

Δημοσιονομική εξυγίανση και χρηματοπιστωτική σταθερότητα

Λουκάς Παπαδήμος

Σειρά διαλέξεων Megaron Plus

10 Νοεμβρίου 2010, Αθήνα

I. Εισαγωγή

Είναι πράγματι τιμή και χαρά μου που συμμετέχω στη σειρά ομιλιών που διοργανώνει το Megaron Plus και απευθύνομαι σε ένα τόσο εκλεκτό ακροατήριο. Θα ήθελα πρώτα να ευχαριστήσω τον Πρόεδρο του Μεγάρου Μουσικής κ. Ιωάννη Μάνο και τον Πρόεδρο της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών και Πρόεδρο της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος κ. Βασίλειο Ράπανο για τα ευγενικά και γενναιόδωρα λόγια τους και το θερμό καλωσόρισμα. Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω όλους εσάς που συμμετέχετε στη σημερινή εκδήλωση. Η σειρά ομιλιών Megaron Plus έχει καθιερωθεί ως ένα σημαντικό forum παρουσιάσεων και δημόσιας συζήτησης πάνω σε ένα ευρύ φάσμα κρίσιμων και επίκαιρων θεμάτων.

Ως οικονομολόγος και κεντρικός τραπεζίτης, ο οποίος έχει εμπλακεί στην άσκηση πολιτικής και τη διαχείριση της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης τα τρία τελευταία χρόνια, πρέπει να πω ότι η επιλογή του γενικού θέματος της ομιλίας μου ήταν σχεδόν αυτονόητη: δηλαδή έπρεπε να αφορά την κρίση – η οποία είναι χωρίς προηγούμενο ως προς τη δριμύτητα και το εύρος της και έχει αγγίξει τη ζωή όλων μας. Δυστυχώς, το θέμα εξακολουθεί να είναι ιδιαίτερα επίκαιρο, καθώς η κρίση δεν έχει λήξει και οι συνέπειές της θα είναι αισθητές για πολύ καιρό ακόμη.

Ως Έλληνας, ήταν επίσης αυτονόητο ότι έπρεπε να επικεντρώσω την παρουσίασή μου στην τελευταία φάση αυτής της κρίσης, η οποία έχει το επίκεντρό της στην αγορά τίτλων του ελληνικού κράτους και άλλων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά η οποία ενέχει σοβαρούς κινδύνους για τη σταθερότητα του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος και, ευρύτερα, της ευρωπαϊκής οικονομίας. Έχει σημασία να κατανοήσουμε καλύτερα τα βαθύτερα αίτια και τους άλλους προσδιοριστικούς παράγοντες της δριμύτητας αυτής της κρίσης. Έχει επίσης σημασία να κατανοήσουμε καλύτερα πώς και γιατί, δηλαδή μέσω ποιών διαύλων μετάδοσης και μηχανισμών ανατροφοδότησης, υπερβολικά δημοσιονομικά ελλείμματα και υπέρογκα δημόσια χρέη έχουν απειλήσει τη χρηματοπιστωτική και μακροοικονομική σταθερότητα και έχουν επηρεάσει δυσμενώς την οικονομική δραστηριότητα και απασχόληση. Μια καλύτερη κατανόηση των αιτίων και συστημικών συνεπειών της δημοσιονομικής κρίσης είναι απαραίτητη για τη χάραξη και εφαρμογή της κατάλληλης οικονομικής πολιτικής που θα αντιμετωπίσει αποτελεσματικά την κρίση και θα αποτρέψει την επανάληψη τέτοιων επώδυνων επεισοδίων στο μέλλον.

Η χρηματοπιστωτική κρίση που εκδηλώθηκε πριν από τρία χρόνια περίπου είναι ασυνήθης όχι μόνο λόγω της δριμύτητας και του εύρους της, αλλά και λόγω της πολυπλοκότητάς της και του εξελισσόμενου χαρακτήρα της. Η φύση και η εστία των πιέσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές έχει μεταβληθεί με την πάροδο του χρόνου. Κατά τα προηγούμενα τρία χρόνια οι κύριες μορφές συστημικών κινδύνων έχουν ποικίλλει: περιελάμβαναν τον κίνδυνο από την έλλειψη ρευστότητας στις αγορές, ιδίως στις αγορές χρήματος, το 2007 τον κίνδυνο κεφαλαιακής

ανεπάρκειας των τραπεζών το 2008, και τον κίνδυνο οικονομικής ύφεσης και αποπληθωρισμού το 2009.

Κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους, σε πολλές προηγμένες οικονομίες οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ του χρηματοπιστωτικού τομέα, της πραγματικής οικονομίας και των δημόσιων οικονομικών έχουν δημιουργήσει νέες πηγές κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική και μακροοικονομική σταθερότητα και εγείρουν νέες προκλήσεις για την άσκηση της οικονομικής πολιτικής. Η χρήση της δημοσιονομικής πολιτικής για τη σταθεροποίηση της οικονομίας και τη στήριξη του τραπεζικού συστήματος, σε συνδυασμό με την οικονομική ύφεση που προκλήθηκε από την κρίση και με την επίδραση άλλων παραγόντων, είχε ως συνέπεια την απότομη αύξηση του δημόσιου χρέους σε πολλές οικονομίες, η οποία ενέχει νέους κινδύνους. Η σημασία και οι ενδεχόμενες επιπτώσεις αυτών των κινδύνων, εφόσον υλοποιηθούν, εξαρτώνται όχι μόνο από το αρχικό μέγεθος του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους, αλλά και από το πόσο ισχυρή είναι η οικονομία, οι δομές και οι θεσμοί της. Εξαρτώνται επίσης από χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών αγορών και τις προσδοκίες των επενδυτών και του κοινού για τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών, δηλαδή την προοπτική εξυγίανσης των δημόσιων οικονομικών, η οποία σε τελική ανάλυση συναρτάται με την ικανότητα και προθυμία μιας χώρας να θέσει τα δημόσια οικονομικά της υπό έλεγχο.

Στην ευρωζώνη οι πιέσεις στις αγορές κρατικών τίτλων ενός αριθμού χωρών – ιδίως της Ελλάδας – ενισχύθηκαν έντονα κατά τους προηγούμενους έξι μήνες, κλιμακώθηκαν στα τέλη Απριλίου και τις αρχές Μαΐου και από τότε χαρακτηρίζονται από σημαντική μεταβλητότητα λόγω της επίδρασης ποικίλων γεγονότων και προσδοκιών. Ο κίνδυνος μετάδοσης και εξάπλωσης των πιέσεων αυτών σε άλλες αγορές και χώρες αυξήθηκε σημαντικά στα τέλη Απριλίου και απείλησε τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος του συνόλου της ευρωζώνης, με το ενδεχόμενο να έχει σοβαρό αντίκτυπο στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές. Η αναταραχή στις ευρωπαϊκές αγορές κρατικών τίτλων έχει ορισμένα μοναδικά χαρακτηριστικά που αντανακλούν τις ειδικές οικονομικές συνθήκες, δομές και θεσμούς στις χώρες της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης. Ωστόσο, είναι χρήσιμο να αξιολογηθεί στο ευρύτερο πλαίσιο της εξελισσόμενης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Στην ομιλία μου θα εξετάσω τα αίτια και τις συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσης, όπως εκδηλώθηκε στις αγορές κρατικών τίτλων στην Ευρώπη, και θα αξιολογήσω τις προκλήσεις που τίθενται για την οικονομική πολιτική προκειμένου να διαφυλαχθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη και να στηριχθεί η διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη. Ειδικότερα, θα επιδιώξω να δώσω απαντήσεις στις ακόλουθες πέντε ερωτήσεις:

- *πρώτον*, ποια είναι η δημοσιονομική κληρονομιά από τη χρηματοπιστωτική κρίση και, ειδικότερα, ποιοι παράγοντες συνέβαλαν στη μεγάλη αύξηση του δημόσιου χρέους σε πολλές προηγμένες οικονομίες τα τελευταία χρόνια;
- *δεύτερον*, ποια είναι τα θεμελιώδη αίτια και οι λοιποί προσδιοριστικοί παράγοντες της κρίσης στις αγορές κρατικών τίτλων σε χώρες της ζώνης του ευρώ;
- *τρίτον*, ποιοι παράγοντες, δίαυλοι μετάδοσης κινδύνων (risk propagation channels) και μηχανισμοί ανατροφοδότησης επιδράσεων (feedback mechanisms) εξηγούν την ένταση της κρίσης, τη μετάδοσή της σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες (contagion effects), καθώς και τους γενικότερους κινδύνους που απειλούν τη σταθερότητα του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη συνοχή της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης;
- *τέταρτον*, με ποιο τρόπο και πόσο αποτελεσματικά οι πολιτικές που εφαρμόζονται από τις ευρωπαϊκές κυβερνήσεις, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και την Ευρωπαϊκή Ένωση συμβάλλουν στη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και στην αντιμετώπιση της κρίσης στην αγορά κρατικών τίτλων; Και πώς θα αποτραπεί η επανάληψη παρόμοιων επεισοδίων στο μέλλον;
- *Πέμπτον*, ποιές είναι οι κυριότερες προκλήσεις που πρέπει να αντιμετωπισθούν από τις επιμέρους χώρες, ειδικότερα την Ελλάδα, και την Ευρωπαϊκή Ένωση συνολικά, ώστε να επιτευχθεί η δημοσιονομική εξυγίανση και να προωθηθούν οι αναγκαίες μεταρρυθμίσεις που θα στηρίξουν υψηλότερο και διατηρήσιμο ρυθμό ανάπτυξης;

II. Η δημοσιονομική κληρονομιά από τη χρηματοπιστωτική κρίση

Ποια είναι η δημοσιονομική κληρονομιά από τη χρηματοπιστωτική κρίση; Με δύο λέξεις βαριά και δύσκολη. Ωστόσο, τα δημοσιονομικά προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι προηγμένες οικονομίες δεν είναι μόνο συνέπεια της χρηματοπιστωτικής αναταραχής και της συνακόλουθης ύφεσης. Η σοβαρότητα του δημοσιονομικού προβλήματος – το μέγεθός του και το εύρος του, καθώς και η δυνητική, μακροπρόθεσμη επίδρασή του στις οικονομικές επιδόσεις μιας χώρας – δεν έχει επαρκώς εκτιμηθεί, εκτός σε εκείνες τις χώρες που ήδη βιώνουν τις επιπτώσεις της υπερβολικής συσσώρευσης δημόσιου χρέους στη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος και στην οικονομική ανάπτυξη.

