ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

Ο ΕΥΡΩΠΑΙΚΟΣ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ (EUROPEAN STABILITY MECHANISM – ESM) ΣΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

ΙΑΤΣΙΟΣ ΦΙΛΟΚΤΗΜΩΝ

Διατριβή υποβληθείσα προς μερική εκπλήρωση
των απαραιτήτων προϋποθέσεων
για την απόκτηση του
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα
Ιανουάριος , 2013

Εγκρίνουμε τη διατριβή του : **ΙΑΤΣΙΟΥ ΦΙΛΟΚΤΗΜΩΝ**

(122411)

Ο Υπεύθυνος Καθηγητής :

κ. ΣΑΠΟΥΝΤΖΟΓΛΟΥ ΓΕΡΑΣΙΜΟΣ
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών _____

(Υπογραφή)

Η Εξετάστρια Καθηγήτρια [1] :

κα. ΕΛΕΝΗ ΛΟΥΡΗ-ΔΕΝΔΡΙΝΟΥ
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών _____

(Υπογραφή)

Ο Εξεταστής Καθηγητής [2] :

κ. ΤΖΑΒΑΛΗΣ ΗΛΙΑΣ
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών _____

(Υπογραφή)

Ημ/να **_____ / _____ / _____**



«Η σταθερότητα είναι το καταφύγιο όσων δεν έχουν φαντασία»

Oscar Wilde

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών «Εφαρμοσμένη Οικονομική και Χρηματοοικονομική», του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, κατά τη διάρκεια του Γ΄ ακαδημαϊκού εξαμήνου.

Νοιώθω την υποχρέωση να ευχαριστήσω όλους τους παράγοντες του ΜΠΣ για τη μοναδική ευκαιρία που μου προσέφεραν να βελτιώσω το γνωστικό μου υπόβαθρο και να αυξήσω την κριτική μου ικανότητα.

Περισσότερο όμως θα ήθελα να εκφράσω τις πιο θερμές μου ευχαριστίες για τον κ. Γεράσιμο Σαπουντζόγλου, τον οποίο είχα την τιμή να έχω επιβλέποντα καθηγητή της διπλωματικής μου εργασίας. Τον ευχαριστώ για την υπομονή του, την καθοδήγησή του, τις πολύτιμες συμβουλές του καθ΄ όλη τη διάρκεια συγγραφής της εργασίας αλλά και την άμεση ανταπόκρισή του σε οποιαδήποτε απορία μου. Τα οφέλη που αποκόμισα από τη συνεργασία μου μαζί του, θα αποτελέσουν πολύτιμα εφόδια για την επαγγελματική μου σταδιοδρομία και θα είναι καθοριστικά για τις μελλοντικές μου επιλογές.

Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου, στην οποία αφιερώνω και την παρούσα εργασία, η οποία όλα αυτά τα χρόνια γεμάτη υπομονή , γενναιοδωρία , ηθική και υλική βοήθεια στάθηκε δίπλα μου και μου πρόσφερε όχι μόνο την απαραίτητη οικονομική αλλά κυρίως την ψυχολογική υποστήριξη και τη δύναμη να αντεπεξέλθω στα όσα ως τώρα έχω αντιμετωπίσει.

Περιεχόμενα

ΕΙΣΑΓΩΓΗ……..……12

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (the European Stability Mechanism – ESM)

1.1 Γενικά……...…..15

1.1.1 Η Συνθήκη Ίδρυσης και τι υποκαθιστά…….……15

1.2 Σύσταση και Μέλη…….19

1.3 Σκοπός……...…….20

1.4 Εταιρική διακυβέρνηση……..…20

1.4.1 Το συμβούλιο των Διοικητών……..….21

1.4.2 Το Συμβούλιο των Διευθυντών…….24

1.4.3 Ο Διευθύνων Σύμβουλος…….…….25

1.5 Κεφάλαιο και Πηγές Χρηματοδότησης ……26

1.5.1 Αλλαγές στο εγκεκριμένο μετοχικό κεφάλαιο……..32

1.6 Λειτουργία και τρόπος λήψης αποφάσεων……33

1.6.1 Τιμολογιακή Πολιτική του ESM……...33

1.6.2 Δανειοληπτική Πολιτική του ESM……...…42

1.6.2.1 Στόχοι και αρχές της χρηματοδότησης ……44

1.6.2.2 Μέσα Χρηματοδότησης ……...45

1.6.2.2.1 Τίτλοι Κεφαλαιαγορών ……..45

1.6.2.2.2 Τίτλοι χρηματαγορών ……46

1.6.2.3 Μεταβιβάσεις των χρηματοδοτικών ποσών που έχουν αναληφθεί στα δάνεια…….…..46

