

Η Ευρωπαϊκή Ένωση στην εποχή του

Παγκοσμιοποιημένου Καπιταλισμού

1. Η Διακρατική Ευρωζώνη

2. Η Δομή ονομαστικού Επιτοκίου και το Συγκριτικό Πλεονέκτημα

α. Το Ελεύθερο κινδύνου επιτόκιο

β. Το Κόστος επισφάλειας Χρέους

γ. Η Στάση πληρωμών, β.2. Ο Πολιτικός κίνδυνος

δ. Οι Πληθωριστικές προσδοκίες

ε. Ο Συναλλαγματικός κίνδυνος

στ. Το Ονομαστικό επιτόκιο

3. Η Καμπύλη απόδοσης επιτοκίων και οι Οίκοι Αξιολόγησης, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και δυνατότητες των καθοδήγησης αγορών και η αναχρηματοδότηση του κρατικού χρέους.

α. Η Καμπύλη απόδοσης επιτοκίων και Οίκοι Αξιολόγησης

β. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και δυνατότητες καθοδήγησης των αγορών και η Αναχρηματοδότηση Κρατικού Χρέους

4. Συγκριτικό πλεονέκτημα και το Γερμανικό υπόδειγμα

α. Το Συγκριτικό πλεόνασμα

β. Το Γερμανικό υπόδειγμα

5. Υιοθέτηση του κοινού νομίσματος και η ανάσχεση των δυνατοτήτων του

α. Η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος

β. Η ανάσχεση των δυνατοτήτων από το κοινό νόμισμα

6. Η απαξίωση του χρέους, το Ελληνικό μνημόνιο, η φάση προσαρμογής, η ρήτρα επισφάλειας του χρέους, η στρατηγική αναπροσαρμογή

α. Η απαξίωση του Χρέους

β. Το Μνημόνιο και οι τομείς παρέμβασης

i. Η δημοσιονομική προσαρμογή και ισορροπία

ii. Η αναδιάρθρωση και ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος

iii. Η θεσμική και διοικητική μεταρρύθμιση του δημόσιου τομέα και η απελευθέρωση των αγορών

γ. Η εφαρμογή του μνημονίου και η προσαρμογή

δ. Το αναπτυξιακό σχέδιο

ε. Η ρήτρα επισφάλειας του χρέους και η πολιτική σταθερότητα

στ. Αναπροσαρμογή της στρατηγικής εξόδου από την κρίση

7. Η Οικονομική και Νομισματική Ένωση - Ομοσπονδιοποίηση

8. Η Γεωπολιτική προσαρμογή της Ε.Κ.Τ.

Ευχαριστίες

Ειλικρινά θα ήθελα να ευχαριστήσω,

- Τους καθηγητές οικονομικών, Θ. Πελαγίδη και για τις χρήσιμες υποδείξεις τους.
- Την Γραμματεία του Μ.Α.Ι.Χ., κ. Ζ. Ρικουνάκη και Α. Κωνσταντινίδη, για την επαγγελματική τους επιμέλεια και προσφορά τους.
- Τον διευθυντή του Μ.Α.Ι.Χ., Δρ. Γ. Μπαουράκη και το επιστημονικό προσωπικό του Μεταπτυχιακού Προγράμματος, Οικονομία των επιχειρήσεων, κ. Π. Δράκο και Γ. Αγγελάκη για την αμέριστη βοήθεια τους ως προς την εύρεση των πρωτογενών στοιχείων και την επεξεργασία τους.
- Τους επιστημονικούς συνεργάτες του Μ.Α.Ι.Χ., Δρ. Ι. Λιβιεράτο και Δρ. Π. Καλαϊτζή καθώς επίσης και άλλων συνεργατών και φίλων για την ταυτοποίηση δυσκολονόητων ενοτήτων ώστε να καταστούν στην συνέχεια ευκολονόητα για αναγνώστες με διαφορετικά επιστημονικά ενδιαφέροντα.
- Τέλος τους φίλους μου από την Θεσσαλονίκη, Αργυρώ Μακάρωφ και Κρίτωνα Σαλπιγκτή για την επιμέλεια του κειμένου.

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Το πόνημα αυτό απευθύνεται στους σκεπτόμενους πολίτες με κοινωνικοοικονομικά ενδιαφέροντα, με έμφαση στην εμβάθυνση των διαχρονικών σχέσεων της πολιτικής με την οικονομία στο Ευρωπαϊκό και Διεθνές γίγνεσθαι.

Ιδιαίτερη προσπάθεια κατεβλήθη ώστε να δίδεται η δυνατότητα στον αναγνώστη να συνδέει τους παράγοντες που μορφοποιούν τα νοήματα και των σχέσεων μεταξύ των ώστε εάν υπάρχει διάθεση ολοκληρωμένης κατανόησης να είναι δυνατό να επιτευχθεί και χωρίς ειδικές γνώσεις.

Επίσης προσδιορίζει τους περιορισμούς, πολιτικούς και οικονομικούς, με τους οποίους, η χώρα μας βρίσκεται αντιμέτωπη στην παρούσα φάση.

Τέλος, καταδεικνύει την μοναδική πολιτική που ήταν εφικτή για την χώρα μας ως προς την διευθέτηση των επειγόντων κοινωνικών και οικονομικών προβλημάτων της όπως περιγράφονται στο παρακάτω email το Οκτώβριο του 2007.

----- Original Message -----

From: [Alkinoos Nikolaidis](mailto:Alkinoos.Nikolaidis)

To: dialogue@politicalforum.gr ; info@evenizelos.gr ; kscan@skandalidis.gr

Cc: contact@costas-simitis.gr

Sent: Wednesday, October 24, 2007 3:42 PM

Subject: (no subject)

Αξιότιμοι Κύριοι,

Θα σας παρακαλούσα θερμά να μεταθέσετε την τρέχουσα «συζήτηση» σας στα ακόλουθα θέματα πριν η κοινωνία απογοητευθεί ανεπανόρθωτα.

- Ζούμε σε ένα περιβάλλον παγκοσμιοποιημένου ανταγωνισμού
- Χάνουμε συνεχώς συγκριτικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα
- Στα πλαίσια της Ευρωζώνης το μόνο μέσο πολιτικής που ελέγχουμε είναι οι δαπάνες και τα έσοδα. Τα επιτόκια και η προσφορά χρήματος είναι δεδομένα
- Έχουμε υψηλό δημόσιο χρέος και εξωτερικό έλλειμμα το οποίο αυξάνεται σε απόλυτα μεγέθη
- Έχουμε έλλειμμα στο εμπορικό μας ισοζύγιο, το ίδιο με την Γαλλία και συνεχώς αυξάνεται.
- Έχουμε τεράστια προβλήματα στην Δημόσια Διοίκηση, στο Ασφαλιστικό, την Παροχή Υπηρεσιών Υγείας, την Εκπαίδευση και ειδικότερα την Ανώτατη Εκπαίδευση, την Κοινωνική Πρόνοια, το Περιβάλλον, κτλ.

- Έχουμε το μοναδικό φαινόμενο, το περίπου μισό του πληθυσμού της χώρας να κατοικεί στο Λεκανοπέδιο με αποτέλεσμα την αύξηση με γεωμετρική πρόοδο των δαπανών λειτουργίας του.
- Έχουμε ένα εκλογικό σύστημα που βολεύει και θρέφεται από την διαπλοκή

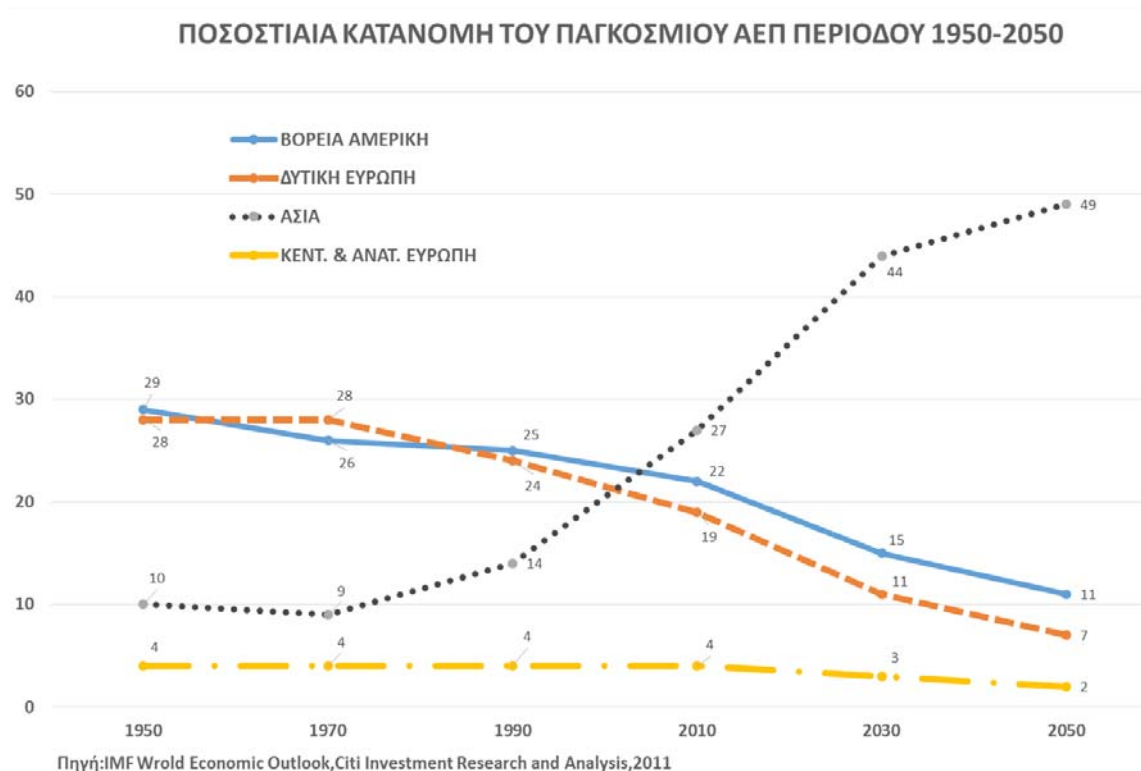
Σαν μελλοντικός πρόεδρος του ΠΑ.ΣΟ.Κ. έχετε μια πρόταση με τις θέσεις του κόμματος ως προς τον εξορθολογισμό της Ελληνικής Οικονομίας με συντονισμένες μεταρρυθμίσεις ολοκληρωμένης προσέγγισης και εκμηδενισμό των συντεχνιακών διαστροφών ώστε να απελευθερωθούν οι υγιείς και δημιουργικές δυνάμεις της χώρας;

Σας ευχαριστώ προκαταβολικά για την κατανόηση σας,

Αλκίνοος Νικολαΐδης

1. Η Διακρατική Ευρωζώνη

Η τάση της παγκόσμιας ανακατανομής εισοδήματος όπως παρουσιάζεται με το παρακάτω διάγραμμα προβλέψεων του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου αλλά και η επιβεβαίωση της τάσης αυτής μέχρι σήμερα, οδηγεί απαρέγκλιτα στην αλλαγή του πρότυπου οικονομικής προσέγγισης της ανάπτυξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης.



Η Γερμανική προσέγγιση αντιμετώπισης του παραπάνω προβλήματος θεωρεί ότι η Ευρωπαϊκή οικονομία της ένωσης οφείλει να προσαρμοσθεί στο Διεθνή ανταγωνισμό σύμφωνα με το πετυχημένο πρότυπό της.

Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής πολιτικής προωθεί την διαμόρφωση πλαισίου ρυθμιστικών κατευθύνσεων συμβατών με ανάπτυξη που βασίζεται στα δυναμικά συγκριτικά πλεονάσματα της ίδιας και των υπολοίπων μελών της Ευρωζώνης και ως μεγάλη οικονομία κατευθύνει μέσω της Ευρωπαϊκής οικονομικής και νομισματικής πολιτικής την Ευρωζώνη προς αυτή την κατεύθυνση.

Ο κεντρικός στόχος της πολιτικής αυτής επιδιώκει να αξιοποιήσει τις παραγωγικές δυνατότητες των κλάδων και τομέων παραγωγής **διεθνώς εμπορεύσιμων προϊόντων και υπηρεσιών** στα οποία διαθέτει **συγκριτικά πλεονεκτήματα**. Δηλαδή, την επένδυση στην παραγωγή προϊόντων και υπηρεσιών τα οποία αντιμετωπίζουν τον ανταγωνισμό ομοειδών προϊόντων και υπηρεσιών τόσο στην εγχώρια αγορά (υποκατάστατα εισαγωγών) όσο και στις διεθνείς αγορές (εξαγωγές). Αντίθετα, επιδιώκει την συρρίκνωση των διεθνώς μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών που δεν αντιμετωπίζουν καθόλου ανταγωνισμό (δημόσιο) ή μόνο τον περιορισμένο εγχώριο ανταγωνισμό στις ατελείς αγορές του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα (πχ ευρύτερος δημόσιος τομέας, μονοπωλιακές διευθετήσεις, προστασία συντεχνιών, κλάδων και τομέων παραγωγής κ.λπ.).

Στο πλαίσιο της πολιτικής αυτής:

Πρώτον, η αύξηση της αξίας της διεθνώς ανταγωνίσιμης πραγματικής παραγωγής προσδιορίζει και την ανάλογη αύξηση της ευημερίας και τα όρια του κοινωνικού κράτους και

Δεύτερον, η οικονομική **σύγκλιση** μεταξύ των μελών της ένωσης αποτελεί δευτερεύοντα στόχο. Αντίθετα, σ' αυτή τη φάση, η **συμπληρωματικότητα** των οικονομιών τους αποκτά πρωτεύουσα προτεραιότητα.

Η πολιτική αυτή επίσης στοχεύει στην ανακατανομή των συγκριτικών πλεονεκτημάτων με κριτήριο την μεγιστοποίηση της απόδοσης των. Έτσι, στο πλαίσιο της παγκοσμιοποιημένης αγοράς, η οικονομία της Ευρωζώνης, στο σύνολο της, πετυχαίνει την μέγιστη ανταγωνιστικότητα και διασφαλίζει την δυναμική της εξέλιξη.

Κατά τη διάρκεια της μεσοπρόθεσμης αυτής προσαρμογής βρίσκονται υπό διαμόρφωση διαδικασίες εγκαθίδρυσης θεσμών που ικανοποιούν τις αναγκαίες και ικανές συνθήκες ώστε να επιτευχθεί μεσοπρόθεσμα η **ευρωπαϊκή οικονομική και νομισματική ένωση - ομοσπονδία**.

Η πρόοδος της ενοποίησης της Ευρωζώνης που έχει επιτευχθεί ως σήμερα αφορά:

- Την πραγματική οικονομία, δηλαδή η αγορά προϊόντων και υπηρεσιών, που ολοκληρώνεται και μάλιστα κάτω από ένα ασφυκτικό πλέγμα κανονιστικών ρυθμίσεων.
- Την αγορά εργασίας που παραμένει ατελής λόγω θεσμικών εμποδίων που περιορίζουν την κινητικότητα του εργατικού δυναμικού (Γλώσσα Εργασίας, Ενοποιημένα πρότυπα, επαγγελματικών προσόντων, Ενοποιημένο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης και συνταξιοδότησης κτλ).
- Την χρηματοπιστωτική αγορά που καθυστερεί την ολοκλήρωσή της λόγω θεσμικών κενών στις αρμοδιότητες και την λειτουργία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Ε.Κ.Τ.), παρόλο που η μεταφορά κεφαλαίων είναι πλήρως απελευθερωμένη.
- Τον δημοσιονομικό συντονισμό μεταξύ των μελών της που είναι σχεδόν ανύπαρκτος
- Την κοινή νομισματική πολιτική της ΕΚΤ που είναι ελάχιστα αποτελεσματική, σε σχέση με τον ρόλο μιας πραγματικής Κεντρικής Τράπεζας.

Συμπερασματικά, η Ευρωζώνη είναι μία **ατελής** οικονομική και νομισματική ένωση χωρίς ενιαίες θεσμικές ρυθμίσεις με εθνικές αγορές ομολόγων χωρίς αμοιβαιοποίησης του χρέους των μελών της.

Η παραπάνω δομή της οικονομίας της Ευρωζώνης έχει ως αποτέλεσμα την διαφορετική προεξόφληση¹ της αξίας ενός ομολόγου χρέους στον παρόντα χρόνο για κάθε χώρα μέλος.

Η απόδοση του χρήματος, το **πραγματικό** επιτόκιο δανεισμού, δηλαδή το ονομαστικό επιτόκιο αφαιρουμένων των πληθωριστικών προσδοκιών, διαφέρει από χώρα μέλος σε χώρα μέλος. Επομένως, η αξία του κοινού νομίσματος δεν είναι ενιαία στο **εσωτερικό** της Ευρωζώνης, σε αντίθεση με την **ενιαία τιμή του** στις αγορές συναλλάγματος.