Στη ζώνη του ευρώ, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε, κατά μέσο όρο, σημαντικά στο 6,3% το 2009 από 0,6% το 2007. Δεν αναμένεται δε ουσιώδης βελτίωση το 2010 και 2011 (Διάγραμμα 1). Πολλοί και διάφοροι παράγοντες συνέβαλαν στην επιδείνωση των δημόσιων οικονομικών. Η σχετική συμβολή τους στο έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης κατά μέσο όρο στη

ζώνη του ευρώ απεικονίζεται στο Διάγραμμα 1. Οι παράγοντες αυτοί περιελάμβαναν: *πρώτον*, τη “δραστηριοποίηση” των “αυτόματων σταθεροποιητών” ως αποτέλεσμα της έντονης συρρίκνωσης της οικονομικής δραστηριότητας, δηλαδή, την καθίζηση των φορολογικών εσόδων λόγω της κάμψης της παραγωγής και των εισοδημάτων· *δεύτερον*, την επίδραση των ειδικών δημοσιονομικών μέτρων που πήραν πολλές χώρες για να ενισχύσουν την οικονομία τους και, *τρίτον*, την κρατική στήριξη του χρηματοπιστωτικού τομέα. Παράλληλα όμως, τα διαρθρωτικά δημοσιονομικά ελλείμματα σε αρκετές χώρες ήταν ικανού μεγέθους πριν εκδηλωθεί η κρίση και αυξήθηκαν περαιτέρω σε πολύ υψηλά επίπεδα για διάφορους λόγους. Ένα εντυπωσιακό συμπέρασμα που προκύπτει από το Διάγραμμα 1 είναι ότι τα πακέτα δημοσιονομικής ώθησης και το κυκλικό στοιχείο του ελλείμματος συνέβαλαν λιγότερο από το ήμισυ στην επιδείνωση των δημόσιων οικονομικών στη ζώνη του ευρώ. Ειδικότερα, το συμπέρασμα αυτό ισχύει και στην περίπτωση της Ελλάδας. Συνεπώς, άλλοι παράγοντες έπαιξαν ρόλο στην απότομη αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος κατά τα δύο τελευταία χρόνια.

Η σοβαρότητα του δημοσιονομικού προβλήματος καταδεικνύεται από την εξέλιξη του δημόσιου χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ. Ως αποτέλεσμα των αυξημένων και επίμονων δημοσιονομικών ελλειμμάτων, ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ στο σύνολο της ζώνης του ευρώ προβλέπεται να αυξηθεί σχεδόν στο 89% το 2011, δηλαδή θα διαμορφωθεί σε επίπεδο που είναι 23 εκατοστιαίες μονάδες υψηλότερο από ό,τι το 2007.¹

Βεβαίως, οι μέσες τιμές του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ υποκρύπτουν μεγάλες διαφορές μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης. Ο λόγος του δημοσιονομικού ελλείμματος προς το ΑΕΠ στην Ελλάδα και Ιρλανδία προσέγγισε περίπου το 14% το 2009 (πριν τις πρόσφατες ή τις σύντομα αναμενόμενες αναθεωρήσεις των εκτιμήσεων), ενώ στην Πορτογαλία και Ισπανία διαμορφώθηκε στο 9,4% και 11,2% αντίστοιχα. Αυτές οι τέσσερις χώρες (που τονίζονται με κίτρινο χρώμα στους Πίνακες 1 και 2) ήταν οι δημοσιονομικά ακραίες περιπτώσεις το προηγούμενο έτος. Η δημοσιονομική κατάσταση στην Ελλάδα είναι η πιο σοβαρή, διότι ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ ήταν σημαντικά υψηλότερος από το 100% το 2009, και επιπλέον προβλεπόταν στις αρχές του 2010 να αυξηθεί έντονα κατά τα επόμενα χρόνια, ενώ ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ για τις τρεις άλλες χώρες ήταν πολύ χαμηλότερος, κυμαινόμενος μεταξύ 53% και 77%. Ωστόσο, το υφιστάμενο ύψος του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους αποτελεί μια μόνο πηγή οικονομικής ευπάθειας και κινδύνου που επηρεάζει δυσμενώς τη δυναμική του χρέους και προκαλεί ανησυχίες στις αγορές σχετικά με τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών.

Θα ήθελα επίσης να υπογραμμίσω ότι σαφής επιδείνωση των δημόσιων οικονομικών παρατηρείται και στις άλλες μεγάλες ανεπτυγμένες οικονομίες.

¹ Σύμφωνα με τις τελευταίες διαθέσιμες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Πράγματι, το 2010 τόσο στο Ηνωμένο Βασίλειο όσο και στις Ηνωμένες Πολιτείες αναμένεται ότι το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης θα διαμορφωθεί σε επίπεδο υψηλότερο από το 10% του αντίστοιχου ΑΕΠ (βλ. Πίνακα 3). Επιπλέον, ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ στις δύο αυτές χώρες προβλέπεται ότι θα υπερβεί το 90% έως το τέλος του 2011, δηλαδή θα διαμορφωθεί σε ποσοστό λίγο υψηλότερο από την αντίστοιχη μέση τιμή στην ευρωζώνη. Στην Ιαπωνία, το δημοσιονομικό έλλειμμα αναμένεται ότι θα αυξηθεί το επόμενο έτος στο 8,5% περίπου του ΑΕΠ, ενώ το δημόσιο χρέος θα φθάσει στο 205% του ΑΕΠ.

Τρία τουλάχιστον συμπεράσματα προκύπτουν από τις πρόσφατες δημοσιονομικές εξελίξεις και τις μεσοπρόθεσμες δημοσιονομικές προοπτικές των μεγάλων προηγμένων οικονομιών. *Πρώτον*, συνολικά οι δημοσιονομικές ανισορροπίες στην ευρωζώνη έχουν αυξηθεί σημαντικά και με ταχύ ρυθμό κατά τα προηγούμενα δύο χρόνια και προκαλούν έντονη ανησυχία. Εάν δεν ληφθούν διορθωτικά μέτρα εγκαίρως, η διατήρηση των ελλειμμάτων σε υψηλό επίπεδο θα οδηγήσει σε σημαντική περαιτέρω αύξηση του δημόσιου χρέους με δυσμενείς συνέπειες για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την οικονομική ανάπτυξη. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται από την αναμενόμενη αύξηση της κρατικής δαπάνης στα επόμενα έτη όχι μόνο λόγω της προβλεπόμενης γήρανσης του πληθυσμού αλλά και λόγω και των υφιστάμενων συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης και ιατρικής περίθαλψης σε πολλές χώρες. *Ωστόσο*, και αυτό είναι το *δεύτερο* συμπέρασμα, για το σύνολο των χωρών της ευρωζώνης, οι δημοσιονομικές ανισορροπίες, όπως κρίνονται από το μέγεθος του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού και του δημόσιου χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ, δεν είναι δυσμενέστερες από τις αντίστοιχες στις Ηνωμένες Πολιτείες, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιαπωνία. Επομένως, μπορεί να υποστηριχθεί ότι οι δημοσιονομικές ανισορροπίες και συνεπαγόμενα οι κίνδυνοι στην ευρωζώνη, στο σύνολό της, δεν είναι ιδιαίτερα σημαντικοί. Αυτή η εκτίμηση αντανακλάται στις μέσες σταθμισμένες, με βάση το ΑΕΠ, ονομαστικές αποδόσεις των 10ετών κρατικών ομολόγων, οι οποίες είναι χαμηλές και μάλιστα υποχώρησαν αισθητά κατά τα προηγούμενα δύο έτη, σε λιγότερο από (3,5%) στα τέλη Οκτωβρίου του τρέχοντος έτους² από τις μέγιστες τιμές 4,7% περίπου, που καταγράφηκαν το 2007 και 2008. Το γεγονός αυτό, όμως, κι αυτό είναι το *τρίτο* συμπέρασμα, δεν εμπόδισε την εμφάνιση σημαντικών πιέσεων στις αγορές κρατικών ομολόγων σε ένα αριθμό χωρών της ευρωζώνης – ιδιαίτερος στην Ελλάδα – οι οποίες από κοινού απείλησαν τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ευρωζώνης και τη συνοχή της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης.