1.6.2.4 Ρυθμιστικό δίκαιο και συστήματα εκκαθάρισης ……..47

1.6.2.5. Υποβολή των διάφορων εκθέσεων και διαδικασιών ……...47

1.6.3 Επενδυτική Πολιτική του ESM……47

1.6.3.1 Στόχοι της επενδυτικής πολιτικής……48

1.6.3.1.1 Ρευστότητα από την επένδυση των χαρτοφυλακίων……..48

1.6.3.1.2 Συνεχής διαθεσιμότητα της μέγιστης δανειοδότησης του ESM……48

1.1.6.1.3 Πιστοληπτική αξιοπιστία του ESM……49

1.6.3.1.4 Απόδοση επενδύσεων……49

1.6.3.2 Βασικές Αρχές που διέπουν τις Επενδύσεις……..49

1.6.3.3 Επιλεγμένα μέσα……...49

1.6.3.4 Η δομή των χαρτοφυλακίων ……50

1.6.3.5 Διαχείριση ρευστότητας του ισολογισμού του ESM……..…….51
1.6.3.6 Άσκηση επενδυτικής πολιτικής.....51
1.6.4 Πολιτική μερισμάτων 52
1.6.5 Αποθεματικό και άλλα κεφάλαια.....55
1.6.6 Προϋπολογισμός , Έλεγχος και κάλυψη ζημιών 55
1.6.6.1 Το συμβούλιο των Ελεγκτών.....56

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Ο Χρηματοδοτικός Ρόλος του ESM και η εξασφάλιση σταθερότητας

2.1 Αρχές και Διαδικασία για τη χορήγηση στήριξης σταθερότητας.....42
2.2 Χρηματοοικονομικά μέσα του ESM.....43
2.2.1 Παροχή προληπτικής χρηματοπιστωτικής συνδρομής από τον ESM.....43
2.2.1.1 Είδη προληπτικής χρηματοπιστωτικής συνδρομής.....44
2.2.1.2 Έναρξη ισχύος ενός πιστωτικού ορίου.....45
2.2.1.3 Εποπτεία 45
2.2.1.4 Μηχανισμός προειδοποίησης 46
2.2.1.5 Επανεξέταση επάρκειας της προληπτικής χρηματοπιστωτικής συνδρομής.....46
2.2.2 Χρηματοπιστωτική συνδρομή για την ανακεφαλαιοποίηση χρημ/κων οργανισμών.....47
2.2.2.1 Σκοπός της δανειοδότησης για λόγους ανακεφαλαιοποίησης.....49
2.2.2.2 Κριτήρια επιλογής παροχής συνδρομής για την ανακεφ/ση χρημ/κών οργανισμών.....49
2.2.2.3 Εποπτεία 50
2.2.2.4 Εκταμίευση του δανείου
2.2.3 Δάνεια.....50
2.2.3.1 Σκοπός της Δανειοδότησης.....52
2.2.3.2 Εκταμίευση των Δανείων 52
2.2.3.3 Εποπτεία 53
2.2.3.4 Μηχανισμός προειδοποίησης.....53
2.2.4 Μηχανισμός στήριξης πρωτογενών αγορών 53
2.2.4.1 Διαδικασία χρησιμοποίησης του PMSF για την εκταμίευση ενός δανείου.....54

