια να μην συζητούν το δικό τους, μη βιώσιμο, ιδιωτικό χρέος. Ωστόσο, παρατηρείται μια όλο και μεγαλύτερη τάση τους, να κατανοήσουν την συστημική υφή της Κρίσης, το γεγονός ότι τα δικά τους πλεονάσματα είναι η άλλη όψη του ίδιου νομίσματος, της ίδιας Κρίσης, των δικών μας ελλειμμάτων καθώς και της ρίζας του κακού που φυτρώνει βαθειά στο τραπεζικό σύστημα της Ευρώπης.

Το ελληνικό αδιέξοδο

Από τα παραπάνω φαίνεται το πόσο λίγο απασχολεί τους ευρωπαίους η Ελλάδα, οι διαρθρωτικές μας αλλαγές, η βιωσιμότητα του χρέους μας, η κατάσταση της πραγματικής οικονομίας. Το ελληνικό κούρεμα, η κατάρρευση της ελληνικής κοινωνίας κάτω από την πίεση της λιτότητας (την οποία κάποιοι στον ΟΗΕ κρίνουν ότι μπορεί και να παραβιάζει κάποια βασικά ανθρώπινα δικαιώματα), η κατάσταση που επικρατεί στο ελληνικό δημόσιο και ιδιωτικό τομέα, όλα αυτά

είναι παντελώς απόντα από την οθόνη του ραντάρ τους. Μπλεγμένοι σε μια τιτάνια σύγκρουση με τους δικούς τους τραπεζίτες, οι Βόρειο-Ευρωπαίοι πολιτικοί νοιάζονται για την Ελλάδα μόνο στον βαθμό που η χώρα μας τους προσφέρει κάποιο όπλο στην μεταξύ τους σύγκρουση, κάποιο άλλοθι, κάποιο μέσο για την εξυπηρέτηση δικών τους στόχων, οι οποίοι και εκφράστηκαν καθαρότερα παρά ποτέ στην Σύνοδο των Βρυξελλών.

Μέρος Β'

Η Ευρώπη αποτελεί μια πρωτοπορία. Η επιθυμία ενός τόσο μεγάλου αριθμού κρατών να συμπορευτούν ήταν δεδομένο πως θα συνεπαγόταν ορισμένα ακανθώδη ζητήματα. Προβλήματα τα οποία μέχρι πρότινος λύνονταν ακολουθώντας ιστορικά δοκιμασμένες συνταγές, δεν είναι πια αντιμετωπίσιμα. Η Ευρώπη και ιδιαιτέρως ο σκληρός πυρήνας αυτής, η Ευρωζώνη, υπήρξαν και συνεχίζουν να είναι πειράματα σε εξέλιξη χωρίς συγκεκριμένο πλαίσιο, ιστορικά επαληθεύσιμους κανόνες, αμοιβαιότητες.

Η υιοθέτηση του κοινού ευρωπαϊκού νομίσματος, από οικονομίες που μοιράζονταν κάποια μόνο χαρακτηριστικά αλλά είχαν εν πολλοίς διαφορετικές προτεραιότητες θα οδηγούσε κάποια στιγμή σε ανισορροπίες, ελλείψει μηχανισμών επαναφοράς του συστήματος.

Πρώτη φορά στην ιστορία επιχειρείται **αναδιάρθρωση χρέους** εντός ενιαίας νομισματικής και οικονομικής ένωσης. Η Ευρωζώνη, όμως, παραμένει επί του παρόντος αλλά και στο ορατό μέλλον θα συνεχίζει να είναι, ανολοκλήρωτη, δίχως τα απαραίτητα δημοσιονομικά και νομισματικά εργαλεία που απαιτεί η συμβατική λειτουργία της οικονομίας όπως ευρωομόλογο ή Κεντρική Τράπεζα για δανειστή έκτακτης ανάγκης.