2. Δομή Ονομαστικού Επιτοκίου

Το επιτόκιο με το οποίο δανείζουν οι αγορές τα κράτη και τον ιδιωτικό τομέα, δηλαδή το ονομαστικό επιτόκιο, συντίθεται από την προεξόφληση των επί μέρους συστατικών του, δηλαδή: **το ελεύθερο κινδύνου επιτόκιο, τον**

¹ Αναγωγή μιας μελλοντικής αξίας στην σημερινή της.

κίνδυνο επισφάλειας, τον πληθωριστικό κίνδυνο και τον συναλλαγματικό κίνδυνο.

α.- Ελεύθερο Κινδύνου Επιτόκιο (Risk free interest rate).

Το θεωρητικό επιτόκιο που αποφέρει ένα δάνειο, χωρίς κανένα κίνδυνο χρηματιστηριακής ζημίας, ή εναλλακτικά η αποζημίωση για ανάληψη της συστημικής αβεβαιότητας, η οποία είναι αδύνατο να προβλεφθεί (**uncertainty**).

Το επιτόκιο αυτό είναι ελεύθερο από όλες τις ρήτρες κινδύνου παραπάνω. Ο κάθε επιπλέον κίνδυνος που αναλαμβάνει ένας επενδυτής προεξοφλείται και αποτιμάται με μια ρήτρα που προστίθεται στο ελεύθερο κινδύνου επιτόκιο.

Στην πράξη, το επιτόκιο μιας ομολογίας χρέους που εκδίδεται από ένα φερέγγυο κράτος, χωρίς πληθωριστικές πιέσεις, θεωρείται ως η πλησιέστερη προσέγγιση στο ελεύθερο κινδύνου επιτόκιο δεδομένου ότι ο κίνδυνος χρεωκοπίας του είναι μηδαμινός.

β.- Ρήτρα επισφάλειας χρέους ή ρήτρα αντιστάθμισης κινδύνου (Κίνδυνος Χώρας / country risk).

Προσδιορίζεται ως η ρήτρα επισφάλειας που προστίθεται στο ελεύθερου κινδύνου επιτόκιο και που οφείλεται στην αντιστάθμιση **του κινδύνου οικονομικής αδυναμίας αποπληρωμής του χρέους, σε συνάρτηση με την πολιτική αποσταθεροποίηση.**

Οι μεταβολές των τιμών της ρήτρας πτώχευσης μ' αυτή της πολιτικής αποσταθεροποίησης είναι μια στενά αλληλοεξαρτώμενη αλληλουχία.

Η περίπτωση της Ελλάδας αποτελεί χαρακτηριστικό υπόδειγμα της εναλλαγής των παραπάνω κινδύνων.

Η διαπίστωση ότι το χρέος της ήταν μη βιώσιμο ανάγκασε το πολιτικό σύστημα να επιλέξει μεταξύ ή του διακρατικού δανεισμού, ή/και της απομείωσης του χρέους της (κούρεμα), ή τέλος σε κήρυξη στάσης πληρωμών (bankruptcy).

Η πολιτική εξουσία επέλεξε τον διακρατικό δανεισμό σε συνάρτηση με την απομείωση του χρέους της με την υποχρέωση ανάληψης της εφαρμογής

του προγράμματος δημοσιονομικής εξισορρόπησης και δομικών μεταρρυθμίσεων.

Οι θεσμικές μεταρρυθμίσεις είναι το πλέον σημαντικό συστατικό του προγράμματος, εφόσον με την υλοποίησή τους αναδεικνύονται νέες και διευρύνονται οι υπάρχουσες οικονομικές δυνατότητες μέσω της αξιοποίησης των ενδογενών συντελεστών παραγωγής καθιστώντας τις επενδύσεις σ' αυτούς αποδοτικές.

Η Ελλάδα είχε την εμπειρία να διαπιστώσει τον διαχρονικό συσχετισμό μεταξύ της ρήτηρας του κινδύνου πτώχευσης και της ρήτηρας του κινδύνου πολιτικής αποσταθεροποίησης.

Στην αρχή της πρώτης φάσης, το 2010, ο κίνδυνος πτώχευσης είχε αυξηθεί σε επίπεδα που το χρέος της ήταν αδύνατο να συνεχίσει να αναχρηματοδοτείται από τις κεφαλαιαγορές βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα.

Στην παρούσα φάση, ο κίνδυνος αδυναμίας αποπληρωμής του χρέους μειώνεται σταδιακά στον βραχυμεσοπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα του λόγω των δεσμεύσεων της Ευρωζώνης και της εφαρμογής του μνημονίου αλλά ο κίνδυνος αυτός αυξάνεται μεσοπρόθεσμα λόγω της πολιτικής αποσταθεροποίησης.

Ο κίνδυνος πολιτικής αποσταθεροποίησης πηγάζει:

Πρώτον, μεσοπρόθεσμα, από τις κοινωνικές αντιδράσεις και το ύψος της δομικής ανεργίας σε κοινωνικώς μη βιώσιμο επίπεδο.

Δεύτερον, από την άκαμπτη επιβολή ρυθμίσεων, ιδιαίτερα σε περιόδους έντονης οικονομικής ύφεσης.

Η προκαλούμενη από τις ρυθμίσεις αυτές συρρίκνωση κλάδων και δραστηριοτήτων παραγωγής, οι οποίοι καθίστανται βραχυπρόθεσμα μη ανταγωνιστικοί λόγω της έντονης ύφεσης αλλά μεσοπρόθεσμα διατηρούν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα, όχι μόνο επιβαρύνει δυσανάλογα με αρνητικές επιπτώσεις το μεταρρυθμιστικό πρόγραμμα αλλά επιδρά αρνητικά και στο σύνολο της οικονομίας της Ευρωζώνης.

Η Διεύθυνση ανταγωνισμού της Ε.Ε. δεν διευκολύνει την διαδικασία προσαρμογής καθυστερώντας χαρακτηριστικά τις απαραίτητες εγκρίσεις για θέματα υψηλής επενδυτικής σημασίας για την ανάπτυξη της χώρας.

Υπό διερεύνηση από την εν λόγω Δ/ση βρίσκονται α) για ασύμβατες με το κοινοτικό δίκαιο κρατικές ενισχύσεις (Σκαραμαγκάς, Ελληνικά Αμυντικά Συστήματα, ΟΣΕ, ΤΡΑΙΝΟΣΕ) και β) για κατάχρηση δεσπόζουσας θέσης (ΔΕΗ, ΟΠΑΠ, ΕΛΤΑ, COSCO). Επίσης βρίσκεται σε εκκρεμότητα η διευθέτηση μείωσης της τιμής της ενέργειας ειδικά ως προς την ενεργοβόρο βιομηχανικά της χώρας η οποία την προμηθεύεται την ενέργεια σε τιμή υπερδιπλάσια των αντιστοίχων Ευρωπαϊκών ανταγωνιστών της.

Τρίτον, από την αντιμετώπιση της κρίσης από το πολιτικό σύστημα χωρίς εθνική συναίνεση.

Ο κίνδυνος πολιτικής αποσταθεροποίησης αυξάνει την ρήτρα επισφάλειας και κατά συνέπεια το ονομαστικό επιτόκιο με αποτέλεσμα την καθυστέρηση του προγράμματος προσαρμογής και την στασιμότητα στην υλοποίηση των αναγκαίων δομικών μεταρρυθμίσεων.

Η αναστολή αυτή της διεύρυνσης και του βάθους των επενδυτικών ευκαιριών, καθιστούν την οικονομία στις διεθνείς αγορές λιγότερο ανταγωνιστική και τη βιώσιμη ανάπτυξη λιγότερο εφικτή.

γ. - Οι πληθωριστικές προσδοκίες² (inflationary expectations).

Αυτές προεξοφλούν το κόστος που προστίθεται στο βασικό επιτόκιο σε καθεστώς πληθωριστικών προσδοκιών ως αντιστάθμισμα εξασφάλισης της πραγματικής αξίας του δανείου. Όσο μεγαλύτερες είναι οι πληθωριστικές προσδοκίες τόσο μειώνεται η αξία του χρέους στο παρόντα χρόνο. Αντίστροφα, σε καθεστώς αποπληθωριστικών προσδοκιών προκαλείται η αύξηση της παρούσης πραγματικής αξίας του χρέους. Ο κάτοχος του χρέους αφενός αποζημιώνεται από την αύξηση της πραγματικής αξίας του, αφ' ετέρου, δημιουργούνται προσδοκίες αύξησης της ρήτρας επισφάλειας εφόσον απαιτείται αποπληρωμή υψηλότερης πραγματικής αξίας χρέους.

δ. Συναλλαγματικός Κίνδυνος (Foreign Exchange Risk).

² Ο προβλεπόμενος ρυθμός πληθωρισμού στα επόμενα χρόνια.

Συναλλαγματική αξία είναι η τιμή στην οποία ανταλλάσσονται δυο εθνικά νομίσματα στην διεθνή αγορά συναλλάγματος, δηλαδή, οι μονάδες ενός νομίσματος που απαιτούνται για την αγορά μιας μονάδας ενός άλλου νομίσματος. Όταν με την ίδια ποσότητα εγχώριου νομίσματος (Ευρώ) αυξάνεται η ποσότητα αγοράς του ξένου νομίσματος (\$) το νόμισμα ανατιμάται.

Η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών επηρεάζει την οικονομική δραστηριότητα της οικονομίας μέσω της ανατίμησης ή υποτίμησης της ισοτιμίας ενός νομίσματος και επηρεάζει βραχυπρόθεσμα την ανταγωνιστικότητα μιας οικονομίας κυρίως μέσω του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

- Η ανατίμηση ενός νομίσματος:

Μετατρέπει τη σχετική αξία μεταξύ εισαγωγών (φθηνότερες) και εξαγωγών (ακριβότερες).

- Καθιστά ακριβότερη την αρχική επένδυση στην ζώνη του ανατιμημένου νομίσματος και φθηνότερη εκτός αυτής ενώ μειώνει τη ροή των επαναπροσαρμοζόμενων κερδών των ξένων επενδύσεων στην ζώνη του ανατιμημένου νομίσματος κατά την διάρκεια της ζωής της επένδυσης και αντίστροφα

- Μειώνει τον πληθωρισμό στην ζώνη του ανατιμημένου νομίσματος λόγω φθηνότερων εισαγωγών και της πίεσης που εξασκείται στις τιμές των υποκατάστατων εγχωρίως παραγομένων προϊόντων και υπηρεσιών.

Η προεξόφληση των προσδοκιών ως προς τις μεταβολές των ισοτιμιών μεταξύ νομισμάτων συνθέτουν τον συναλλαγματικό κίνδυνο.

ε. Το Ονομαστικό επιτόκιο

Το ελεύθερο κινδύνου επιτόκιο, το κόστος επισφάλειας, οι προσδοκίες (από)πληθωρισμού και ο συναλλαγματικός κίνδυνος ενσωματώνονται στο σύνολο τους στο ονομαστικό επιτόκιο³ όπως αυτό προσδιορίζεται από τις αγορές για κάθε χρονικό όριο λήξης των ομολόγων χρέους της.

³ Ονομαστικό επιτόκιο = ελεύθερο κινδύνου επιτόκιο + ρήτρα επισφάλειας + πληθωριστικές προσδοκίες ή στην περίπτωση αποπληθωρισμού, ισοζυγίου (-αποπληθωριστικών προσδοκιών + την επιπρόσθετη ρήτρα επισφάλειας).

Θεωρητικά σε μια κλειστή οικονομία, η οποία είναι απολύτως φερέγγυα και οι πληθωριστικές ή αποπληθωριστικές προσδοκίες είναι ανύπαρκτες, το ελεύθερο κινδύνου επιτόκιο, το ονομαστικό και το πραγματικό επιτόκιο είναι ταυτόσημα.

3. Η Καμπύλη απόδοσης επιτοκίων και οι Οίκοι Αξιολόγησης, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και δυνατότητες καθοδήγησης αγορών.

α) Καμπύλη απόδοσης επιτοκίων (yield curve) και Οίκοι Αξιολόγησης:

Η απεικόνιση του ύψους του ονομαστικού επιτοκίου σε σχέση με τον χρονικό ορίζοντα λήξης της κάθε ομολογίας χρέους αντίστοιχα, για όλο το χρονικό φάσμα δανεισμού (βραχύ-μέσο-μακροπρόθεσμα), ορίζεται ως καμπύλη απόδοσης επιτοκίων.

Το ονομαστικό επιτόκιο και η προεξόφληση στην παρούσα αξία για κάθε συγκεκριμένης χρονικής διάρκειας έκδοσης ομολόγων χρέους είναι η καθοριστική διαδικασία αναχρηματοδότησης του χρέους.

Το διαμορφούμενο ύψος του ονομαστικού επιτοκίου και η τάση μείωσης ή αύξησης του στις αγορές αντανακλά τις προσδοκίες των επενδυτών ως προς τις προοπτικές μιας οικονομίας. Η διαδικασία αυτή καθίσταται καθοριστικός παράγοντας του κόστους **αναχρηματοδότησης** του λήγοντος χρέους⁴.

Οι προοπτικές αυτές ενσωματώνονται στην προεξόφληση της παρούσας αξίας της έκδοσης ομολόγων χρέους για κάθε συγκεκριμένη χρονική διάρκεια έκδοσης τους.

Οι διαφορές και οι μεταβολές μέσα στο χρόνο μεταξύ βραχύ-μέσο και μακροπρόθεσμων ονομαστικών επιτοκίων στην καμπύλη απόδοσης αντανακλούν τις προσδοκώμενες βραχυπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης/

⁴ Για παράδειγμα, για κάθε έκδοση ομολογίας χρέους ορίζεται μια απόδοση επιτοκίου για τον ορισμένο από την έκδοση χρόνο αποπληρωμής του. Επιτόκιο 5% για ύψος δανείου 100 € διάρκειας ενός χρόνου, αποδίδει 5% τόκους και αποπληρωμή 100 Ευρώ στο τέλος του χρόνου. Ο επενδυτής αγοράζει το ομόλογο 95 Ευρώ και εισπράττει κατά την λήξη του 100 Ευρώ. Μια αυξητική τάση του ονομαστικού επιτοκίου σημαίνει ότι η αναχρηματοδότηση του ίδιου χρέους στην λήξη του θα στοιχίσει ποσοστό επιτοκίου μεγαλύτερο του κόστους του προηγούμενου δανεισμού (αγορά ομολόγου 93 Ευρώ δηλαδή απόδοση 7% και αποπληρωμή 100 Ευρώ). Η ίδια λογική ισχύει ανάλογα και για τα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια.

ύφεσης και μεσοπρόθεσμα τις προοπτικές αναβάθμισης / υποβάθμισης της οικονομίας.

Μια οικονομία η οποία αξιοποιεί το υψηλότερο κόστος βραχυπρόθεσμου δανεισμού έτσι ώστε να μειώνεται το κόστος του μεσομακροπρόθεσμου δανεισμού χαρακτηρίζεται ως δυναμική και θεωρείται φερέγγυα.

Οι αποπληθωριστικές πιέσεις μεταβάλλουν την καμπύλη αποδόσης των επιτοκίων με μια σταδιακή μείωση του βραχυπρόθεσμου κόστους δανεισμού με ανάλογη αύξηση του μεσομακροπρόθεσμου κόστους.

Εφόσον το χρέος μιας χώρας αναχρηματοδοτείται σε χαμηλότερο επιτόκιο και το κόστος δανεισμού μειώνεται, οι επενδύσεις αυξάνονται με θετικά αποτελέσματα στην ανάπτυξη και αντίστροφα.

Εάν το μεσοπρόθεσμο επιτόκιο αναχρηματοδότησης του χρέους αυξάνεται και οι οικονομικές δυνατότητες της χώρας είναι μη συμβατές με την αποπληρωμή του υψηλότερου κόστους δανεισμού τότε το χρέος της χώρας υποβαθμίζεται.

Στην Ευρωζώνη, οι κυβερνήσεις των χωρών μελών δανείζονται για την χρηματοδότηση των ετήσιων ελλειμμάτων τους από τις κεφαλαιαγορές και οι εν λόγω αγορές προεξοφλούν διαφορετικά τον κίνδυνο επισφάλειας και τις πληθωριστικές προσδοκίες κάθε χώρας ξεχωριστά με αποτέλεσμα το πραγματικό επιτόκιο για κάθε χώρα μέλος της Ευρωζώνης να είναι διαφορετικό.