2.2.4.2 Διαδικασία χορήγησης του PMSF για ανάληψη χρημ/σης μέσω ενός πιστωτικού ορίου 54
2.2.4.3 Υλοποίηση των αγορών στην πρωτογενή αγορά 55
2.2.4.4 Διαχείριση του χαρτοφυλακίου των ομολόγων 56
2.2.5 Μηχανισμός στήριξης δευτερογενών αγορών 56
2.2.5.1 Κριτήρια Επιλογής 57
2.2.5.2 Διαδικασία ενεργοποίησης ενός SMSF για μέλη του ESM που δέχονται στήριξη 58
2.2.5.3 Διαδικασία ενεργοποίησης ενός SMSF για μέλη του ESM που δεν δέχονται στήριξη.....58
2.2.5.4 Υλοποίηση των αγορών στην δευτερογενή αγορά βάση του SMSF.59
2.2.5.5 Εποπτεία και υποβολή εκθέσεων.....59
2.3 ESM και διαχείριση κινδύνου.....60
2.3.1 Βασικές Αρχές που διέπουν τη διαχείριση κινδύνου.....61
2.3.1.1 Γνώση και συμπεριφορά απέναντι στον κίνδυνο.....61
2.3.1.2 Περιθώριο Ανοχής στον κίνδυνο.....61
2.3.1.3 Μέτρηση του κινδύνου 62
2.3.1.4 Συνεχής βελτίωση και ανάκαμψη.....62
2.3.1.5 Διαδικασία έγκρισης νέων εργαλείων και μέσων 62
2.3.2 Διακυβέρνηση.....63
2.3.2.1 Πρώτη γραμμή άμυνας -άμεση ευθύνη διαχείρισης&ελέγχου του κινδύνου.....63
2.3.2.2 Δεύτερη γραμμή άμυνας – εφαρμογή μέτρων αντιμετώπισης του κινδύνου και εποπτεία.....63
2.3.2.3 Τρίτη γραμμή άμυνας – αυτόνομες και ανεξάρτητες διασφαλίσεις..66
2.3.4 Είδη κινδύνων και περιορισμού του.....66
2.3.4.1 Χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι.....66
2.3.4.2 Μη χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι.....67
2.4 Ερμηνεία οδηγιών και τρόπος επίλυσης διαφορών.....68
2.5 Το βέλτιστο μέγεθος του ESM.....68
2.5.1 Το μοντέλο Core-Periphery.....71
2.5.1.1 Υποθέσεις 71
2.5.1.2 Periphery 72
2.5.1.3 Core.....74
2.5.1.4 Εξασφάλιση (Insurance).....75

2.5.1.5 Το βέλτιστο μέγεθος της εξασφάλισης 78
2.5.1.6. Συμπεράσματα.....80
2.6. Από το EFSF στον ESM.....81
2.6.1 ESM και EFSF αντιμέτωπα με την κρίση 83
2.6.2 Στατιστική επεξεργασία των EFSF και ESM.....85
2.6.3 Πιστοληπτική αξιολόγηση των EFSF, ESM 86
2.7 Οικονομική Διακυβέρνηση της Ευρωζώνης και ESM.....90
2.8 Ο ESM&η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement -PSI)...97

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Εφαρμογή των μέτρων για τη διασφάλιση της σταθερότητας στην ευρωζώνη

3.1 Συνοχή , λιτότητα και ο δρόμος για την επιβίωση 103
3.1.1 Οι τρεις κατευθύνσεις για την αντιμετώπιση της κρίσης και τα αποτελέσματα τους 104
3.1.1.1 Μεταρρύθμιση και Αναπροσαρμογή (Reform).....105
3.1.1.2 Αναθέρμανση (Reflation).....105
3.1.1.3 Ανακατανομή (redistribution).....107
3.2 Τα 6 σενάρια επιβίωσης 109
3.3 Ευρωομόλογα (Eurobonds).....114
3.3.1 Τα ευρωομόλογα και οι επενδύσεις στο δημόσιο τομέα.....116
3.3.2 Είδη ευρωομολόγων 117
3.3.3 Επιπλοκές και οικονομική διακυβέρνηση.....123
3.3.4 Αντεπιχειρήματα.....124
3.4 Εποπτεία.....125
3.5 Ευρωπαϊκή Αρχή Χρεογράφων και Αγορών (European Security and Market Authority – ESMA).....128
3.6 Δημοσιονομική αναπροσαρμογή στις GIPSY χώρες (Ελλάδα, Ιρλανδία , Πορτογαλία , Ισπανία , Ιταλία).....130
3.6.1 Εφαρμογή 131
3.6.2 Ξένα κεφάλαια&το αντίκτυπο ενός υψηλότερου ασφάλιστρου κινδύνου..133
3.6.3 Οι Κεϋνσιανοί συντελεστές και το αντίκτυπο τους στην δημοσιονομική ενοποίηση.....135
3.6.4 Δημοσιονομική βιωσιμότητα.....138
3.7 Διακυβέρνηση και μηχανισμοί.....139

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : Το τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης και η ο ρόλος της ΕΚΤ