Κανένα κράτος, εντός της ζώνης του ευρώ, δεν διαθέτει «εκδοτικό προνόμιο» και δυνατότητα υποτίμησης. Οι μόνοι διαθέσιμοι μηχανισμοί που απομένουν στα υπερχρεωμένα κράτη περιορίζονται στη βίαιη δημοσιονομική προσαρμογή, την «εσωτερική υποτίμηση» και στις ενέσεις ρευστότητας από το EFSF.

Οι πιθανότητες επιτυχίας της οποίας προσπάθειας διάσωσης των υπό κατάρρευση οικονομιών δεν είναι εύκολο να οριστούν. Σημαντικό ρόλο θα διαδραματίσουν οι εξελίξεις στο εσωτερικό των χωρών που κινδυνεύουν, της Ελλάδας εν προκειμένω αλλά μόνιμη και διατηρήσιμη λύση θα δοθεί μόνο εάν οι ευρωπαίοι αντιληφθούμε τα αίτια της κρίσης και **επιμερίσουμε τις ευθύνες** και τις υποχρεώσεις αντιστοίχως. Οι ευρωπαίοι δεν έχουμε ξεδιαλύσει τα αίτια της κρίσης από τις συνέπειες που την ακολουθούν. Επιχειρούμε να διορθώσουμε τις συνέπειες αγνοώντας τα αίτια, ενώ παράλληλα αδυνατούμε να απεγκλωβιστούμε από τις μικρολογιστικές των ελλειμμάτων.

Η Συμφωνία των Βρυξελλών

Στον απόηχο της Συμφωνίας της 27^{ης} Οκτωβρίου όλος ο πλανήτης είχε στραμμένη την προσοχή του στην Ελλάδα. Ο έλληνας πρωθυπουργός με μια πολιτική πιρουέτα ανέτρεψε άρδην την ροή των εξελίξεων αποφασίζοντας να

θέσει τις αποφάσεις της Συμφωνίας σε δημοψήφισμα. Το δημοψήφισμα υπήρξε μια πρωτοβουλία η οποία σε άλλη χρονική φάση να ήταν ενδεχομένως λυτρωτική αλλά στην παρούσα συγκυρία, υπήρξε πρωτοβουλία υψηλής επικινδυνότητας. Η αβεβαιότητα εντάθηκε στο έπακρο, άπαντες **προεξόφλησαν τις άμεσες εξελίξεις με βάση το χειρότερο σενάριο**. Η οικονομική υστερία που επί τρία χρόνια έχει εξαπλωθεί σε κάθε άκρη της οικουμένης, υπήρξε πιο έκδηλη από ποτέ.

Λίγες μέρες αργότερα τόσο ο έλληνας πρωθυπουργός Γιώργος Παπανδρέου όσο και ο ιταλός ομόλογος του Silvio Berlusconi, υποχρεώθηκαν σε παραίτηση, προ του φάσματος της κατάρρευσης των χωρών που αντιπροσώπευαν. Στη θέση των δυο αποχωρησάντων πρωθυπουργών τοποθετήθηκαν τεχνοκράτες οι οποίοι επιφορτίστηκαν με την ευθύνη να εφαρμόσουν τους όρους της Συμφωνίας των Βρυξελλών.

Και αν η Ελλάδα που φάνηκε προς στιγμήν να μετεωρίζεται στην άβυσσο δεν αποτελεί μεγάλο μέγεθος, η εξάπλωση της κρίσης στην Ιταλία θα έριχνε πρόωρα τους τίτλους τέλους της Ευρωζώνης.

Παρά τις ραγδαίες πολιτικές εξελίξεις, αυτό που οι ευρωπαίοι συνεχίζουν να μην αποδέχονται είναι ότι η παρούσα κρίση είναι συστημική και δεν αφορά αποκλειστικά τα κακώς κείμενα των οικονομιών του Νότου. Περαιτέρω αδυναμία κατανόησης αυτής της αλήθειας θα θέσει σε κίνδυνο την παγκόσμια οικονομία, στο σύνολό της, καθότι η ευρωζώνη αποτελεί την δεύτερη σημαντικότερη οικονομία του κόσμου.