Η ενσωμάτωση της επί μέρους προεξόφλησης του χρέους κάθε χώρας μέλους της Ευρωζώνης σε μια ενιαία προεξόφληση και συνεπώς κοινή καμπύλη απόδοσης επιτοκίων, ισοδύναμο της αμοιβαιοποίησης του συνολικού χρέους της Ευρωζώνης, δεν είναι ακόμα πολιτικά και οικονομικά εφικτή. Η σημερινή κατανομή του χωρίς τα αναγκαία κοινά εργαλεία δημοσιονομικής πολιτικής ευνοεί τις λιγότερο θεσμικά προσαρμοσμένες οικονομίες της Ευρωζώνης στον Ευρωπαϊκό και Διεθνή ανταγωνισμό. Με την ενιαία προεξόφληση του χρέους της Ευρωζώνης, το κόστος δανεισμού μιας

φερέγγυας οικονομίας είναι μεγαλύτερο λόγω της αντιστάθμισης των κινδύνων που προέρχεται από τις λιγότερο θεσμικά προσαρμοσμένες χώρες.

Σημαντικό ρόλο στην καθοδήγηση των αγορών έχουν οι εξειδικευμένοι **αμερικανικοί** οργανισμοί αξιολόγησης της οικονομίας και της φερεγγυότητας του χρέους για κάθε χώρα ξεχωριστά.

Οι οργανισμοί αυτοί αξιολογούν τις προοπτικές ανάπτυξης της οικονομίας και την δυνατότητα εξυπηρέτησης του χρέους. Η κλίμακα αξιολόγησης κυμαίνεται από την κατηγορία μέγιστης φερεγγυότητας, τριπλό άλφα (triple A), έως την κατηγορία της πλήρους αφερεγγυότητας (ομόλογο σκουπίδι/junk bond).

Επί πλέον, η κάθε αξιολόγηση συνοδεύεται και από την εκτίμηση των αρνητικών ή των θετικών βραχυπρόθεσμων και μεσοπρόθεσμων προοπτικών της (negative/positive outlook).

Υποβάθμιση σε χαμηλότερες κατηγορίες αξιολόγησης επηρεάζει τις αγορές κεφαλαίου αυξάνοντας το ονομαστικό επιτόκιο της έκδοσης ομολόγων. Η υποβάθμιση αποτελεί προτροπή στη χώρα αναφοράς για αλλαγή των μη βιώσιμων πολιτικών της.

β. Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), οι δυνατότητες καθοδήγησης των αγορών και η αναχρηματοδότηση του κρατικού χρέους

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Ε.Κ.Τ.) έχει την αρμοδιότητα της χρηματοπιστωτικής και νομισματικής πολιτικής σε συνεργασία με τις Κεντρικές Τράπεζες των χωρών μελών.

Η αρμοδιότητα της Ε.Κ.Τ. ως προς την αγορά κρατικού χρέους των χωρών μελών της από την πρωτογενή ή την δευτερογενή αγορά δεν έχει προς το παρόν αποσαφηνιστεί πλήρως στα πλαίσια των θεσμικών ρυθμίσεων και των στόχων της.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Ε.Κ.Τ. στο πλαίσιο της άσκησης της ενιαίας νομισματικής πολιτικής επηρεάζει τρία βασικά επιτόκια:

i. Το επιτόκιο προσφοράς για πράξεις κυρίας αναχρηματοδότησης (main refinancing operations rate). Με τις εν λόγω πράξεις παρέχεται από την Ε.Κ.Τ. ο κύριος όγκος της ρευστότητας στις Τράπεζες της Ευρωζώνης.

ii. Το επιτόκιο διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων (deposit facility rate/overnight rate), δηλαδή το επιτόκιο που αποδίδεται στις τράπεζες για τις καταθέσεις των διάρκειας μιας μέρας.

iii. Το επιτόκιο διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης (marginal lending facility). Το επιτόκιο με το οποίο οι τράπεζες δανείζονται κεφάλαια από την Ε.Κ.Τ. για διάρκεια μιας μέρας.

Τα εργαλεία πολιτικής που διαθέτει η Ε.Κ.Τ. επηρεάζουν την ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος, μέσω της χορήγησης μεσοπρόθεσμων δανείων στο τραπεζικό σύστημα, την αγορά τιτλοποιημένων μακροπρόθεσμων δανείων νοικοκυριών και επιχειρήσεων, την αγορά απλών τίτλων και σύνθετων παράγωγων υψηλότερου κινδύνου.

Το επιτόκιο δανεισμού των διατραπεζικών δανείων μιας μέρας (Eonia) και αυτό για περιόδους μεγαλύτερες της μιας μέρας (Euribor, Eurointer bank rate) επηρεάζεται σημαντικά από το επιτόκιο προσφοράς για πράξεις κυρίας αναχρηματοδότησης και του επιτοκίου διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης δίνοντας την δυνατότητα στην Ε.Κ.Τ. να επηρεάζει μέσω του κόστους της ρευστότητας, τη δομή των επιτοκίων.

Σε τελική ανάλυση, οι αγορές λαμβάνουν υπόψη τους την διαμορφούμενη πολιτική της Ε.Κ.Τ. προεξοφλώντας ανάλογα και συνδυαστικά τις εκτιμήσεις για τις επιπτώσεις της νομισματικής πολιτικής της Ε.Κ.Τ., το κόστος επισφάλειας (ρήτρα κινδύνου) και τις (από)πληθωριστικές προσδοκίες.

Με βάση την διαχρονική κατανομή της καμπύλης απόδοσης επιτοκίων, προσδιορίζεται το κόστος έκδοσης του νέου χρέους μέσω της επαναγοράς του. Η αποτίμηση αυτή μεταβάλλεται μέσα στο χρόνο λαμβάνοντας υπόψη τις αξιολογήσεις των προαναφερθέντων αμερικανικών οίκων αξιολόγησης οι οποίες ενσωματώνουν και την προεξόφληση των προσδοκιών επηρεασμού της δομής των επιτοκίων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Οι διακυμάνσεις της τιμής των ομολόγων στην δευτερογενή αγορά επηρεάζει το κόστος αναχρηματοδότησης του κρατικού χρέους. Η διαδικασία της αποτίμησης υλοποιείται μέσω της πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς κρατικών ομολόγων. Δικαίωμα συμμετοχής στην πρωτογενή αγορά έκδοσης ομολόγων κρατικού χρέους διαθέτει ένας περιορισμένος αριθμός μεγάλων τραπεζικών ομίλων (primary dealers).

Σε πρώτη φάση, οι ομολογίες χρέους μιας χώρας αγοράζονται, με άνοιγμα βιβλίου προσφορών, από τους εν λόγω συμμετέχοντες οι οποίοι με βάση την ζήτηση του ομολόγου χρέους προσδιορίζουν το ύψος επιτοκίου του εν λόγω ομολόγου. Στην συνέχεια οι διακατέχοντες τα ομόλογα χρέους τα μεταπωλούν στην δευτερογενή αγορά ομολόγων και η προκύπτουσα αύξηση ή μείωση του επιτοκίου μέσα στο χρόνο προσδιορίζει το κόστος αναχρηματοδότησης του λήγοντος χρέους.

Η διαδικασία αυτή αναχρηματοδότησης του χρέους αποτελεί μια **συνεχή αξιολόγηση** της οικονομίας μιας χώρας από τις αγορές.

4. Συγκριτικό Πλεονέκτημα και το Γερμανικό Υπόδειγμα.

α. Συγκριτικό Πλεονέκτημα

Όπως προαναφέρθηκε, η πολιτική άριστης ανακατανομής των συγκριτικών πλεονεκτημάτων με κριτήριο την μεγιστοποίηση της απόδοσης των για κάθε χώρα μέλος ξεχωριστά, προϋποθέτει ενιαίο πραγματικό επιτόκιο στην ζώνη του κοινού νομίσματος.

Κάτω από το υπάρχον καθεστώς πραγματικών επιτοκίων, η κατανομή των συγκριτικών πλεονεκτημάτων της πραγματικής οικονομίας διαστρεβλώνεται. Η διαστρέβλωση οφείλεται στην συσχέτιση της δυναμικής εξέλιξης των συγκριτικών πλεονεκτημάτων με την εξέλιξη του ύψους των πραγματικών επιτοκίων. Όσο μεγαλύτερο είναι το πραγματικό επιτόκιο σε μια χώρα μέλος τόσο αυξάνεται η διάβρωση των συγκριτικών της πλεονεκτημάτων προς όφελος κρατών μελών με μειωμένο πραγματικό επιτόκιο.

Δεδομένης της ενιαίας αξίας του Ευρώ στο εξωτερικό της Ευρωζώνης, τα διαφοροποιημένα πραγματικά επιτόκια μεταξύ των χωρών μελών της Ευρωζώνης επηρεάζουν τόσο τα βραχυπρόθεσμα όσο και τα μεσοπρόθεσμα οικονομικά συγκριτικά πλεονεκτήματα και συνεπώς την θέση μιας χώρας στον Ευρωπαϊκό και στον Παγκοσμιοποιημένου ανταγωνισμού.

Τα πραγματικά επιτόκια των πλεονασματικών Βόρειων χωρών είναι σημαντικά χαμηλότερα από αυτά των ελλειμματικών Νοτίων χωρών μελών της Ευρωζώνης. Η διαφορά αυτή διαβρώνει τις οικονομικές δυνατότητες των ελλειμματικών προς όφελος των πλεονασματικών οικονομιών της Ευρωζώνης.

Η μετακόμιση ή αλλαγή ιδιοκτησίας παραγωγικών δραστηριοτήτων με συγκριτικά πλεονεκτήματα από τον Νότο στο Βορρά ή και εκτός της Ευρωζώνης διευρύνει το χάσμα της πολιτικής και της οικονομικής συνοχής της Ένωσης ενώ μεσοπρόθεσμα υποβαθμίζεται η γεωπολιτική θέση της Ευρωπαϊκής Ένωσης λόγω της διευρυνόμενης απόκλισης της συνοχής της.

Όσο καθυστερεί να επιτευχθεί η ολοκλήρωση της οικονομικής και νομισματικής ένωσης, τόσο η απόκλιση της οικονομίας από το πραγματικό σημείο ισορροπίας διευρύνεται προοδευτικώς. Οι “αθέμιτες” αυτές διαστρεβλώσεις, μεσοπρόθεσμα, μεγιστοποιούν το όφελος των Βόρειων χωρών της ζώνης και **οδηγούν σε αναδόμηση του οικονομικού χώρου της Ευρωζώνης** με ενδεχόμενη δορυφοροποίηση των Νοτίων χωρών μελών της.

β. Το Γερμανικό υπόδειγμα

Η κυρίαρχη επιρροή της Γερμανικής οικονομίας στην Ευρωζώνη και η σημαντική επιρροή της στην νομισματική πολιτική της Ε.Κ.Τ., δεδομένου των ατελών θεσμικών περιορισμών της, εξασφαλίζει την αξία του ΕΥΡΩ ανατιμημένη σε σχέση με τα άλλα διεθνή νομίσματα.

Η γερμανική οικονομία μεγιστοποιεί το όφελός της με ανατιμημένο νόμισμα, και η γερμανική πολιτική αξιοποιεί τις θεσμικές ατέλειες στους κανονισμούς λειτουργίας της ΕΚΤ περιορίζοντας ή/και αδρανοποιώντας τις

δυνατότητες παρέμβασης της σε ενδεχόμενη υποτίμηση του ΕΥΡΩ ακόμα και εάν αυτή η αλλαγή πολιτικής της ΕΚΤ είναι σκόπιμη στην παρούσα φάση.

Η χώρα αυτή διαθέτει μία αποτελεσματική οικονομική και βιομηχανική παραγωγική βάση, η οποία αξιοποιεί τις φθηνές, λόγω ανατιμημένου ευρώ, εισαγόμενες πρώτες ύλες, ενδιάμεσους συντελεστές παραγωγής και εισροές. Οι πόροι αυτοί αξιοποιούνται από την Γερμανική παραγωγική βάση και μετατρέπονται σε διεθνώς ανταγωνιστικά εμπορεύσιμα προϊόντα και υπηρεσίες. Αυτά χαρακτηρίζονται από την δυναμική ενσωμάτωση τεχνολογίας και καινοτομίας στην ποιότητά τους καθιστώντας δύσκολη την υποκατάστασή των από τα αντίστοιχα ανταγωνιστικά προϊόντα άλλων χωρών.

Εκτός της πολιτικής ανατιμημένου ΕΥΡΩ το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα ενισχύεται προσθετικά λόγω της κοινωνικής συναίνεσης ως προς την δημοσιονομική πολιτική της.

Η παραπάνω πολιτική διασφαλίζει ότι ο ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού της παραμένει μικρότερος του ρυθμού αύξησης του πληθωρισμού των εμπορικών εταίρων της.

Η διαφορά μεταξύ των ρυθμών πληθωρισμού ανταγωνιστικών οικονομιών διευρύνει το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της οικονομίας με τον χαμηλότερο πληθωρισμό.

Το αποτέλεσμα είναι το εμπορικό (εξαγωγές μείον εισαγωγές) και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (το εμπορικό ισοζύγιο με την προσθήκη του ισοζυγίου υπηρεσιών, εισοδημάτων και τρεχουσών μεταβιβάσεων) να είναι προοδευτικώς αυξανόμενα.

Το ανατιμημένο ΕΥΡΩ επίσης μειώνει και το κόστος επενδύσεων εκτός Ευρωζώνης, με αποτέλεσμα τα εν λόγω πλεονάσματα να μην κατευθύνονται στις Νότιες χώρες-μέλη. Τα γερμανικά πλεονάσματα συστηματικώς επενδύονται εκτός Ευρωζώνης.

Η πολιτική αυτή αντανakλάται στα υπόλοιπα κράτη μέσω των οργάνων, τυπικών και ατύπων, της πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ε.Κ.Τ.

Οι εταίροι της είναι αναγκασμένοι να υλοποιήσουν με το δεδομένο πλαίσιο πολιτικής (ανατιμημένο ΕΥΡΩ, χαμηλός πληθωρισμός), την αναγκαία μεταρρύθμιση της οικονομίας τους μέσω θεσμικών μεταρρυθμίσεων και δημοσιονομικής εξυγίανσης. Η χρονική πίεση της επιβαλλόμενης προσαρμογής που σε περίπτωση καθυστερήσεων οδηγεί ακόμα και σε υποβάθμιση της πιστοληπτικής φερεγγυότητας από τους Οίκους Αξιολόγησης (π.χ. Γαλλία) αφ' ενός επιταχύνει μερικώς την ανάδειξη και την αξιοποίηση κάποιων από τα συγκριτικά τους πλεονεκτήματα, αφ' ετέρου προκαλεί έντονες κοινωνικές ανισορροπίες που ενισχύουν την επικίνδυνη τάση υπέρ των **ευρωφοβικών-ευρωσκεπτικιστών και λαϊκιστών ακροδεξιών**.

Βέβαια σε επίπεδο Ευρωζώνης και Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.), η μεταφορά πόρων (τρέχουσες μεταβιβάσεις) μέσω των Κοινοτικών Πλαισίων Στήριξης (Κ.Π.Σ.) από τις πλεονασματικές οικονομίες στις ελλειμματικές παραμένει και λειτουργεί εκτός των άλλων, ως μηχανισμός εξισορρόπησης και αντιστάθμισης στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Ο μηχανισμός αυτός, λόγω των όλο και πιο περιορισμένων πόρων αναδιανομής και των περιοριστικών όρων αξιοποίησης των πόρων αυτών (εθνική συμμετοχή, άστοχα επιχειρησιακά προγράμματα, πλημμελής εφαρμογή τους καθώς επίσης και την αδυναμία του πολιτικού συστήματος να τα αξιοποίηση με συγκεκριμένο στρατηγικό σχεδιασμό), έχει λειτουργήσει, τουλάχιστον στην Ελλάδα, αυξάνοντας μεν το Α.Ε.Π., διευρύνοντας δε τα δημοσιονομικά ελλείμματα, και την μετατροπή των τελευταίων σε ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και αύξησης του χρέους.

Είναι φανερό ότι η ισορροπία αυτή έχει τα **πολιτικά όριά** της εκτός αν επιδιώκονται άλλες πολιτικές και οικονομικές ενδοευρωπαϊκές ανακατατάξεις όπως π.χ. η διαφοροποίηση της αξίας του Ευρώ μεταξύ των πλεονασματικών και ελλειμματικών χωρών μελών του σε μόνιμη βάση.

5. Υιοθέτηση του κοινού νομίσματος και η ανάσχεση των δυνατοτήτων του.

α. Υιοθέτηση του κοινού νομίσματος

Η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος έθεσε σε κίνηση μια διαδικασία ανάπτυξης και διόγκωσης των οικονομιών των χωρών της Ευρωζώνης.

Η προεξόφληση από τις αγορές της μελλοντικής ανάπτυξης της Ευρωζώνης και της σταδιακής ανατίμησης του **διεθνοποιημένου κοινού νόμισματος** αφενός οδήγησε σε σύγκλιση των επιτοκίων των χωρών μελών της, αφετέρου αύξησε, από τη μια στιγμή στην άλλη, την συνολική δυνητική αξία των **αποθεματικών της (reserves)**.