² Είναι αξιοσημείωτο, πάντως, ότι η μέση σταθμισμένη απόδοση των δεκαετών κρατικών ομολόγων στην ευρωζώνη είναι μεγαλύτερη από το επίπεδο που αντιστοιχεί στον αναμενόμενο ρυθμό ανόδου του ονομαστικού ΑΕΠ, που αποτελεί προσδιοριστικό παράγοντα της τιμής ισορροπίας μακροπρόθεσμης απόδοσης, όπως υποδηλώνεται από θεωρητικά επιχειρήματα και στηρίζεται από εμπειρικά αποτελέσματα. Αν η παρατηρούμενη διαφορά μεταξύ της μακροπρόθεσμης απόδοσης των κρατικών τίτλων και του αναμενόμενου ρυθμού ανόδου του ονομαστικού ΑΕΠ διατηρηθεί, τότε θα είναι πιο δύσκολο να σταθεροποιηθεί ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ, *ceteris paribus*.

III. Πηγές και προσδιοριστικοί παράγοντες κινδύνων στις αγορές κρατικών τίτλων

Η υπερβολική συσσώρευση δημόσιου χρέους θέτει σε κίνδυνο τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της μακροοικονομίας για διάφορους λόγους. Η φύση, το μέγεθος και η πιθανή επίδραση αυτών των κινδύνων που απορρέουν από το υπερβολικό δημόσιο χρέος εξαρτάται από ποικίλους παράγοντες. Η δυναμική της συσσώρευσης δημόσιου χρέους και οι δυνητικές συνέπειες των επίμονων δημοσιονομικών ελλειμμάτων στην οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό εξαρτώνται, μεταξύ άλλων, από την (i) κατεύθυνση της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, (ii) τη μορφή χρηματοδότησης του ελλείμματος, καθώς και (iii) τις προσδοκίες για τη μελλοντική τάση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και το μέσο πραγματικό κόστος χρηματοδότησης του κράτους. Τα διαρθρωτικά και θεσμικά χαρακτηριστικά της οικονομίας μπορεί επίσης να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο επειδή επηρεάζουν την κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής καθώς και τις προσδοκίες των αγορών και του κοινού όσον αφορά τη μακροπρόθεσμη διατηρησιμότητα (long-term sustainability) των δημόσιων οικονομικών, δηλαδή δυνατότητα σταθεροποίησης και μείωσης του δημόσιου χρέους μακροπρόθεσμα.

Οι οικονομίες των τεσσάρων χωρών της ευρωζώνης με τα μεγαλύτερα δημοσιονομικά ελλείμματα έχουν ορισμένα κοινά τρωτά σημεία που τις καθιστούν ευάλωτες και τα οποία (i) έχουν εγείρει ανησυχίες σχετικά με τη διατηρησιμότητα του δημόσιου χρέους και (ii) έχουν αυξήσει τους κινδύνους που απορρέουν από τη διακράτηση κρατικών ομολόγων. Το κύριο κοινό τρωτό σημείο είναι η σημαντική διάβρωση της ανταγωνιστικότητας μετά την εισαγωγή του ευρώ, η οποία έχει επιπτώσεις στην οικονομική ανάπτυξη των χωρών αυτών και τη δυνατότητα των κυβερνήσεων να αυξήσουν τα φορολογικά έσοδα. Στην Ελλάδα, Ιρλανδία, Πορτογαλία και Ισπανία, η ανταγωνιστικότητα, όπως μετράται από το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, έχει υποχωρήσει κατά 30% περίπου μεταξύ 1999 και 2008. Η δυσμενής αυτή εξέλιξη αντανακλάται στα μεγάλα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών σε σχέση με το ΑΕΠ, τα οποία το 2008 διαμορφώθηκαν σε 9,2% στην Ισπανία, 10% στην Πορτογαλία, 13% στην Ελλάδα, και ένα σχετικά συγκρατημένο 5,2% στην Ιρλανδία.

Παράλληλα, στην αγορά κρατικών τίτλων διάφορα άλλα στοιχεία και τρωτά σημεία της οικονομίας συνέβαλαν – σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό – στην εμφάνιση πιέσεων στην αγορά κρατικών τίτλων στις τέσσερις αυτές χώρες. Στην περίπτωση της Ελλάδας, δύο σημαντικά στοιχεία ήταν (i) η προβλεπόμενη μεγάλη αύξηση της δημόσιας δαπάνης ως ποσοστό του ΑΕΠ στις επόμενες δεκαετίες λόγω αφενός της γήρανσης του πληθυσμού και αφετέρου του υφιστάμενου (έως πρόσφατα) συστήματος κοινωνικής ασφάλισης και (ii) η περιορισμένη αξιοπιστία της στατιστικής και των προβλέψεων για τα δημόσια οικονομικά, η οποία είχε αυξήσει την αβεβαιότητα για το πραγματικό μέγεθος του δημοσιονομικού

προβλήματος και είχε εγείρει αμφιβολίες σχετικά με τα μελλοντικά δημοσιονομικά αποτελέσματα. Επιπλέον, η αναποτελεσματική λειτουργία της δημόσιας διοίκησης και, γενικότερα, του δημόσιου τομέα, καθώς και οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας είχαν ενισχύσει την άποψη ότι η χώρα είτε δεν ήταν ικανή ή δεν επιθυμούσε να θέσει τα δημόσια οικονομικά της υπό έλεγχο μακροπρόθεσμα.

Στην περίπτωση της Ιρλανδίας, ένας ουσιαστικός κίνδυνος για τα δημόσια οικονομικά απέρρευε από την ποιότητα του χαρτοφυλακίου ορισμένων τραπεζών, το μέγεθος του οποίου ήταν πολύ μεγάλο σε σχέση με την Ιρλανδική οικονομία. Αυτός ο κίνδυνος υλοποιήθηκε τον προηγούμενο Σεπτέμβριο. Στην περίπτωση της Ισπανίας, οι ανησυχίες των αγορών εστιάστηκαν, μεταξύ άλλων, στις επιπτώσεις (i) της απότομης πτώσης των τιμών κατοικίας στα δημόσια οικονομικά και την οικονομική ανάπτυξη, καθώς και (ii) στις συνέπειες του υψηλού ποσοστού ανεργίας που αντανακλά δυσκαμψίες στην αγορά εργασίας και θα μπορούσε να εμποδίσει την εφαρμογή της αναγκαίας δημοσιονομικής προσαρμογής.

Τα μέσα χρηματοδότησης του δημοσιονομικού ελλείμματος έχουν σημαντικές συνέπειες για τον τρόπο με τον οποίο οι πιέσεις στην αγορά κρατικών ομολόγων μεταδίδονται σε άλλες αγορές και επηρεάζουν την οικονομία. Στην ευρωζώνη, η ενιαία νομισματική πολιτική, η οποία χαράσσεται και εφαρμόζεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, είναι προσανατολισμένη στη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ, ως σύνολο, σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα. Επομένως, η νομισματική χρηματοδότηση των κρατικών ελλειμμάτων δεν αποτελεί επιλογή, δεν είναι νομικά εφικτή εφόσον ρητώς απαγορεύεται από τη Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Επιπλέον, σχεδόν το σύνολο του δημόσιου χρέους των χωρών της ευρωζώνης είναι εκφρασμένο σε ευρώ, δηλαδή στο κοινό νόμισμα όλων των κρατών μελών της ευρωζώνης, και το μέγιστο τμήμα του διακρατείται από κατοίκους της ευρωζώνης. Κατά συνέπεια, ενδεχόμενα ασφάλιστρα για πληθωριστικό κίνδυνο ή συναλλαγματικό κίνδυνο για το σύνολο της ευρωζώνης δεν παρέχουν χρήσιμες ενδείξεις για τους δημοσιονομικούς κινδύνους που απειλούν τα επιμέρους κράτη-μέλη της ευρωζώνης.

Οι βασικοί δείκτες του πιστωτικού κινδύνου των κρατών-μελών της ευρωζώνης είναι: (1) οι διαφορές των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων των χωρών της ζώνης του ευρώ έναντι των αποδόσεων των γερμανικών κρατικών ομολόγων (αντίστοιχης διάρκειας), τα οποία θεωρούνται ως τα πιο ασφαλή, και (2) τα πιστωτικά περιθώρια των συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικής αθέτησης των κρατών [credit default swaps (CDS)], τα οποία αποτελούν δείκτες της πιθανότητας χρεοκοπίας ενός κράτους. Όπως φαίνεται από το Διάγραμμα 3 (Διαφάνεια 8), οι διαφορές των αποδόσεων των 10ετών κρατικών ομολόγων έναντι των γερμανικών κρατικών ομολόγων αντίστοιχης διάρκειας χαρακτηρίστηκαν από σειρά σημαντικών αλλά σχετικά περιορισμένων διακυμάνσεων μετά το 2008, αυξήθηκαν γρήγορα και απότομα την άνοιξη του 2010, και έφθασαν σε ανώτατες τιμές στις

αρχές Μαΐου 2010. Παρόμοιες διακυμάνσεις χαρακτήρισαν τα πιστωτικά περιθώρια των κρατικών CDS, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 5 (Διαφάνεια 10).

