

**Διεύθυνση
Οικονομικών Μελετών &
Προβλέψεων**

Δρ Τάσος Αναστασάτος

Senior Economist, Eurobank EFG

E-mail: tanastasatos@eurobank.gr

Οι Επιπτώσεις στο Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα από την Υπαγωγή της Ελλάδας στον Μηχανισμό Στήριξης ΕΕ / ΔΝΤ

- Οι επιπτώσεις της προσφυγής στο μηχανισμό στήριξης εν συγκρίσει με ένα σενάριο κήρυξης στάσης πληρωμών
- Οι γραμμές άμυνας του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος
- Οι παρεμβάσεις του ΔΝΤ στην Ευρώπη: ουδέποτε εισηγείται μέτρα βλαπτικά για τους καταθέτες
- Αντιθέτως, πάντα θέτει ως υψηλή προτεραιότητα την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ακριβώς επειδή αναγνωρίζει ότι αυτό είναι μία κρίσιμη προϋπόθεση για την επιτυχία των προσπαθειών οικονομικής ανατάξεως

1. Εισαγωγή¹

Η ανακοίνωση από την ελληνική κυβέρνηση στις 23/4/2010 ότι προσφεύγει στον κοινό μηχανισμό στήριξης ΕΕ / ΔΝΤ για την διασφάλιση της χρηματοδότησης του δημόσιου χρέους, πυροδότησε εκ νέου μία συζήτηση για τις επιπτώσεις αυτής της κίνησης στην πραγματική οικονομία εν γένει και στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα ειδικότερα. Η συζήτηση απέκτησε πιο συγκεκριμένο περιεχόμενο με την ανακοίνωση της 2/5/2010 των δύσκολων μέτρων τα οποία συνοδεύουν ως όροι την παροχή της χρηματοδότησης. Η παρούσα ανάλυση συγκρίνει τις οικονομικές και στρατηγικές επιπτώσεις της προσφυγής στο μηχανισμό στήριξης με τις επιπτώσεις ενός σεναρίου κήρυξης στάσης πληρωμών. Περαιτέρω, διερευνάται η επίδραση της προσφυγής στη μηχανισμό στήριξης για τις ελληνικές τράπεζες και τους καταθέτες. Γι αυτό το σκοπό, επιχειρείται μία συστηματική διερεύνηση των περιπτώσεων χωρών στις οποίες παρενέβη το ΔΝΤ την τελευταία δεκαετία, με έμφαση στις δράσεις οι οποίες αφορούσαν τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Από την ανάλυση προκύπτει ότι στις παρεμβάσεις του το ΔΝΤ ουδέποτε εισηγήθηκε μέτρα βλαπτικά για τους καταθέτες (πχ. δέσμευση ή απαλλοτρίωση καταθέσεων). Αντιθέτως, πάντα θέτει ως υψηλή προτεραιότητα την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ακριβώς επειδή αναγνωρίζει ότι αυτό είναι μία κρίσιμη προϋπόθεση για την επιτυχία των προσπαθειών οικονομικής ανατάξεως. Το αυτό συμβαίνει και στην ελληνική περίπτωση.

¹ Ο συγγραφέας ευχαριστεί τους κκ. Γ. Χαρδούβελη, Δ. Μαλλιαρόπουλο και Π. Μονοκρούσο για τα σχόλιά τους. Επίσης, την κα Γ. Φωκά και τους κκ. Γ. Γκιώνη, Θ. Σαμπανιώτη και Θ. Σταματίου για την βοήθειά τους με τις πηγές των στοιχείων. Όποια λάθη πιθανόν απομένουν, βαρύνουν τον υπογράφο.

2. ΔΝΤ ή χρεοκοπία;

Αναμφισβήτητα, η προσφυγή στο μηχανισμό στήριξης αποτελεί μία απώλεια αυτονομίας στην χάραξη της οικονομικής πολιτικής και υπαγωγή της χώρας σε ένα είδος διεθνούς οικονομικού ελέγχου. Κατά τούτο, πιθανώς εμπερικλείει και μεσοχρόνιες στρατηγικές επιπτώσεις. Ωστόσο, αποτελεί ταυτοχρόνως την τελευταία δυνατότητα της χώρας να μετασχηματίσει τις οικονομικές και διοικητικές της δομές, να ελέγξει την δυναμική των δημοσιονομικών της μεγεθών και να βελτιώσει τη δομική της ανταγωνιστικότητα. Αποτελούν αυτά απαραίτητες προϋποθέσεις επιβίωσης, αποφυγής δηλαδή της χρεοκοπίας, της οικονομικής απομόνωσης και της μακροχρόνιας ύφεσης. Η Ελλάδα απέτυχε διαχρονικά να πραγματοποιήσει τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις με ίδιες πρωτοβουλίες και δυνάμεις, με αυτοπειθαρχία στην εφαρμογή τους. Η προσφυγή στην εξωτερική βοήθεια αποτελεί απλώς τη φυσική εξέλιξη αυτής της αδυναμίας. Οι διεθνείς αγορές, οι εν ΕΕ εταίροι και οι διεθνείς θεσμοί δεν ήταν διατεθειμένοι να δώσουν στη χώρα το χρόνο και τα χρήματα τα οποία ήταν απαραίτητα έως ότου αρχίσει να αποδίδει καρπούς η δημοσιονομική σταθεροποίηση. Έχουν απωλέσει οριστικά την εμπιστοσύνη τους στην αξιοπιστία της δέσμευσης του ελληνικού κράτους. Θεωρούν ότι χωρίς έναν εξωτερικό μηχανισμό δέσμευσης και επιβολής πειθαρχίας δεν υπάρχει περίπτωση επιτυχίας του –ούτως ή άλλως δύσκολου-εγχειρήματος. Αυτό αντανακλάται στο υψηλό επίπεδο των επιτοκίων στα οποία ήταν διατεθειμένοι –ή μάλλον απρόθυμοι- να δανείσουν την Ελλάδα. Αυτό το κόστος των επιπλέον τόκων ήταν ικανό από μόνο του να εξαϋλώσει τα οφέλη της περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής, οδηγώντας την προσπάθεια εξυγίανσης σε αποτυχία και την οικονομία σε ακόμα βαθύτερη και διαρκή ύφεση. Επιπροσθέτως, κάποια τμήματα της

αγοράς, πεπεισμένα εκ των προτέρων για την αδυναμία της Ελλάδας να τιθασεύσει το διττό πρόβλημα των δημοσιονομικών και εξωτερικών της ελλειμμάτων, στοιχημάτισαν στην προοπτική χρεοκοπίας της χώρας. Αυτοί οι παράγοντες έχουν κίνητρο ακόμα και τώρα, μετά την ενεργοποίηση του μηχανισμού αλληλεγγύης, να επιδιώξουν την επιβολή στην Ελλάδα ενός σεναρίου αναδιάρθρωσης του χρέους της. Για κάποιους διεθνείς κατόχους ομολόγων μία αναδιάρθρωση τώρα θα ελαχιστοποιούσε τις απώλειές τους σε σχέση με μία αναδιάρθρωση με επαχθέστερους όρους την οποίαν φοβούνται ότι μπορεί να γίνει αργότερα. Για κάποιους οι οποίοι στοιχημάτισαν εναντίον της Ελλάδας στην αγορά των CDSs, η αναδιάρθρωση θα οδηγούσε σε σημαντικά κέρδη.

Προκύπτει λοιπόν ότι, ανεξαρτήτως λαθών και παραλείψεων τα οποία οδήγησαν στην παρούσα κατάσταση, η προσφυγή στην μηχανισμό ήταν πλέον η μόνη διαθέσιμη λύση για τη χώρα προκειμένου να αποφύγει τη χρεοκοπία και τις δυσβάσταχτες επιπτώσεις της. Η πλήρης κάλυψη των δανειακών αναγκών της χώρας τουλάχιστον έως το τέλος του 2010, δεν μειώνει απλώς το κόστος αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους, προϋπόθεση απαραίτητη για την επιτυχία της δημοσιονομικής προσαρμογής. Επιπροσθέτως, δίνει στην Ελλάδα τον απαραίτητο χρόνο ώστε να παρουσιάσει απτά δείγματα από την εκτέλεση του προϋπολογισμού. Μόνο αυτό θα αυξήσει τους κινδύνους για όσους στοιχηματίζουν εναντίον της χώρας και θα οδηγήσει μεσοπρόθεσμα σε αναστροφή των υποτιμητικών πιέσεων στα ελληνικά ομόλογα και την επιστροφή στην ομαλή χρηματοδότηση.

Κάποιοι, διατείνονται ότι η κήρυξη στάσης πληρωμών για την ανακούφιση από τμήματα του χρέους είναι

προτιμότερη ως λύση από την προσφυγή στο μηχανισμό στήριξης. Αξιοποιώντας τα ευρήματα από την εμπειρία χωρών που χρεοκόπησαν, όπως τα συγκεντρώνει ο Sturzenegger (2002), μπορούμε να εξηγήσουμε ποιες θα ήταν οι εξελίξεις αν η Ελλάδα οδηγείτο σε χρεοκοπία. Καταρχήν, η χώρα θα έχανε την πρόσβαση στις διεθνείς χρηματαγορές για ένα σημαντικό χρονικό διάστημα. Εφόσον το κράτος βασίζεται στο διεθνή δανεισμό για να χρηματοδοτήσει τις ανάγκες του, η απουσία αυτού θα σήμαινε αδυναμία πληρωμής μισθών και συντάξεων στο δημόσιο τομέα. Αυτό το γεγονός, σε συνδυασμό με την απώλεια εμπιστοσύνης στην κατανάλωση και το πάγωμα οποιουδήποτε επενδυτικού σχεδίου θα οδηγούσε σε βαθύτατη ύφεση. Ταυτόχρονα, θα παρουσιάζονταν κατά πάσα πιθανότητα τραπεζικοί πανικοί, με μείωση των καταθέσεων και φυγή κεφαλαίων στο εξωτερικό. Επίσης, δεδομένου ότι μεγάλο ποσοστό των κρατικών ομολόγων διακρατούνται από εγχώριες τράπεζες, πιθανή αθέτησή τους θα προξενούσε βαρύτατες ζημιές στις τράπεζες.² Αυτό, σε συνδυασμό με την απώλεια της εμπιστοσύνης, θα οδηγούσε σε κίνδυνο κατάρρευσης κάποιων εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων. Η αναγκαία τότε επανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος με κρατικά κεφάλαια θα προκαλούσε μεγάλη επιπλέον επιβάρυνση στο δημόσιο χρέος. Βεβαίως, δεν είναι προφανές πως ένα χρεοκοπημένο –σε αυτή την υπόθεση εργασίας- κράτος θα έβρισκε κεφάλαια για να διασώσει το τραπεζικό του σύστημα.³ Η πιθανή

² Οι ζημιές θα ήταν πολύ μικρότερες εάν η αναδιάρθρωση δεν περιελάμβανε απομειώσεις κεφαλαίου και τόκων αλλά μόνο επιμήκυνση της διάρκειας των ομολόγων. Αυτό θα έδινε περισσότερο χρόνο στο κράτος για τη διαχείριση του δανειακού βάρους αλλά δεν θα το μείωνε.

³ Οι πόροι του Ταμείου Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών το οποίο δημιουργείται με τη συμφωνία της 2/5/2010 είναι διαθέσιμοι υπό την προϋπόθεση μη αθέτησης πληρωμών –ακριβώς για την αποφυγή αυτής- και

αποστέρηση της οικονομίας από το κυκλοφορικό της σύστημα, που είναι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, θα προκαλούσε ασφυξία πόρων, καθιστώντας την υπέρπουσα ύφεση ασύγκριτα βαθύτερη και πολύ μεγαλύτερη σε διάρκεια. Ουσιαστικά, θα οδηγούσε την εγχώρια οικονομία σε κατάρρευση και την ανεργία σε εκτόξευση, με ανυπολόγιστες κοινωνικές και πολιτικές συνέπειες. Η συρρίκνωση της παραγωγής με ρυθμό ταχύτερο της ζήτησης θα μπορούσε να πυροδοτήσει και πληθωριστικές πιέσεις, μετατρέποντας τις αποπληθωριστικές τάσεις σε στασιμοπληθωρισμό. Εάν οι πολιτικές οι οποίες ηφηρμόζοντο μετά την αναδιάρθρωση ήταν αξιόπιστες, ο κίνδυνος χώρας θα μπορούσε να επιστρέψει σταδιακά σε πιο φυσιολογικά επίπεδα. Παρά ταύτα, οι εκδόσεις χρέους που θα προήρχοντο από την αναδιάρθρωση, καθώς και όσες θα ακολουθούσαν, για μακρό χρονικό διάστημα, θα έφεραν υψηλότερο κόστος. Ωστόσο, το δημόσιο έλλειμμα και το εξωτερικό ισοζύγιο δεν θα βελτιώνονταν σημαντικά, όπως συνέβη σε κάποιες από τις χώρες που χρεοκόπησαν, δεδομένου ότι αυτό οφειλόταν κυρίως στις θετικές επιπτώσεις της υποτίμησης, η οποία πάντοτε συνόδευε την χρεοκοπία, στην ανταγωνιστικότητα. Η Ελλάδα δεν μπορεί όμως να υποτιμήσει το Ευρώ.⁴

δεν μπορεί να γίνει η υπόθεση ότι θα παρέμεναν διαθέσιμοι εάν η χώρα προχωρούσε σε χρεοστάσιο.