Οι εβδομάδες που ακολούθησαν τη Συμφωνία των Βρυξελλών είναι οι πιο κρίσιμες της ευρωπαϊκής μεταπολεμικής ιστορίας. Η προοπτική μιας **συλλήβδην ανατροπής της εξελικτικής συνέχειας** των τελευταίων δεκαετιών είναι πλέον πιθανή. Όσο η κρίση δεν αντιμετωπίζεται και μια πειστική απάντηση για τη βούληση της Ευρώπης να διατηρήσει τη σημερινή μορφή και δομή των συνεργασιών της δεν έρχεται, οι επιθέσεις των αγορών κλιμακώνονται.

Ακόμα όμως και εάν η Συμφωνία της 27^{ης} Οκτωβρίου εφαρμοστεί στο ακέραιο, το πρόβλημα πιθανότατα δεν θα εκλείψει διότι τόσο η ερμηνεία, όσο και η μέθοδος επίλυσης του προβλήματος είναι λάθος, όπως λάθος ήταν και η Συμφωνία της 21^{ης} Ιουλίου η οποία άνοιξε τους ασκούς του Αιόλου. Σε μια προσπάθεια να επιλύσουν, τότε, το ελληνικό πρόβλημα, οι ευρωπαίοι ηγέτες καταδίκασαν, άθελά τους, ως ένα βαθμό, τόσο την Ιταλία όσο και την Ισπανία. Η αστοχία αυτή είχε σαν έμμεση συνέπεια να υποβαθμιστεί η πιστοληπτική ικανότητα της Γαλλίας και να απειληθεί η λειτουργία του τραπεζικού συστήματος, συνέπειες οι οποίες έγινε προσπάθεια να διορθωθούν με τη νέα Συνθήκη των Βρυξελλών.

1^{ος} Στόχος: Επανακεφαλαιοποίηση Τραπεζών

Συνειδητοποιώντας, εν τέλει, την ανάγκη άμεσης επανα-κεφαλαιοποίησης των ευρωπαϊκών τραπεζών, η πρόσφατη συμφωνία αφιερώνει 110 δις ευρώ για

αυτό τον σκοπό. Θετική εξέλιξη αν και σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ το ποσό αυτό θα έπρεπε να ξεπερνά τα 200 δις ευρώ. Οι εκτιμήσεις βέβαια των ανθρώπων των αγορών θεωρούν το ποσό αυτό **ανεπαρκές** και πιστεύουν πως θα έπρεπε να ήταν σημαντικά μεγαλύτερο εξαιτίας της μεγάλης έκθεσης των τραπεζών σε επισφαλή προϊόντα. Ακόμα όμως και εάν το ποσό αυτό επαρκούσε ανησυχία εγείρουν τόσο οι στόχοι που θέτει η συμφωνία όσο και η μέθοδος.

Η λύση που προκρίθηκε υποχρεώνει τις τράπεζες να διατηρούν τον λόγο των κεφαλαίων ως προς τα ανοίγματα τους στο 9% . Η επίτευξη του ποσοστού μπορεί να γίνει με προσαρμογή του αριθμητή, του παρανομαστή, είτε και των δυο. Στην συγκεκριμένη περίπτωση, οι τραπεζίτες έχουν προειδοποιήσει ότι δεν σκοπεύουν να δεχθούν δημόσια κεφάλαια αν αυτά συνεπάγονται απώλεια ελέγχου από μέρους τους. Συνεπώς, ο τραπεζικός τομέας θα αποπειραθεί να προσαρμόσει τον παρανομαστή στα νέα δεδομένα, πράγμα που θα σημάνει τον **περιορισμό των χορηγήσεων** εξέλιξη που θα οδηγήσει σε περαιτέρω κλιμάκωση του προβλήματος έλλειψης ρευστότητας.