Τα αποθεματικά είναι η αξία η οποία διακρατείται εθελουσίως στο τραπεζικό σύστημα από τους εντός και εκτός Ευρωζώνης οικονομικών συντελεστών. Η αποθεματική αυτή αξία είναι αναγκαία για την αντιστάθμιση απρόβλεπτων κινδύνων και για την ομαλή διαδικασία οικονομικών συναλλαγών, τόσο μεταξύ των χωρών μελών όσο και του υπολοίπου κόσμου.

Η σημασία της διεθνοποίησης του Ευρώ και η αποθεματοποίηση του ΕΥΡΩ από τις Κεντρικές Τράπεζες, το Τραπεζικό σύστημα και του Ιδιωτικού τομέα αναλύεται παρακάτω λόγω της ιδιαίτερης σπουδαιότητας των στον παγκοσμιοποιημένο καπιταλισμό:

Η ζήτηση του χρήματος ικανοποιεί τρεις οικονομικές λειτουργίες: α) Τις ανάγκες καθημερινής ρευστότητας (Transaction demand), β) Την ζήτηση για επενδύσεις (Investment demand) και γ) Την αποταμίευση (Precaution demand).

Η τελευταία δημιουργεί αποθεματική αξία για το χρονικό διάστημα κατοχής της από τους επί μέρους οικονομικούς παράγοντες αλλά στο σύνολο της οικονομίας, διαχρονικά, μετατρέπεται σε ροή μεταβαλλόμενης αξίας. Η ανάπτυξη και η διόγκωση της οικονομίας, συνεπάγεται και την ανάλογη αύξηση του όγκου και της αξίας των αποθεματικών. Τα αποθεματικά αυτά αξιοποιούνται σαν φθηνή πηγή χρηματοδότησης και μόχλευσης από το Τραπεζικό Σύστημα (Νομισματικός Κενσιανισμός).

Η ανάπτυξη των εμπορικών και άλλων συναλλαγών, τόσο μεταξύ των χωρών μελών (**Intra Trade**) όσο και με τις χώρες εκτός αυτής (**Intertrade**), αυξάνει την ζήτηση του κοινού νομίσματος, μέρος της οποίας καλύπτει την ανάγκη αύξησης των αποθεματικών τους σε **ΕΥΡΩ**. Η αύξηση αυτή των

αποθεματικών των Κεντρικών Τραπεζών εντός και εκτός της Ευρωζώνης πρόσφερε άφθονη και φθηνή χρηματοδότηση εντός της Ευρωζώνης.

Η αύξηση της ρευστότητας σε πολύ χαμηλό κόστος επιτοκίων λόγω της αύξησης της προσφοράς ΕΥΡΩ από την Ε.Κ.Τ. (τύπωμα) κατέστησε εξαιρετικά συμφέρουσα την ανταλλαγή ονομαστικών αξιών εκπεφρασμένες σε ΕΥΡΩ με πραγματικές αξίες αλλά και με άλλες ονομαστικές χρηματοπιστωτικές αξίες. Η διεθνοποίηση του ΕΥΡΩ μείωσε το κόστος εισαγωγών των πραγματικών αξιών (πρώτες ύλες, εισροές ενδιαμέσων συντελεστών παραγωγής, τελικά προϊόντα και υπηρεσίες) με αποτέλεσμα την συνεχή αύξηση του πλούτου και της ευημερίας των μελών της Ευρωζώνης.

Η διαδικασία αυτή συνέβαλε στην διαφοροποιημένη αύξηση των διεθνώς εμπορεύσιμων και των μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών μεταξύ των χωρών μελών της Ευρωζώνης.

Η μεσοπρόθεσμη αυτή διαδικασία ανάπτυξης και διόγκωσης της ρευστότητας και της οικονομίας, σε κάποιες χώρες μέλη, διευκόλυναν το πολιτικό σύστημα να αποφύγει την εφαρμογή των αναγκαίων θεσμικών μεταρρυθμίσεων και προσαρμογών. Οι εν λόγω οικονομίες δεν διατήρησαν ούτε βελτίωσαν την ανταγωνιστικότητα τους δεδομένου ότι στο παγκοσμιοποιημένο ανταγωνισμό, όσο μεγαλύτερη είναι η θεσμική δυσκαμψία της οικονομίας μιας χώρας τόσο μεγαλύτερη είναι η διάβρωση της ανταγωνιστικότητας μιας χώρας.

Η σταδιακή αυτή διάβρωση της ανταγωνιστικότητας επέδρασε αρνητικά στον όγκο και την αξία των διεθνώς εμπορεύσιμων σε σχέση με μη εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες στην σύνθεση του Α.Ε.Π., με αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας των εισαγωγών της. Η συνεχής αυτή διάβρωση της ανταγωνιστικότητας οδήγησε την οικονομία συγκεκριμένων χωρών σε μη βιώσιμα επίπεδα.

Οι Βόρειες χώρες, πιο συνεπείς πολιτικά, προέβησαν εγκαίρως στις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις προσαρμογής, έτσι ώστε οι οικονομίες των να διατηρήσουν ή και να διευρύνουν την ανταγωνιστικότητά τους, ενώ, οι Νότιες χώρες κάλυψαν την συρρίκνωση των συγκριτικών τους πλεονεκτημάτων και

της ανταγωνιστικότητάς τους, με αύξηση του ελλείμματος του προϋπολογισμού των, με παράλληλη αύξηση των εξωτερικών ελλειμμάτων, και αύξηση του χρέους των.

β. Η ανάσχεση των δυνατοτήτων από το κοινό νόμισμα

Ενδεικτικά περιγράφονται παρακάτω οι επιπτώσεις της ατελούς δομής της οικονομικής και νομισματικής ένωσης που είχαν ως αποτέλεσμα την ανάσχεση των δυνατοτήτων που ενέχει ένα κοινό νόμισμα.

Τα έντονα χαρακτηριστικά προστασίας εθνικών κεκτημένων, και κατά συνέπεια η αδύναμη κοινή δημοσιονομική πολιτική της Ε.Ε., οδήγησαν στην ανάσχεση των αναπτυξιακών δυνατοτήτων που πηγάζουν από την εισαγωγή του κοινού νομίσματος:

Η **πρώτη αρνητική εμπειρία** οφείλεται στην έλλειψη θεσμικής και δημοκρατικής θωράκισης για την εφαρμογή μιας δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία θα εξασφάλιζε τις ελάχιστες αναγκαίες προδιαγραφές οικονομικής συνοχής και φερεγγυότητας του κοινού νομίσματος.

Οι χώρες μέλη της Ευρωζώνης παραβίαζαν συστηματικά το σύμφωνο σταθερότητας του Μάαστριχτ, δηλαδή τα όρια πληθωρισμού γύρω στο 2%, του ελλείμματος προϋπολογισμού στο 3% και του χρέους γύρω στο 60% του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος (ΑΕΠ)⁵. Άλλες χώρες, αλλά και η Ελλάδα, η οποία τέσσερις φορές ετέθη κάτω από την επιτήρηση της Ευρωπαϊκής επιτροπής, δεν εφάρμοσαν ή παραβίασαν τις πρόνοιες της επιτήρησης.

Η **δεύτερη αρνητική εμπειρία** αφορά την περίοδο της σχετικής σύγκλισης των επιτοκίων της κάθε χώρας μέλους μεταξύ των με την εισαγωγή του κοινού νομίσματος.

Μέχρι το 2008, οι διαφορές των ονομαστικών επιτοκίων οφειλόταν τόσο στην προεξόφληση του κόστους επισφάλειας όσο και στις προσδοκίες πληθωριστικών τάσεων για κάθε μέλος της ξεχωριστά. Παρόλο που η διακύμανση του εύρους της διαφοράς μεταξύ του επιτοκίου δανεισμού των μελών της Ευρωζώνης ήταν σε χαμηλά επίπεδα λόγω της ενιαίας προεξόφλησης του κόστους επισφάλειας, εν τούτοις η διάβρωση της ανταγωνιστικότητας και των συγκριτικών πλεονεκτημάτων της πραγματικής

⁵ Το σύνολο της ονομαστικής αξίας των αγαθών και υπηρεσιών που παράγεται σε μια χώρα σε ένα χρόνο.

οικονομίας συντέλεσε στην μεταφορά των τόσο μεταξύ των μελών της Ευρωζώνης όσο και μεταξύ της Ευρωζώνης και των αναδυομένων και άλλων οικονομιών (B.R.I.C.S. κτλ.)⁶.

Η **τρίτη αρνητική εμπειρία** αφορά το **όχι** των Γάλλων και των Ολλανδών στο δημοψήφισμα για την έγκριση των αλλαγών των όρων της Ευρωπαϊκής Συνθήκης που θα διευκόλυναν την οικονομική και νομισματική ένωση.

Το μεγάλο όφελος που προέκυψε από την εισαγωγή του κοινού νομίσματος ως **διεθνές συναλλακτικό και αποθεματικό νόμισμα (international exchange and reserve currency)**, εξανεμίζονται με την κρίση του 2008 και εντεύθεν παρά την ολοκλήρωση των αγορών αγαθών και υπηρεσιών, την ελαχιστοποίηση των συναλλαγματικών κινδύνων και του κόστους συναλλαγών (transaction cost).

6. Η απαξίωση του Ελληνικού χρέους, το μνημόνιο, η εφαρμογή του μνημονίου και η προσαρμογή, το αναπτυξιακό σχέδιο, η ρήτρα επισφάλειας του χρέους σε σχέση με την πολιτική αποσταθεροποίηση και η έξοδος από την κρίση.

α. Η απαξίωση του Ελληνικού χρέους

Η κρίση του 2008 αποκάλυψε το **ατελές θεσμικό πλαίσιο της ένωσης** με κορυφαία έκφραση την απαξίωση του χρέους των Νοτίων χωρών της Ευρωζώνης (Ελλάδα, Ισπανία, Πορτογαλία και Ιρλανδία).

Για παράδειγμα, η παρακμή της χώρας μας οφείλεται στην μεσοπρόθεσμη αποχή από τις αναγκαίες δομικές μεταρρυθμίσεις και την ασύμβατη μεταρρυθμιστική και δημοσιοοικονομική προσαρμογή της οικονομίας της στη **Διεθνή** και **Ευρωπαϊκή** πραγματικότητα. Η παγιοποίηση της προστασίας της συντεχνιακής δομής της οικονομίας του δημοσίου και του ιδιωτικού τομέα οδήγησε σε συνεχή μείωση της ανταγωνιστικότητάς της. Η μείωση αυτή προκάλεσε την προοδευτική αύξηση τόσο του ελλείμματος του προϋπολογισμού (έσοδα – δαπάνες κράτους) όσο και του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (**Διπλά Ελλείμματα**).

⁶ (Brasil, Russia, India, China, South Africa)

Η συνεχής αύξηση του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού λόγω της ανεξέλεγκτης αύξησης των δαπανών και της αδυναμίας συλλογής εσόδων (παραοικονομία, φοροδιαφυγή/φοροκλοπή, κτλ) οδήγησε **πρωτογενώς** στην αύξηση του δημόσιου χρέους εφόσον διαχρονικά τα ελλείμματα του προϋπολογισμού επισυσσωρευόνταν στο χρέος που καλύπτονταν κυρίως από εξωτερικό δανεισμό.

Δευτερογενώς, η πλασματική αύξηση των εισοδημάτων λόγω αύξησης των δαπανών και η ταυτόχρονη συρρίκνωση των διεθνώς εμπορεύσιμων σε σχέση με την αύξηση των μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών οδήγησαν στην αύξηση της ζήτησης και της αξίας των εισαγωγών. Η αύξηση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου χωρίς την πλήρη αντιστάθμιση του από το ισοζύγιο υπηρεσιών, διεύρυνε παράλληλα και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, με αποτέλεσμα την επί πλέον αύξηση των δανειακών αναγκών για την κάλυψη τους.

Τέλος, **τρίτογενώς**, η αύξηση του χρέους λόγω των διαχρονικών **διπλών ελλειμμάτων** παραπάνω, απαιτούσε ένα όλο και μεγαλύτερο ύψος δανεισμού για την κάλυψη των επί πλέον τοκοχρεολυσίων εξυπηρέτησης του.

Η ετήσια αύξηση των δανειακών αναγκών για την χρηματοδότηση αυτών των όλο και διευρυνόμενων διπλών ελλειμμάτων αύξανε με γρήγορο ρυθμό την συσσώρευση των ελλειμμάτων αυτών στο δημόσιο χρέος.

Ο παρακάτω πίνακας είναι ενδεικτικός της παρατεταμένης παραπάνω περιγραφόμενης δημοσιονομικής εκτροπής:

	2001 Δις €	2009 Δις €	Ποσοστό αύξησης
Έσοδα	35	50,5	42,28%
Δαπάνες	35,8	84,2	135,20%
Μισθοί & Συντάξεις	13,1	24,52	87,20%
Τόκοι	9,7	12,3	26,80%
Δημόσιο Χρέος	151,9	298,7	96,64%

Πηγή: Γ. Ατσαλάκης και Κ. Ζοπουνίδης

Στην Ελλάδα, το 2009, το έλλειμμα προϋπολογισμού και του εμπορικού ισοζυγίου ήταν περίπου 34.3 δις και στο 41.5 δις Ευρώ αντίστοιχα, με επιταχυνόμενη αυξητική τάση.

Το αποτέλεσμα αυτής της πολιτικής ήταν να καταστεί το χρέος της μη αναχρηματοδοτούμενο, δηλαδή, η αποπληρωμή του να απαιτεί νέο με γεωμετρική αύξηση ύψους δανεισμού με αποτέλεσμα να ακολουθήσει ο αποκλεισμός της χώρας από τις αγορές κεφαλαίων και η απαξίωση του χρέους της.

β. Το Μνημόνιο και οι τομείς παρέμβασης

Η «σωτηρία», λόγω της απαξίωσης του χρέους, αποφασίσθηκε να αντιμετωπισθεί με **μνημόνια «αλληλεγγύης»**, με την συμμετοχή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Ε.Ε.), της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Ε.Κ.Τ.) και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (Δ.Ν.Τ.).

Η εμπειρία του Δ.Ν.Τ. σε προγράμματα προσαρμογής και σταθεροποίησης κρίθηκε αναγκαία λόγω της εμπειρίας του. Επί πλέον κρίθηκε αναγκαία η συμμετοχή του λόγω του υψηλού κινδύνου συστημικών συνεπειών σε διεθνές επίπεδο.

Το πρόγραμμα σταθεροποίησης σε πρώτη φάση έγινε αποδεκτό από ένα μέρος του Ελληνικού πολιτικού συστήματος που ανέλαβε τις πολιτικές ευθύνες του κάτω από την απειλή χρεωκοπίας. Στην συνέχεια υιοθετήθηκε και από το κόμμα της Νέας Δημοκρατίας. Τα δύο κόμματα έχουν υποστεί υψηλό πολιτικό κόστος λόγω της εφαρμογής των δεσμεύσεων του μνημονίου.

Το πρόγραμμα βασίστηκε στη δημιουργία μηχανισμού μεταφοράς πόρων (δανείων) από τις πλεονασματικές στην ελλειμματική χώρα-μέλος, με παράλληλη δέσμευση της τελευταίας στην εφαρμογή θεσμικών μεταρρυθμίσεων και δημοσιοοικονομικής προσαρμογής. Το πρόγραμμα προσαρμογής προσδιορίστηκε ανάλογα με τις ιδιαιτερότητες των προβλημάτων της και εφαρμόζεται στη βάση συγκεκριμένου χρονοδιαγράμματος.

Ο τελικός στόχος του προγράμματος είναι παραγωγική ανασυγκρότησή της οικονομίας της μέσω ιδιωτικών επενδύσεων ώστε να αποκατασταθεί η βιώσιμη ανάπτυξη και η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας στο παγκοσμιοποιημένο πλέον σύστημα.

Οι απαραίτητες προϋποθέσεις της επιτυχούς υλοποίησης των στόχων του προγράμματος είναι η εφαρμογή ενός ορθολογικού εκσυγχρονισμού του θεσμικού πλαισίου εφαρμογής του με απελευθέρωση των αγορών και σε συνάρτηση με μια στοχευμένη πολιτική προσέλκυσης επενδύσεων με προεξέχοντες στόχους:

- α) Την αξιοποίηση της δυναμικώς υπαρκτής αλλά ανεκμετάλλευτης παραγωγικής δυνατότητας.
- β) Την ανάδειξη νέων διεθνώς ανταγωνιστικών παραγωγικών δραστηριοτήτων, και
- γ) Τις αποκρατικοποιήσεις και την σύνδεσή των με στοχευόμενες αναπτυξιακές πολιτικές και επενδύσεις.

Οι τομείς παρέμβασης στην εφαρμογή του μνημονίου αφορούν:

ι) Την δημοσιονομική προσαρμογή και ισορροπία.