⁴ Η εθελούσια έξοδος από την ΟΝΕ επίσης δεν είναι λύση, είναι μία ακόμα χειρότερη εκδοχή. Η πτώση της αξίας του νέου εθνικού νομίσματος που θα την ακολουθούσε θα μεγέθυνε περαιτέρω το δανειακό βάρος. Μέμνησο, τα δάνεια δεν παραγράφονται παρά μόνο εν μέρει ή και αναδιρθρώνεται το χρονικό προφίλ αποπληρωμής τους. Επίσης η έξοδος από την ΟΝΕ θα έπληττε τις προϋποθέσεις ανάκαμψης μέσω και άλλων καναλιών, όπως η επανάκαμψη του κόστους συναλλαγών με τις ευρωπαϊκές χώρες, λόγω των διαφορετικών νομισμάτων, η αβεβαιότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας και οι επιπτώσεις της στο εμπόριο, η απώλεια της άγκυρας πειθαρχίας των πολιτικών που παρέχει η ΟΝΕ και της ποιότητας του θεσμικού περιβάλλοντος που επιβάλλουν οι ευρωπαϊκές συνθήκες.

Κάποιοι αντιτείνουν ότι στις χώρες που κηρύσσουν χρεοκοπία το ΑΕΠ ανακάμπτει ταχέως. Αυτό επίσης δεν οφείλεται τόσο στην ανακούφιση από το χρέος, όσο στη βελτίωση της ποιότητας των μακροοικονομικών πολιτικών από την εφαρμογή των προγραμμάτων που συνοδεύουν την χρεοκοπία. Αυτό όμως ακριβώς το όφελος μπορεί να το προσφέρει το πρόγραμμα οικονομικής ανάταξης το οποίο συνοδεύει την προσφυγή στο μηχανισμό στήριξης. Αντίθετα, μία πιθανή κατάρρευση ή ο τραυματισμός του χρηματοπιστωτικού τομέα θα επέφερε πιο μακροχρόνια κόστη για την οικονομική ανάπτυξη. Σε περίπτωση κήρυξης χρεοστασίου μάλιστα, θα μειωνόταν η πίεση για την εφαρμογή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων τις οποίες επιβάλλει το πρόγραμμα στο οποίο συμφώνησε τώρα η χώρα. Οι μεταρρυθμίσεις όμως είναι εκ των ων ουκ άνευ για την επιβίωση της χώρας, ό,τι κι αν γίνει με το χρέος της. Τέλος, για μία χώρα σαν την Ελλάδα, τα κόστη φήμης και αξιοπιστίας από μία χρεοκοπία θα είναι ακόμα μεγαλύτερα σε σχέση με μία αναπτυσσόμενη χώρα και θα πρέπει αυτά να σταθμιστούν έναντι των όποιων χρηματικών οφελών από την απαλλαγή από μέρος των χρεών.

Τελευταίο επιχείρημα εναντίον της προσφυγής στο μηχανισμό στήριξης είναι το γεγονός ότι οι περισσότερες των χωρών στις οποίες παρενέβη το ΔΝΤ παρουσίασαν έντονα υφειακά συμπτώματα. Αυτό το οποίο παραβλέπεται όμως είναι ότι πρόκειται για χώρες οι οποίες ευρίσκοντο στα πρόθυρα της χρεοκοπίας και η σύγκριση με την επίδοση χωρών χωρίς διαρθρωτικά και δημοσιονομικά προβλήματα είναι εντελώς αδόκιμη. Το ΔΝΤ είναι γι αυτές τις χώρες δανειστής τελευταίας καταφυγής και η εναλλακτική η οποία πρέπει να χρησιμοποιείται ως βάση σύγκρισης είναι μία κατάσταση άμεσης ή έμμεσης χρεοκοπίας. Τούτέστιν, οι –λιγότερο

ή περισσότερο επιτυχημένες- παρεμβάσεις του ΔΝΤ πρέπει να συγκριθούν με τα συμπτώματα χάους και οικονομικοκοινωνικής αποδόμησης τα οποία περιγράφηκαν παραπάνω και τα οποία συνοδεύουν τις περισσότερες περιπτώσεις κήρυξης χρεοστασίου ή άλλου σχήματος αναδιάρθρωσης δανειακών υποχρεώσεων. Άλλως διατυπωμένο, η αποτυχία των χωρών να ελέγξουν τις δημοσιονομικές και εξωτερικές τους ανισορροπίες οδηγεί αναγκαστικά σε ένα πρόγραμμα σταθεροποίησης, με ή χωρίς ΔΝΤ. Η δημοσιονομική σταθεροποίηση, εξίσου αναγκαστικά, θα έχει υφειακές παρενέργειες. Η γενεσιουργός αιτία της κατάρρευσης της οικονομικής δραστηριότητας όμως πρέπει να αναζητηθεί στην πρότερη αποτυχία, όχι στο πρόγραμμα σταθεροποίησης.

3. Οι γραμμές άμυνας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η επίδραση από την προσφυγή στο μηχανισμό στήριξης

Η ανάλυση η οποία προηγήθηκε αναδεικνύει ότι τα σημαντικότερα κόστη της χρεοκοπίας συναρτώνται, έμμεσα ή άμεσα, με τις επιπτώσεις της στην υγεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι φόβοι για το ενδεχόμενο χρεοκοπίας της Ελλάδας έκαναν κάποιους καταθέτες να αναρωτιούνται εάν θα πρέπει να αποσύρουν τις καταθέσεις τους από τις ελληνικές τράπεζες. Επιπροσθέτως, η μείωση της ροπής προς αποταμίευση, και άρα των καταθέσεων, η οποία απολύτως φυσιολογικά συμβαίνει λόγω της ύφεσης, αναμείχθηκε με εικασίες περί εκροής καταθέσεων εκτός του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Οι φόβοι περί χρεοκοπίας πλέον διασκεδάζονται με την εξασφάλιση της χρηματοδότησης του ελληνικού δημόσιου χρέους από το μηχανισμό στήριξης. Το

μήνυμα το οποίο εκπέμπει η Ευρωζώνη είναι ότι η χρεοκοπία δεν είναι τεχνικώς και πολιτικώς εφικτή για ένα κράτος-μέλος της, αν μη τι άλλο, λόγω του κινδύνου μετάδοσης της κρίσης και σε άλλα κράτη-μέλη και αποσταθεροποίησης του ευρώ. Ασφαλώς, η οριστική επίλυση του προβλήματος της Ελλάδας θα επέλθει μόνο εάν η χώρα επανέλθει σε ατραπό δημοσιονομικής διατηρησιμότητας και επαύξησης της ανταγωνιστικότητάς της, ώστε να παράξει πλούτο ικανό να υποστηρίξει την αποπληρωμή των χρεών. Αυτό όμως είναι ένα ερώτημα το οποίο αφορά το πιο μακροχρόνιο διάστημα, για την παρούσα συγκυρία δεν τίθεται ζήτημα.

Κάποιοι αναρωτιούνται αν η υπαγωγή στον μηχανισμό στήριξης προστατεύει από όλους τους άμεσους κινδύνους τους οποίους πιθανώς να αντιμετώπιζε το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Υποστηρίζεται ότι η ανάμειξη του ΔΝΤ αυξάνει τους κινδύνους για τους εγχώριους καταθέτες να βρεθούν αντιμέτωποι με δέσμευση ή απαλλοτρίωση των χρημάτων τους. Αυτή η ρητορική είναι απολύτως αστήρικτη. Ισχύει το ακριβώς αντίθετο. Τόσο οι ευρωπαϊκοί θεσμοί, όσο και το ΔΝΤ, δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στην προάσπιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και άρα την ασφάλεια των καταθέσεων. Ο μόνος κίνδυνος είναι η δημιουργία αυτοεκπληρούμενων προσδοκιών απόσυρσης καταθέσεων από αυτήν ακριβώς την ανεύθυνη εικοτολογία.

Προς επίρρωσιν αυτής της εκτιμήσεως, την πρώτη ουσιαστική εξασφάλιση προσφέρει η παρουσία και οι δράσεις της ΕΚΤ, του εκ θέσεως θεματοφύλακα της χρηματοοικονομικής σταθερότητας στην Ευρωζώνη. Πραγμάτωση αυτής της μέριμνας αποτελεί η απόφαση της ΕΚΤ της 3/5/2010 να εξακολουθεί να δέχεται ειδικά τα ελληνικά ομόλογα ως εχέγγυα για την παροχή

ρευστότητας ανεξαρτήτως της πιστοληπτικής τους διαβάθμισης μέχρι νεωτέρας. Η απόφαση αυτή αποτελεί συνέχεια προηγούμενης απόφασης για την αποδοχή κρατικών ομολόγων μειωμένης πιστοληπτικής διαβάθμισης ως εχεγγύων για όλη την διάρκεια του 2011. Η πολύ σημαντική αυτή απόφαση αποτελεί ήδη μία πρώτη ισχυρή εξασφάλιση για τις ελληνικές τράπεζες και ακυρώνει τους κινδύνους οι οποίοι προέκυπταν από τις επιθετικές υποβαθμίσεις των αμερικανικών οίκων αξιολόγησης. Η κεφαλαιακή επάρκεια των ελληνικών τραπεζών είναι ήδη ισχυρή, πολύ καλύτερη του μέσου όρου των δυτικοευρωπαϊκών τραπεζών. Σε αυτό έχουν συνεισφέρει η απουσία τοξικών παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων από τους ισολογισμούς τους, η διατήρηση κερδοφόρων χρήσεων, η αύξηση των προβλέψεων έναντι επισφαλειών και η πιστή εφαρμογή των κανόνων της Βασιλείας. Η απόφαση της ΕΚΤ όμως εξανεμίζει και τον κίνδυνο οι ελληνικές τράπεζες να αντιμετωπίσουν μεσοπρόθεσμα προβλήματα παροχής ρευστότητας, επωμιζόμενες τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο της αφερεγγυότητας του ελληνικού δημοσίου. Πρακτικά, η ΕΚΤ δίνει το μήνυμα ότι ακόμα και στην ακραία περίπτωση κλεισίματος όλων των πιστωτικών γραμμών και δημιουργίας ταμειακού προβλήματος για τις ελληνικές τράπεζες, θα επιτελέσει το ρόλο της ώστε να αποτρέψει την κατάρρευση οποιουδήποτε ιδρύματος.