4.1 Το φαινόμενο της προκυκλικότητας στις τράπεζες.....145
4.1.1 Η προκυκλικότητα στον τραπεζικό τομέα.....145
4.1.2 Το αντίκτυπο της προκυκλικότητας.....146
4.1.3 Το αίτια της προκυκλικότητας στις τράπεζες.....146
4.1.4 Παράγοντες που επηρεάζουν τη προκυκλικότητα.....148
4.1.4.1 Οικονομική πολιτική και τραπεζική εποπτεία.....148
4.1.4.2 Ρυθμιστικό πλαίσιο και πρακτικές των τραπεζών.....149
4.1.5 Παράγοντες που περιορίζουν την προκυκλικότητα.....149
4.2 Ο δρόμος για μια Ευρωπαϊκή Τραπεζική Ένωση (ΕΤΕ).....149
4.2.1 Οι λόγοι δημιουργίας μιας τραπεζικής ένωσης 150
4.2.1.1 Ο ηθικός κίνδυνος.....152
4.2.1.2 Το πρόβλημα δυσμενούς επιλογής και οι τράπεζες.....153
4.2.1.3 Οι τέσσερις δομικοί πυλώνες.....153
4.3 Βασιλεία ΙΙΙ και ανακεφαλαιοποίηση των ευρωπαϊκών τραπεζών.....155
4.3.1 Ρυθμιστικό πλαίσιο.....155
4.3.2 Ανακεφαλαιοποίηση μέσω υβριδικών εκδόσεων χρέους.....156
4.4 Χρηματοοικονομικές φούσκες και τράπεζες.....157
4.4.1 Το μοντέλο.....158
4.4.2 Η βέλτιστη συμπεριφορά της τράπεζας.....160
4.5 Η ΕΚΤ και ο ρόλος της στην διακυβέρνηση της κρίσης 161

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Ο ρόλος της ΕΚΤ , το EFSF και ο ESM

5.1 Η λειτουργία του EFSF και ο ρόλος της ΕΚΤ.....164
5.2 Ο ρόλος της ΕΚΤ.....167
5.3. Ο ESM και η ΕΚΤ 168

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : Η περίπτωση της Ελλάδας

6.1 Δημοσιονομική Αναπροσαρμογή και το Μνημόνιο 172
6.2 Η Ελλάδα και η δημοσιονομική κρίση στην ευρωζώνη 172
6.2.1 Τα αίτια των δημοσιονομικών προβλημάτων.....173

6.2.2 Η αποκατάσταση της βιωσιμότητας των δημοσίων οικονομικών 174
6.3 Μέτρα στήριξης της ΕΚΤ/ΔΝΤ/ ΕΕ.....175
6.3.1 Παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας στην Ελλάδα.....176
6.3.2 Μέτρα παροχής χρηματοπιστωτικής βοήθειας από την ΕΚΤ.....179

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ……..……..184
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ……...…….192

ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

Α

ΑΕΠ = Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

Γ

ΓΓΔΧ = Γερμανικό Γραφείο Διαχείρισης Χρέους

Δ

ΔΝΤ = Διεθνές Νομισματικό ταμείο

D

DIP = Dept Issuance Programme

E

EE = Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΕΚΤ = Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ECCL = Enhanced Conditions Credit Line
EC = European Court
EDA = European Debt Agency –
EFSF = European Financial Stability Facility
EFSM = European Financial Stabilization Mechanism
EIB = European Investment Bank –
EIP = Excessive Imbalance Procedures –
ELA = Emergency Liquidity Assistance –
EMU = European Monetary Fund
ESA = European Supervisory Authorities
ESM = European Stability Mechanism
ESMA = European Security and Market Authority
ESRB =European Systemic Risk Board

F

FFA = Financial Facility Agreement

I

IMF = International Monetary Fund

M

MDBs = Multilateral Developed Banks
MIP = Macroeconomic Imbalance Procedures
MoU = Memorandum of Understanding

O

ONE = Οικονομική Νομισματική Ένωση

P

PCCL = Precautionary Conditioned Credit Line
PMP = Primary Market Purchases
PMSF = Primary Market Support Facility
PSI = Private Sector Involvement

S

ΣΛΕΕ = Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης

SMSF = Secondary Market Support Facility

T

TSCG = The Treaty on Stability , Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union .