Ειδικότερα, από τα τέλη Μαρτίου 2010, οι διαφορές των αποδόσεων των κρατικών τίτλων και τα πιστωτικά περιθώρια των κρατικών CDS διευρύνθηκαν έντονα για αρκετές χώρες της Ευρωζώνης, ιδιαίτερα στην περίπτωση της Ελλάδας και, σε μικρότερο βαθμό, στις περιπτώσεις της Πορτογαλίας και Ισπανίας, καθώς και της Ιρλανδίας και Ιταλίας. Η απότομη διεύρυνση της διαφοράς στις αποδόσεις και των πιστωτικών περιθωρίων των κρατικών CDS προκλήθηκε από αυξανόμενες ανησυχίες σχετικά με την προοπτική συγκράτησης του αυξανόμενου δημόσιου χρέους. Στην περίπτωση της Ελλάδος, οι ανησυχίες αυτές συνοδεύονταν από την έντονη αμφιβολία για τη δυνατότητα της χώρας να αναχρηματοδοτήσει το δημόσιο χρέος που έληγε στους αμέσως επόμενους μήνες. Ταυτόχρονα, κατά την περίοδο αυτή διάφοροι άλλοι παράγοντες επέτειναν τις διακυμάνσεις των τιμών των ομολόγων και των ασφάλιστρων πιστωτικού κινδύνου (των τιμών των CDS), με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα λεγόμενα spillover και contagion effects, δηλαδή οι επιδράσεις των πιέσεων στην αγορά κρατικών τίτλων σε άλλους τομείς της οικονομίας και η μετάδοσή τους στις αγορές κρατικών τίτλων άλλων χωρών.

Είναι αξιοσημείωτο, ότι οι τιμές των κρατικών ομολόγων, ιδίως σε περίοδο έντονης αναταραχής των αγορών, επηρεάστηκαν όχι μόνο από τα αυξανόμενα ασφάλιστρα πιστωτικού κινδύνου αλλά και από τις συνθήκες ρευστότητας στην αγορά (market liquidity premia). Ασφαλώς, το μεγαλύτερο μέρος των διακυμάνσεων στις διαφορές αποδόσεων των ομολόγων οφείλετο σε μεταβολές στις σχετικές τιμές των πιστωτικών κινδύνων, όπως προκύπτει και από την παράλληλη κίνηση της διαφοράς στις αποδόσεις τίτλων και του πιστωτικού περιθωρίου των κρατικών CDS. Καθώς η ανησυχία των αγορών για το ενδεχόμενο χρεοκοπίας αυξανόταν, η ρευστότητα στην αγορά κρατικών ομολόγων και στην αγορά κρατικών CDS για ορισμένες χώρες εξανεμίστηκε. Η μειωμένη ρευστότητα στις αγορές αυτές επέτεινε τη διεύρυνση της διαφοράς των αποδόσεων, ιδίως για τους Ελληνικούς κρατικούς τίτλους, και αύξησε τον κίνδυνο ευρύτερης μετάδοσης των πιέσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές των άλλων χωρών της ευρωζώνης.

Τέλος, άλλοι παράγοντες που διαδραμάτισαν κάποιο ρόλο στην ενίσχυση των πιέσεων στις αγορές κρατικών τίτλων περιλαμβάνουν (i) την κατανομή λήξεων (maturity structure) του δημόσιου χρέους και (ii) το μερίδιο του δημόσιου χρέους μιας χώρας που διακρατείται από μη κατοίκους και από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Όταν επικρατούν συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας και ανησυχίας σχετικά με την προοπτική εξυγίανσης των δημόσιων οικονομικών καθώς και το ενδεχόμενο εμφάνισης σπάνιων αλλά σημαντικών γεγονότων που μπορεί να θέσουν σε κίνδυνο την οικονομική και πολιτική σταθερότητα μιας χώρας, οι ξένοι επενδυτές αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη αβεβαιότητα όσον αφορά την εναλλακτική σχέση (trade-off) απόδοσης και κινδύνου που χαρακτηρίζει τους κρατικούς τίτλους άλλων χωρών. Επομένως, η συμπεριφορά των ξένων επενδυτών μπορεί να γίνει επιφυλακτική ως προς τους κινδύνους στους οποίους εκτίθενται ή ευμετάβλητη.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 6 (Διαφάνεια 11), το μερίδιο του δημόσιου χρέους που διακρατείται από μη κατοίκους είναι το υψηλότερο στην περίπτωση της Ελλάδας και το δεύτερο υψηλότερο στην περίπτωση της Πορτογαλίας.

IV. Οι συστημικές συνέπειες του πιστωτικού κινδύνου των κρατών

Τα κρίσιμα ερωτήματα για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος μιας χώρας και της ευρωζώνης γενικότερα είναι: Ποιες είναι οι συστημικές συνέπειες που απορρέουν από αυξανόμενες πιέσεις και κινδύνους στην αγορά κρατικών τίτλων; Γιατί και πώς οι πιέσεις στην αγορά κρατικών τίτλων μπορούν να αποτελέσουν μείζονα πηγή συστημικού κινδύνου για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα και, γενικότερα, της οικονομίας μιας χώρας; Γιατί και πώς οι πιέσεις στις αγορές κρατικών τίτλων μιας χώρας μπορούν να απειλήσουν τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολο της ευρωζώνης; Οι κίνδυνοι που απορρέουν από την αγορά κρατικών τίτλων – μια αγορά που ως πρόσφατα χαρακτηριζόταν ως η αγορά του μηδενικού ή ελάχιστου πιστωτικού κινδύνου – μπορεί να δημιουργήσουν σημαντικές συστημικές απειλές για τη χρηματοπιστωτική και μακροοικονομική σταθερότητα μέσω διάφορων διαύλων και ως αποτέλεσμα της αρνητικής ανατροφοδότησης ή αλληλεπίδρασης (adverse feedback) μεταξύ της αγοράς κρατικών τίτλων, του τραπεζικού συστήματος, της κεφαλαιαγοράς και της πραγματικής οικονομίας. Οι διάφοροι δίαυλοι μετάδοσης του κινδύνου και οι μηχανισμοί ενδεχόμενης δυσμενούς ανατροφοδότησης απεικονίζονται ενδεικτικά στο flowchart της Διαφάνειας 12.

Επιτρέψτε μου να αναδείξω συνοπτικά ορισμένους από τους διαύλους μετάδοσης κινδύνων και τους μηχανισμούς ανατροφοδότησης που επαυξάνουν τη μεταβίβαση και επίδραση των σχετικών πιέσεων από την αγορά κρατικών ομολόγων στο τραπεζικό σύστημα και την πραγματική οικονομία. *Πρώτον*, προσδοκία μεγαλύτερου πιστωτικού κινδύνου ενός κράτους θα έχει ως αποτέλεσμα την άνοδο του χρηματοδοτικού κόστους για τον δημόσιο τομέα, και, επομένως, θα οδηγήσει σε μεγαλύτερα ελλείμματα και χρηματοδοτικές ανάγκες, οι οποίες αν δεν αντισταθμιστούν, θα επιτείνουν την ανησυχία για το ενδεχόμενο χρεοκοπίας του κράτους. *Δεύτερον*, ένας άμεσος δίαυλος μεταβίβασης είναι από την αγορά κρατικών τίτλων στην αγορά εταιρικών τίτλων. Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων γενικώς ορίζουν το κατώτατο όριο των αποδόσεων των τίτλων που εκδίδουν οι εταιρείες που έχουν την έδρα τους στην ίδια χώρα. Επιπλέον, οι αποδόσεις των εταιρικών τίτλων στις χώρες με δημοσιονομικά προβλήματα επηρεάζονται δυσμενώς από προσδοκίες μεγαλύτερης φορολόγησης των κερδών ή χαμηλότερης κερδοφορίας ως αποτέλεσμα της εφαρμογής προγραμμάτων

δημοσιονομικής προσαρμογής ή επειδή τα εταιρικά ομόλογα γίνονται λιγότερο δεκτά ως εμπράγματα ασφάλεια (collateral).³

Ένας *τρίτος*, και πολύ σημαντικός, διάυλος μεταβίβασης των δημοσιονομικών κινδύνων, που μπορεί να επαυξήσει έντονα τη συστημική επίδρασή τους στην οικονομία είναι το τραπεζικό σύστημα. Στην πράξη αυτό συντελείται μέσω διαφόρων “οδών”. Όταν αυξάνεται ο κρατικός πιστωτικός κίνδυνος, οι τράπεζες, και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εκτίθενται σε αυξημένους κινδύνους και τα αποτελέσματα επηρεάζονται δυσμενώς για τρεις (τουλάχιστον) λόγους: (i) η (marked-to-market) αξία των κρατικών τίτλων στο χαρτοφυλάκιό τους μειώνεται (ii) οι προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις πιθανότατα αυξάνονται, λόγω της βραχυπρόθεσμης περιοριστικής επίδρασης στην οικονομική δραστηριότητα των μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής που απαιτούνται για τον έλεγχο του δημόσιου χρέους και (iii) ως αποτέλεσμα των προηγούμενων επιδράσεων, το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών αυξάνεται και η πρόσβασή τους στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων περιορίζεται. Σε ακραίες καταστάσεις, σαν και αυτές που αντιμετώπισαν οι ελληνικές τράπεζες τον Μάιο του 2010, η πρόσβαση στις αγορές καθίσταται απαγορευτική ή ουσιαστικά ανέφικτη.