Η επανενεργοποίηση του εναπομείναντος τμήματος (περίπου €17 δις) του ελληνικού κρατικού πακέτου στήριξης των τραπεζών των €28 δις διευρύνει τη δυνατότητα των ελληνικών τραπεζών να κάνουν χρήση των διευκολύνσεων της ΕΚΤ, προσφέροντας έτσι ευμέγεθες μαξιλάρι ρευστότητας. Το Ευρωσύστημα, διά της Τραπεζής της Ελλάδος, διατηρεί την ετοιμότητα να παράσχει ρευστότητα σε περίπτωση ανάγκης ως της

δια νόμου αρμοδιότητας του δανειστή τελευταίας καταφυγής. Το παράδειγμα των οδυνηρών επιπτώσεων σε πλανητική κλίμακα από την άφεση σε χρεοκοπία της Lehman Brothers, λειτουργεί αποτρεπτικά για οποιαδήποτε εποπτική αρχή θα είχε διαφορετικές σκέψεις. Στην χειρότερη των περιπτώσεων, κατά την οποίαν τα περιθώρια επιτοκίων δανεισμού της Ελλάδας δεν υποχωρήσουν παρά την λειτουργία του μηχανισμού στήριξης, επιβαρύνοντας έτσι το κόστος του χρήματος για τις ελληνικές τράπεζες αλλά και υπονομεύοντας τη σταθερότητα του ευρώ, διάφοροι εθνικοί και ευρωπαϊκοί θεσμοί έχουν τη δυνατότητα να παρέμβουν αγοράζοντας ελληνικά ομόλογα στη δευτερογενή αγορά. Κάποιοι από αυτούς τους φορείς έχουν τη δύναμη να πιέσουν όσους στοιχηματίζουν στη χρεοκοπία της Ελλάδας και την πτώση του ευρώ υποχρεώνοντάς τους σε απώλειες.⁵

Σε συνδυασμό με τη λελογισμένη πολιτική χορηγήσεων η οποία εφαρμόζεται από τις ελληνικές τράπεζες, οι αποφάσεις και οι αρμοδιότητες του Ευρωσυστήματος αποτελούν μία αποτελεσματική γραμμή άμυνας. Η υπαγωγή στο μηχανισμό στήριξης όμως παρέχει ένα ακόμα ισχυρότατο εργαλείο, τη δημιουργία του Ταμείου Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (Financial Stability Fund). Το Ταμείο αυτό, το οποίο θα χρηματοδοτηθεί με κεφάλαια τουλάχιστον €10 δις, θα έχει τον στόχο της προάσπισης της σταθερότητας τους ελληνικού τραπεζικού συστήματος, παρέχοντας μετοχικό κεφάλαιο σε περίπτωση σημαντικής μείωσης των κεφαλαιακών αποθεματικών. Πρόκειται για μια δράση η οποία θωρακίζει την κεφαλαιακή επάρκεια των ελληνικών

⁵ Το άρθρο είχε γραφεί πριν την ανακοίνωση της 9/5/2010 από το EcoFin και την ΕΚΤ των μέτρων στήριξης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην Ευρωζώνη. Τα μέτρα αυτά, τα οποία επιβεβαιώνουν πλήρως την εκτίμηση του άρθρου, περιλαμβάνουν τη διάθεση €750 δις στις χώρες που αντιμετωπίζουν προβλήματα και επίσης την –αποστειρωμένη– αγορά από την ΕΚΤ δημόσιου και ιδιωτικού χρέους.

τραπεζών και η οποία θα λειτουργήσει συμπληρωματικά ως προς τα υπάρχοντα εργαλεία ενίσχυσης της ρευστότητας. Η παρέμβαση αυτή ακολουθεί πιστά τις προτεραιότητες τις οποίες παγίως θέτει το ΔΝΤ για την προάσπιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Για να γίνει αυτό πλήρως κατανοητό, θα ακολουθήσει μία σύντομη ανάλυση της ιστορικής εμπειρίας η οποία οδήγησε στη μεταβολή της ίδιας της προσέγγισης την οποία ακολουθεί το ΔΝΤ στα προγράμματά του τα τελευταία έτη. Η στρατηγική αυτή εφαρμόστηκε στις ευρωπαϊκές χώρες στις οποίες παρενέβη το ΔΝΤ την τελευταία δεκαετία. Τα προβλήματα τα οποία οδήγησαν διάφορες χώρες σε προσφυγή στο ΔΝΤ είναι πολύ διαφορετικά μεταξύ τους. Παρά ταύτα, η αναλυτική παρουσίαση αυτών των περιπτώσεων τεκμηριώνει ότι, όχι μόνο δεν υπήρξε πουθενά βλαπτική για τους καταθέτες παρέμβαση (πχ. δέσμευση ή απαλλοτρίωση καταθέσεων) αλλά, αντιθέτως, δόθηκε ιδιαίτερη έμφαση στην ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας και της ρευστότητας των τραπεζικών ιδρυμάτων. Το ΔΝΤ επιμένει σε όλες τις περιπτώσεις στη στενή παρακολούθηση και βελτίωση των δεικτών υγείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ακριβώς επειδή αναγνωρίζει ότι αυτό είναι μία κρίσιμη προϋπόθεση για την επιτυχία των προσπαθειών οικονομικής ανάταξης.

4. Η ιστορική διαμόρφωση της στρατηγικής του ΔΝΤ στις παρεμβάσεις του⁶

Η διεθνής αρχιτεκτονική χειρισμού των κρίσεων χρεοκοπίας αναμορφώθηκε μετά την χρεοκοπία του Μεξικού το 1982 και το ακόλουθο ντόμινο χρεοκοπιών πολλών αναπτυσσόμενων χωρών. Η διάθεση για την

⁶ Το Τμήμα αυτό αντλεί συνεισφορές από το άρθρο του υπογράφοντος «Γιατί η χρεοκοπία δεν αποτελεί επιλογή: Κόστη, διαφορές και επιπτώσεις στις διαθέσιμες επιλογές οικονομικής πολιτικής», Οικονομία & Αγορές, Τόμος V, Τεύχος 9, Φεβρουάριος 2010, έκδοση Eurobank Research.

αποτροπή νέου κύματος χρεοκοπιών κινητροδότησε την ενεργητική παρέμβαση της διεθνούς κοινότητας, ιδίως των ΗΠΑ. Το ΔΝΤ συμμετείχε στην διάσωση του Μεξικού σε ένα μεικτό σχήμα συγχρηματοδότησης από κοινού με τις ΗΠΑ. Αυτά τα σχήματα ωστόσο μείωναν το κίνητρο των χρεωστριών χωρών να εξυγιανθούν δεδομένου ότι τους απαγόρευε την πρόσβαση στις χρηματαγορές πριν την τακτοποίηση των υποχρεώσεών τους προς τις τράπεζες οι οποίες διακρατούσαν τα αθετημένα ομόλογα. Ως απάντηση, οι ΗΠΑ μετέβαλλαν τη στρατηγική τους προωθώντας συμφωνίες οι οποίες προέβλεπαν την ανταλλαγή του παλιού εμπορικού χρέους με καινούρια χρηματοοικονομικά εργαλεία τα οποία προσέφεραν μειώσεις στο οφειλόμενο κεφάλαιο ή τους τόκους (Brady deals) και επανέναρξη της πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές για τις χρεώστριες χώρες. Οι συμφωνίες όμως προέβλεπαν και επιταχυνόμενες καταβολές τόκων προϊόντος του χρόνου, γεγονός που οδήγησε κάποιες υπερχρεωμένες χώρες σε δυσκολία αποπληρωμής μετά μία δεκαετία και αποδείχτηκε ότι τα Brady bonds δεν ήταν ελεύθερα κινδύνου αθέτησης. Το σχήμα αυτό επίσης κατηγορήθηκε ότι δημιουργεί ηθικό κίνδυνο, δηλαδή δίνει κίνητρα σε χώρες να χρεοκοπήσουν, γνωρίζοντας ότι θα ακολουθήσει διασωστική παρέμβαση ώστε να μην κινδυνεύσει η διεθνής χρηματοοικονομική σταθερότητα από τη διεθνή μετάδοση των κρίσεων. Για να αντιμετωπιστεί αυτός ο κίνδυνος, εκπονήθηκε μία νέα στρατηγική η οποία προέβλεπε την ενεργό ανάμειξη διεθνών κονσόρτσιουμ τραπεζών στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των αναδυόμενων οικονομιών και την αντίστοιχη χορήγηση δανείων. Και αυτή η προσέγγιση όμως απέτυχε να περιορίσει τις χρεοκοπίες, με αποτέλεσμα οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές να καταστούν απρόθυμες να δανείσουν χρεωμένες χώρες.

Μετά το 1990, τα διεθνή δάνεια προς κράτη αυξήθηκαν εκ νέου αλλά αυτή τη φορά με την πρωτοβουλία και την ευθύνη ιδιωτών επενδυτών ομολόγων. Το ΔΝΤ απέστη ενεργητικής παρεμβάσεως σε επόμενες περιπτώσεις. Η απροθυμία ήταν μεγαλύτερη εάν τα κράτη που ζητούσαν τη βοήθειά του ΔΝΤ τηρούσαν καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η σταθερή ισοτιμία αυξάνει την πιθανότητα τα χρήματα της βοήθειας απλώς να χρηματοδοτήσουν τη φυγή κεφαλαίων των εγχώριων και ξένων επενδυτών. Όταν το ΔΝΤ ανεμειγνύετο, το έκανε με την προϋπόθεση εφαρμογής αυστηρών όρων, ιδίως όσον αφορά τη δημοσιονομική διαχείριση των χωρών τις οποίες δανειοδοτούσε. Ελλόχευε ωστόσο ο κίνδυνος καλλιέργειας της εντύπωσης ότι η χρεοκοπία είναι, όχι μόνο εφικτή, αλλά σε ορισμένες περιπτώσεις και επωφελής, εφόσον οι χώρες ετύγχαναν ευχερέστερης πρόσβασης σε χρηματοδότηση μόνο αφότου χρεοκοπούσαν. Λόγω αυτών των προσμετρήσεων, ιδίως μετά την εμπειρία της Αργεντινής, η διεθνής τάση πλέον είναι η αύξηση του κόστους των χρεοκοπιών για όλα τα εμπλεκόμενα μέρη ώστε η χρεοκοπία να μην είναι ελκυστική επιλογή. Τα τελευταία έτη, το ΔΝΤ έχει επαυξήσει τη μέριμνα την οποία αποδίδει στα προγράμματά του στις προοπτικές ανάπτυξης των υπερχρεωμένων χωρών ώστε η αποπληρωμή χρεών να καθίσταται μεσοπρόθεσμα εφικτή χωρίς κήρυξη χρεοκοπίας. Επίσης, οι όροι των προγραμμάτων διαφοροποιούνται ανά χώρα ώστε να προσαρμόζονται με μεγαλύτερη ευελιξία στη φύση και τις αιτίες των προβλημάτων που καθεμία αντιμετωπίζει.

5. Γιατί η σύγκριση της Ελλάδας με την Αργεντινή είναι αδόκιμη

Όσοι υποστηρίζουν την άποψη ότι το ΔΝΤ εισηγείται βλαπτικές για τους καταθέτες παρεμβάσεις επικαλούνται το παράδειγμα της Αργεντινής. Αυτό είναι παραπλανητικό. Καταρχήν, η περίπτωση της Ελλάδας διαφέρει σημαντικά από την περίπτωση της Αργεντινής για μία πλειάδα λόγων που έχουν να κάνουν με τη δομή των οικονομιών, τις εντάξεις σε καθεστάτα νομισματικής και οικονομικής συνεργασίας, το επίπεδο του κατά κεφαλήν εισοδήματος και την φύση των προβλημάτων της κάθε οικονομίας. Το κυριότερο, όταν η Αργεντινή προχώρησε σε δέσμευση καταθέσεων είχε ήδη: α) αποτύχει να εφαρμόσει το πρόγραμμα του ΔΝΤ, χάνοντας τους στόχους για το δημοσιονομικό έλλειμμα, β) αποτύχει να εξασφαλίσει κάλυψη όλων των χρηματοδοτικών της αναγκών από το ΔΝΤ, επαφιόμενη εν μέρει στις αγορές, γ) προχωρήσει πρώτα σε εθελοντική αναδιάρθρωση των ληκτοτήτων του χρέους της και μετά σε δεύτερη αναδιάρθρωση που χαρακτηρίστηκε τεχνικά αθέτηση υποχρεώσεων από την S&P, δ) το ΔΝΤ αρνήθηκε να της παράσχει επιπλέον χρηματοδότηση λόγω διακριτικής μεταχείρισης σε βάρος των ξένων κατόχων ομολόγων και απεχώρησε (Sturzenegger, 2002). Κατόπιν αυτών, και αφού το ΔΝΤ είχε αποχωρήσει, άρχισε επίθεση για την απόσυρση των καταθέσεων από τις δύο μεγαλύτερες κρατικές τράπεζες και η κυβέρνηση επέβαλλε δέσμευση των καταθέσεων για να κατασταλεί ο πανικός και να αποτραπεί η κατάρρευση (η οποία δεν απετράπη, ακολούθησε λαϊκή αναταραχή και γενικευμένη αθέτηση πληρωμών). Δηλαδή, η καταφυγή σε αυτό το ύστατο μέτρο προέκυψε από την αδυναμία της Αργεντινής κυβέρνησης να εφαρμόσει το πρόγραμμα του ΔΝΤ, να ελέγξει τη δημοσιονομική της εκτροπή και να αποφύγει