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Αντικείμενο μελέτης της συγκεκριμένης εργασίας αποτελεί ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (European Stability Mechanism - ESM) ή όπως πολλοί τον αποκαλούν το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ταμείο. Στην εργασία περιγράφονται αναλυτικά η σύσταση , η δομή και ο τρόπος λειτουργίας του ESM καθώς επίσης και οι αρχές που διέπουν την πολιτικοί , τους στόχους και τις δραστηριότητες του. Στο δεύτερο κεφάλαιο περιγράφεται αναλυτικά ο χρηματοδοτικός ρόλος του ESM και η συμβολή του στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής και δημοσιονομικής σταθερότητας των κρατών μελών που έχουν ανάγκη χρηματοπιστωτικής βοήθειας αλλά και του συνόλου της ευρωζώνης . Στο κεφάλαιο 4 γίνεται αναφορά στο τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης , στα φαινόμενα που οδηγούν στην αποσταθεροποίηση του αλλά και στον ρόλο που διαδραματίζει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) στην διασφάλιση της ρευστότητας αλλά και στην σταθεροποίηση της ευρωζώνης ως σύνολο. Στο κεφάλαιο 5 γίνεται παρουσίαση της σχέσης και της αλληλεπίδρασης ΕΚΤ και η ESM ενώ η εργασία ολοκληρώνεται με μια αναφορά στην περίπτωση της Ελλάδος .

Τα 17 κράτη μέλη της ευρωζώνης αποφάσισαν την ίδρυση ενός μόνιμου Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (European Stability Mechanism – ESM) ο οποίος θα αντικαταστήσει τον μηχανισμό Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης και Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility – EFSF) και θα συμβάλλει στην μακροχρόνια σταθεροποίηση του ευρώ και της ευρωζώνης γενικότερα. Την ίδρυση του ESM ,ως διεθνή χρηματοοικονομικό οργανισμό , εγγυάται διεθνής συνθήκη ίδρυσης και θα έχει ως έδρα το Λουξεμβούργο. Σκοπός του είναι να συγκεντρώνει χρηματοοικονομικούς πόρους και κεφάλαια και να τα διοχετεύει στα μέλη της ευρωζώνης που αντιμετωπίζουν χρηματοοικονομικά και δημοσιονομικά προβλήματα . Μία τέτοιου είδους παροχή χρηματοπιστωτικής συνδρομής θα μπορεί να περιλαμβάνει πληθώρα μέσων χρηματοδότησης και θα χορηγείται μόνο κάτω από αυστηρές οικονομικές συνθήκες και μόνο όταν κρίνεται αναγκαία για τη διάσωση και διασφάλιση της σταθερότητας στην ευρωζώνη ως σύνολο. Η χορήγηση χρηματοπιστωτικής βοήθειας θα είναι στο πλαίσιο μακροοικονομικών προγραμμάτων χρηματοπιστωτικής προσαρμογής που ως στόχο διάσωσης θα έχουν την πληγείσα οικονομική και χρηματοοικονομική ισορροπία κάποιας χώρας.

Ο ESM όπως συμβαίνει και με το EFSF είναι εξουσιοδοτημένος να χρησιμοποιεί κάτω από αυστηρούς όρους διάφορα μέσα προκειμένου να εξασφαλίσει σταθερότητα .Αυτά τα μέσα είναι τα εξής :

Ο ESM χορηγεί πιστωτικές διευκολύνσεις σε κράτη μέλη της Ευρωζώνης τα οποία αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσκολίες. Αυτό έχει ως σκοπό την τόνωση της εμπιστοσύνης των αγορών και αυτό συμβάλλει στην τόσο στην πρόληψη μιας επικείμενης κρίσης σε πρώτο στάδιο όσο και στην πρόληψη του κινδύνου εξάπλωσης της στα υπόλοιπα μέλη της ευρωζώνης .

Τα κράτη μέλη του ESM μπορούν να προχωρούν στη σύναψη δανείων τα οποία θα τους βοηθούν να ξεπερνούν τις χρηματοπιστωτικές δυσκολίες τους . Τα κράτη μέλη αυτά από την πλευρά τους δεσμεύονται ότι θα εφαρμόσουν μια ευρέος φάσματος αναπροσαρμογή ως μέρος ενός μακροοικονομικού προγράμματος προσαρμογής για να επανέλθουν σε μια υγιή οικονομική και χρηματοπιστωτική κατάσταση και να ξεπεράσουν τον κίνδυνο .