Η σχέση μεταξύ των ασφαλιστρών κρατικού κινδύνου (sovereign risk premia) και των πιστωτικών περιθωρίων των τραπεζικών CDS, έγινε πιο στενή και εμφανής κατά τους προηγούμενους δώδεκα μήνες. Αυτό προκύπτει σαφώς από μια σύγκριση της συσχέτισης μεταξύ των περιθωρίων των CDS των χωρών της ευρωζώνης σε δύο χρονικά σημεία: στα τέλη του Νοεμβρίου 2009 και στις αρχές του Σεπτεμβρίου 2010. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 7 (Διαφάνεια 13), μεταξύ των δύο αυτών ημερομηνιών σε όλες τις χώρες τα περιθώρια των κρατικών CDS και τα περιθώρια των τραπεζικών CDS αυξήθηκαν διαδοχικά. Οι μεγαλύτερες μεταβολές σημειώθηκαν στην Ελλάδα και την Πορτογαλία. Ένας παράγοντας που συνέβαλε στην ενίσχυση της σχέσης μεταξύ του πιστωτικού κινδύνου των κρατών και του πιστωτικού κινδύνου των τραπεζών ήταν η ταχεία προσαρμογή των βαθμίδων πιστοληπτικής αξιολόγησης των τραπεζών στην υποβάθμιση των κρατικών τίτλων από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Το γενικό συμπέρασμα που προκύπτει από τα προηγούμενα και από το Διάγραμμα 7 είναι ισχυρό και ξεκάθαρο: αν δεν επιτευχθεί ουσιαστική και πειστική δημοσιονομική εξυγίανση ώστε να μειωθεί το ασφάλιστρο κρατικών κινδύνων, δεν πρόκειται να μειωθεί αισθητά το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών ούτε πρόκειται να διευκολυνθεί η άντληση σημαντικών κεφαλαίων από την αγορά. Συνεπώς, δεν πρόκειται να βελτιωθεί ουσιαστικά η παροχή πιστώσεων από τις τράπεζες στον ιδιωτικό τομέα προκειμένου να χρηματοδοτηθούν επενδύσεις και

³ Τα ευρήματα εμπειρικών μελετών υποδηλώνουν ότι η διεύρυνση της διαφοράς των αποδόσεων των κρατικών τίτλων κατά 100 μονάδες βάσης μπορεί να οδηγήσει σε πρόσθετη αύξηση στις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων κατά περίπου 10-20 μονάδες βάσης στην ευρωζώνη γενικώς, και να επιβαρύνει ακόμη περισσότερο τις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων στις χώρες με μεγάλες δημοσιονομικές ανισορροπίες.

γενικότερα να ενισχυθεί η οικονομική δραστηριότητα. Οι ελληνικές τράπεζες ορθώς επιδιώκουν την ενίσχυση της κεφαλαιακής τους θέσης, και το πράττουν επιτυχώς, ώστε να μπορούν να αντιμετωπίσουν με σιγουριά το δύσκολο χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Με αυτό τον τρόπο δημιουργούν βασικές και αναγκαίες προϋποθέσεις για τη χρηματοδότηση της οικονομίας. Ωστόσο, ουσιαστική μείωση του κόστους και βελτίωση των άλλων όρων χρηματοδότησης των ελληνικών επιχειρήσεων και νοικοκυριών θα σημειωθεί μόνο όταν πραγματοποιηθεί μεγαλύτερη και μονιμότερη πρόοδος προς τη δημοσιονομική εξυγίανση. Και αυτός είναι ένας κύριος λόγος που επιβάλλει την προσήλωση της οικονομικής πολιτικής σ' αυτόν τον στόχο, η επίτευξη του οποίου θα επιτρέψει στις ελληνικές τράπεζες να αντλήσουν ρευστότητα από την αγορά και να περιορίσουν την εξάρτησή τους από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Όπως εξήγησα προηγουμένως, ποικίλες σχέσεις αλληλεξάρτησης και μηχανισμοί ανατροφοδότησης του χρηματοπιστωτικού τομέα, της πραγματικής οικονομίας και του δημόσιου τομέα μπορεί να επαυξήσουν την αρχική επίδραση που ασκούν οι ανοδικές πιέσεις και οι κίνδυνοι της αγοράς κρατικών τίτλων στο τραπεζικό σύστημα και τις λοιπές αγορές κεφαλαίων. Και αυτό πράγματι συνέβη την άνοιξη του 2010. Καθώς οι διαφορές αποδόσεων μεταξύ των κρατικών τίτλων διευρύνθηκαν σημαντικά και απότομα στα τέλη Απριλίου και τις αρχές Μαΐου, ένας δείκτης του συστημικού κινδύνου για τους μεγάλους τραπεζικούς ομίλους της ευρωζώνης αυξήθηκε απότομα και έφθασε σε μέγιστη τιμή τον Μάιο (όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 8B). Ο δείκτης καταγράφει την πιθανότητα ότι δύο ή περισσότεροι μεγάλοι τραπεζικοί όμιλοι στην ευρωζώνη θα χρεοκοπήσουν ταυτόχρονα στα δύο επόμενα χρόνια.

Όσον αφορά την εξάπλωση του πιστωτικού κινδύνου ενός κράτους στην αγορά κρατικών ομολόγων και το τραπεζικό σύστημα άλλων χωρών της ευρωζώνης (τα λεγόμενα contagion effects), η μετάδοση πραγματοποιείται μέσω: (i) των σχέσεων ιδιοκτησίας μεταξύ των τραπεζών, (ii) των τοποθετήσεών τους σε κρατικά ομόλογα άλλων χωρών και (iii) των διασυννοριακών υποχρεώσεων (στοιχείων του παθητικού) των τραπεζών. Η συνολική επίδραση των μεταδιδόμενων κινδύνων εξαρτάται από την εκτίμηση των αγορών για τη δημοσιονομική κατάσταση και τις δημοσιονομικές προοπτικές σε όλες τις χώρες που μπορεί να επηρεασθούν από τη διασυννοριακή μετάδοση των κρατικών πιστωτικών κινδύνων. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 9 (Διαφάνεια 15), περίπου το 50% του υπολοίπου των μακροπρόθεσμων τίτλων που έχουν εκδοθεί από τις κυβερνήσεις των χωρών της ευρωζώνης διακρατούνται από νομισματικά χρηματοδοτικά ιδρύματα (MFIs) που έχουν την έδρα τους στην ευρωζώνη. Επιπλέον, οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ είναι οι μεγαλύτεροι επενδυτές σε βραχυπρόθεσμους κρατικούς τίτλους και έχουν επίσης χορηγήσει σημαντικές πιστώσεις στις κυβερνήσεις. Επομένως, οι μεταβολές των τιμών κρατικών και τίτλων και η υλοποίηση των πιστωτικών κινδύνων των κρατών μπορεί να έχουν σημαντική επίδραση στον τραπεζικό τομέα της ευρωζώνης. Βεβαίως, η συνολική δυνητική επίδραση πρέπει να αξιολογηθεί (i)

λαμβάνοντας υπόψη όλες τις διασυνοριακές χρηματοοικονομικές σχέσεις μεταξύ των χωρών με δημοσιονομικά προβλήματα και άλλων χωρών της ευρωζώνης και (ii) διενεργώντας ασκήσεις προσομοίωσης της δυνατότητας των ευρωπαϊκών τραπεζών να απορροφούν διαταραχές που επηρεάζουν τα στοιχεία του ισολογισμού τους.

Η αξιολόγηση της διασυνοριακής μετάδοσης πιστωτικών και άλλων κινδύνων μπορεί να γίνει χρησιμοποιώντας ως βάση το δίκτυο των διμερών συνολικών ακαθάριστων απαιτήσεων (gross exposures) του τραπεζικού συστήματος των διάφορων χωρών. Το Διάγραμμα 10 (Διαφάνεια 16) δείχνει τις διμερείς ακαθάριστες τραπεζικές απαιτήσεις (1) ορισμένων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ιδιαίτερα των χωρών με δημοσιονομικά προβλήματα, δηλαδή της Ελλάδας, Πορτογαλίας, Ιρλανδίας και Ισπανίας, (2) άλλων χωρών της ευρωζώνης και της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς και (3) των ΗΠΑ, Ελβετίας, Καναδά και Ιαπωνίας – ώστε να συμπεριλάβει τα μεγάλα τραπεζικά συστήματα στον “υπόλοιπο κόσμο”. Το δίκτυο στο Διάγραμμα αυτό δεν είναι υποθετικό, έχει κατασκευασθεί χρησιμοποιώντας στοιχεία της διασυνοριακής τραπεζικής στατιστικής της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών. Οι άμεσες διμερείς σχέσεις μεταξύ των τραπεζικών συστημάτων χωρών όπως η Ελλάδα και η Πορτογαλία είναι σχετικά περιορισμένες. Θα μπορούσε, επομένως, να υποστηριχθεί ότι δεν είναι πιθανόν οι σχέσεις του ελληνικού ή πορτογαλικού τραπεζικού συστήματος με τις τράπεζες άλλων χωρών να προκαλέσουν ζημιές συστημικής σημασίας, δηλαδή ζημιές σημαντικές στο ευρύτερο τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης.