Παράλληλα, σύμφωνα με τη Συμφωνία των Βρυξελλών, αυτές οι αλλαγές θα λάβουν χώρα σε τρία στάδια εντός του προσεχούς έτους. Πρώτα, οι τράπεζες θα πρέπει να αναζητήσουν πίστωση από ιδιώτες επενδυτές, όσο παράλογο και εάν ακούγεται αυτό. Είναι απορίας άξιο πως κάποιος επενδυτής θα θελήσει μεσούσης της κρίσης να επενδύσει σε προβληματικές επιχειρήσεις. Εν συνεχεία, οι τράπεζες που δεν θα καταφέρουν να αντλήσουν κεφάλαια από τους ιδιώτες επενδυτές θα πρέπει να **προσφύγουν στις εθνικές κυβερνήσεις** για βοήθεια. Τέλος, εάν οι εθνικές οικονομίες δεν έχουν την δυνατότητα να ενισχύσουν τις εγχώριες τράπεζες αυτές θα προσφύγουν στο EFSF.

Στο υποθετικό σενάριο που οι τραπεζίτες προσέφευγαν στον δημόσιο δανεισμό, κάτι που θα προσπαθήσουν να αποφύγουν, θα επιδείνωναν περαιτέρω τους ήδη φορτωμένους κρατικούς προϋπολογισμούς. Δεδομένων των συνθηκών, των προτεραιοτήτων και του χαλαρού χρονοδιαγράμματος πρέπει να θεωρείται βέβαιο πως το πρόβλημα θα αργήσει να λυθεί, αν και στο ενδιάμεσο η έλλειψη κεφαλαίων θα βυθίσει ακόμα περισσότερο τις οικονομίες που βρίσκονται σε ύφεση.

2^{ος} Στόχος: Διάσωση Ελλάδας

Η κεντρική ιδέα της Συμφωνίας των Βρυξελλών, αναφορικά με την υπόθεση της Ελλάδας, είναι εν πολλοίς **παρόμοια με εκείνη της 21^{ης} Ιουλίου**. Επιθυμία των ηγετών της ευρωζώνης είναι να υπάρξει κούρεμα της τάξης του 50%, των προ του Μαΐου του 2008 ομολογιών. Αν και το ποσοστό ακούγεται τεράστιο τα οφέλη της ελληνικής οικονομίας θα είναι περιορισμένα, κυρίως διότι η πρωτοβουλία αυτή είναι αρκετά καθυστερημένη. Εξάλλου η λιτότητα που η Συμφωνία συνεπάγεται θα ζημιώσει σημαντικά την πορεία του ΑΕΠ καθιστώντας το ποσοστό του χρέους ως προς το ΑΕΠ μη βελτιούμενο.

Σε κάθε περίπτωση, ακόμα και μια επιτυχημένη προσπάθεια από την πλευρά της Ελλάδας να ελέγξει το ποσοστό χρέους ως προς το ΑΕΠ θα είναι μάταιη εάν οι άλλοι δυο στόχοι της Συμφωνίας αποτύχουν.

Αυτό που η Συμφωνία υπόσχεται είναι μια εξοικονόμηση της τάξης των 100 δις ευρώ. Εξ αυτών ωστόσο, **τα 30 θα είναι ελληνικά** και θα προκύψουν είτε μέσω αποκρατικοποιήσεων, 15 δις, είτε μέσω δανεισμού από το EFSF, άλλα 15. Αυτά τα 30 δις θα επενδυθούν και θα χρησιμοποιηθούν στην περίπτωση που η Ελλάδα δεν καταφέρει να αποπληρώσει το 50% της αξίας των εναπομεινάντων ομολόγων. Συνεπώς, τα οφέλη από τη Συμφωνία θα είναι περί τα 70 δις ευρώ και το υπόλοιπο του ελληνικού χρέους ακόμα και υπό αυτές τις συνθήκες θα ξεπερνά τα 300 δις ευρώ.