Η υλοποίηση της πολιτικής αυτής προέβλεπε την μετατροπή των πρωτογενών ελλειμμάτων σε πρωτογενή πλεόνασμα μέχρι το 2014 και στην συνέχεια ισοσκελισμένους ή προϋπολογισμούς με δημοσιονομικά πλεονάσματα.

Το πρόγραμμα δημοσιονομικής εξισορρόπησης αναπροσαρμόζεται με βάση τις εκθέσεις αξιολόγησης της τρόικας και τις εκτιμήσεις της σε σχέση με την εξέλιξη του πρωτογενούς πλεονάσματος, του χρηματοδοτικού και του δημοσιονομικού κενού χρηματοδότησης του προϋπολογισμού.

Το πρωτογενές πλεόνασμα είναι τα επί πλέον κρατικά έσοδα που προκύπτουν αφού καλυφθούν οι δαπάνες του κράτους. Στις τελευταίες δεν συμπεριλαμβάνονται οι δαπάνες για οφειλές τόκων και χρεολυσίων του κρατικού χρέους.

Το πρωτογενές πλεόνασμα σηματοδοτεί αφενός, το γεγονός ότι η χώρα είναι σε θέση να καλύψει πλήρως τις λειτουργικές δαπάνες της και αφετέρου, είναι σε θέση να αποπληρώνει ένα μέρος των οφειλών των τοκοχρεολυσίων της.

Το χρηματοδοτικό κενό αφορά τις δανειακές υποχρεώσεις που προβλέπονται για την αποπληρωμή τοκοχρεωλυτικών δόσεων που λήγουν

και δεν καλύπτονται από την δανειακή σύμβαση μεταξύ της Ελλάδος και της Ε.Ε. και του Δ.Ν.Τ.

Το ύψος του χρηματοδοτικού κενού εξαρτάται επίσης και από το έλλειμμα του ισοζυγίου εξωτερικών πληρωμών εφόσον το έλλειμμα αυτό καλύπτεται με επί πλέον δανεισμό.

Το δημοσιονομικό κενό είναι η διαφορά στο προϋπολογισμό που εκτιμάται ότι θα προκύψει μεταξύ όλων ανεξαρτήτως των κρατικών δαπανών και των κρατικών εσόδων.

Το δημοσιονομικό κενό καλύφθηκε σχεδόν αποκλειστικά από την δανειακή σύμβαση στα τρία πρώτα χρόνια εφαρμογής του μνημονίου με ανάλογη αύξηση του ύψους του χρέους.

Η χώρα στο τρίτο χρόνο απέκτησε κάποιο βαθμό ελευθερίας στην κάλυψη του χρηματοδοτικού κενού εφόσον κατέκτησε την επιλογή κάλυψης το κενού αυτού όχι μόνο με δημοσιονομικά μέτρα και μεταρρυθμίσεις αλλά και με δανεισμό από τις αγορές σε βιώσιμο κόστος.

Με άλλα λόγια, το θετικό πρωτογενές πλεόνασμα μειώνει το ύψος του χρηματοδοτικού κενού μιας και μέρος αυτού του κενού αποπληρώνεται από αυτό.

Οι εκτιμήσεις των μεγεθών (πρωτογενές πλεόνασμα, χρηματοδοτικό και δημοσιονομικό κενό) συμπεριλαμβανομένης και της εκτίμησης αύξησης του Α.Ε.Π., **αποτελούν την βάση διαπραγμάτευσης της αναδιάρθρωσης του χρέους της χώρας.**

li) Την αναδιάρθρωση και την ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος

Παράλληλα τέθηκε σε εφαρμογή η διαδικασία αναδιάρθρωσης και ανακεφαλαιοποίησης του τραπεζικού συστήματος.

Σε πρώτη φάση, προσδιορίστηκε ο αριθμός και το μέγεθος των τραπεζών οι οποίες, χωρίς την συμμετοχή του δημοσίου, θα είναι βιώσιμες στο Ευρωπαϊκό και το Διεθνές σύστημα.

Ακολούθησε η διαδικασία συγχώνευσης των τραπεζών.

Οι τράπεζες υπό συγχώνευση διαχωρίστηκαν στο «καλό» και το «κακό» κομμάτι τους. Το κακό κομμάτι, δηλαδή, τα δάνεια των τραπεζών που ήταν αδύνατο να αναχρηματοδοτηθούν ή να αποπληρωθούν από τους οφειλέτες των τα ανέλαβε το δημόσιο. Το «καλό» υγιές κομμάτι των τραπεζών αυτών μεταβιβάστηκε έναντι τιμήματος στις υπό ανακεφαλαιοποίηση τράπεζες.

Ο αριθμός των τραπεζών περιορίστηκε σε τέσσερις, τις λεγόμενες συστημικές, και το ύψος της ανακεφαλαιοποίησης προσδιορίστηκε από τις δοκιμές καταπόνησης (stress tests) που διενεργήθηκαν με την καθοδήγηση της Ε.Κ.Τ. από την Τράπεζα της Ελλάδος και δυο εξειδικευμένων διεθνών οίκων.

Στην παρούσα περίοδο, οι συστημικές τράπεζες των οποίων ο βασικός μέτοχος συμμετείχε στην ανακεφαλαιοποίηση τους κατά την διαδικασία ιδιωτικοποίησης των, προβαίνουν σε βελτίωση της ποιότητας των ισολογισμών τους με έκδοση ομολογιακών δανείων απευθυνόμενοι στην διεθνή αγορά. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνουν αφενός να προετοιμαστούν για τις δοκιμές καταπόνησης που διενεργούνται από την Ε.Κ.Τ. και ειδικά την κάλυψη ενδεχομένων ζημιών από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια στον ισολογισμό τους και αφετέρου να αποπληρώσουν στο δημόσιο τις μετοχές αξίας περίπου 4 δις τις οποίες απέκτησε το δημόσιο κατά την στήριξη τους στην περίοδο πριν την κρίση (ομόλογα Αλογοσκούφη).

Η τράπεζα η οποία ανακεφαλαιοποιήθηκε αποκλειστικά από το ταμείο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (Τ.Χ.Σ.), χωρίς βασικό μέτοχο, ανακεφαλαιοποιείται με πώληση μέρους των μετοχών του Τ.Χ.Σ. ώστε να ιδιωτικοποιηθεί και να ανταποκριθεί στις δοκιμές καταπόνησης παραπάνω.

Η Ε.Κ.Τ. καθ' όλη την διάρκεια συνέδραμε την προσπάθεια αυτή παρέχοντας χαμηλού κόστος χρηματοδότησης στο τραπεζικό σύστημα αποδεχόμενη ως εγγύηση ομόλογα του Ελληνικού δημοσίου και αναχρηματοδοτώντας το δανεισμό των τραπεζών με εξαιρετικά ευνοϊκούς όρους.

Τέλος, μετά την πλήρη ιδιωτικοποίηση των εν λόγω τραπεζών, το δημόσιο θα αποκομίσει έσοδα από την πώληση των μετοχών κ.λπ. που κατέχει, ποσό το οποίο θα μειώσει ένα μέρος του χρέους των 50 δις που δανείσθηκε η χώρα για την διάσωση του Τραπεζικού Συστήματός της. Αυτό εκτιμάται ότι θα ανέλθει σε πάνω από 10% του Α.Ε.Π.

iii) Την θεσμική και διοικητική μεταρρύθμιση του δημοσίου τομέα και την απελευθέρωση των αγορών.

Η μείωση του μεγέθους του, η ελαχιστοποίηση της γραφειοκρατίας/ διαφθοράς, η μεγιστοποίηση της αποδοτικότητας και αποτελεσματικότητάς του, η απελευθέρωση της αγοράς από την κατακερματισμένη θεσμική προστασία της, η ευελιξία στην αγορά εργασίας, το βιώσιμο συνταξιοδοτικό σύστημα και το στοχευόμενο δίκτυο κοινωνικής πρόνοιας αποτελούν προϋποθέσεις επιτυχίας των στόχων του.

Επίσης σημαντικό ρόλο στην επιτυχία του προγράμματος αποτελεί η εκ των ουκ άνευ η βελτίωση της **αποτελεσματικότητας της δικαιοσύνης και αυτή των ρυθμιστικών αρχών.**

Τέλος, πολύ σημαντική προσφορά στο νέο υπό διαμόρφωση υπόδειγμα ανάπτυξης είναι η μεταρρύθμιση του **εκπαιδευτικού συστήματος** σε όλα τα επίπεδα της, στοιχειώδους, μέσης, επαγγελματικής, ανωτέρας και ανώτατης παιδείας, εφόσον η νέα οικονομία οικοδομείται με ανθρώπινο δυναμικό **έντασης γνώσης, και τεχνολογικής κατάρτισης** σε πλαίσιο **καινοτομίας και εξωστρέφειας.**

Όλα τα παραπάνω, συνδυαζόμενα με την μετεξέλιξη ενός βιώσιμου, σταθερού, δίκαιου, δημοκρατικού και **αποτελεσματικού φορολογικού συστήματος**, σε όλο και χαμηλότερο ύψος φορολόγησης, διασφαλίζουν την βιώσιμη αναπτυξιακή διαδικασία στην χώρα.

Το φορολογικό αυτό σύστημα και η στοχευόμενη και αποτελεσματική αξιοποίηση των κρατικών δαπανών μπορούν να καταστήσουν τη δημοσιοοικονομική πολιτική, μοχλό κατεύθυνσης της αναπτυξιακής διαδικασίας.

Όσο ικανοποιούνται οι παραπάνω προϋποθέσεις θεσμικής και διοικητικής μεταρρύθμισης, τόσο οι επενδύσεις θα αυξάνουν. Η αύξηση των εξαγωγών, η υποκατάσταση των εισαγωγών, η παροχή εμπορεύσιμων διεθνώς υπηρεσιών, η ανάδειξη νέων και η αξιοποίηση υφισταμένων γεωπολιτικών συγκριτικών πλεονεκτημάτων οδηγούν στην δυναμική ανάπτυξη της πραγματικής οικονομίας.

γ) Η εφαρμογή του μνημονίου και η προσαρμογή

Στη πρώτη φάση του σταθεροποιητικού προγράμματος (2009-2013) η έντονη ύφεση οφειλόταν στον περιορισμένο χρόνο προσαρμογής ως προς την δημοσιονομική εξυγίανση. Παρόλη την απομείωση (κούρεμα) του δημόσιου χρέους που κατείχε ο ιδιωτικός τομέας το 2012 (PSI), το χρέος αυξήθηκε λόγω της κάλυψης των δανειακών αναγκών των ελλειμμάτων του προϋπολογισμού κατά την διάρκεια της προσαρμογής.

Στη πρώτη φάση η ύφεση προκάλεσε την έντονη μείωση του Α.Ε.Π. σε σχέση με το ύψος του δανεισμού που ήταν αναγκαίο για την εξισορρόπηση του δημοσιονομικού ελλείμματος και της αποπληρωμής του λήγοντος χρέους. Αυτό οδήγησε στην αύξηση του χρέους ως ποσοστό του Α.Ε.Π.

Η Ελλάδα, χάρη στην ένταση αυτής της δημοσιονομικής προσαρμογής και της σταδιακής δομικής μεταρρύθμισης της, μέσα σε τέσσερα χρόνια έχει μετατρέψει το 2013 **τα διπλά ελλείμματα της σε αντίστοιχα πλεονάσματα**.

Η διαδικασία προσαρμογής έχει οδηγήσει σε σταδιακή ανάσχεση της ύφεσης, με πρόβλεψη θετικής ανάπτυξης 0.6%, 2.9%, 3.7%, από το 2014 έως το 2016 αντίστοιχα και επίτευξη διευρυμένων πρωτογενών πλεονασμάτων 1.6%, 3%, 4.5% από το 2014 έως το 2016 αντίστοιχα.

Η εφαρμογή του μνημονίου στην Ελλάδα προσέκρουσε τόσο στην αδράνεια της κοινωνίας και του πολιτικού συστήματος όσο και στην απειρία της τρόικας.

Η εφαρμογή προγραμμάτων σταθεροποίησης χωρίς το εργαλείο της υποτίμησης του νομίσματος, ώστε ένα μέρος της προσαρμογής να απορροφηθεί από την υποτίμηση, οδήγησε στην συνολική απορρόφηση της προσαρμογής από το εγχώριο διαθέσιμο εισόδημα (domestic absorption).

Η εφαρμογή επειγόντων οριζοντίων δημοσιοοικονομικών μέτρων σε σύντομο χρονικό διάστημα, ακολουθούμενων με χρονική υστέρηση, από τις απαιτούμενες δοκιμές μεταρρυθμίσεως, οδήγησε μεν την χώρα στην επιτυχία των διπλών πλεονασμάτων αλλά με τεράστιο κοινωνικό κόστος.

Οι προβλέψεις του προγράμματος προσαρμογής από την Ε.Ε., Δ.Ν.Τ., και του Ο.Ο.Σ.Α., απεδείχθησαν λανθασμένες ως προς τους πολλαπλασιαστές⁷ και δεν εκτιμήθηκε σωστά ο ρυθμός μείωσης του εισοδήματος, η ένταση της ύφεσης και το ύψος της ανεργίας.

Οι κυριότερες αιτίες των λανθασμένων αυτών προβλέψεων οφείλονται στο γεγονός ότι η ιδιωτική και δημόσια κατανάλωση αποτελούσαν πάνω από το 90% του Α.Ε.Π. σε συνδυασμό και κυρίως με:

- Λανθασμένη εκτίμηση κατανομής της παραγωγής εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών (συνεισφορά 90% στο Α.Ε.Π. από διεθνώς μη εμπορεύσιμων υπηρεσιών),
- Λάθος μίγμα της εμπροσθοβάρους φορολογικής πολιτικής σε σχέση με αυτήν της περικοπής των δαπανών (φόροι σε βάρος δαπανών),
- Στην υπερβολική βαρύτητα της δημοσιοοικονομικής προσαρμογής σε σχέση με αυτήν των μεταρρυθμίσεων και
- Η ταχύτερη απελευθέρωση της αγοράς εργασίας σε σχέση με τις μεταρρυθμίσεις για την απελευθέρωση των αγορών και υπηρεσιών.

Η αύξηση της παραγωγικότητας στην περίοδο της δημοσιονομικής προσαρμογής της χώρας προήλθε κυρίως λόγω της μείωσης του μισθολογικού κόστους και της απασχόλησης και όχι λόγω αύξησης της παραγωγής. Επί πλέον, η αύξηση της ανταγωνιστικότητας αξιολογούμενη από το βαθμό υποκατάστασης των εισαγωγών από τα εγχωρίως ομοειδή παραγόμενα προϊόντα παραμένει προς το παρόν μικρή. Η επιτάχυνση αυτής της υποκατάστασης μπορεί να αποτελέσει έναν από τους κυρίως στόχους της βιομηχανικής πολιτικής της χώρας.

⁷ Η περικοπή ενός ΕΥΡΩ δαπανών ή η αύξηση των φόρων κατά ένα ΕΥΡΩ επιφέρει διαφορετικού ύψους μείωσης του Α.Ε.Π. Όσο μεγαλύτερος είναι ο πολλαπλασιαστής τόσο μεγαλύτερη είναι η ύφεση. Η εκτίμηση του πολλαπλασιαστή τόσο ως προς την μείωση των δαπανών όσο και ως προς την αύξηση των φόρων απεδείχθη λανθασμένη. Ο πολλαπλασιαστής εξ αιτίας της μείωσης δαπανών είναι μικρότερος από τον αντίστοιχο της αύξησης της φορολογίας.

Οι αστοχίες αυτές οδήγησαν σε πολύ μεγαλύτερη ένταση των κοινωνικών επιπτώσεων και αντιστάσεων με εξαιρετικά υψηλό κοινωνικό κόστος.

Μετά από 6 χρόνια ύφεσης, το Α.Ε.Π. μειώθηκε συσσωρευτικά κατά 23% και η ανεργία αυξήθηκε στο 27%, ο πληθωρισμός αυξήθηκε την ίδια περίοδο κατά 6,5% (GDP deflator) ενώ ήδη ο ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού είναι πλέον αρνητικός και η οικονομία υπέστη σημαντική απώλεια παραγωγής της.

Πιο συγκεκριμένα, τα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής έχουν ως εξής:

Το 2010 η δημοσιονομική προσαρμογή ήταν 19,7 δις Ευρώ ή 8,6% του Α.Ε.Π.

Το 2010-2012 η αύξηση των φόρων ήταν μεγαλύτερη από την μείωση των δαπανών. Η τάση αυτή αντιστράφηκε το 2013.

Η μείωση των δαπανών από το 2010-2013 ήταν 33,31 δις ενώ η αύξηση εσόδων την ίδια περίοδο ανήλθε στα 29,6 δις.

Το 2009 το πρωτογενές έλλειμμα ήταν 24,62 το 2013 επετεύχθη πρωτογενές πλεόνασμα 3,4 δις Ευρώ. Η συνολική προσαρμογή ανήλθε στα 27,66 δις.