Ωστόσο, η συνολική δυνητική διασυνοριακή επίδραση του πιστωτικού κινδύνου ενός κράτους στο τραπεζικό σύστημα άλλων κρατών και στο σύνολο των τραπεζών της ευρωζώνης εξαρτάται από το μέγεθος της μεταβολής στις τιμές των κρατικών τίτλων μιας χώρας και την πιθανότητα ταυτόχρονων έντονων διακυμάνσεων στις τιμές των κρατικών ομολόγων άλλων χωρών (όπως της Ισπανίας) που διακρατούνται από ξένους επενδυτές σε πολύ μεγαλύτερη έκταση από ό,τι τα ελληνικά ομόλογα. Είναι, επομένως, δυνατό να σημειωθούν σημαντικές μεταβολές στις αξίες των κρατικών τίτλων σε ένα αριθμό αγορών ταυτόχρονα, εάν υπάρξει γενικευμένη μείωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στην ικανότητα των κυβερνήσεων να αποκαταστήσουν δημοσιονομική ισορροπία. Είναι δυνατόν να σχεδιαστεί και να προσομοιωθεί ένα σενάριο – ακραίο αλλά εύλογο – όπου αυξημένη αβεβαιότητα και κάμψη της εμπιστοσύνης επενεργούν μέσω διάφορων διαύλων μετάδοσης κινδύνων και διαχέουν τις ζημιές από το χρηματοπιστωτικό σύστημα μιας χώρας της ευρωζώνης στους χρηματοπιστωτικούς τομείς άλλων χωρών.

Στα τέλη Απριλίου και στις αρχές Μαΐου τα γεγονότα επιβεβαίωσαν τα αποτελέσματα ασκήσεων προσομοίωσης. Μέσα σε ένα περιβάλλον αυξανόμενης αβεβαιότητας και ανησυχίας για τη διατηρησιμότητα της δημοσιονομικής θέσης της Ελλάδας και – σε μικρότερο βαθμό – άλλων χωρών, η γενικευμένη απώλεια εμπιστοσύνης στην ικανότητα των χωρών να θέσουν υπό έλεγχο τα δημόσια

οικονομικά τους, οδήγησε στη μερική υλοποίηση του κρατικού πιστωτικού κινδύνου όπως προκύπτει από την απότομη άνοδο των τιμών της διαφοράς αποδόσεων των κρατικών ομολόγων και του πιστωτικού περιθωρίου κρατικών CDS σε ένα πολύ σύντομο χρονικό διάστημα. [Βλ. Διάγραμμα 11 (Διαφάνεια 17)]. Η ταυτόχρονη υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας, Πορτογαλίας και Ισπανίας από τη Standard & Poor's στα τέλη Απριλίου συνέβαλε στην απότομη μεταβολή των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων αυτών των χωρών, καθώς και της Ιρλανδίας και Ιταλίας. Η πιθανότητα ενίσχυσης και ευρύτερης διασποράς των πιστωτικών και άλλων κινδύνων είχε αυξηθεί σημαντικά και απότομα θέτοντας σε κίνδυνο τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ευρωζώνης.

V. Πολιτικές για τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και τη στήριξη της οικονομικής ανάπτυξης

Κυρίες και Κύριοι,

Έχω μιλήσει επί μακρόν για τα κύρια αίτια και τις συστημικές συνέπειες της κρίσης στην Ελλάδα και την ευρωζώνη, που απορρέει από τη συσσώρευση υπερβολικού δημόσιου χρέους. Νομίζω ότι αυτό ήταν αναγκαίο για να κατανοήσουμε καλύτερα όχι μόνο τα ακραία γεγονότα που όλοι βιώσαμε τους προηγούμενους μήνες, αλλά και για να κατανοήσουμε τη λογική και την επιτακτική ανάγκη εφαρμογής της πολιτικής που έχει υιοθετηθεί στην Ελλάδα καθώς και της πολιτικής που ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και αυτής που προωθείται από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Θα ήθελα τώρα να ολοκληρώσω την ομιλία μου, εξετάζοντας και αξιολογώντας ορισμένα θέματα που αφορούν την πολιτική, σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο, που θα διασφαλίσει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και θα στηρίζει τη διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη.

Τα γεγονότα του περασμένου Μαΐου προκάλεσαν (1) ριζοσπαστικές αλλαγές στην οικονομική πολιτική που ασκείται στην Ελλάδα, αλλά και σε άλλες χώρες της ευρωζώνης και οδήγησαν σε (2) νέα μέτρα παρέμβασης στις αγορές χρεογράφων του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, καθώς και (3) την ίδρυση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility), προκειμένου να διασφαλιστεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, να αποκατασταθεί δημοσιονομική ισορροπία, να αντιμετωπισθεί η κρίση στις αγορές κρατικών χρεογράφων και να αποφευχθεί η επανεμφάνιση παρόμοιων επεισοδίων στο μέλλον.

Είναι προφανές ότι η πρώτη γραμμή άμυνας για την αντιμετώπιση αυτής της κρίσης είναι η εφαρμογή αξιόπιστης πολιτικής δημοσιονομικής εξυγίανσης για την αποκατάσταση δημοσιονομικής ισορροπίας. Η πολιτική αυτή πρέπει να είναι “εμπροσθοβαρής” και να περιλαμβάνει συγκεκριμένα μέτρα που θα εφαρμοσθούν

σε μέσομακροπρόθεσμο ορίζοντα, ώστε να αντιμετωπισθούν οι ανησυχίες για τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών και να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη. Επιπρόσθετα, και παράλληλα, η πολιτική δημοσιονομικής εξυγίανσης πρέπει να συνοδεύεται από διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις προκειμένου να βελτιωθεί η διεθνής ανταγωνιστικότητα των οικονομιών και να αντισταθμιστούν, τουλάχιστον εν μέρει, οι βραχυπρόθεσμες αρνητικές επιπτώσεις της δημοσιονομικής προσαρμογής στην οικονομική δραστηριότητα. Από τον περασμένο Μάιο, όχι μόνο η Ελλάδα, που εφαρμόζει το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής που συμφωνήθηκε με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την ΕΚΤ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, αλλά και όλες οι χώρες της ευρωζώνης με σημαντικές δημοσιονομικές ανισορροπίες, ειδικότερα η Πορτογαλία και η Ισπανία, όπως και άλλες χώρες, επαναπροσδιόρισαν την κατεύθυνση της δημοσιονομικής και διαρθρωτικής πολιτικής τους προκειμένου να (i) αυξήσουν το βαθμό και να επιταχύνουν το ρυθμό της δημοσιονομικής προσαρμογής και (ii) να εισάγουν μεταρρυθμίσεις που προάγουν την οικονομική ανάπτυξη.

Ως γνωστόν, το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής που υιοθέτησε η ελληνική κυβέρνηση προβλέπει τη δραστική μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ έως το 2014 και περιλαμβάνει σειρά μεταρρυθμίσεων για την αντιμετώπιση των βασικών διαρθρωτικών αδυναμιών της ελληνικής οικονομίας. Σύμφωνα με την ενδιάμεση έκθεση αξιολόγησης (της τριμερούς επιτροπής ΕΕ, ΕΚΤ και ΔΝΤ) που ολοκληρώθηκε το καλοκαίρι, το πρόγραμμα εφαρμόζεται με συνέπεια και έχει συντελεστεί “εντυπωσιακή πρόοδος στην εισαγωγή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων”, ειδικότερα όσον αφορά τη μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος, το οποίο θα μειώσει αισθητά τις αντίστοιχες δαπάνες, τρέχουσες και μελλοντικές.

Ωστόσο, οι αγορές δεν έχουν ακόμη πεισθεί ότι το οικονομικό πρόγραμμα θα εφαρμοσθεί αποτελεσματικά στο σύνολό του τα επόμενα χρόνια και ότι θα επιτευχθεί διατηρήσιμη δημοσιονομική εξυγίανση. Όπως προκύπτει από τα Διαγράμματα 12 και 13 (Διαφάνειες 18 και 19) οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της Ελλάδας, ενώ μειώθηκαν σημαντικά τον Μάιο και Ιούνιο, αυξήθηκαν και πάλι στις αρχές Σεπτεμβρίου. Μετά υποχώρησαν αισθητά, αλλά πρόσφατα επανήλθαν σε υψηλά επίπεδα. Οι αγορές έχουν εκφράσει ανησυχίες σχετικά με διάφορους μελλοντικούς κινδύνους συμπεριλαμβανομένου και του ενδεχόμενου της αναδιάρθρωσης του υφιστάμενου χρέους. Οι ανησυχίες αυτές έχουν εστιαστεί:

- στον κίνδυνο μεγαλύτερης υποχώρησης της οικονομικής δραστηριότητας από αυτή που προβλέπεται στο βασικό σενάριο του προγράμματος
- στο ενδεχόμενο πολιτικών εντάσεων και κοινωνικής αναταραχής
- στο ενδεχόμενο νέων εκπλήξεων ως προς το ύψος του δημόσιου χρέους, κυρίως λόγω των ελλειμμάτων επιχειρήσεων εκτός του γενικού κυβερνητικού τομέα

- σε ενδεχόμενη δυσκολία αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους, το οποίο προβλέπεται να αυξηθεί μεσοπρόθεσμα, και λόγω της χρονικής διάταξης του δημόσιου χρέους που λήγει τα επόμενα χρόνια.