τη χρεοκοπία κράτους και τραπεζών, δεν ήταν επιλογή του ΔΝΤ. Μάλιστα η απώλεια των χρημάτων των καταθετών προήλθε από τη μετατροπή των καταθέσεων στο νέο, υποτιμημένο πέσο. Στην Ελλάδα τίποτα από τα παραπάνω δεν έχει συμβεί. Επιπλέον: α) η Ελλάδα είναι μέλος της Ευρωζώνης και δεν υπάρχει νομικά η δυνατότητα να εκδιωχθεί από αυτήν (ή η θέληση να εξέλθει εθελουσίως), β) άρα το χρέος της, το οποίο είναι σχεδόν στο σύνολό του εκφρασμένο σε ευρώ, και οι ιδιωτικές καταθέσεις δεν μπορούν να υποτιμηθούν σε αξία, γ) το ελληνικό δημόσιο χρέος διακρατείται σε ποσοστό άνω του 80% από ξένους επενδυτές, σε αντίθεση με την Αργεντινή όπου το 60% του χρέους διακρατείτο από αργεντινούς. Αυτό το γεγονός διαφοροποιεί τόσο τα κίνητρα των ξένων θεσμικών για την προώθηση χρεοκοπίας όσο και τις επιπτώσεις μία τέτοιας εξέλιξης. Επομένως, η απόπειρα προβολής στην περίπτωση της Ελλάδας ενός σεναρίου τύπου Αργεντινής, μάλλον πρέπει να σχετιστεί ως προς τα κίνητρά της με τα επενδυτικά συμφέροντα αυτών που την ευνοούν παρά με τις οικονομικές πραγματικότητές. Πιο δόκιμο μέτρο σύγκρισης –αν και όχι απολύτως– είναι οι περιπτώσεις των ευρωπαϊκών χωρών στις οποίες παρενέβη το ΔΝΤ την τελευταία δεκαετία και οι οποίες αντιμετώπιζαν προβλήματα αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους τους, ως αποτέλεσμα μακροοικονομικών ανισορροπιών, αλλά δεν είχαν κηρύξει χρεοκοπία. Ακολουθεί η αναλυτική παρουσίαση αυτών των περιπτώσεων.

6. Τα προγράμματα του ΔΝΤ στις ευρωπαϊκές χώρες στις οποίες παρενέβη την τελευταία δεκαετία και οι επιπτώσεις στα τραπεζικά συστήματα

Για αναλυτικούς σκοπούς, οι περιπτώσεις χωρών ομαδοποιούνται ανάλογα με το εάν η αφετηρία της κρίσεως ήταν τα προβλήματα του τραπεζικού συστήματος, τα οποία μεταδόθηκαν στην πραγματική οικονομία ή, αντιστρόφως, οι μακροοικονομικές ανισορροπίες προκάλεσαν την κρίση η οποία μετά έπληξε το τραπεζικό σύστημα.

Πίνακας 1: Τα μέτρα μακροοικονομικής πολιτικής τα οποία συνόδευσαν τις παρεμβάσεις του ΔΝΤ στην

Ευρώπη

	Δημοσιονομική πολιτική	Νομισματική πολιτική	Συναλλαγματική πολιτική	Διαρθρωτικές αλλαγές
Σερβία, Μάρτιος 2009	Μείωση απολαβών- αριθμού δημοσίων υπαλλήλων & τρεχουσών δαπανών, φόροι σε μερίσματα- δικαιώματα, έμμεσοι φόροι, φόροι σε ακίνητα- αυτοκίνητα, προστασία επενδυτικών και κοινωνικών δαπανών, τριμηναία παρακολούθηση δαπανών	αντιπληθωριστική νομισματική πολιτική (inflation targeting)	διοικούμενη διακύμανση του νομίσματος	βελτίωση φορολογικής διοίκησης, ιδιωτικοποιήσεις, αναδιρθρώσεις & ρευστοποιήσεις δημοσίων οργανισμών, διαρθρωτικές πολιτικές για μείωση κόστους επιχειρηματικής δραστηριότητας - αύξηση δυνητικού προϊόντος
Λετονία, Δεκέμβριος 2008	Μείωση απολαβών- αριθμού δημοσίων υπαλλήλων, αυξήσεις άμεσων και έμμεσων φόρων, φόροι στα ακίνητα, διεύρυνση φορολογικής βάσης, περιορισμός εγγυήσεων του δημοσίου, προστασία επενδυτικών και κοινωνικών δαπανών	αντιπληθωριστική νομισματική πολιτική	διατήρηση καθεστώτος πρόσδεσης της ισοτιμίας	νομοθεσία δημοσιονομικής υπευθυνότητας, επιβολή της στροφής προς τα διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά, αναδιάρθρωση χρέους ιδιωτικού τομέα
Ουγγαρία, Νοέμβριος 2008	Μείωση απολαβών- αριθμού δημοσίων υπαλλήλων, δαπανών για κοινωνική ασφάλιση- τρέχουσες ανάγκες- ΟΤΑ, φόροι στα ακίνητα, οι χαμηλοσυνταξιούχοι εξαιρέθηκαν των μέτρων			εκσυγχρονισμός της φορολογικής διοίκησης, ελεγκτές ΥΠΟΙΚ στα κοστοβόρα υπουργεία, δημιουργία εφεδρικών αποθεματικών, προϋπολογισμοί προγραμμάτων
Ουκρανία, Νοέμβριος 2008	συγκράτηση δαπανών, κατώτατου μισθού και συντάξεων, αύξηση φόρων στην ενέργεια, (Ukraine, 2009). Προστασία επιδομάτων ανεργίας και κοινωνικής αλληλεγγύης	αντιπληθωριστική νομισματική πολιτική (βραχυχρόνια με έλεγχο της στενής προσφοράς χρήματος, μεσοπρόθεσμα inflation targeting)	υιοθέτηση καθεστώτος διοικούμενα κυμαινόμενης ισοτιμίας, σταδιακή αφαίρεση ελέγχων στις διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων	μεταρρύθμιση του φορολογικού καθεστώτος και του συστήματος συντάξεων, ιδιωτικοποιήσεις
Ισλανδία, Νοέμβριος 2008	αντικυκλική δημοσιονομική πολιτική για το 2009, μετά περικοπή δαπανών, συγκρατημένη εισοδηματική πολιτική, αύξηση εσόδων	επιτόκιο παρεμβάσεως στο 18%, περιορισμός της πρόσβασης των τραπεζών σε πιστώσεις από την Κεντρική τράπεζα	διατήρηση & σταθεροποίηση ελεύθερα κυμαινόμενης ισοτιμίας, βραχυπρόθεσμα περιορισμοί στις διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων	μεσοχρόνιο δημοσιονομικό πλαίσιο
Ρουμανία, Μάιος 2009	Μείωση απολαβών- αριθμού δημοσίων υπαλλήλων & καταναλωτικών δαπανών, αυξήσεις έμμεσων φόρων και φόρων στα ακίνητα, προστασία επιδομάτων συνοχής & ανεργίας	διατηρήσιμη μείωση του πληθωρισμού στο 3,5% ($\pm 1\%$)		αναδιάρθρωση κρατικών υπηρεσιών, νέα διαδικασία κατάρτισης προϋπολογισμού, μεταρρύθμιση φοροεισπρακτικού μηχανισμού
Τουρκία, Μάιος 2001	αύξηση έμμεσων φόρων & ασφαλιστικών εισφορών, μείωση τρεχουσών δαπανών- μισθών- επιδοτήσεων ΔΕΚΟ - τιμών – εγγυήσεων- προμηθειών, προστασία κοινωνικής πρόνοιας, μεγέθυνση φορολογικής βάσης	λειτουργική ανεξαρτησία στην Κεντρική Τράπεζα, βραχυπρόθεσμα παρακολούθηση νομισματικών μεγεθών, μακροπρόθεσμα inflation targeting		βελτίωση διαφάνειας προϋπολογισμού, ιδιωτικοποιήσεις, πώληση κρατικής γης, κίνητρα για προσέλκυση άμεσων ξένων επενδύσεων και επιχειρηματικότητας, απελευθέρωση κλειστών αγορών

6α. Περιπτώσεις χωρών όπου η κρίση εκκίνησε από μακροοικονομικές ανισορροπίες και μεταδόθηκε στις τράπεζες

Ρουμανία, Μάιος 2009

Γενική περιγραφή του προβλήματος : απότομη πτώση εισροών κεφαλαίων (χαρτοφυλακίου και άμεσες ξένες επενδύσεις) οι οποίες χρηματοδοτούσαν την υψηλή ανάπτυξη, βασισμένη σε δανεισμό, χαλαρές δημοσιονομικές και εισοδηματικές πολιτικές. Το μοντέλο αυτό οδήγησε σε υπερθέρμανση της οικονομίας, εξωτερικές και δημοσιονομικές ανισορροπίες (δημοσιονομικά και εξωτερικά ελλείμματα). Η αναστροφή των εισροών κεφαλαίου οδήγησε σε περιορισμό της διεθνούς χρηματοδότησης και αυστηροποίηση των κριτηρίων πιστοδοτήσεως του ιδιωτικού τομέα.

Δάνειο που παραχώρησε το ΔΝΤ : €12.9 δις (US\$17.1 δις), €4.9 διαθέσιμα αμέσως και τα υπόλοιπα σε δόσεις υπό τον όρο τριμηνιαίων αξιολογήσεων της πορείας του προγράμματος. Η χρηματοοικονομική στήριξη του προγράμματος ήταν πολυμερής, συνολικού ύψους €19.9 δις (ΕΕ €5 δις, Διεθνής Τράπεζα €1 δις, EBRD-EIB-IFC €1 δις).

Μέτρα που συνόδευσαν την παροχή βοήθειας : α) μείωση δημόσιων δαπανών-αύξηση δημόσιων εσόδων για τη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος στο 3% του ΑΕΠ το 2011: μείωση εργασίας δημοσίων υπαλλήλων κατά 10 εργάσιμες μέρες και αντιστοίχως μείωση των απολαβών τους κατά 15.5%, περικοπή υπερωριών, επιδομάτων και καταναλωτικών δαπανών, πάγωμα μισθών για το 2010, 1 πρόσληψη για κάθε 7 αποχωρήσεις, αναδιάρθρωση κρατικών υπηρεσιών, έλεγχος αναπηρικών συντάξεων και συστημάτων

προμηθειών, αυξήσεις έμμεσων φόρων και φόρων στα ακίνητα, απολύσεις, β) βελτίωση της διαδικασίας κατάρτισης του προϋπολογισμού για την αποτροπή μελλοντικών υπερβάσεων στις δαπάνες: τριμηνιαία οροφή στις καταναλωτικές δαπάνες, μείωση εγγυήσεων σε ΟΤΑ-ΔΕΚΟ, αναδιάρθρωση δημόσιων υπηρεσιών, ΔΕΚΟ, υπολογισμού μισθών και συντάξεων. Παράλληλα όμως τα κοινωνικά και τα επιδόματα ανεργίας αυξήθηκαν για να παρέχουν δίκτυο προστασίας έναντι της ύφεσης γ) ενίσχυση της αποτελεσματικότητας του φοροεισπρακτικού μηχανισμού και της λειτουργίας της κυβέρνησης μεσοχρονίως: ορθολογικοποίηση επιστροφών και καταλογισμού ΦΠΑ, μηχανοργάνωση για την αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής δ) διατηρήσιμη μείωση του πληθωρισμού στο 3,5% ($\pm 1\%$) (Romania, 2009).