Η προσπάθεια αποφυγής μιας ελληνικής χρεωκοπίας αποτελεί προτεραιότητα, τόσο για την Ευρωζώνη, όσο και για την Ελλάδα. Το σκεπτικό είναι ότι μια τέτοια εξέλιξη θα πυροδοτήσει τα ασφάλιστρα CDS με αποτέλεσμα (α) να κερδίσουν οι κερδοσκόποι που τα αγόρασαν, και (β) να χάσουν κι άλλα οι τράπεζες που τα εξέδωσαν. Το σκεπτικό αυτό είναι οικονομικά αθεμελίωτο καθότι οι κερδοσκόποι έχουν πιο πολλά να κερδίσουν αν δεν πυροδοτηθούν τα CDS.

Από την επομένη κιάλας της Συμφωνίας της 27^{ης} Οκτωβρίου τα παγκόσμια hedge funds επιδόθηκαν σε **μαζικές αγορές ελληνικών ομολόγων, με έκπτωση της τάξης του 60%** από την ονομαστική τους αξία, τα οποία ωριμάζουν εντός της προσεχούς διετίας. Σκοπός τους είναι να απαιτήσουν να πληρωθούν στο ακέραιο απειλώντας ότι, εάν αυτό δεν συμβεί, θα προσφύγουν στην ISDA (την επιτροπή η οποία αποφασίζει εάν έλαβε χώρα «πιστωτικό γεγονός»). Η επιτροπή θα αναγκαστεί να πυροδοτήσει τα CDS. Αν τα καταφέρουν, θα πετύχουν αποδόσεις ως και 120%. Συνεπώς, η πυροδότηση των CDS δεν ωφελεί τους κερδοσκόπους. Το αντίθετο συμβαίνει. Αν η Ε.Ε. απεμπολούσε την φοβία για την πυροδότηση των CDS, θα επέλεγε ένα υποχρεωτικό κούρεμα της τάξης του 80%, θα επέτρεπε στις τράπεζες που έχουν αγοράσει CDS να επωφεληθούν από την ασφάλεια που αυτά τους παρέχουν και τα hedge funds θα έχαναν τα στοιχήματά τους. Ένα μεγάλο κούρεμα αντιτίθεται συλλήβδην, ως φαίνεται, στα συμφέροντα των τραπεζών, ο περιορισμός του κουρέματος όμως υπονομεύει την έξοδο της ελληνικής οικονομίας από τον λαβύρινθο της οικονομικής καταστροφής.

Η οικονομική λογική λέει ότι στις Βρυξέλλες η Ελλάδα θα έπρεπε να επικαλεστεί την υποχρεωτικότητα ενός κουρέματος αρκετά μεγαλύτερου του 50%, την πυροδότηση των CDS, και τη συμμετοχή στο κούρεμα και των ομολόγων που κατέχει η ΕΚΤ (έχει αυτοβούλως θέσει τον εαυτό της στο απυρόβλητο). Επιπλέον, έπρεπε να μπει στο τραπέζι της διαπραγμάτευσης η παράλληλη ενίσχυση της ελληνικής οικονομίας με ευρωπαϊκά επενδυτικά προγράμματα τα οποία θα έδιναν προωθητική ενέργεια στο ΑΕΠ της χώρας.

Αν η Ευρώπη ενδιαφέρεται για το ποσοστό χρέους της ελληνικής οικονομίας το έτος 2020, θα πρέπει όχι μόνο να ελαφρύνει τον αριθμητή του κλάσματος (το χρέος) αλλά και να ενισχύσει τον παρονομαστή του (το ΑΕΠ).