Οι ανησυχίες αυτές δεν μπορεί να απορριφθούν εκ των προτέρων. Και δεν μπορεί να αποκλεισθεί ότι ορισμένοι κίνδυνοι θα υλοποιηθούν. Πράγματι, το ύψος του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους το 2009 αναμένεται ότι θα αναθεωρηθεί, κυρίως λόγω της ένταξης ζημιογόνων δημόσιων επιχειρήσεων στον τομέα της γενικής κυβέρνησης. Ωστόσο, συνολικά, η σημασία των κινδύνων αυτών και των ενδεχόμενων επιπτώσεών τους στην επίτευξη των στόχων του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής υπερεκτιμάται από τις αγορές.

Η ουσιαστική συνθήκη για την επιτυχία του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής της Ελλάδας είναι η συνεχής, συνεπής και αποτελεσματική εφαρμογή των προβλεπόμενων μέτρων δημοσιονομικής εξυγίανσης και των αναγκαίων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Καθώς θα βελτιώνεται η δημοσιονομική κατάσταση της χώρας, θα πραγματοποιούνται οι διαρθρωτικές αλλαγές ενισχύοντας τις προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης και θα αυξάνεται η αξιοπιστία της πολιτικής, οι συνθήκες στην αγορά κρατικών ομολόγων θα εξομαλύνονται σταδιακά και σημαντικά. Η συζητούμενη κατά καιρούς αναδιάρθρωση του υφιστάμενου δημόσιου χρέους (που διακρατείται από τους επενδυτές) δεν αποτελεί επιθυμητή λύση είτε για την Ελλάδα είτε για την Ευρωπαϊκή Ένωση. Επιπλέον, η αναδιάρθρωση του χρέους δεν είναι ούτε αναγκαία ούτε αναπόφευκτη. Η συνδυασμένη εφαρμογή των μέτρων δημοσιονομικής εξυγίανσης και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων θα διασφαλίσει κατ' αρχήν τη συγκράτηση και στη συνέχεια τη σταδιακή μείωση του δημόσιου χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 14 (Διαφάνεια 20), η δυναμική του δημόσιου χρέους είναι ελεγχόμενη ακόμη και στην περίπτωση ενός συντηρητικού σεναρίου που προβλέπει σχετικά χαμηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Το νέο πλαίσιο χάραξης, εφαρμογής και αξιολόγησης της οικονομικής πολιτικής που έχει υιοθετηθεί και η πολιτική δέσμευση της κυβέρνησης να επιτύχει τους στόχους του προγράμματος διαμορφώνουν πρόσφορες συνθήκες για την εμπέδωση της δημοσιονομικής πειθαρχίας. Καθώς ικανοποιούνται οι προσδοκίες ότι η διαδικασία δημοσιονομικής εξυγίανσης υλοποιείται με συνέπεια και αποτελεσματικότητα και ότι δεν είναι αναστρέψιμη, και, επομένως, ότι η σχέση δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ θα ακολουθεί σταθερά πτωτική τροχιά, η πρόσβαση του Ελληνικού Δημοσίου στις αγορές θα καταστεί εφικτή και με ευνοϊκότερους όρους που δεν θα δυσχεραίνουν τη δημοσιονομική προσαρμογή.

Οι διαπιστώσεις αυτές ασφαλώς δεν πρέπει να ερμηνευθούν ότι συνεπάγονται ότι η πορεία προς τη δημοσιονομική εξυγίανση θα είναι εύκολη και σύντομη. Δεν είναι δυνατόν να αναστραφεί η μεγάλη συσσώρευση δημόσιου χρέους σε μικρό χρονικό διάστημα χωρίς τη λήψη γενναίων μέτρων για την περιστολή του δημοσιονομικού ελλείμματος. Μάλιστα, το δημόσιο χρέος θα συνεχίσει να αυξάνεται για κάποιο

χρονικό διάστημα, παρά τη μείωση του ελλείμματος, έως ότου επιτευχθούν πρωτογενή πλεονάσματα και αρχίσει να ανακάμπτει η οικονομία. Δεν πρέπει να τρέφουμε αυταπάτες ότι είναι εφικτή η ανώδυνη αντιμετώπιση ενός προβλήματος που αντανακλά λανθασμένες πολιτικές και πρακτικές επί σειρά ετών. Όμως, το τελικό αποτέλεσμα αυτής της επίπονης διαδικασίας – η δημοσιονομική εξυγίανση – δεν είναι μόνο αναγκαίο για να αποφευχθεί η χρεοκοπία της χώρας – με όσα οικονομικά και πολιτικά δεινά αυτή συνεπάγεται – αλλά αποτελεί ουσιαστική προϋπόθεση για να διασφαλιστεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα και να διαμορφωθούν συνθήκες διατηρήσιμης ανάπτυξης και σταθερής αύξησης της απασχόλησης. Απλά: Εάν δεν επιτευχθεί ουσιαστική και μόνιμη δημοσιονομική εξυγίανση, δεν πρόκειται να διασφαλιστεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, και δεν θα είναι δυνατή η ανάκαμψη της οικονομίας και η ανάπτυξή της με ρυθμούς ικανούς να απορροφήσουν σε μόνιμη βάση το υψηλό ποσοστό ανεργίας.

Μελλοντικά, η δημοσιονομική εξυγίανση θα απαιτήσει δύσκολες αποφάσεις και ακόμη δυσκολότερες ενέργειες προκειμένου να υλοποιηθούν οι αποφάσεις αυτές αποτελεσματικά και έγκαιρα. Οι αποφάσεις που ελήφθησαν έως τώρα ήταν πράγματι εξαιρετικά δύσκολες και πολιτικά θαρραλέες. Επιπλέον, αναπόφευκτα είχαν επώδυνες επιπτώσεις βραχυπρόθεσμα σ' ένα μεγάλο τμήμα του ελληνικού λαού. Αλλά στις περισσότερες περιπτώσεις – με λίγες εμφανείς εξαιρέσεις – η εφαρμογή των αποφάσεων αυτών ήταν σχετικά απλή από τεχνικής πλευράς. Τα επόμενα βήματα της δημοσιονομικής εξυγίανσης συνεπάγονται δύσκολες επιλογές που αφορούν μεταξύ άλλων: (i) την αναδιάρθρωση και εξυγίανση αγορών, (ii) την ιδιωτικοποίηση δημόσιων επιχειρήσεων, (iii) την αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας, καθώς και (iv) τον περιορισμό δραστηριοτήτων του κράτους που δεν προσφέρουν στο κοινωνικό σύνολο παρά μόνο το οικονομικό βάρος της διατήρησής τους.

Συνεπώς, οι νέες προκλήσεις για την οικονομική πολιτική απορρέουν από την ανάγκη αντιμετώπισης του σκληρού πυρήνα του δημοσιονομικού προβλήματος που αποτελεί πηγή αναποτελεσματικότητας και σπατάλης και είναι αποτέλεσμα λανθασμένων δομών, θεσμών και πρακτικών εδώ και δεκαετίες. Η αντιμετώπιση των βασικών αιτιών του υπερβολικού δημόσιου χρέους είναι απαραίτητη όχι μόνο επειδή θα διασφαλίσει με μονιμότερο τρόπο τη δημοσιονομική εξυγίανση, αλλά και επειδή έχουν εξαντληθεί τα περιθώρια μείωσης μισθών και συντάξεων και αύξησης των φορολογικών συντελεστών. Επιπλέον, η αντιμετώπιση του σκληρού πυρήνα του δημοσιονομικού προβλήματος είναι επιβεβλημένη και αναπόφευκτη γιατί η αναποτελεσματική δημόσια διαχείριση οικονομικών δραστηριοτήτων έγινε ουσιαστικά εφικτή με δανεικά κεφάλαια και πίστωση χρόνου. Οι δανειστές του κράτους δεν είναι πλέον διατεθειμένοι να παρέχουν πιστώσεις για τη χρηματοδότηση δραστηριοτήτων που, όπως προκύπτει εκ του αποτελέσματος, δεν συνεπάγονται οικονομικά και κοινωνικά οφέλη και δεν εξασφαλίζουν πόρους για την εξυπηρέτηση των δανειακών υποχρεώσεων του κράτους.

Η διαδικασία δημοσιονομικής εξυγίανσης μπορεί να διαγράφεται δυσχερής, απαιτητική και επίπονη, αλλά εφόσον πραγματοποιηθεί σωστά θα έχει σίγουρα αίσιο τέλος και θα διαμορφώσει ένα περιβάλλον σταθερότητας και ανάπτυξης. Αυτό που έχει ιδιαίτερη σημασία είναι να ελαχιστοποιηθεί ο χρόνος και το κόστος προσαρμογής με τη συνδυασμένη εφαρμογή κατάλληλων πολιτικών και τη διαμόρφωση πρόσφορων συνθηκών που θα αμβλύνουν το βραχυπρόθεσμο κόστος και θα επιταχύνουν την επίτευξη των στόχων. Η εισαγωγή μεταρρυθμίσεων που θα βελτιώσουν τη διεθνή ανταγωνιστικότητα της οικονομίας, η οποία έχει διαβρωθεί σημαντικά (βλ. Διάγραμμα 15, Διαφάνεια 21), θα συντελέσει στην αύξηση των εξαγωγών και στην προσέλκυση ξένων επενδύσεων που θα αποτελέσουν τον κύριο μοχλό για τη μονιμότερη μεγέθυνση της οικονομίας. Επιπλέον, πρωτοβουλίες του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα που προάγουν την καινοτομία και την επιχειρηματικότητα μπορούν να ενισχύσουν τον δυναμισμό και το παραγωγικό δυναμικό της ελληνικής οικονομίας και πρέπει να προωθηθούν γιατί θα αποφέρουν αναπτυξιακά οφέλη με περιορισμένο δημοσιονομικό κόστος.