δ) Το αναπτυξιακό σχέδιο

Το εθνικό αναπτυξιακό πρότυπο της χώρας «Ελλάδα 2021» που πρόσφατα παρουσιάστηκε στην ομάδα εργασίας του ΕΥΡΩ (Euro Working Group) προβλέπει μετατοπίσεις των πόρων από την εσωτερική κατανάλωση στις επενδύσεις.

Οι κλάδοι σε προτεραιότητα που θα ενισχυθούν μέσω του αναπτυξιακού αυτού προτύπου είναι: 1. Ο τουρισμός, 2. Η πρωτογενής παραγωγή και η μεταποίηση των αγροτικών προϊόντων, 3. Η ενέργεια, 4. Το διακομιστικό εμπόριο και οι συνδυασμένες μεταφορές, 5. Η έρευνα, η τεχνολογία και η καινοτομία, 6. Η βιομηχανία φαρμάκων, 7. Η βιομηχανία μετάλλων και δομικών υλικών, 8. Η ναυτιλία και η συναφείς δραστηριότητες και 9. Οι εμπορεύσιμες υπηρεσίες.

Η χρηματοδότηση των παραπάνω κλάδων και η αύξηση της στοχευόμενης ρευστότητας στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις μέσω του ΕΣΠΑ, της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων και του υπό ίδρυση Ταμείου ανάπτυξης σε συνδυασμό με τις ιδιωτικοποιήσεις και την προσέλκυση ιδιωτικών πόρων (άμεσες και έμμεσες επενδύσεις) από το εξωτερικό αποτελούν πρωτεύοντα στόχο και συντελούν στην βιωσιμότητα του προγράμματος.

Η ελληνική κυβέρνηση ήδη υλοποιεί τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και τις οριζόντιες πολιτικές που προβλέπονται από την δανειακή σύμβαση όπως αναφέρονται προηγούμενα.

Σημαντική επιτάχυνση της αναπτυξιακής διαδικασίας θα δοθεί με το νέο Εταιρικό Σύμφωνο για το Πλαίσιο Ανάπτυξης 2014-2020 (ΕΣΠΑ).

Προβλέπεται η αξιοποίηση των πόρων του στους παρακάτω μετρήσιμους στόχους:

- Δημιουργία ενός εκατομμυρίου θέσεων εργασίας
- Η μείωση του αριθμού των ατόμων σε κατάσταση φτώχειας κατά 450.000
- Η αύξηση του ποσοστού απασχόλησης για τις ηλικίες από 20 έως 64 έτη στο 70% από 55%
- Η μείωση της πρόωρης εγκατάλειψης του σχολείου στο 9,7% από το 11,4%
- Η ολοκλήρωση της τριτοβάθμιας εκπαίδευσης από το 32% των νέων ηλικίας από 30 έως 34 ετών
- Η αύξηση των δαπανών για έρευνα και τεχνολογία στο 1,2% του Α.Ε.Π. από 0,67%
- Η μείωση της κατανάλωσης πρωτογενούς ενέργειας
- Η μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου
- Η αύξηση της συμμετοχής των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας στο 20% επί της μεικτής τελικής κατανάλωσης.

Το εθνικό αναπτυξιακό πρότυπο της χώρας, «Ελλάδα 2021» επιδιώκει να έχει αλλάξει ριζικά την παραγωγική δομή της Ελλάδας σε μια δεκαετία.

Σημαντικοί πόροι θα κατευθύνονται στις επενδύσεις αντί της κατανάλωσης, η απασχόληση θα έχει αυξηθεί ουσιαστικά, μεγάλο μέρος του παραγόμενου προϊόντος θα εξάγεται, ενώ ταυτόχρονα θα υπάρχει σύγκλιση με τις χώρες της ευρωζώνης, η οποία όμως θα στηρίζεται σε υγιείς οικονομικές βάσεις.

Το κριτήριο και ο βαθμός επιτυχίας του προγράμματος είναι η ποσοτική και ποιοτική αύξηση του μεριδίου της χώρας στην αγορά των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών τόσο εγχωρίως όσο και στις διεθνείς αγορές.

ε. Η ρήτρα επισφάλειας του χρέους και η πολιτική σταθερότητα.

Όπως έχει αναλυθεί προηγουμένως, η μείωση του πραγματικού επιτοκίου εξαρτάται από την εκτίμηση των αγορών στο αν η χώρα μας είναι σε θέση να αποπληρώσει τα τοκοχρεολύσια της. Οι θετικές προσδοκίες αναφορικά με τη δυνατότητα αποπληρωμής του μειώνει το κόστος επισφάλειας του με συνέπεια τα επιτόκια αναχρηματοδότησης του υφισταμένου χρέους να βαίνουν μειωμένα.

Οι προσδοκίες αυτές ενισχύθηκαν μετά την αναδιαπραγμάτευση του πρώτου μνημονίου. Με το δεύτερο μνημόνιο, εκτός της αύξησης του ποσού της δανειακής σύμβασης στο ύψος των 172 δις ΕΥΡΩ και της επέκτασης του χρονικού ορίζοντα δημοσιονομικής προσαρμογής έως τον Απρίλιο του 2016, μειώθηκε και το κόστος αναχρηματοδότησης και εξυπηρέτησης του χρέους. Το εξαιρετικά χαμηλό ύψος επιτοκίων σε σχέση με αυτό της αγοράς κεφαλαίων, η επιμήκυνση των ωριμάνσεων του και η περίοδος χάριτος αποπληρωμής του σε συνδυασμό με την απομείωση της αξίας των Ελληνικών Ομολόγων (PSI) που κατείχε ο ιδιωτικός τομέας της Ευρωζώνης εξομάλυναν το εκτιμώμενο δημοσιονομικό κενό και συνεπώς την ένταση των μέτρων δημοσιονομικού χαρακτήρα.

Τα λήγοντα τοκοχρεολύσια έχουν ως αντιστάθμισμα κινδύνου αδυναμίας αποπληρωμής των την άμεση εγγύηση των χωρών της Ευρωζώνης (Απρίλιος 2016) όπως προκύπτει από την δανειακή σύμβαση και το μνημόνιο.

Η εγγύηση της αποπληρωμής του χρέους έχει ως αποτέλεσμα και την σταδιακή μείωση των επιτοκίων του άμεσου βραχυπρόθεσμου δανεισμού (γραμμάτια δημοσίου). Η μείωση αυτή ενισχύεται επίσης λόγω της προεξόφλησης των αποτελεσμάτων της προόδου στην εφαρμογή του μνημονίου.

Η διαδικασία του ενάρτεου αυτού κύκλου επιταχύνεται με την ακόλουθη αλληλουχία: Το πραγματικό επιτόκιο για την Ελλάδα βαίνει μειούμενο, δηλαδή, μειώνεται η ρήτρα επισφάλειας του χρέους και υποχωρούν οι πληθωριστικές προσδοκίες. Όσο οι δομικές μεταρρυθμίσεις αποκτούν έκταση και βάθος τόσο ενισχύεται η βιωσιμότητα της διαδικασίας της ανάπτυξης. Η αύξηση ρυθμών της πραγματικής ανάπτυξης προκαλεί τη μείωση της ρήτρας επισφάλειας του χρέους, και κατά συνέπεια το πραγματικό επιτόκιο. Η μείωση του πραγματικού επιτοκίου αυξάνει την ροή επενδύσεων και με βάση το αναπτυξιακό πρόγραμμα «Ελλάδα 2021», η πραγματοποιούμενη αύξηση του ΑΕΠ δημιουργεί τις προϋποθέσεις δημιουργίας δημοσιονομικών πλεονασμάτων και δυνατότητες μείωσης της φορολογικής επιβάρυνσης.

Με βάση την ανάλυση της δομής της καμπύλης απόδοσης των επιτοκίων δανεισμού στο κεφάλαιο 3, εφόσον η ρήτρα κινδύνου μειώνεται και οι αποπληθωριστικές προσδοκίες ενισχύονται, το πραγματικό επιτόκιο μειώνεται. Με χαμηλότερο πραγματικό επιτόκιο, οι ευκαιρίες παραγωγικών επενδύσεων διευρύνονται και δεδομένου ότι οι θεσμικές μεταρρυθμίσεις δημιουργούν και νέες ευκαιρίες επενδύσεων, η οικονομία μπαίνει σε τροχιά αυτοτροφοδοτούμενης ανάκαμψης με αυξανόμενο το **πρωτογενές πλεόνασμα** (τα έσοδα του Κράτους – δαπάνες εκτός δαπανών για πληρωμή τοκοχρεολυσίων), και σταδιακά με πλεονασματικούς προϋπολογισμούς και θετικά ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών.

Η θέση της χώρας αναβαθμίζεται σταδιακά με ανάλογα αποτελέσματα στο πραγματικό επιτόκιο τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μεσοπρόθεσμα.

Οι χρηματαγορές, των οποίων η συμπεριφορά αποτελεί πρόδρομο δείκτη προόδου της δημοσιοοικονομικής εξισορρόπησης και της μεταρρυθμιστικής προσαρμογής της χώρας μας, προεξοφλούν, με όλο και

χαμηλότερου ύψους επιτοκίων το άμεσο βραχυπρόθεσμο και μεσοπρόθεσμο κόστος αναχρηματοδότησης. Το κόστος αυτό αντανakλάται στην όλο και μικρότερη διαφορά (**spread**) μεταξύ επιτοκίου που δανείζεται η πλέον φερέγγυα χώρα της Ευρωζώνης (**Γερμανικό Bund**) με αυτό της Ελλάδας καθώς επίσης και με την αύξηση της τιμής (ισοδύναμο της μείωσης του επιτοκίου) του 10ετούς ομολόγου αναφοράς στην δευτερογενή αγορά.

Η συνέχιση της εφαρμογής της πολιτικής προσαρμογής έχει σχεδόν εκμηδενίσει τον κίνδυνο εξόδου της χώρας από το Ευρώ. Οι αγορές μεταβάλλουν προς το θετικότερο τις προσδοκίες τους ως προς το κόστος επισφάλειας του χρέους της χώρας.

Με άλλα λόγια, η θετική ως τώρα αξιολόγηση της εφαρμογής του προγράμματος από τις αγορές έχει ως αποτέλεσμα την αναλογική μείωση του ονομαστικού επιτοκίου δανεισμού σε όλο το χρονικό φάσμα λήξεων χρέους της χώρας. Η καμπύλη απόδοσης επιτοκίων της Ελληνικής οικονομίας έχει μετακινηθεί σχεδόν παράλληλα προς τα κάτω.

Περαιτέρω μείωση της ρήτηρας επισφάλειας θα προκύψει από την αναδιάρθρωση του χρέους της χώρας που κατέχουν τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης και η Ε.Κ.Τ. με ανάλογα αποτελέσματα της πρώτης αναδιάρθρωσης του Ελληνικού χρέους.

Η αναδιάρθρωση αυτή τελεί υπό διαπραγμάτευση με βάση τις δεσμεύσεις που έχουν αναληφθεί εκ μέρους των δανειστών μας, τον Μαΐο του 2012, δεδομένου ότι η χώρα μας έχει πετύχει ένα χρόνο νωρίτερα των προβλέψεων της Ε.Ε. πρωτογενές πλεόνασμα.

Η περαιτέρω επιμήκυνση των ωριμάνσεων αποπληρωμής των χρεωλύσιων, η μείωση των επιτοκίων σε ακόμα χαμηλότερο επίπεδο, η περίοδος χάριτος αποπληρωμής χρεωλυσιών κ.λπ. θα καταστήσει το χρέος βιώσιμο σε συνδυασμό με την προσδοκώμενη αύξηση του Α.Ε.Π.

στ) Αναπροσαρμογή της στρατηγικής εξόδου από την κρίση

Δεδομένης της πολιτικής περιπλοκότητας και των κοινωνικών επιπτώσεων που συνεπάγονται από την εφαρμογή προγραμμάτων θεσμικής προσαρμογής και δημοσιοοικονομικής εξισορρόπησης, η **πολιτική**

σταθερότητα αποτελεί σημαντικό παράγοντα ενίσχυσης των θετικών προσδοκιών ως προς την μείωση του κόστους επισφάλειας χρέους και συνεπώς την σταδιακή μείωση των πραγματικών επιτοκίων.

Η ύφεση την οποία υφίσταται μια οικονομία σε πρόγραμμα σταθεροποίησης αποκαλύπτει και αναδεικνύει τις υπάρχουσες και τις δυνητικές ανταγωνιστικές δομές ενώ καταστρέφει τις μη ανταγωνιστικές.

Οι επιπτώσεις στο στάδιο της προσαρμογής, εκτός των προαναφερθέντων, επιφέρουν και μια ισχυρή πίεση της κοινωνίας στο πολιτικό σύστημα. Ο κίνδυνος εκτροχιασμού του προγράμματος της θεσμικής μεταρρύθμισης προέρχεται από την διατήρηση υψηλού ποσοστού δομικής ανεργίας και αρνητικών προσδοκιών αύξησης των εισοδημάτων για μεγάλο χρονικό διάστημα. Οι συνθήκες αυτές δημιουργούν προϋποθέσεις **πολιτικής αποσταθεροποίησης**.

Η άποψη του Δ.Ν.Τ. και της Ε.Ε. ότι η Ελλάδα πρέπει να συνεχίσει την μεταρρυθμιστική διαδικασία μέχρι την ολοκλήρωσή της με ένα τρίτο Μνημόνιο αντανakλά την «ορθολογική» προσέγγιση της ορθόδοξης εφαρμογής του. Το κόστος της ολοκλήρωσης του προγράμματος σταθεροποίησης μέσω των δανειακών συμβάσεων που συνοδεύουν τα μνημόνια είναι πολύ χαμηλότερο από την έξοδο της χώρας για δανεισμό από τις αγορές κεφαλαίων στην παρούσα φάση.

Με αυτή την προσέγγιση επίσης αντισταθμίζεται η δυσπιστία στο πολιτικό σύστημα της χώρας αναθέτοντας σ'αυτό τις ευθύνες και τους κινδύνους δημοσιοοικονομικής εκτροπής και ματαίωσης των δομικών μεταρρυθμίσεων.

Η ορθόδοξη αυτή νεοφιλελεύθερη προσέγγιση δεν λαμβάνει υπόψη της το ενδεχόμενο αύξησης της πολιτικής αστάθειας και το συνεπαγόμενο υψηλότερο κόστος προσαρμογής που επιφέρει μία τέτοια νέα δανειακή σύμβαση.

Η παραπάνω θέση των δανειστών μας, μετά από σκληρή διαπραγμάτευση, δεν έχει υιοθετηθεί και η Ελληνική Κυβέρνηση (Υπουργείο Οικονομικών) έχει σχεδιάσει την έξοδο από την ύφεση ως ακολούθως.

Η τελευταία έκθεση αξιολόγησης της Επιτροπής (Μάιος 2014) προβλέπει ότι η χώρα θα αντιμετωπίσει δημοσιονομικό κενό 2 δις, 3.8 δις και 1.9 δις για τα έτη 2014-2016.

Το Υπουργείο των οικονομικών προβλέπει ότι η εφαρμογή των διαρθρωτικών παρεμβάσεων, της σταδιακής αύξησης ρευστότητας λόγω κεφαλαιοποίησης και επανόδου των τραπεζών στις αγορές, τις εκδόσεις ομολογιακών δανείων μεγάλων και μεσαίων επιχειρήσεων, η εφαρμογή των πολιτικών που προβλέπονται από το εθνικό αναπτυξιακό πρότυπο και το ΕΣΠΑ, η διαπραγμάτευση της αναδιάρθρωσης του χρέους σε συνάρτηση με συγκεκριμένες δεσμεύσεις θεσμικών μεταρρυθμίσεων, η μείωση του δημοσίου χρέους με την επιστροφή στο δημόσιο μέρους των 50 δις που δεν αξιοποιήθηκαν για την ανακεφαλαιοποίηση του Τραπεζικού συστήματος, ή ακόμα και η ανάληψή του συνόλου του χρέους αυτού από το ΤΧΣ στα πρότυπα της Ισπανίας, θα μειώσουν το δημοσιονομικό κενό που προβλέπεται από την έκθεση της Επιτροπής μέσω της επιτάχυνσης της αύξησης του Α.Ε.Π.

Ο περιορισμός του εκτιμώμενου δημοσιονομικού κενού, η συνεχής μείωση της ρήτρας επισφάλειας λόγω των προσδοκιών της βιωσιμότητάς του χρέους, και η κατά συνέπεια μείωση των επιτοκίων στο βραχυπρόθεσμο και μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, καθιστά επίσης την χώρα ικανή να καλύψει τα εκτιμώμενα περιορισμένα δημοσιονομικά κενά με δανεισμό από τις αγορές κεφαλαίων σε βιώσιμο κόστος.