Η πιο λογική εναλλακτική θα ήταν μια **παύση πληρωμών εντός του πλαισίου της ευρωζώνης** (100% κούρεμα των προ του Μαΐου του 2010 ομολόγων), η αξιοποίηση όλων των κερδών από τις αποκρατικοποιήσεις εντός της ελληνικής

οικονομίας, με ταυτόχρονη μείωση όλων των μισθών του δημοσίου, από την κορυφή και προς τα κάτω, χωρίς να πληγούν οι χαμηλόμισθοι, μέχρι του σημείου εξυπηρέτησης των αναγκών του προϋπολογισμού.

3^{ος} Στόχος: Διάσωση Ιταλίας – Ισπανίας

Το μεγαλύτερο ζητούμενο της Συμφωνίας της 27^{ης} Οκτωβρίου ήταν πως θα διασωθούν οι Ιταλία και Ισπανία χωρίς την εμπλοκή της ΕΚΤ. Αν αναλογιστεί κανείς ότι στα ταμεία του EFSF, μετά τα πακέτα διάσωσης της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας, υπάρχουν μόλις 240 δις ευρώ την στιγμή που οι ανάγκες των ευρωπαϊκών χωρών φαίνεται να ξεπερνούν τα 3 τρις ευρώ γίνεται ευκόλως αντιληπτό πως ο μηχανισμός στήριξης δεν επαρκεί. Προεξοφλώντας την αδυναμία του EFSF να χρηματοδοτήσει τις δυο θηριώδεις οικονομίες της ευρωζώνης τα spreads των δυο πήραν την ανιούσα μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας.

Στην σύνοδο των Βρυξελλών αποφασίστηκε το EFSF να δανειστεί από ιδιώτες πέντε φορές περισσότερα κεφάλαια από αυτά που διαθέτει, σε μια προσπάθεια να αυξήσει τις δυνατότητες του στο 1 τρις. Το ποσό αυτό με δεδομένο πως δεν **αρκεί για να καλυφθεί η τρύπα** των 3 τρις που είναι το συνολικό χρέος της Ιταλίας και της Ισπανίας, συμφωνήθηκε ότι ιδιώτες θα κληθούν να δανείσουν τις δύο αυτές χώρες με το EFSF να τους εξασφαλίζει έως και 20% σε περίπτωση κουρέματος για κάθε νέο ομόλογο του αγοράζουν. Πιο συγκεκριμένα, το EFSF ουσιαστικά θα εκδίδει ασφαλιστήρια παρόμοια των CDS για να ασφαλίσει τους νέους ομολογιούχους της Ιταλίας και της Ισπανίας.

Οι ευρωπαίοι, λοιπόν, που πρότειναν στους ομολογιούχους του ελληνικού χρέους εθελοντικό κούρεμα 50%, στερώντας τους παράλληλα το δικαίωμα να εξαργυρώσουν τα ασφάλιστρα CDS που είχαν αγοράσει, ζητούν από τους ιδιώτες να τους **εμπιστευτούν εκ νέου**. Πέραν αυτού, η Ευρώπη ουσιαστικά ζητά από τους ιδιώτες να την δανείσουν δύο φορές. Μία φορά μέσω του EFSF, ώστε αυτό να εκδώσει ασφαλιστήρια για τα ομόλογα των δυο. Και μια δεύτερη φορά αγοράζοντας αυτά τα ομόλογα! Τέλος, από τα €240 δις που είναι τα εναπομείναντα διαθέσιμα του EFSF, στην βάση των οποίων θα αποζητηθούν δανεικά από τους ιδιώτες για να ασφαλιστούν τα ομόλογα της Ιταλίας και της Ισπανίας, οι χώρες οι οποίες θα κληθούν να εγγυηθούν, ως επί το πλείστον, θα είναι η Ιταλία και η Ισπανία.