Μέτρα για το τραπεζικό σύστημα : κεντρικός, διακηρυγμένος στόχος του προγράμματος ήταν η ενίσχυση του χρηματοοικονομικού τομέα της Ρουμανίας (IMF, 2009γ). Συγκεκριμένα μέτρα προέβλεπαν την προληπτική ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας (με εντολές στις τράπεζες για αύξηση ιδίων κεφαλαίων και περιορισμούς στην διανομή μερισμάτων) και της ρευστότητας των τραπεζών, οδηγίες βελτίωσης της εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών, εθελοντικές συμφωνίες των ξένων τραπεζών να διατηρήσουν την έκθεσή τους στη χώρα (Vienna initiative), διεξαγωγή ελέγχων αντοχής των τραπεζών σε διαταραχές και ενίσχυση του πλαισίου εποπτείας και φερεγγυότητας των τραπεζών. Οι τράπεζες εφήρμοσαν πολιτικές αναδιάρθρωσης των δανείων προς τα υπερχρεωμένα νοικοκυριά. Ησήχθη νομοθεσία για την εγγύηση των καταθέσεων με κρατική χρηματοδότηση η οποία, μεταξύ άλλων, προέβλεπε προτεραιότητα των καταθετών σε περίπτωση τραπεζικής αφερεγγυότητας.

Σερβία, Μάρτιος 2009

Γενική περιγραφή του προβλήματος : μείωση εισαγωγών και εξαγωγών, απότομη πτώση εισροών κεφαλαίων και ύφεση. Η απώλεια εξωτερικής χρηματοδότησης προκάλεσε την αναστροφή της οικονομικής άνησης που βασίστηκε σε δανεισμό ιδιωτών –κυρίως- και δημοσίου και η οποία οδήγησε σε εξωτερικά ελλείμματα (18% του ΑΕΠ το 2008). Στη διάρκεια της κρίσης, το χρηματιστήριο έπεσε δραματικά, το κόστος δανεισμού του δημοσίου εκτοξεύτηκε και κάποιοι ιδιώτες απέσυραν τις καταθέσεις τους από τις τράπεζες.

Δάνειο που παραχώρησε το ΔΝΤ : €3 δις διαθέσιμα σε περίοδο 27 μηνών. Οι αρχές θα αναζητήσουν χρηματοοικονομική υποστήριξη και από άλλους διεθνείς οργανισμούς και δωρητές. Ωστόσο, σκοπεύουν να διατηρήσουν τα κεφάλαια του ΔΝΤ ως εφεδρεία και να μην τα χρησιμοποιήσουν, εκτός αν παραστεί ανάγκη.

Μέτρα που συνόδευσαν την παροχή βοήθειας : α) διατήρηση του δημοσιονομικού ελλείμματος κάτω από το 3% του ΑΕΠ (1,75% το 2007) λόγω περιορισμένων επιλογών χρηματοδότησης: περικοπές σε επαναλαμβανόμενες δαπάνες (επιδοτήσεις, δανεισμό σε κρατικούς φορείς, δαπάνες υπουργείων και ΟΤΑ), πάγωμα ονομαστικών μισθών και συντάξεων και μειώσεις στους υψηλούς μισθούς, περικοπές στην απασχόληση στο δημόσιο, αυξήσεις εσόδων (φορολογία σε μερίσματα, δικαιώματα, έμμεσοι φόροι, φόροι στα ακίνητα και τα αυτοκίνητα). Μεσοχρόνιες δημοσιονομικές μεταρρυθμίσεις για μία πιο διαρκή δημοσιονομική εξυγίανση: βελτίωση φορολογικής διοίκησης και τριμηνιαία παρακολούθηση δαπανών, ιδιωτικοποιήσεις, αναδιαρθρώσεις και ρευστοποιήσεις δημόσιων οργανισμών, μείωση κόστους επιχειρηματικής δραστηριότητας για την επιβίωση της επέκτασης του

υπολείποντος σε μέγεθος ιδιωτικού τομέα. Ωστόσο, οι επενδυτικές και οι κοινωνικές δαπάνες προστατεύονται (IMF, 2009β), β) αντιπληθωριστική νομισματική πολιτική (στοχοθέτηση πληθωρισμού), γ) διαρθρωτικές πολιτικές για την αύξηση του δυνητικού προϊόντος, δ) διοικούμενη διακύμανση του νομίσματος σε επίπεδα που θα διευκολύνουν την εξωτερική προσαρμογή (το δηνάριο είχε ήδη υποτιμηθεί σημαντικά).

(IMF, 2009α).

Μέτρα για το τραπεζικό σύστημα : παρότι η κρίση αύξησε τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους, οι τράπεζες διατήρησαν επαρκή ρευστότητα και εφεδρικά κεφάλαια. Η απώλεια καταθέσεων αντιμετωπίστηκε με εξωτερικό δανεισμό. Ωστόσο, η πιστωτική επέκταση επιβραδύνθηκε απότομα. Η Κεντρική Τράπεζα στήριξε τη ρευστότητα μειώνοντας το επίπεδο των υποχρεωτικών διαθέσιμων που τηρούσαν οι τράπεζες σε συνάλλαγμα και χρηματοδοτώντας τα υποχρεωτικά διαθέσιμα σε δηνάρια με μείωση των δικών της χρεογράφων. Μόνο μία μικρή τράπεζα χρειάστηκε να χρησιμοποιήσει αυτή τη διευκόλυνση. Επίσης, η Κεντρική Τράπεζα αύξησε την επιτρεπτή οροφή στο λόγο δανείων-προς-ίδια κεφάλαια των τραπεζών, διευκόλυσε τα δάνεια προς νοικοκυριά και κατήργησε τα υποχρεωτικά διαθέσιμα για (να διευκολύνει) τον εξωτερικό δανεισμό των τραπεζών. Το ΔΝΤ στήριξε αυτές τις ενέργειες, όπως και τις εθελοντικές συμφωνίες των ξένων τραπεζών να διατηρήσουν την έκθεσή τους στη χώρα (Vienna initiative) και την ισχυρή κεφαλαιοποίηση των θυγατρικών τους. Η ανάγκη αύξησης ιδίων κεφαλαίων αξιολογείται κατά τράπεζα με ελέγχους αντοχής σε διαταραχές (stress tests). Δημιουργήθηκε πλαίσιο για την αναδιάρθρωση των δανείων επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Τέλος, το ΔΝΤ ευνοεί τη συγχώνευση των κρατικών τραπεζών και τα σχήματα εγγύησης των καταθέσεων (IMF, 2009β).

Ουγγαρία, Νοέμβριος 2008

Γενική περιγραφή του προβλήματος : η Ουγγαρία είχε υψηλό δημόσιο και εξωτερικό χρέος (97% του ΑΕΠ το τέλος του 2007) με χαμηλή μέση διάρκεια. Παρότι η χώρα είχε εφαρμόσει από το 2006 μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής και μεταρρύθμισης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η διεθνής κρίση ενέτεινε την αποστροφή κινδύνου των αγορών ενόψει των αδυναμιών της Ουγγαρίας και δυσκόλεψε την αναχρηματοδότηση του εξωτερικού χρέους της. Αρκετές δημοπρασίες ομολόγων απέτυχαν, η ρευστότητα στη δευτερογενή αγορά ομολόγων στέγνωσε και οι αποδόσεις τους εκτοξεύτηκαν. Ταυτόχρονα, το χρηματιστήριο έπεσε και το νόμισμα της χώρας υποτιμήθηκε (IMF, 2008ε).

Δάνειο που παραχώρησε το ΔΝΤ : SDR 10,5 δις (€12,3 δις), SDR 4,2 δις διαθέσιμα αμέσως και τα υπόλοιπα σε 5 δόσεις υπό των όρο τριμηνιαίων εκθέσεων προόδου. Η χρηματοοικονομική στήριξη του προγράμματος ήταν πολυμερής, συνολικού ύψους €20 δις (ΕΕ €6,5 δις, Διεθνής Τράπεζα € 1 δις) (IMF, 2008ε).

Μέτρα που συνόδευσαν την παροχή βοήθειας : η Ουγγαρία είχε ανάγκη επιστροφής σε πιο ομαλές συνθήκες στις χρηματοοικονομικές αγορές. Για να το επιτύχει αυτό έπρεπε να πείσει για τη διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών της και την υγεία του τραπεζικού τομέα, προωθώντας ταυτόχρονα πιο μακροχρόνιους στόχους δομικών μεταρρυθμίσεων. α) μείωση δημοσιονομικού ελλείμματος κατά 2,5π.π. του ΑΕΠ το 2009 με έμφαση στην περιστολή των δαπανών και τη μείωση του υπερμεγέθους δημόσιου τομέα: μείωση αριθμού δημοσίων υπαλλήλων και δαπανών για μισθούς, κοινωνική ασφάλιση, τρέχουσες ανάγκες και ΟΤΑ, φόροι στα ακίνητα, λογοδοσία και έλεγχος των δαπανών των ΔΕΚΟ, εκσυγχρονισμός της φορολογικής

διοίκησης, εγκατάσταση ελεγκτών από το ΥΠΟΙΚ στα κοστοβόρα υπουργεία, δημιουργία εφεδρικών αποθεματικών στον προϋπολογισμό. (IMF, 2010β). Για λόγους κοινωνικής προστασίας, οι χαμηλοσυνταξιούχοι έπρεπε να εξαιρεθούν των μέτρων. Η διατηρησιμότητα της προσαρμογής επέβαλλε τη δημιουργία ενός μεσοχρόνιου δημοσιονομικού πλαισίου βασισμένου σε κανόνες και προϋπολογισμών προγραμμάτων.

Μέτρα για το τραπεζικό σύστημα : οι τράπεζες ενισχύθηκαν με τη δημιουργία πακέτου στήριξης ώστε να αντέξουν την οικονομική ύφεση. Τα μέτρα περιελάμβαναν προβλέψεις για πρόσθετα κεφάλαια και πόρους για ένα ταμείο εγγύησης του διατραπεζικού δανεισμού ώστε οι ουγγρικές τράπεζες να μην αντιμετωπίζουν ανταγωνιστικό μειονέκτημα σε σχέση με τους διεθνείς ανταγωνιστές τους. Ενισχύθηκαν η ρευστότητα και το εποπτικό πλαίσιο των τραπεζών, καθώς και το πλαίσιο αναδιάρθρωσης τραπεζών. Ειδική επιτροπή παρακολουθεί την χρηματοοικονομική ευρωστία κάθε τράπεζας η οποία λαμβάνει κεφάλαια ή βοήθεια αναχρηματοδότησης και την αντοχή της σε διαταραχές. Οι ξένες τράπεζες συμφώνησαν να διατηρήσουν την έκθεσή τους στη χώρα και την ισχυρή κεφαλαιοποίηση των θυγατρικών τους. (Hungary, 2010).

Πίνακας 2: Τα μέτρα για το χρηματοπιστωτικό σύστημα τα οποία συνόδευσαν τις παρεμβάσεις του ΔΝΤ στην Ευρώπη

	Ανακεφαλ/ση τραπεζών	Ενίσχυση ρευστό/τας	Αναδιάρθ/ση τραπεζών	Ενίσχυση εποπτείας	Εγγυήσεις	Επιβολή περιορισμών
Σερβία, Μάρτιος 2009		Ναι		Ναι	καταθέσεων	
Λετονία, Δεκέμβριος 2008	Ναι, με ίδια και με κρατικά κεφάλαια	Ναι	Ρευστοποιήσεις, δημιουργία bad bank	Ναι	καταθέσεων	απόσυρσης καταθέσεων (Parex Bank)
Ουγγαρία, Νοέμβριος 2008	Ναι, με κρατικά κεφάλαια	Ναι	Ναι	Ναι	Διατραπ/κού δανεισμού	
Ουκρανία, Νοέμβριος 2008	Ναι, με ίδια και κρατικά κεφάλαια	Ναι	Ναι	Ναι	καταθέσεων	στις διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων, στην πρόωρη απόσυρση προθεσμ/κών καταθέσεων
Ισλανδία, Νοέμβριος 2008	Ναι, με κρατικά κεφάλαια	Ναι	Splits τραπεζών	Ναι	καταθέσεων (υποκατ/των εξωτερικού)	Στην πρόσβαση σε πιστώσεις από την Κεντρική Τράπεζα, στις διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων κ.α.
Ρουμανία, Μάιος 2009	Ναι, με ίδια κεφάλαια	Ναι		Ναι	καταθέσεων	
Τουρκία, Μάιος 2001	Ναι, με κρατικά κεφάλαια	Ναι	Ρευστοποιήσεις, δημιουργία bad bank	Ναι	καταθέσεων και δανείων	Στον overnight δανεισμό, τα επιτόκια, την ανάληψη κινδύνων

6β. Περιπτώσεις χωρών όπου η κρίση εκκίνησε από τις τράπεζες και μεταδόθηκε στην πραγματική οικονομία

Λετονία, Δεκέμβριος 2008

Γενική περιγραφή του προβλήματος : η απότομη πτώση εισροών κεφαλαίων και της πιστωτικής επέκτασης (κυρίως της έκθεσης στη χώρα των σκανδιναβικών τραπεζών) τερμάτισε μία περίοδο ξέφρενης οικονομικής μεγέθυνσης, πιστωτικής επέκτασης και αύξησης μισθών η οποία υπονόμεισε την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας. Προκλήθηκαν πιέσεις στο καθεστώς πρόσδεσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας (πώληση του 20% των συναλλαγματικών διαθεσίμων για την άμυνα του νομίσματος), απώλειες καταθέσεων κατά 10% από τις εγχώριες τράπεζες (κυρίως λόγω επίθεσης και απωλειών 25% στην δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα,

Parex Bank), βαθιά ύφεση, μεγάλη ανεργία, χρεοκοπίες επιχειρήσεων και νοικοκυριών, αμφισβήτηση τη χρηματοδότησης του εξωτερικού χρέους (IMF, 2008δ).