Η επιτυχής έκβαση του εγχειρήματος προϋποθέτει τη διασφάλιση δύο ακόμη αναγκαίων συνθηκών: *Πρώτον*, την κοινωνικά δίκαιη κατανομή του κόστους της δημοσιονομικής και διαρθρωτικής προσαρμογής, η οποία είναι επιβεβλημένη πρωτίστως για λόγους κοινωνικής δικαιοσύνης αλλά και για να αποφευχθούν κοινωνικές εντάσεις που θα δυσχεράνουν την υλοποίηση του προγράμματος. *Δεύτερον*, τη δέσμευση όλων, σε όλους τους τομείς και σε όλα τα επίπεδα, να πράξουν το καθήκον τους ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι της οικονομικής πολιτικής το ταχύτερο δυνατόν. Η συμβολή όλων και η ενότητα, παρά τις διαφορετικές απόψεις και προσεγγίσεις, στην κοινή προσπάθεια αναδιάρθρωσης και ανόρθωσης της οικονομίας μπορεί να παίξει καταλυτικό ρόλο στην επιτυχή ολοκλήρωση της διαδικασίας προσαρμογής. Δεν έχουμε δικαίωμα να αποτύχουμε στην προσπάθεια αυτή, ούτε για τη χώρα μας ούτε για την Ευρώπη.

Ποιος είναι ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας στον περιορισμό των συστημικών κινδύνων που απορρέουν από ακραίες καταστάσεις ασυνήθιστων πιέσεων στις αγορές κρατικών χρεογράφων; Κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης οι κεντρικές τράπεζες προέβησαν σε αγορές κρατικών χρεογράφων προκειμένου να επιτύχουν τους νομισματικούς και χρηματοπιστωτικούς στόχους τους. Η ΕΚΤ δεν είχε παρέμβει στην αγορά κρατικών χρεογράφων έως τον Μάιο του τρέχοντος έτους. Καθώς οι ανησυχίες των αγορών εντάθηκαν και η εμπιστοσύνη κατέρρευσε, παρουσιάστηκαν δυσλειτουργίες σε ορισμένες αγορές κρατικών ομολόγων, η ρευστότητα των αγορών εξανεμίστηκε και ο κίνδυνος αρνητικών επιπτώσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα αυξήθηκε. Η ΕΚΤ εισήγαγε “Το Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων” και άρχισε να διενεργεί παρεμβάσεις στις δευτερογενείς αγορές προκειμένου να βελτιώσει τη λειτουργία τους, όπου αυτή είχε εξασθενήσει σοβαρά και προκειμένου να αποκαταστήσει την ομαλή μετάδοση της νομισματικής πολιτικής σε όλη την ευρωζώνη.

Προκειμένου να κατανοηθεί και αξιολογηθεί ορθά η φύση και η αποτελεσματικότητα αυτών των παρεμβάσεων, πρέπει να ληφθούν υπόψη τα εξής τρία σημεία. *Πρώτον*, οι παρεμβάσεις αυτές είναι προσωρινές και διενεργούνται προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις συνέπειες συνθηκών κρίσεων και δυσλειτουργίας των αγορών. Θα διακοπούν όταν αποκατασταθεί η ομαλή λειτουργία των αγορών. *Δεύτερον*, η αγορά τίτλων από την ΕΚΤ δεν οδηγεί σε αύξηση της ποσότητας χρήματος από την κεντρική τράπεζα και δεν ενέχει πληθωριστικούς κινδύνους δεδομένου ότι η ΕΚΤ συστηματικά απορροφά τη ρευστότητα που δημιουργείται με την αγορά των χρεογράφων. *Τρίτον*, το Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων έχει διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στον περιορισμό της μετάδοσης των πιέσεων από τις αγορές κρατικών τίτλων στα τραπεζικά συστήματα και της διασποράς τους στην ευρωζώνη. Με αυτό τον τρόπο έχει συμβάλει στον περιορισμό της ενδεχόμενης επίδρασης του συστημικού κινδύνου από αγορές κρατικών χρεογράφων που δυσλειτουργούν, ενώ έχει αποκαταστήσει την ομαλή μετάδοση της νομισματικής πολιτικής, και επομένως την αποτελεσματική άσκησή της στο σύνολο της ευρωζώνης. Το Πρόγραμμα Αγοράς Τίτλων έχει δώσει πολύτιμη πίστωση χρόνου, μια ανάσα, που μπορεί να αξιοποιήσουν οι κυβερνήσεις προκειμένου να αντιμετωπίσουν τα βασικά αίτια των κινδύνων του δημόσιου χρέους, να ενισχύσουν την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και να εγκαταστήσουν μηχανισμούς χρηματοδοτικής στήριξης που θα διευκολύνουν την εφαρμογή της πολιτικής δημοσιονομικής εξυγίανσης.

VI. Τελικές παρατηρήσεις

Συνολικά, η πολιτική δημοσιονομικής εξυγίανσης και διαρθρωτικής προσαρμογής που εφαρμόζεται στις χώρες της ευρωζώνης καθώς και το νεοϊδρυθέν Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας θα συμβάλουν στην αποκατάσταση δημοσιονομικής ισορροπίας και την αντιμετώπιση των πιέσεων και των κινδύνων που εξακολουθούν να ελλοχεύουν στις αγορές κρατικών χρεογράφων. Ωστόσο, σημαντικές προκλήσεις για την οικονομική πολιτική σε ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο βρίσκονται μπροστά μας. Επιτρέψτε μου να ολοκληρώσω με μία συνοπτική αναφορά στις δύο κυριότερες από αυτές τις προκλήσεις.

Η πρώτη πρόκληση αφορά την ενδυνάμωση και διεύρυνση του πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση προκειμένου να ενισχυθεί ταυτόχρονα (1) αφενός η επιτήρηση της δημοσιονομικής πολιτικής των κρατών-μελών, ώστε να αποτρέπονται αλλά και να διορθώνονται με αποτελεσματικό τρόπο τα υπερβολικά δημοσιονομικά ελλείμματα και η συσσώρευση του δημόσιου χρέους και (2) αφετέρου η επιτήρηση των εξελίξεων στην ανταγωνιστικότητα, ώστε να αποτρέπονται και να διορθώνονται εγκαίρως μη διατηρήσιμες μακροοικονομικές ανισορροπίες στις χώρες της ευρωζώνης και να διευκολύνεται η συνεκτική και ομαλή λειτουργία της Ευρωπαϊκής Νομισματικής

Ένωσης. Η ενδυνάμωση του πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης πρέπει να διαδραματίσει καθοριστικό ρόλο στην αποτροπή και αντιμετώπιση κρίσεων στο μέλλον.

Η δεύτερη μεγάλη πρόκληση αφορά τη συνεπή και αποτελεσματική εφαρμογή της δημοσιονομικής και διαρθρωτικής πολιτικής που έχει ήδη δρομολογηθεί στις επιμέρους χώρες, ώστε να αποκατασταθεί η δημοσιονομική ισορροπία, να στηριχθεί η οικονομική ανάπτυξη και να μειωθεί η ανεργία. Η συνέχιση και ολοκλήρωση αυτής της πολιτικής δεν είναι εύκολη υπόθεση, αλλά είναι αναγκαία και εφικτή. Κατά την άποψή μου, η διαδικασία δημοσιονομικής εξυγίανσης και η εφαρμογή αναπτυξιακής πολιτικής δεν είναι αναγκαστικά ασυμβίβαστες. Αντίθετα, μπορούν να αλληλοενισχύονται, υπό την προϋπόθεση ότι θα χρησιμοποιηθούν τα κατάλληλα μέσα πολιτικής και θα εγκαταλειφθούν οι αποτυχημένες πολιτικές και πρακτικές που εφαρμόστηκαν στο παρελθόν. Πράγματι, η εισαγωγή μεταρρυθμίσεων για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και την αύξηση του παραγωγικού δυναμικού της οικονομίας θα οδηγήσει σε θετικές συνεργίες μεταξύ (i) των μέτρων που αποσκοπούν στη δημοσιονομική εξυγίανση και (ii) των πολιτικών που επηρεάζουν την αύξηση της απασχόλησης και των πραγματικών εισοδημάτων. Υπό το πρίσμα της κρίσης που έπληξε τη χώρα μας και την ευρωζώνη γενικότερα, η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης θα εξαρτηθεί από την αποτελεσματική εφαρμογή αυτής της οικονομικής στρατηγικής. Όπως παρατήρησα πρόσφατα, παραφράζοντας τον Ιούλιο Καίσαρα του Shakespeare, η εφαρμογή της πρόσφορης πολιτικής και το αποτέλεσμα της μεγάλης προσπάθειας για την ανόρθωση της οικονομίας “δεν εξαρτώνται από τα άστρα, αλλά από εμάς τους ίδιους”.

Ευχαριστώ για την προσοχή σας.