Επίλογος

Αντί επιλόγου, θα σκιαγραφήσουμε τις δυο πιθανές εκδοχές του ελληνικού δράματος. Το ζήτημα άλλωστε είναι τόσο σύνθετο και μεγάλο που καθιστάτε πολιτικό. Συνεπώς, η λύση που θα δοθεί δεν θα είναι απόλυτα οικονομική αλλά εκείνη που θα εξυπηρετεί τα κυρίαρχα συμφέροντα, ακόμα και εάν είναι θεωρητικά ευάλωτη. Αυτή είναι άλλωστε η χρησιμότητα της πολιτικής, της τέχνης των εναλλακτικών λύσεων σε συγκεκριμένο χρόνο, σε συγκεκριμένες συνθήκες, μεταξύ των διαθέσιμων επιλογών και όχι σε ένα υποδειγματικό περιβάλλον.

Στην καλύτερη περίπτωση, κατά την οποία όλα εξελιχθούν ευνοϊκά, το προσεχές διάστημα, η Ελλάδα μπορεί να ελπίζει ότι θα αναβληθεί προσωρινά ή δια παντός η οικονομική της εξόντωση. Η λύση που προτείνουν οι ευρωπαίοι είναι καταφανώς αδιέξοδη αλλά συντηρεί προσωρινά την ελπίδα και δίνει κίνητρο προσπάθειας. Η Ελλάδα και η Ευρώπη κατ' επέκταση θα έχει να προσβλέπει στις επικείμενες μετατοπίσεις των πολιτικών συσχετισμών σε Γερμανία και Γαλλία οι οποίες ίσως αλλάξουν τον ρου των εξελίξεων. Σε διαφορετική περίπτωση το παρών πλάνο διάσωσης οδηγεί σε αναπόδραστες ατραπούς. Μια ήττα της λουθηρανικής οικονομικής θεολογίας, στο πολιτικό διευθυντήριο της Ευρωζώνης ίσως στρέψει την ατζέντα σε πιο ρηξικέλευθες λύσεις. Ίσως στο μέλλον, οι ηγέτες που θα αντικαταστήσουν τους παρόντες, διέπονται από άλλη οικονομική φιλοσοφία και ίσως δεχθούν να ενισχύσουν τον ρόλο της ΕΚΤ, της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και ενδεχομένως έτσι λυθεί το πρόβλημα της ρευστότητας και της υπό-επένδυσης στην πραγματική οικονομία. Πέραν αυτού, εάν η Ελλάδα καταφέρει να παραμείνει ζωντανή, ίσως μια μη διαφανόμενη, επί του παρόντος ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας, την βοηθήσει να ξεφύγει προσωρινά της δίνης έως ότου βρει τον χρόνο να εφαρμόσει τις απαιτούμενες αλλαγές που θα της παράσχουν μια διατηρήσιμη ανάπτυξη.

Στο απαισιόδοξο σενάριο, αν οι προσπάθειες αποτύχουν, προοπτική ιδιαιτέρως πιθανή δεδομένων των επαναλαμβανόμενων μη λύσεων, η κρίση θα εξαπλωθεί σε όλη την Ευρωζώνη και θα οδηγήσει σε διάσπαση. Η μόνη θετική εξέλιξη ενός τέτοιου ενδεχομένου, από ελληνική σκοπιά, θα είναι ότι θα πάψει να υφίσταται το ευρώ συνεπώς θα μετατραπεί το χρέος σε δραχμές. Η χώρα θα προβεί σε άμεση έκδοση χρήματος προκειμένου να αποπληρώσει τους δανειστές της και αργά η γρήγορα θα απαλλαγεί από το χρέος.

Αν από την άλλη η Ελλάδα εξαναγκαστεί σε έξοδο από το ευρώ αλλά η Ευρωζώνη επιβιώσει, τότε το τι θα ακολουθήσει σε εθνικό επίπεδο είναι αρκετά ζοφερό για να περιγραφεί. Το 2012 θα γίνει το ιστορικό ορόσημο μιας πιο ενοποιημένης Ευρώπης, ή μιας Ευρώπης σε αποσύνθεση.