Δάνειο που παραχώρησε το ΔΝΤ : €1,7δισ (US\$ 2,4 δισ), €592 εκ. διαθέσιμα άμεσα και τα υπόλοιπα σε 9 δόσεις υπό τον όρο τριμηνιαίων εκθέσεων προόδου. Η χρηματοοικονομική στήριξη του προγράμματος ήταν πολυμερής, συνολικού ύψους €7,5 δισ (ΕΕ €3,1 δισ, Διεθνής Τράπεζα €400 εκ, Σκανδιναβικές χώρες €1,8 δισ, Τσεχία €200 εκ, EBRD, Εσθονία και Πολωνία από €100 εκ. (IMF, 2008γ).

Μέτρα που συνόδευσαν την παροχή βοήθειας : δεδομένης της επιθυμίας της Λετονίας να διατηρήσει το καθεστώς πρόσδεσης της ισοτιμίας ώστε να επιτύχει σύντομα την είσοδο στην Ευρωζώνη, η ανάκτηση της ανταγωνιστικότητας θα επιζητηθεί μέσω μίας μακρόχρονης προσαρμογής μισθών και τιμών. α) μέτρα συγκράτησης του δημοσιονομικού ελλείμματος αξίας

4,2% του ΑΕΠ το 2009 (στο 8% του ΑΕΠ αντί πρόβλεψης 12% εάν δεν ελαμβάνοντο μέτρα) και συνολικά 10% μέχρι το τέλος του 2010 για τη σταδιακή συμμόρφωση με τα κριτήρια του Maastricht: μείωση μισθών δημοσίων υπαλλήλων 10%, απολύσεις, αυξήσεις άμεσων και έμμεσων φόρων, φόρων στα ακίνητα, διεύρυνση φορολογικής βάσης, δομικές αλλαγές στις δαπάνες των υπουργείων και των κρατικών φορέων, περιορισμός εγγυήσεων του δημοσίου, νομοθεσία δημοσιονομικής υπευθυνότητας (Latvia, 2010). Η δημοσιονομική προσαρμογή θα επιβληθεί στην πραγματική υποτίμηση και θα αφήσει περιθώρια απορρόφησης των επισφαλειών των τραπεζών, β) σφιχτές εισοδηματικές πολιτικές για τη μείωση του πληθωρισμού και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις προς αποκατάσταση της παραγωγικότητας και της ανταγωνιστικότητας εντός του καθεστώτος σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι κοινωνικές δαπάνες ωστόσο αυξήθηκαν από το 21% του προϋπολογισμού στο 25%, ενόψει και της αναπόφευκτης ύφεσης, όπως και οι δημόσιες επενδύσεις, γ) επιβολή της στροφής της οικονομίας προς τους τομείς των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών, δ) αναδιάρθρωση του χρέους του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας.

Μέτρα για το τραπεζικό σύστημα : η κρίση έφερε τις τράπεζες αντιμέτωπες με αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και των ζημιών και διακινδύνευσε τη ρευστότητα και τη χρηματοδότησή τους. Το ΔΝΤ ζήτησε άμεσα μέτρα αναχαίτισης της απώλειας τραπεζικών καταθέσεων, ώστε τα προβλήματα της Parex Bank να μην μεταδοθούν στο υπόλοιπο σύστημα, και άντληση συναλλαγματικών διαθεσίμων από το εξωτερικό. Στην Parex Bank εγκαταστάθηκε καινούριο management, επανακεφαλαιοποιήθηκε και, όπως και η Mortgage and

Land Bank of Latvia, βρίσκονται σε διαδικασία αναδιάρθρωσης των δραστηριοτήτων τους. Η κυβέρνηση δεσμεύτηκε να προστατεύσει τα δικαιώματα πιστωτών και καταθετών, εγχωρίων και ξένων, εγγυώμενη τις καταθέσεις σε όλες τις τράπεζες, αίροντας τους μερικούς περιορισμούς απόσυρσης καταθέσεων από την Parex Bank,⁷ και μεταφέροντας τα μη εξυπηρετούμενα δάνειά της σε μία εταιρία διαχείρισης κεφαλαίων. Το ΔΝΤ εισηγήθηκε επίσης μεσοπρόθεσμα μέτρα για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα και την σταθεροποίησή του, καθώς και την αναδιάρθρωση των χρεών νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Εκτιμήθηκαν οι αντοχές των τραπεζών σε διαταραχές (stress tests) και αντιστοίχως προωθήθηκαν αυξήσεις ιδίων κεφαλαίων. Ζητήθηκε βελτίωση της εποπτείας και της παρακολούθησης των κινδύνων (νέοι κανόνες διαχείρισης κινδύνου ρευστότητας από τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό και παρακολούθησης δανείων και προβλέψεων έναντι ζημιών), ταχύτερη αναδόμηση των κρατικών τραπεζών και αντιμετώπιση των επισφαλειών. Παράλληλα, οι ξένες τράπεζες συμφώνησαν να διατηρήσουν την έκθεσή τους στη χώρα και την ισχυρή κεφαλαιοποίηση των θυγατρικών τους. (IMF, 2010α).

⁷ Πρέπει να γίνει σαφές ότι η απόφαση αυτή ήταν της κυβέρνησης της Λετονίας και αφορούσε την αντιμετώπιση μίας επίθεσης η οποία είχε ήδη συμβεί για την απόσυρση των καταθέσεων από μία τράπεζα η οποία είχε ήδη χρεοκοπήσει. Ουδέποτε το ΔΝΤ εισηγήθηκε το προληπτικό –ή ακόμα και καταστατικό- πάγωμα των καταθέσεων σε φερέγγυες τράπεζες, ακόμα και αν αντιμετώπιζαν προβλήματα.

Ουκρανία, Νοέμβριος 2008

Γενική περιγραφή του προβλήματος : η Ουκρανία είχε ένα πρότυπο, υψηλής μεν ανάπτυξης, η οποία όμως από το 2005 βασίστηκε στην πιστωτική επέκταση και συνδυάστηκε με εξωτερικές και δημοσιονομικές ανισορροπίες, υψηλό πληθωρισμό, χαμηλά συναλλαγματικά διαθέσιμα, βραχυχρόνιο εξωτερικό δανεισμό. Η διεθνής κρίση και η αποστροφή κινδύνου οδήγησαν σε απότομη πτώση των εισροών κεφαλαίων οι οποίες χρηματοδοτούσαν την ανάπτυξη. Μία διαταραχή στους όρους εμπορίου του σιδήρου, βασικού εξαγωγικού προϊόντος της χώρας, επιδείνωσε την κατάσταση. Η διακοπή των εισροών κεφαλαίων δυσκόλεψε την αναχρηματοδότηση των τραπεζών και των επιχειρήσεων. Όταν η έκτη μεγαλύτερη τράπεζα της Ουκρανίας, Prominvest Bank, τέθηκε σε διαχείριση εν χρεοκοπία τον Οκτώβριο του 2008, σημειώθηκαν μεγάλες εκροές καταθέσεων (US\$ 3 δις ή 4% των καταθέσεων). Η εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα ετρώθη και το νόμισμα υποτιμήθηκε. Η Κεντρική Τράπεζα παρενέβη καταναλώνοντας συναλλαγματικά διαθέσιμα, παρέχοντας ρευστότητα και επιβάλλοντας προσωρινούς ελέγχους στη διεθνή κίνηση κεφαλαίων. Μετά από αυτό, η Ουκρανία αναγκάστηκε να προσφύγει στο ΔΝΤ (IMF, 2008στ). Η αναταραχή και η πιστωτική επιβράδυνση όμως είχαν ήδη δρομολογήσει βαθιά ύφεση (-15% το 2009).

Δάνειο που παραχώρησε το ΔΝΤ : SDR 11 δις (US\$16,4 δις), SDR 3 δις διαθέσιμα αμέσως.

Μέτρα που συνόδευσαν την παροχή βοήθειας : α) υιοθέτηση καθεστώτος διοικούμενα κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας, για τη απορρόφηση των εξωτερικών διαταραχών, την αποφυγή της δολαριοποίησης της οικονομίας, την αποφυγή αναταράξεων στην αγορά συναλλάγματος και την σταδιακή αφαίρεση των ελέγχων στις διεθνείς κινήσεις

κεφαλαίων β) αυστηρή νομισματική πολιτική για την τιθάσευση του πληθωρισμού (30% το 2008), βραχυχρόνια με έλεγχο της στενής προσφοράς χρήματος. Μεσοπρόθεσμα, ανεξαρτητοποίηση Κεντρικής Τράπεζας και μετάβαση σε καθεστώς στοχοθεσίας πληθωρισμού (inflation targeting), γ) συνετή δημοσιονομική πολιτική: στόχος για δημοσιονομικό έλλειμμα 1% του ΑΕΠ το 2009 από 7% το 2008 (αργότερα ο στόχος αναθεωρήθηκε) με συγκράτηση δαπανών και αύξηση φόρων και τιμών στην ενέργεια, μείωση κατώτατου μισθού και συντάξεων, μεταρρύθμιση του φορολογικού καθεστώτος και του συστήματος συντάξεων, ιδιωτικοποιήσεις (Ukraine, 2009). Τα επιδόματα ανεργίας και κοινωνικής αλληλεγγύης θα προστατευτούν.

Μέτρα για το τραπεζικό σύστημα : Η προληπτική επανακεφαλαιοποίηση των συστημικά σημαντικών τραπεζών (με ίδια κεφάλαια και, όπου αυτό δεν ήταν δυνατόν, με κρατικά κεφάλαια) κρίθηκε αναγκαία για την αποφυγή της απότομης επιβράδυνσης των πιστώσεων και το βάθεμα της ύφεσης. Προωθήθηκε η διευκόλυνση των διαδικασιών αναδιάρθρωσης τραπεζών για την ταχεία αντιμετώπιση προβλημάτων, εάν αυτά ανέκυπταν σε κάποια ιδρύματα (η Prominvest Bank είχε ήδη πωληθεί σε στρατηγικό επενδυτή). Το πρόγραμμα παρείχε πρόσβαση σε ρευστότητα για τις βιώσιμες τράπεζες και τον τριπλασιασμό του ποσού μέχρι του οποίου εγγυώντο οι καταθέσεις (€20000, ώστε να εξασφαλιστεί το 99% των καταθετών).⁸ Η εποπτεία των τραπεζών ενισχύθηκε και περιέλαβε διεθνική εποπτική συνεργασία (IMF, 2008στ).

⁸ Η ουκρανική κυβέρνηση –και όχι το ΔΝΤ– είχε επιβάλλει περιορισμούς στη δυνατότητα των καταθετών να αποσύρουν προθεσμιακές καταθέσεις πριν τη λήξη τους ώστε να περιορίσει τον πανικό μετά το συμβάν με την Prominvest Bank. Ωστόσο, δεν είχε επιβληθεί κανένας περιορισμός στην κανονική απόσυρση προθεσμιακών κατά τη λήξη ή στις καταθέσεις όψεως. Οι περιορισμοί ήρθαν σύντομα. (Ukraine, 2009).