Η επιτυχής έξοδος της χώρας πρόσφατα στην αγορά κεφαλαίων, χωρίς να αποδυναμώνεται η διαπραγματευτική θέση της χώρας με τους εταίρους της σχετικά με την δεύτερη αναδιάρθρωσης του χρέους που κατέχει ο δημόσιος τομέας είχε τους παρακάτω στόχους:

α) Την δημιουργία αποθεματικού ασφαλείας ώστε να μην χρειασθεί να προσφύγει σε τρίτο μνημόνιο και τα συνοδεύοντα αυτό δημοσιονομικά μέτρα.

β) Την ανοικοδόμηση της καμπύλης απόδοσης των επιτοκίων σε όλο το χρονικό φάσμα λήξεων των ομολόγων ώστε η αποτίμηση του χρέους σε προεξοφλημένες τιμές αγοράς να καταστεί οδηγός της αναδιάρθρωσης του

και η διαπραγμάτευση με τους εταίρους δανειστές μας να καταστήσει βιώσιμη την αναχρηματοδότηση του.

γ) Η καμπύλη απόδοσης των επιτοκίων να καταστεί εργαλείο προεξόφλησης σε σχέση με την έξοδο του ιδιωτικού τομέα (Τραπεζικό Σύστημα, Μεγάλες και Μεσαίες Επιχείρησης) στις διεθνείς αγορές με την έκδοση ομολογιακών δανείων και την αύξηση της ρευστότητας της οικονομίας.

δ) Η απομόνωση της διαπραγμάτευσης αποκλειστικά στην αναδιάρθρωση του χρέους χωρίς την παρεμβολή τρίτου μνημονίου, διευκολύνει την δέσμευση της χώρας στην εφαρμογή των απαιτούμενων δομικών μεταρρυθμίσεων εφόσον η αναδιάρθρωση του χρέους συνδεθεί μ' αυτές.

ε) Τέλος, το επιτόκιο του βραχυπρόθεσμου δανεισμού (γραμμάτια δημοσίου, Tbond) βαίνει μειούμενο επηρεάζοντας στην συνέχεια τα μεσοπρόθεσμα επιτόκια και το αντίστροφο με σημαντικές εξοικονομήσεις τοκοχρεολυσίων μέσα στο χρόνο.

Οι διαδικασίες αυτές οδηγούν στην επιτυχία του προγράμματος εφόσον η δέσμευση του πολιτικού προσωπικού διακυβέρνησης της χώρας στην υλοποίηση του προγράμματος οικονομικής ανασυγκρότησης παραμένει σταθερή.

Η διατήρηση της πολιτικής σταθερότητας, η οποία σ' αυτό το συγκεκριμένο στάδιο προσαρμογής, διασφαλίζει σε ικανοποιητικό βαθμό την έξοδο της χώρας στο δρόμο της ανάπτυξης, όχι μόνο ελαχιστοποιεί το οικονομικό και κοινωνικό κόστος προσαρμογής, αλλά ενισχύει ταυτόχρονα την ευρωπαϊκή και διεθνή φερεγγυότητα της χώρας και της Ευρωζώνης.

Η αναπροσαρμογή της στρατηγικής ταχύτερης εξόδου από την κρίση επιτυγχάνει ως ένα βαθμό να γεφυρώσει το χάσμα μεταξύ των άμεσων **αρνητικών** επιπτώσεων και της μέγιστης έντασής των στο ναδίρ της ύφεσης με τις θετικές επιπτώσεις του προγράμματος, οι οποίες επηρεάζουν την κοινωνία με χρονική υστέρηση.

Ο συνδυασμός του επιτευχθέντος πρωτογενούς πλεονάσματος το 2013 και η συνεπακόλουθη συμβολική απονομή κοινωνικού μερίσματος στις πλέον πληγείσες κοινωνικές ομάδες αποτελεί δεδηλωμένο στόχο μελλοντικής πολιτικής.

Επίσης η αναπτυσσόμενη πολιτική απορρόφησης της ανεργίας και η ενίσχυση της αγοράς εργασίας είναι αναγκαία προϋπόθεση δεδομένου ότι ενώ αυτή έχει απορροφήσει το μεγαλύτερο κόστος της προσαρμογής εν τούτοις είναι η τελευταία που θα επηρεασθεί από τα θετικά αποτελέσματα και την επιτάχυνση της ανάκαμψης.

8. Οικονομική και Νομισματική Ένωση – Ομοσπονδοποίηση

Η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν αποτελεί μια ζώνη ελεύθερου εμπορίου όπως επεδίωκε και επιδιώκει το Ηνωμένο Βασίλειο. Τα κράτη μέλη έχουν αναλάβει πολιτικές δεσμεύσεις αποποιούμενα την εθνική κυριαρχία:

- α) του ελέγχου της προσφοράς εγχώριου νομίσματος, αναθέτοντας στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Ε.Κ.Τ.) την έκδοση νομίσματος και την ρύθμιση της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής και
- β) της απελευθέρωσης του εμπορίου των αγαθών και υπηρεσιών, της ελεύθερης διακίνησης του εργατικού δυναμικού και της ανεμπόδιστης ροής των κεφαλαίων.

Η **αμοιβαιοποίηση** του χρέους της Ευρωζώνης και συνεπώς η σε μεγάλο βαθμό σύγκλιση των πραγματικών επιτοκίων σ'όλες τις χώρες μέλη της Ευρωζώνης, που, όπως έχει προαναφερθεί, αποτελεί την αναγκαία προϋπόθεση της άριστης κατανομής των πραγματικών συγκριτικών πλεονεκτημάτων μεταξύ των χωρών μελών με κοινό ευρωπαϊκό νόμισμα, δεν γίνεται αποδεκτή από τις πλεονασματικές χώρες για τους παρακάτω λόγους:

- (α) Της έλλειψης κοινών Ευρωπαϊκών θεσμών που υποχρεώνουν στην εφαρμογή μιας «υποχρεωτικής» **πολιτικής** δημοσιονομικής προσαρμογής και υλοποίησης αναγκαίων μεταρρυθμίσεων για το κάθε ένα κράτος μέλος ανάλογα με τα προβλήματα της οικονομίας του με στόχο την δυναμική δημοσιονομική σύγκλιση και ισορροπία των μελών της.

(β) Της έλλειψης θεσμών μιας νομισματικής ολοκλήρωσης η οποία καθιστά την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα δανειστή έσχατης καταφυγής (Lender of last resort) με δικαίωμα έκδοσης κοινού ομολόγου δανεισμού της Ευρωζώνης και κατά συνέπεια την δυνατότητα αποτελεσματικότερης παρέμβασης της ΕΚΤ στις αγορές κεφαλαίου και την ρευστότητα μέσω ποσοτικής χαλάρωσης (τύπωμα).

Η αρνητική εμπειρία της εφαρμογής προγραμμάτων επιτήρησης από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Commission) κατά το παρελθόν, η αντίσταση των εθνικών κυβερνήσεων οικειοποίησης (ownership) των μεταρρυθμιστικών προγραμμάτων λόγω του πολιτικού κόστους, η δυσανάλογη αύξηση του χρέους μεταξύ των μελών της Ευρωζώνης, και η άρνηση της ανάληψης πολιτικών επιμερισμού του εγγενούς κινδύνου (intrinsic risk) από τις πλεονασματικές χώρες και το γεγονός ότι, η αμοιβαιοποίηση του χρέους λειτουργεί ως σοβαρό αντικίνητρο στα μεταρρυθμιστικά προγράμματα, απέκλεισαν βραχυπρόθεσμα την λύση της αμοιβαιοποίησης του χρέους.

Η πρόοδος της διαδικασίας Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης καθυστερεί με αποτέλεσμα η ένωση να παραμένει ατελής και τα κράτη μέλη να υφίστανται έντονα ετεροβαρείς αρνητικές επιπτώσεις σε περιόδους κρίσης.

α) Οικονομική Ένωση

Η επιτυχία του προγράμματος προσαρμογής της Ελλάδος αποτελεί επίσης και πιλοτικό υπόδειγμα διακυβερνητικής συμφωνίας μεταξύ της χώρας και της Επιτροπής.

Από τον Οκτώβριο του 2014 θα εφαρμοσθεί το σύμφωνο οικονομικής σταθερότητας και διόγκωσης (economic stability and growth pact). Η κοινή δημοσιονομική πολιτική θα περιλαμβάνει τον έλεγχο των κρατικών δαπανών, όπως τις συνταξιοδοτικές δαπάνες, τον περιορισμό στις αυξήσεις των μισθών του δημόσιου τομέα, καθώς επίσης και την δέσμευση για τον περιορισμό της διαφοράς μεταξύ του υφιστάμενου ποσοστού χρέους και του ορίου του χρέους στο 60% του ΑΕΠ, με ετήσια υποχρεωτική μείωσή του κατά 5%, και τη συμμόρφωση του ελλείμματος του προϋπολογισμού στο 3% του ΑΕΠ. Επιπλέον οι κρατικές δαπάνες δεν μπορούν να αυξάνονται κάθε χρόνο

περισσότερο από το μεσοπρόθεσμο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης της κάθε χώρας μέλους.

Λόγω του ατελούς θεσμικού πλαισίου της Ευρωπαϊκής Συνθήκης, οι διαπραγματεύσεις για την οικονομική ένωση εστιάζονται στον τρόπο παραχώρησης πρόσθετης **εθνικής οικονομικής** κυριαρχίας από τις χώρες-μέλη στα όργανα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (European Commission) και στο συμβούλιο Υπουργών Οικονομίας (Eurogroup).

Η διαπραγμάτευση μεταξύ των μελών του συμβουλίου υπουργών Οικονομίας της Ευρωζώνης (Eurogroup) και μεταξύ του Eurogroup της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου κατόρθωσε να ξερπεράσει: α) τις αντιρρήσεις του Ευρωκοινοβουλίου, το οποίο απαιτούσε ενδοθεσμική προσέγγιση (συμφωνία εντός της συνθήκης), και β) κάποιων κρατών μελών, που αντιτίθενται στην περαιτέρω παραχώρηση εθνικής κυριαρχίας αμφισβητώντας την δημοκρατικότητα της νομιμοποίησης μεταφοράς εθνικής κυριαρχίας σε μία υπερεθνική δομή.

Ο κανονισμός που εγκρίθηκε επιβάλλει στην ουσία του την εφαρμογή μιας διακρατικής συμφωνίας του κάθε κράτους μέλους χωριστά με την ευρωπαϊκή επιτροπή, όσο αφορά την κατάρτιση και την προέγκριση του ετήσιου προϋπολογισμού του, με πρόνοια κινήτρων και αντικινήτρων (προστίμων), ανάλογα με την εφαρμογή ή όχι των συμφωνηθέντων.

Η συμφωνία προβλέπει κατάλληλους διορθωτικούς μηχανισμούς σε περίπτωση σημαντικών αποκλίσεων.

Επιπλέον, συντελείται κάποια πρόοδος στην ομογενοποίηση του φορολογικού συστήματος με επιμέρους ενιαία φορολόγηση δραστηριοτήτων.

Ο προϋπολογισμός των χωρών μελών της Ευρωζώνης θα εγκρίνεται σύμφωνα με την παραπάνω διαδικασία. Η συμφωνία αυτή αναμένεται να τεθεί σε ισχύ τον Οκτώβριο του 2014.

Με την διαδικασία αυτή η κάθε χώρα μέλος της Ευρωζώνης τίθεται κάτω από κάποιας μορφής «μνημόνιο», που διασφαλίζει, όχι μόνο βιώσιμα και συμβατά με την πληρωμή των ετησίων τόκων του χρέους της, πρωτογενή πλεονάσματα, αλλά και την σταδιακή αποπληρωμή του χρέους.

Μ' άλλα λόγια, η δημοσιοοικονομική ένωση, σε πρώτη φάση βασίζεται σε μια **διακρατική** συμφωνία της κάθε χώρας μέλους ξεχωριστά με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

β. Νομισματική Ένωση

Οι Βόρειες χώρες της Ευρωζώνης θέτουν ως προϋπόθεση ότι η πρόοδος της οικονομικής ολοκλήρωσης οφείλει να προηγείται της αντίστοιχης νομισματικής. Σε πρώτη φάση συνδέουν την πρόοδο της νομισματικής ολοκλήρωσης με την ενοποίηση του τραπεζικού συστήματος.

Οι διαπραγματεύσεις για την νομισματική ένωση συγκεντρώνονται στην εξασφάλιση της φερεγγυότητας του τραπεζικού συστήματος της Ευρωζώνης και την προστασία των καταθετών της. Οι διαπραγματεύσεις αφορούν τρεις αλληλένδετες συμφωνίες:

1.- Την εφαρμογή των συμφωνηθέντων κριτήριων φερεγγυότητας όπως διαμορφώθηκαν στο πλαίσιο των κανονισμών της Βασιλείας (Ελβετία).

2.- Την κατανομή των αρμοδιοτήτων μεταξύ των Κεντρικών Τραπεζών της κάθε χώρας μέλους και της Ε.Κ.Τ.

Η αρμοδιότητα του ελέγχου της φερεγγυότητας των 130 μεγαλύτερων τραπεζών της Ευρωζώνης, οι οποίες έχουν χαρακτηριστεί ως συστημικές⁸ έχει ανατεθεί στην Ε.Κ.Τ.

3.- Την δημιουργία ενός ταμείου, με ικανούς πόρους ώστε να αποσοβηθεί ο κίνδυνος σε περίπτωση πτώχευσης μιας από τις συστημικές τράπεζες.

Πρόσφατα έχει ολοκληρωθεί η συμφωνία ως προς:

1.- Την Ευρωπαϊκή Ρυθμιστική Αρχή (European Bank Authority, EBA) η οποία έχει την αρμοδιότητα διαμόρφωσης της νομισματικής πολιτικής.

2.- Τον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό (SSM) των τραπεζών της Ευρωζώνης υπό την Ε.Κ.Τ., με κύριες εποπτικές αρμοδιότητες τον καθορισμό των ορίων κεφαλαιουχικής επάρκειας των συστημικών τραπεζών.

Η λειτουργία του έχει συμφωνηθεί να ισχύσει από το Νοέμβριο του 2014.

⁸ Σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμών μίας εξ αυτών προκαλούνται συστημικοί κίνδυνοι στο σύνολο των Τραπεζών της Ευρωζώνης (European Stability Mechanism – ESM).

3.- Τον Ενιαίο Μηχανισμό Εξυγίανσης μέσω ενός κοινού Ταμείου εκκαθάρισης των τραπεζών οι οποίες κινδυνεύουν να αποτύχουν.

Συμπερασματικά, τόσο η οικονομική όσο και η νομισματική ένωση αποκλίνουν από μια ομοσπονδιακώς γνήσια λύση. Σ' αυτό το ενδιάμεσο στάδιο, η ένωση αντιμετωπίζει τα προβλήματά της ως διακυβερνητικός οργανισμός. Τα κράτη μέλη αντιμετωπίζουν τα κοινά ευρωπαϊκά προβλήματα με ειδικές εθνικές συμφωνίες σε συνεργασία με την Επιτροπή και εμμέσως με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Η πραγματική οικονομική και νομισματική ένωση θα ολοκληρωθεί μόνον όταν τροποποιηθεί η Ευρωπαϊκή Συνθήκη και η δημοσιοοικονομική πολιτική είναι ομόσπονδα συντονισμένη, η Ε.Κ.Τ. καταστεί ομοσπονδιακή τράπεζα και δανειστής έσχατης προσφυγής και το χρέος της Ευρωζώνης είναι αμοιβαιοποιημένο.

9. Η Γεωπολιτική προσαρμογή της Ε.Κ.Τ.

Η ΕΚΤ καλείται να αντιμετωπίσει ένα εξαιρετικά πολύπλοκο και συγκρουσιακό περιβάλλον τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό της Ευρωζώνης.

Η ΕΚΤ έχει να αντιμετωπίσει **πρώτον** την ανακύκλωση αφενός της ρευστότητας του Ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος, που οφείλεται στην συρρίκνωση των δυνητικών επενδυτικών ευκαιριών και στην καταναλωτική ζήτηση στην Ευρωζώνη, και αφετέρου τον αποθησαυρισμό των Τραπεζών εν όψει των δεικτών κεφαλαιουχικής επάρκειας των δοκιμών καταπόνησής των το 2014 και **δεύτερον** ένα όλο και πιο απειλητικό αποπληθωριστικό περιβάλλον, ιδιαίτερα των χωρών μελών που βρίσκονται ακόμα σε διαδικασία προσαρμογής.

Όσον αφορά το **πρώτο θέμα**, στην φάση αυτή, η **νομισματική πολιτική** της ΕΚΤ είναι αντιδιαμετρικά αντίθετη με την πολιτική των κεντρικών τραπεζών των Η.Π.Α., του Η.Β. και της Ιαπωνίας. Οι τελευταίες ακολουθούν μια πολιτική νομισματικής ποσοτικής χαλάρωσης (τύπωμα/quantitative easing) ώστε να διατηρούν σε χαμηλό επίπεδο το ονομαστικό επιτόκιο και να

διευκολύνουν την οικονομική ανάκαμψη. Τα όρια αυτής της χαλάρωσης οριοθετούνται από το ποσοστό ανεργίας και το ποσοστό πληθωρισμού. Ανεργία μικρότερη του 6,5% ή πληθωρισμός μεγαλύτερος του 2,5% προκαλεί την μείωση του ρυθμού χαλάρωσης της προσφοράς δολαρίων.

Η αντίστοιχη πολιτική της Ε.Κ.Τ. είναι περισσότερο περιοριστική στοχεύοντας κυρίως στον πληθωρισμό της Ευρωζώνης διατηρώντας τον σε περίπου 2% και καθορίζοντας τον ρυθμό προσφοράς ευρώ με βάση αυτό το στόχο. ??

Στην παρούσα φάση, η μείωση της προσφοράς χρήματος είναι μεγαλύτερη της μείωσης του πληθωρισμού, στερώντας έτσι ρευστότητα στο ενδοτραπεζικό σύστημα. Η προσφορά χρήματος και μέσων πληρωμών ενώ αυξανόταν με ρυθμό 12,5% το 2008 μειώθηκε σε μόλις 1,4% παρόλο που ο πληθωρισμός της Ευρωζώνης είναι μικρότερος του 2% το 2013.

Η έλλειψη της ρευστότητας στην ενδοτραπεζική αγορά της Ευρωζώνης διατηρεί και ενισχύει την αξία του ΕΥΡΩ έναντι των άλλων διεθνών νομισμάτων.

Η Ε.Κ.Τ. έχει να διαχειριστεί αντικρουόμενους στόχους. Η νομισματική θεωρία προσδιορίζει ότι μια κεντρική τράπεζα έχει την δυνατότητα να ελέγχει ή τον ρυθμό προσφοράς νομίσματος ή το ύψος του επιτοκίου. Η Ε.Κ.Τ. έχει σχεδόν μηδενίσει το ονομαστικό επιτόκιο στο ενδοτραπεζικό σύστημα με την προσδοκία ότι οι Τράπεζες θα δανείσουν με χαμηλό κόστος τις επιχειρήσεις και η οικονομία θα ανακάμψει.

Η Ε.Κ.Τ. δεν διαθέτει ξεκάθαρη αρμοδιότητα αγοράς κρατικού χρέους και είναι υποχρεωμένη, για κάθε αγορά χρέους και αύξηση της ρευστότητας των αγορών, να εκτελεί και αντίστοιχη πώληση χρεωγράφων ανάλογη μείωση της ρευστότητας ανάλογα. Το εργαλείο αυτό ελέγχου της νομισματικής προσφοράς και ρευστότητας των αγορών καλείται αποστείρωση (sterilization).

Παρόλα αυτά η πλεονάζουσα ρευστότητα δεν μειώνεται στο ενδοτραπεζικό σύστημα λόγω της μείωσης της επενδυτικής και καταναλωτικής ζήτησης. Οι χαμηλές αποδόσεις των επενδύσεων λόγω της

μειωμένης ανταγωνιστικότητας σε σχέση με εναλλακτικές επενδύσεις εκτός Ευρωζώνης και ο χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης ή της ύφεσης των οικονομιών σε αναδιάρθρωση μειώνει και την νομισματική ζήτηση, με αποτέλεσμα την διατήρηση της ρευστότητας σε υψηλά επίπεδα. Ένα μέρος της πλεονάζουσας ρευστότητας, σε εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια, διοχετεύεται εκτός Ευρωζώνης όχι μόνο λόγω της μετακόμισης ενός μέρους της βιομηχανικής παραγωγής ?? εντείνοντας στην αποβιομηχάνισή της. Οι Ευρωπαϊκές Τράπεζες έχουν δανείσει πάνω από 3 τρις δολάρια στις αναδυόμενες αγορές, τέσσερις φορές μεγαλύτερο ποσό των αμερικάνικων.

Το ερώτημα που τίθεται είναι το εξής:

Πόσο βιώσιμη είναι μία ένωση που η Νότια οικονομία της σχεδόν βρίσκεται σε **παγίδα ρευστότητας**, δηλαδή ότι παρόλη την αύξηση της προσφοράς νομίσματος τα πραγματικά επιτόκια δεν μειώνονται λόγω έλλειψης πραγματικών ευκαιριών επενδύσεων και των αποπληθωριστικών προσδοκιών, ενώ τα Βόρεια μέλη της, μέσω της πλεονάζουσας ρευστότητας του Ευρωσυστήματος, διοχετεύουν επενδύσεις εκτός Ευρωζώνης; Και ποια πρέπει να είναι η νομισματική πολιτική της Ένωσης ώστε να διευκολύνει την μεταβατική αυτή περίοδο;

Η έως τώρα πολιτική της Ε.Κ.Τ. είναι περιοριστική και έχει σαν αποτέλεσμα την ανατίμηση του ΕΥΡΩ τουλάχιστον 10% έναντι του δολαρίου και 40% έναντι του Ιαπωνικού ΓΙΕΝ. Η πολιτική αυτή της ανατίμησης του ΕΥΡΩ ευνοεί τις Βόρειες χώρες, όπως έχει προαναφερθεί, ενώ μειώνει την ανταγωνιστικότητα των Νοτίων χωρών. Επί πλέον διευκολύνει την μεταφορά ευρωπαϊκών κεφαλαίων από τις περιφερειακές χώρες του Νότου στις πλεονασματικές του Βορρά και εκτός Ευρωζώνης. Τέλος δε, ενισχύει τις αποπληθωριστικές προσδοκίες στις υπό μεταρρύθμιση οικονομίες αυξάνοντας τον κίνδυνο έκρηξης του χρέους των.

Όσον αφορά το **δεύτερο θέμα**, αυτό του **αποπληθωρισμού**, το πρόβλημα επιβαρύνεται όχι μόνο από την ένταση της πολιτικής της εσωτερικής υποτίμησης αλλά και από την υποτίμηση των νομισμάτων των αναδυομένων οικονομιών (BRIC).

Τα σταθεροποιητικά προγράμματα ανάλογα της έντασης της εσωτερικής υποτίμησης ενσωματώνουν σε μικρό ή μεγάλο βαθμό αποπληθωριστικές προσδοκίες.

Η διαδικασία του φαύλου κύκλου που οδηγεί ο αποπληθωρισμός τις οικονομίες, οφείλεται στην αύξηση των πραγματικών επιτοκίων λόγω μείωσης του πληθωρισμού με αποτέλεσμα η πραγματική αξία του χρέους να αυξάνεται. Η αύξηση της αξίας των υποχρεώσεων του χρέους μειώνει την ρευστότητα. Η μείωση της ρευστότητας προκαλεί ύφεση. Τα εισοδήματα μειώνονται, η καταναλωτική ζήτηση μειώνεται, οι επιχειρήσεις μειώνουν τις τιμές για να εξαντλήσουν τα αποθέματά τους, τα κέρδη μειώνονται, τα πραγματικά επιτόκια αυξάνονται μειώνοντας ακόμη περισσότερο τις επενδύσεις, η ανεργία αυξάνει, η καταναλωτική ζήτηση μειώνεται και η προσδοκία περαιτέρω μείωσης των τιμών οδηγεί τους καταναλωτές στην αναβολή των αγορών τους. Η μείωση των τιμών αυξάνει τα πραγματικά επιτόκια και η διαδικασία επαναλαμβάνεται.

Η αλλαγή της νομισματικής πολιτικής της Αμερικανικής Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. (F.E.D.) με την μείωση του ρυθμού εκτύπωσης δολαρίων (tampering) προκάλεσε την έξοδο κεφαλαίων από τις αναδυόμενες οικονομίες, προκαλώντας την υποτίμηση του νομίσματός τους. Η υποτίμηση μειώνει την ζήτηση ευρωπαϊκών εξαγωγών και αυξάνει την ζήτηση των ευρωπαϊκών εισαγωγών, με αποτέλεσμα να ασκείται πίεση περαιτέρω μείωσης των τιμών στην Ευρωζώνη.

Επίσης ένας ακόμη παράγων που ενισχύει τον αποπληθωρισμό στο σύνολο της Ευρωζώνης είναι το δημογραφικό πρόβλημα της γήρανσης του πληθυσμού της, που εκ των πραγμάτων μειώνει την καταναλωτική ζήτηση.

Η βραχυπρόθεσμη επίδραση της υποτίμησης είναι ισοδύναμη με έναν οριζόντιο φόρο, το ύψος του οποίου είναι ανάλογο του ποσοστού της υποτίμησης. Το αποτέλεσμα είναι η μείωση του εισοδήματος και της μεταβολής της σχετικής αξίας τόσο των εγχωρίως παραγομένων προϊόντων όσο και των εξαγωγών σε σχέση με τα αντίστοιχα διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες. Η μείωση του εισοδήματος, η αύξηση των εξαγωγών

και η μείωση των εισαγωγών βελτιώνουν το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των χωρών αυτών. Το πλεονέκτημα της ανταγωνιστικότητας που οφείλεται στην υποτίμηση, αναλόγως με την εξασκούμενη νομισματική πολιτική, συνήθως διαβρώνεται αργά ή γρήγορα από την αύξηση του πληθωρισμού.

Η γενική οικονομική ισορροπία προβλέπει ότι στην περίπτωση εξάντλησης της πολιτικής της εσωτερικής υποτίμησης ή της λήψης μέτρων προστασίας της εγχώριας παραγωγής στα πλαίσια της Γενικής Συμφωνίας Δασμών και Εμπορίου (GATT), η μόνη διέξοδος που απομένει για την ανάκαμψη της οικονομίας είναι η υποτίμηση του νομίσματος σε ανάλογο βαθμό με τους ανταγωνιστές της.

Μία υποτίμηση του ΕΥΡΩ εμποδίζει την εξαγωγή της κρίσης των αναδυομένων οικονομιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Εάν η ΕΚΤ δεν ξεπεράσει τα εμπόδια των Γερμανών στην αύξηση της προσφοράς επιπλέον τυπωμένου νομίσματος, ώστε να προκαλέσει σταδιακά την υποτίμηση του ΕΥΡΩ και ταυτόχρονα να διατηρήσει τον πληθωρισμό της Ευρωζώνης συστηματικά χαμηλότερο των εμπορικών της εταίρων (BRICS), η συνοχή της Ευρωζώνης θα βρεθεί κάτω από ισχυρές πιέσεις αποσύνθεσης.

Αντίθετα, η υποτίμηση του ΕΥΡΩ έναντι του δολαρίου και των άλλων νομισμάτων, αφενός θα ενεργοποιήσει τις Νότιες οικονομίες χωρίς σημαντικό κόστος για τις Βόρειες και αφετέρου θα αυξήσει το κόστος των επενδύσεων εκτός Ευρωζώνης, στρέφοντάς αυτές προς την Ευρωζώνη και Ε.Ε.

Η Ε.Κ.Τ. υποχρεώνεται σε ποσοτική χαλάρωση της νομισματικής της πολιτικής δεδομένου των συνθηκών που επέβαλε η μεγάλη οικονομία μέσω της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. και του ανάλογου ενδιαφέροντος του Η.Β. και της Ιαπωνίας.

Η ολοκλήρωση του πλέγματος αυτών των πολιτικών εξελίσσεται με **αργούς ρυθμούς** κυρίως λόγω της κωλυσιεργίας της Γερμανίας σε σχέση με:

1.- Την εφαρμογή ενιαίων κανόνων φερεγγυότητας σ' όλο το τραπεζικό σύστημα και όχι μόνο στις χαρακτηρισμένες ως συστημικές τράπεζες της Ευρωζώνης.

2.- Την οριστική αμοιβαιοποίηση του εγγυητικού κεφαλαίου του Ταμείου. Το κεφάλαιο αυτό θα συσσωρευθεί από τους πόρους που θα προέλθουν από την φορολόγηση των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών για συμφωνημένο χρονικό διάστημα και στην συνέχεια θα αμοιβαιοποιηθεί σε επίπεδο Ευρωπαϊκού Ταμείου.

Το ύψος του κεφαλαίου και ο τελικός χρόνος αμοιβαιοποίησής του αποτελούν το θέμα διαπραγμάτευσης. Τα παραπάνω αποτελούν ένδειξη πολιτικών προθέσεων σε σχέση με την ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης.

Αυτά, τα οποία αντιμετωπίζουν τον ανταγωνισμό ομοειδών προϊόντων και υπηρεσιών τόσο στην εθνική αγορά (υποκατάστατα εισαγωγών) όσο και στις διεθνείς αγορές (εξαγωγές), σε αντίθεση με τα μη εμπορεύσιμα διεθνώς αγαθά και υπηρεσίες (υπηρεσίες κουρέματος, μονοπωλιακές διευθετήσεις) που αντιμετωπίζουν μόνο τον περιορισμένο εγχώριο ανταγωνισμό στις ατελείς αγορές του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα (υπηρεσίες κουρέματος).

Συνολική δημοσιοοικονομική πολιτική συντονισμού των επί μέρους πολιτικών των Κρατών-μελών ως προς το ύψος των κρατικών δαπανών και εσόδων. Το έλλειμμα ή το πλεόνασμα του κάθε κρατικού προϋπολογισμού μέλους ελέγχεται και προεγκρίνεται από μια συμφωνημένη ιεραρχικώς δομή με εξουσία επιβολής μέτρων συμμόρφωσης για τυχόν παραβιάσεις των όρων της συμφωνίας.

Παράλληλα βρίσκονται σε εξέλιξη κοινές πολιτικές φορολόγησης που ομογενοποιούν τις συνθήκες ανταγωνισμού κλάδων ή τομέων παραγωγής, με αποτέλεσμα την βελτίωση της ανταγωνιστικότητάς των και την άριστη κατανομή τους στις χώρες της Ευρωζώνης.

Ο υπολογισμός της ροής απόδοσης μιας επένδυσης ή δανείου κατά την χρονική διάρκεια ζωής της/του και η εκτίμηση της αξίας της/του στον παρόντα χρόνο.

Πραγματικό Επιτόκιο = Ονομαστικό Επιτόκιο - πληθωριστικές προσδοκίες.

Ο κίνδυνος αυτός ενώ είχε αυξηθεί σε πολύ υψηλά επίπεδα, στην αρχή της πρώτης φάσης, στην παρούσα φάση μειώνεται λόγω εφαρμογής του μνημονίου. Δηλαδή της αξιοποίησης των ενδογενών οικονομικών δυνατοτήτων και την αύξηση των επενδυτικών ευκαιριών που επιφέρουν οι δομικές μεταρρυθμίσεις. Αυτές είναι προαπαιτούμενα μέτρα πολιτικής συναρτώμενα με τη διακρατική αναχρηματοδότηση του χρέους της βάσει του συμφωνηθέντος μνημονίου.

Ονομαστικό επιτόκιο = ελεύθερο κινδύνου επιτόκιο + ρήτρα επισφάλειας + πληθωριστικές προσδοκίες ή ισοζυγίου (-αποπληθωριστικών προσδοκιών + την επιπρόσθετη ρήτρα επισφάλειας).

Αφαιρούμενης της προεξόφλησης των πληθωριστικών προσδοκιών

Άλλα μέτρα που μεσοπρόθεσμα προσδιορίζουν το ύψος της δομικής ανεργίας αλλά ενισχύουν τις θετικές προσδοκίες από το πρόγραμμα αφορούν την γραφειοκρατική ή ακόμα και την αθέμιτη εφαρμογή του πλαισίου των Ευρωπαϊκών κανονισμών ανταγωνισμού που σε πολλές περιπτώσεις εμποδίζουν την ταχύτερη έξοδο από την διαδικασία της προσαρμογής χωρών σε πρόγραμμα.

Επί πλέον απαιτείται απελευθέρωση πόρων για την εκκίνηση μιας εσωτερικής διαδικασίας που θα σηματοδοτήσει την έξοδο από την επιβολή της ορθοδοξίας του μνημονίου.

Εκτός της αναδιάρθρωσης του χρέους του οποίου η απομείωση ενδεχομένως συνδεθεί με ρήτρες μεταρρυθμίσεων, είναι απαραίτητη η επιτάχυνση μιας οριστικής συμφωνίας με την τρόικα σε σχέση με το

χρηματοδοτικό κενό του 2015 και 2016 και η μετάθεση πόρων για την χρηματοδότηση της ανάπτυξης.

που ενδεχομένως διευκολύνουν την μεταφορά συγκριτικών πλεονεκτημάτων σε βάρος της χώρας μέλους και σε όφελος άλλων χωρών μελών εντός ή εκτός Ευρωζώνης, με σημαντικές επιπτώσεις στις οικονομικές προοπτικές και την ευημερία της χώρας.