Ισλανδία, Νοέμβριος 2008

Γενική περιγραφή του προβλήματος : η Ισλανδία είχε πριν την κρίση πολύ υψηλά επίπεδα ιδιωτικού χρέους εξαιτίας μίας ταχύτατης πιστωτικής επέκτασης η οποία χρηματοδοτήθηκε με ξένα κεφάλαια. Το χρέος του ιδιωτικού τομέα, τόσο των επιχειρήσεων όσο και των νοικοκυριών, ήταν σε μεγάλο ποσοστό εκπεφρασμένο σε συνάλλαγμα και με ρήτρα προστασίας από τον πληθωρισμό. Το έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών ξεπερνούσε το 15% του ΑΕΠ τα τρία χρόνια πριν την κρίση και ο πληθωρισμός κάλπαζε. Οι εγχώριες τράπεζες, βασισμένες σε χρηματοδότηση από ξένα κεφάλαια, επεκτάθηκαν στο εξωτερικό και συσώρευσαν στοιχεία ενεργητικού αξίας ίσης με το 900% του ΑΕΠ το 2007. Η υπερχρέωση των τραπεζών ήταν η κύρια αιτία για την εκτόξευση του εξωτερικού χρέους της χώρας στο 550% του ΑΕΠ. Όταν ξέσπασε η διεθνής κρίση, το χρηματοπιστωτικό σύστημα απώλεσε την εμπιστοσύνη και η ροή διεθνών κεφαλαίων προς την Ισλανδία διεκόπη απότομα. Οι 3 κύριες τράπεζες, με μέγεθος ίσο με το 85% του τραπεζικού συστήματος της χώρας, κατέρρευσαν μέσα σε μία εβδομάδα, η κορόνα υποτιμήθηκε κατά 70%, το χρηματιστήριο καταβαραθρώθηκε (80% πτώση) και οι εξωτερικές πληρωμές της χώρας αντιμετώπισαν οξεία προβλήματα, γεγονός το οποίο μεταδόθηκε στην πραγματική οικονομία. Η Ισλανδία περιήλθε σε βαθιά ύφεση (IMF, 2008ζ).

Δάνειο που παραχώρησε το ΔΝΤ : SDR 1,4δισ (US\$2,1 δισ), SDR 560 εκ. διαθέσιμα αμέσως και τα υπόλοιπα σε 8 δόσεις των SDR 105 εκ. υπό τον όρο τριμηνιαίων εκθέσεων προόδου.

Μέτρα που συνόδευσαν την παροχή βοήθειας : α) άμεση σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας για τον περιορισμό των επιπτώσεων της διαταραχής στο εισόδημα και την απασχόληση. Προς τούτο ζητήθηκε

αυστηρή νομισματική πολιτική (αύξηση του επιτοκίου παρεμβάσεως στο 18%, περιορισμός της πρόσβασης των τραπεζών σε πιστώσεις από την Κεντρική τράπεζα), τήρηση ελεύθερα κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας και, βραχυπρόθεσμα, επιβολή περιορισμών στις διεθνείς κινήσεις (εκροές) κεφαλαίων έως ότου αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη β) διασφάλιση μεσοπρόθεσμης δημοσιονομικής διατηρησιμότητας. Επετράπη η αντικυκλική δημοσιονομική πολιτική για το 2009 αλλά εκπονήθηκε μεσοχρόνιο δημοσιονομικό πλαίσιο με σημείο αφετηρίας το 2010 για να αναστραφεί η μεγέθυνση του δημόσιου χρέους (έφτασε το 80% του ΑΕΠ) η οποία προκλήθηκε από τις δαπάνες για την αναδιάρθρωση των τραπεζών. Αυτό προέβλεπε αμφοτέρως την περικοπή των δαπανών (περιλαμβανομένης μίας συγκρατημένης εισοδηματικής πολιτικής) και την αύξηση των εσόδων.

Μέτρα για το τραπεζικό σύστημα : Υψηλή προτεραιότητα του προγράμματος ήταν η εκπόνηση μίας συνεκτικής στρατηγικής για την αναδιάρθρωση των τραπεζών και τη μείωση του μεγέθους του τραπεζικού συστήματος σε επίπεδα συμβατά με το μέγεθος της οικονομίας. Στόχος ήταν η προστασία της συμμετοχής της Ισλανδίας στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και η δημιουργία ενός βιώσιμου εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Η στρατηγική περιελάμβανε μέτρα για την αποτελεσματική οργάνωση της διαδικασίας αναδιάρθρωσης των τραπεζών υπό την καθοδήγηση ανεξάρτητων εμπειρογνομόνων και με συμμετοχή κρατικών φορέων. Κάθε μία από τις τρεις χρεοκοπημένες τράπεζες διαχωρίστηκε σε μία παλαιά και μία καινούρια τράπεζα. Η παλαιά τράπεζα περιέλαβε τις δραστηριότητες στα υποκαταστήματα και τις θυγατρικές στο εξωτερικό οι οποίες χρηματοδοτούντο κυρίως από ξένους καταθέτες και την έκδοση ομολόγων. Η νέα τράπεζα περιέλαβε τις εγχώριες δραστηριότητες οι οποίες χρηματοδοτούντο

από εγχώριους καταθέτες. Σε κάθε μία, το ΔΣ της τράπεζας αντικαταστάθηκε από μία Επιτροπή Ανασυγκρότησης και διεθνείς ελεγκτές ανέλαβαν να αξιολογήσουν την ποιότητα των κεφαλαίων τους. Το κράτος επανακεφαλαιοποίησε τις τράπεζες με ανταλλάγμα κρατικά ομόλογα και επιθεώρησε την κατάρτιση πενταετών business plans των νέων τραπεζών. Το δημόσιο σκοπεύει να πωλήσει τη συμμετοχή του στο τραπεζικό κεφάλαιο όταν επανέλθει η ομαλότητα. Επιπλέον παρεμβάσεις έγιναν για την επίτευξη δίκαιης αποτίμησης των χρηματοοικονομικών κεφαλαίων των τραπεζών και τη μεγιστοποίηση της ανάκτησης των κεφαλαίων των πιστωτών από τις παλαιές τράπεζες. Ειδικότερα, έγιναν κατάλληλες προβλέψεις έναντι επισφαλειών ώστε οι αξίες των δανείων να αντανakλούν τις αποτιμήσεις και προσδοκίες της αγοράς (Iceland, 2008). Επίσης, ενισχύθηκαν οι πρακτικές εποπτείας και του πτωχευτικού πλαισίου. Το νέο εποπτικό πλαίσιο θα προβλέπει κανόνες για τη διαχείριση της ρευστότητας, τον διασυνδεδεμένο δανεισμό, μεγάλες εκθέσεις σε κινδύνους, σταυροειδείς ιδιοκτησίες επί χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τη ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των managers και των ιδιοκτητών τους. Τέλος, έγιναν ενέργειες για την εξασφάλιση της δίκαιης αντιμετώπισης καταθετών και πιστωτών στις τράπεζες στις οποίες υπήρξε παρέμβαση. Ως προς το τελευταίο, προβλέφθηκε και η εγγύηση των καταθέσεων στα υποκαταστήματα των ισλανδικών τραπεζών στο εξωτερικό (IMF, 2008ζ).

Τουρκία, Μάιος 2001

Γενική περιγραφή του προβλήματος : Η σχέση της Τουρκίας με το ΔΝΤ είναι μακρόχρονη. Η ανάλυση αυτή εστιάζει στην πιο κρίσιμη περίοδο, τις εξελίξεις που

ακολούθησαν την κρίση της τουρκικής λίρας στις 19-21 Φεβρουαρίου 2001. Η επίθεση εναντίον της λίρας κινητροδοτήθηκε από φόβους για την πολιτική σταθερότητα, την υγεία του τραπεζικού συστήματος, τη χαλαρή οικονομική πολιτική και τον υψηλό πληθωρισμό. Τα ημερήσια επιτόκια εκτοξεύτηκαν στο 2000%, η άμυνα του νομίσματος κατέστη αδύνατη και αφέθηκε να υποτιμηθεί. Ακολούθησε βαθιά ύφεση και πληθωρισμός άνω του 50%. (Turkey, 2001).

Δάνειο που παραχώρησε το ΔΝΤ : Επαύξηση προϊόντων δανείων από το ΔΝΤ κατά SDR 12,8 δις. Η Διεθνής Τράπεζα επίσης χορήγησε US\$ 6,2 δις (IMF, 2002).⁹

Μέτρα που συνόδευσαν την παροχή βοήθειας : α) ενίσχυση της δημοσιονομικής πειθαρχίας, ειδικά στις ΔΕΚΟ (κλείσιμο κρατικών Ταμείων και μεταφορά πόρων στον κεντρικό προϋπολογισμό, θέσπιση ορίων και κανόνων για τον δημόσιο δανεισμό και το καθεστώς εγγυήσεων δανείων, βελτίωση διαφάνειας προϋπολογισμού, ψηφιοποίηση λογιστικού συστήματος παρακολούθησης εσόδων και δαπανών, νέος νόμος για τις κρατικές προμήθειες, συγκράτηση μισθών και τιμών αλλά με προστασία της κοινωνικής πρόνοιας), β) ιδιωτικοποιήσεις, πώληση κρατικής γης, κίνητρα για προσέλκυση άμεσων ξένων επενδύσεων και της επιχειρηματικότητας εν γένει, απελευθέρωση κλειστών αγορών, γ) τήρηση πρωτογενών δημοσιονομικών πλεονασμάτων (αύξηση έμμεσων φόρων και ασφαλιστικών εισφορών, μείωση τρεχουσών δαπανών, πάγωμα πραγματικών μισθών, μείωση επιδοτήσεων ΔΕΚΟ), μεγέθυνση φορολογικής βάσης (μείωση φοροδιαφυγής και καθυστερήσεων στην πληρωμή

⁹ Τα δανειακά προγράμματα συνεχίστηκαν και τα επόμενα χρόνια. Το 2008 η Τουρκία έλαβε την τελευταία δόση του τριετούς δανείου το οποίο συνήφθη το Μάιο του 2005 συνολικής αξίας SDR 6,66 δις (IMF, 2008α).

βεβαιωμένων φόρων)¹⁰, δ) παροχή λειτουργικής ανεξαρτησίας στην Κεντρική Τράπεζα και θέσπιση καθεστώτος παρακολούθησης των νομισματικών μεγεθών, με τελικό στόχο ένα καθεστώς στοχοθέτησης του πληθωρισμού (inflation targeting) για την επίτευξη σταθερότητας τιμών. Συνεχιζόμενες προσπάθειες οδήγησαν τελικά στην επίτευξη το 2008, οπότε και τερματίστηκε το Πρόγραμμα, δραματικής αποκλιμάκωσης του δημόσιου χρέους και χτισίματος αποθέματος συναλλαγματικών διαθεσίμων.

Μέτρα για το τραπεζικό σύστημα : ένας από τους βασικούς λόγους της επίθεσης στη λίρα ήταν ότι για χρόνια οι τουρκικές τράπεζες, ιδίως οι κρατικές, ήταν ευάλωτες, και λειτουργούσαν με όρους αδιαφάνειας, υπερβολικής ανάληψης κινδύνων και χαλαρής εποπτείας. Η κυβέρνηση είχε αναγκαστεί να κρατικοποιήσει όσες ιδιωτικές τράπεζες ήταν στα πρόθυρα της χρεοκοπίας (13 τράπεζες από το 1997), με μεγάλο κόστος για τον προϋπολογισμό και τη νομισματική σταθερότητα. Για να αντιμετωπιστεί αυτή η κατάσταση, το ΔΝΤ ζήτησε μέτρα που αποσκοπούσαν στην αναμόρφωση του τραπεζικού συστήματος και της αναδιάρθρωσης των χρεών των επιχειρήσεων (IMF, 2002) στην αύξηση της διαφάνειας στη δημοσίευση των ισολογισμών τους, τη λογοδοσία στο κοινό και τους επενδυτές, τη βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης και την ενίσχυση του εποπτικού πλαισίου. Καταρχήν, ζητήθηκε η ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών (επανακεφαλαιοποίηση των κρατικοποιημένων τραπεζών με παροχή κρατικών χρεωγράφων διαφορετικών διαρκειών και σε διάφορα

¹⁰ Τα επόμενα προγράμματα προέβλεπαν αναμόρφωση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης, της τιμολόγησης της ενέργειας, της φορολογικής διοίκησης και της ρύθμισης του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η τουρκική κυβέρνηση επίσης ανακοίνωσε τη δημιουργία ενός μεσοπρόθεσμου πλαισίου το οποίο στοχεύει στη συνεχή μείωση του δημόσιου χρέους (IMF, 2008β).

νομίσματα) ώστε να καλυφθούν οι αρνητικές τους θέσεις, να εξαλειφθεί η ανάγκη για ημερήσιο δανεισμό τους και να καταστούν ικανές να ανταποκριθούν στις όποιες αποσύρσεις καταθέσεων. Η κυβέρνηση επίσης απορρόφησε την πλεονάζουσα ρευστότητα με νομισματικά εργαλεία. Επίσης, επέβαλλε στις τράπεζες να δανείζονται σε μεγαλύτερες ληκτότητες (όχι overnight) και να εφαρμόζουν ενιαία επιτόκια στις διάφορες διάρκειες (χαμηλότερα των αποδόσεων των ομολόγων ώστε οι τράπεζες να μπορούν να είναι κερδοφόρες). Οι δύο μεγαλύτερες κρατικές τράπεζες (Ziraat και Halk) υποβλήθηκαν σε χρηματοοικονομική και λειτουργική αναδιάρθρωση ώστε να εξασφαλιστεί η κερδοφορία τους (ανεξαρτητοποίηση του ΔΣ τους, ορισμός νέου management το οποίο θα εφαρμόζε εμπορικά κριτήρια και πολιτικές τιμολόγησης και διαχείρισης κινδύνων και θα δρομολογούσε την ιδιωτικοποίησή τους). Η κυβέρνηση επιφορτίστηκε την παρακολούθηση των χρηματικών ροών, της ρευστότητας και της υγιούς κερδοφορίας τους, με την παρακολούθηση ανεξάρτητων ελεγκτών. Για δύο μικρότερες κρατικές τράπεζες οι οποίες ήταν αφερέγγυες το ΔΝΤ εισηγήθηκε: η Emlak να απορροφηθεί από τη Ziraat, στην οποίαν παρασχέθηκαν κεφάλαια για αυτό το σκοπό, και για την Vakif να δρομολογηθεί η ιδιωτικοποίησή της. Εάν για κάποιες τράπεζες δεν βρισκόταν αγοραστής και οδηγούντο στη ρευστοποίηση, οι καταθέσεις τους προβλέφθηκε να μεταφερθούν σε άλλες τράπεζες. Τα δάνεια σε καθυστέρηση και άλλα προβληματικά στοιχεία ενεργητικού μεταφέρθηκαν σε κρατικούς φορείς οι οποίοι στελεχώθηκαν με επαγγελματίες managers και προσωπικό. Από τις προβληματικές ιδιωτικές τράπεζες, το ΔΝΤ ζήτησε να παρουσιάσουν σχέδια επανακεφαλαιοποίησής τους με αυστηρά χρονοδιαγράμματα εφαρμογής και ενθαρρύνθηκαν να

συγχωνευτούν. Επιβλήθηκαν αυστηρότερες προβλέψεις έναντι απωλειών και παρακολουθείτο η ρευστότητά τους ώστε να αποτραπεί (ή να ανατραπεί) η εμπλοκή τους σε μη σίφρονες πρακτικές. Για να αποτραπούν οι επιθέσεις σε τράπεζες, πέραν της εγγύησης καταθέσεων και δανείων, θεσμοθετήθηκε ρητά η δυνατότητα χρηματοδότησής τους από την κυβέρνηση. Για να ενισχυθεί η φερεγγυότητα των τραπεζών, ζητήθηκε η ψήφιση και άλλων νόμων, όπως η νομική κατοχύρωση της ανάκτησης δανείων, η προσμέτρηση των παραγώγων για τη μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου, ο περιορισμός της επιτρεπτής έκθεσης σε συναλλαγματικό κίνδυνο, η ενσωμάτωση των *gepos* στους ισολογισμούς των τραπεζών και η έκπτωση των απωλειών από τη φορολόγηση. (Turkey, 2001).

7. Συμπεράσματα

Η προσφυγή στο μηχανισμό στήριξης ΕΕ / ΔΝΤ αποτελεί για την Ελλάδα μία στρατηγικά επώδυνη επιλογή. Ωστόσο, αποτελεί παράλληλα και την τελευταία δυνατότητα της χώρας να αντιμετωπίσει τα μακροχρόνια διαρθρωτικά της προβλήματα και να αναστρέψει την πορεία δημοσιονομικής εκτροπής και οικονομικού μαρασμού. Επιπλέον, η προσπάθεια είναι επενδεδυμένη με την αξιοπιστία την οποία ενσταλάζει στις αγορές η παρουσία του ΔΝΤ, δεδομένου ότι οι εγχώριοι φορείς άσκησης πολιτικής έχουν απολέσει την εμπιστοσύνη των δανειστών και τη δυνατότητα για μία δεύτερη ευκαιρία. Όσον αφορά την επίδραση της προσφυγής στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, η ανάλυση των περιπτώσεων των ευρωπαϊκών χωρών στις οποίες παρενέβη το ΔΝΤ την τελευταία δεκαετία αποκαλύπτει ότι το ΔΝΤ δεν εισηγείται βλαπτικές για τους καταθέτες παρεμβάσεις. Αντιθέτως, δίνει ιδιαίτερη έμφαση στην ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας, της ρευστότητας και της εποπτείας των τραπεζικών ιδρυμάτων διότι

αναγνωρίζει την ευρωστία του τραπεζικού συστήματος ως κεντρική προϋπόθεση επιτυχίας του εγχειρήματος της οικονομικής ανατάξεως.

Βιβλιογραφία

Hungary (2010), Letter of Intent, Memorandum of Economic and Technical Memorandum of Understanding, March 4.

Iceland (2008), Letter of Intent and Technical Memorandum of Understanding, November 15.

IMF (2010α), Press Release No. 10/47, February 17.

IMF (2010β), IMF Country Report No. 10/80, March.

IMF (2009α), Statement by the IMF Staff Mission to Serbia, Press Release No. 09/91 March 26.

IMF (2009β), IMF Country Report No. 09/158, Republic of Serbia: First Review Under the Stand-By Arrangement, May.

IMF (2009γ), Press Release No. 09/148, May 4.

IMF (2008α), Press Release No. 08/106, May 9.

IMF (2008β), Country Report No. 08/272, August.

IMF (2008γ), Press Release No. 08/332, December 19.

IMF (2008δ), Press Release No. 08/345, December 23.

IMF (2008ε), Press Release No. 08/275, November 6.

IMF (2008στ), Press Release No. 08/271, November 5.

IMF (2008ζ), Press Release No.08/296, November 19.

IMF (2002), Country Report No. 02/137, July.

Latvia (2010), Letter of Intent and Technical Memorandum of Understanding, January 22.

Romania, (2009), Letter of Intent and Technical Memorandum of Understanding, September 8.

Sturzenegger, F. (2002), Default Episodes in the 90s: Factbook and Preliminary Lessons, Universidad Torcuato Di Tella Working Paper (prepared for the World Bank), June.

Turkey (2001), Letter of Intent and Memorandum of Economic Policies, May 3.

Ukraine (2009), Letter of Intent and Technical Memorandum of Understanding July 23.

ΠΡΟΣΦΑΤΑ ΤΕΥΧΗ του ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ & ΑΓΟΡΕΣ

Τόμος(Τεύχος)	Ημερομηνία	Συγγραφείς-Τίτλοι Άρθρων
V(1)	Φεβρουάριος 2010	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Τ. Αναστασάτος: Η Δυναμική του Ελληνικού Δημόσιου Χρέους και Γιατί η Χρεοκοπία Δεν Αποτελεί Επιλογή
IV(8)	Νοέμβριος 2009	Τ. Αναστασάτος: Προς Ένα Νέο Ελληνικό Αναπτυξιακό Πρότυπο: Επενδύσεις και Εξωστρέφεια
IV(7)	Σεπτέμβριος 2009	Κ. Βορλόου: Η Απαισιόδοξία των Ελληνικών Νοικοκυριών
IV(6)	Ιούλιος 2009	Γ. Χαρδούβελης, Π. Μονοκρούσος: Είναι Διατηρήσιμο το Συναλλαγματικό Καθεστώς στη Βουλγαρία; (αγγλική έκδοση)
IV(5)	Μάιος 2009	Γ. Γκιώνης: Η Χρηματοοικονομική Κρίση και η Νέα Ευρώπη
IV(4)	Απρίλιος 2009	Β. Αρακελιάν: Η Διεύρυνση του Περιθωρίου Απόδοσης του 10ετούς Ελληνικού Κυβερνητικού Ομολόγου εν μέσω της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης
IV(3)	Μάρτιος 2009	Π. Μονοκρούσος: Πρόσφατες Εξελίξεις και Προοπτικές στις Αγορές Κυβερνητικών Ομολόγων
IV(2)	Ιανουάριος 2009	Κ.Ε. Βορλόου & Σ. Κανελλοπούλου: Οικονομικές Κρίσεις και Τουριστική Κίνηση στην Ελλάδα
IV(1)	Νοέμβριος 2008	Τ. Αναστασάτος: Η Ελληνική Νομισματική Πολιτική και τα Διδάγματα για τις Χώρες της Νέας Ευρώπης
III(10)	Οκτώβριος 2008	Κ.Ε. Βορλόου: Η τιμή του πετρελαίου και η σχέση με το ευρώ.
III(9)	Σεπτέμβριος 2008	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης, Ο. Κοσμά: Βρίσκεται η Ευρώπη στα πρόθυρα μιας ύφεσης;
III(8)	7 Ιουλίου 2008	Eurobank EFG Economic Research Forum: Η Νέα Παγκόσμια Οικονομία: Προοπτικές & Προκλήσεις
III(7)	22 Ιουνίου 2008	Τ. Αναστασάτος: Η Επιδείνωση του Ελληνικού Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών: Αίτια, Επιπτώσεις και Σενάρια Προσαρμογής

Τα παραπάνω άρθρα και περισσότερες εκδόσεις είναι διαθέσιμες ηλεκτρονικά δωρεάν, από την ιστοσελίδα της Eurobank EFG:

<http://www.eurobank.gr/research>

Κυκλοφορούν επίσης:

1. Γκίκας Χαρδούβελης, «Πηγές Ανάπτυξης: Μπορεί η Ελλάδα να Ακολουθήσει το Παράδειγμα της Ιρλανδίας;» (ISBN: 9608386381, Ιανουάριος 2006, Εκδόσεις Κέρκυρα), με τα πρακτικά και τις μελέτες του ομώνυμου συνεδρίου της Eurobank EFG (4/10/2005).
2. Νικόλαος Καραμούζης & Γκίκας Χαρδούβελης, «Αγορά κατοικίας: τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες» (ISBN: 9789604451661, 2007, Εκδόσεις Σάκκουλα).

Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές

ISSN: 1790-6881

Eurobank EFG, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων
Ερευνητική Ομάδα:Συντάκτης: Γκίκας Χαρδούβελης,
Chief Economist & Director of ResearchΔημήτρης Μαλλιαρόπουλος: Research Advisor
Τάσος Αναστασάτος: Senior Economist
Ιωάννης Γκιώνης: Research Economist
Στέλλα Κανελλοπούλου: Research Economist
Θεόδωρος Σταματίου: Research EconomistΘεοδότης Σαμπανιώτης: Senior Economic Analyst
Όλγα Κοσμά: Economic Analyst
Μαρία Πρανδέκα: Economic Analyst
Βασίλης Ζάρκος: Junior Economic Analyst
Θεόδωρος Ράπανος: Junior Economic AnalystEurobank EFG, Σουρή 5 & Αμαλίας 20, Μποδοσάκειο, 10557 Αθήνα, τηλ. (210) 333.7365, Φαξ: (210) 333.7687,
web: <http://www.eurobank.gr/research>, Email επικοινωνίας: Research@eurobank.gr

Ρήτρα μη ευθύνης (disclaimer):

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κ.λπ. εκφράζουν αποκλειστικά τις απόψεις του συντάκτη τους. Ανυπόγραφα σημειώματα θεωρούνται της συντάξεως. Άρθρα, μελέτες, σχόλια κ.λπ., που υπογράφονται από μέλη της συντακτικής επιτροπής, εκφράζουν τις προσωπικές απόψεις του γράφοντα. Απαγορεύεται χωρίς προηγούμενη άδεια η ολική ή μερική αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή ή αναμετάδοση αυτής της έκδοσης σε οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοαντιγραφικό, ηχογραφικό ή άλλο.