Αν συγκεκριμένα προβλήματα στον χρηματοπιστωτικό τομέα ενός κράτους μέλους θέτουν κινδύνους στην χρηματοπιστωτική σταθερότητα τόσο του ίδιου όσο και στο σύνολο της ευρωζώνης , ο ESM μπορεί να χορηγήσει σε αυτό το κράτος μέλος δάνειο για την ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων . Το κράτος μέλος που θα δεχθεί αυτή τη χρηματοοικονομική βοήθεια είναι υπεύθυνο για την αποπληρωμή του δανείου και την συμμόρφωση με τους όρους που συνοδεύουν τη σύναψη του .

Σε ειδικές περιπτώσεις ο ESM μπορεί να εμπλακεί στην αγορά κρατικών ομολόγων ενός κράτους μέλους στην πρωτογενή αγορά προκειμένου να παραμείνει και να διαπραγματεύεται η εν λόγω χώρα στην πρωτογενή αγορά ή - αν για παράδειγμα μια χώρα έχει ολοκληρώσει ένα πρόγραμμα αναπροσαρμογής – να επανέλθει πάλι σε αυτήν .

Όταν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) έχει παρατηρεί κάποια έκτακτη και ασυνήθιστη κατάσταση που προκύπτει στις χρηματαγορές και απειλεί την χρηματοπιστωτική σταθερότητα της Ευρωζώνης , τότε και μόνο σε ειδικές περιπτώσεις μπορούν να αγοραστούν κρατικά ομόλογα στη δευτερογενή αγορά .Το συγκεκριμένο μέτρο αποσκοπεί στην στήριξη της λειτουργίας των αγορών ομολόγων και να εξασφαλίσει ικανοποιητική ρευστότητα στις αγορές αυτές.

Ο ESM θα έχει εγγεγραμμένο κεφάλαιο περισσότερο από 700 δισεκατομμύρια ευρώ , 80 δισεκατομμύρια καταβεβλημένου κεφαλαίου και 620 δισεκατομμύρια καταβλητέου κεφαλαίου.

Τα μερίδια των κρατών μελών στη χρηματοδότηση βασίζονται στο μερίδιο τους στην κεφάλαιο της ΕΚΤ .Το κεφάλαιο στον ESM θα καταβάλλεται σε πέντε δόσεις. Με συμφωνία το Μάρτιο του 2012 συμφωνήθηκε πως οι πρώτες δύο δόσεις θα καταβληθούν το 2012 ενώ οι επόμενες το 2013 και 2014 .

Σε κάθε περίπτωση παροχής χρηματοπιστωτικής βοήθειας σε κάποιο κράτος μέλος του ESM θα πρέπει να εξετάζεται και η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα κατ' αναλογία πάντα και με την συμμετοχή του διεθνούς νομισματικού ταμείου (ΔΝΤ) .

Ο ESM διοικείται από ένα συμβούλιο Διοικητών το οποίο αποτελούν οι υπουργοί οικονομικών της ευρωζώνης , οι οποίοι αντιπροσωπεύουν τις εκλεγμένες κυβερνήσεις των κρατών μελών. Το συμβούλιο των Διοικητών είναι αρμόδιο για να αποφασίζει θέματα όπως η παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας σε κάποιο κράτος μέλος, όπως επίσης και τα μέσα αλλά και τους όρους που θα συνοδεύσουν μια τέτοια στήριξη. Διαθέτει ωστόσο και το συμβούλιο των Διευθυντών το οποίο αποτελείται από έναν αντιπρόσωπο από κάθε κράτος μέλος το οποίο είναι Ο ESM λειτουργεί όπως προβλέπεται από τη συνθήκη ίδρυσης του :

Τα μέλη του ESM που ζητούν χρηματοπιστωτική βοήθεια πρέπει να απευθύνουν αίτηση στήριξης στο συμβούλιο των Διοικητών.

Όταν λαμβάνεται μια τέτοια αίτηση τότε εξετάζονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και υπό τις συμβουλές της ΕΚΤ και του ΔΝΤ τα ακόλουθα θέματα :

- Υπάρχει κίνδυνος για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα όλης της Ευρωζώνης ;
- Λογίζεται το δημόσιο χρέος αυτού του κράτους μέλους βιώσιμο;
- Πόση χρηματοπιστωτική βοήθεια χρειάζεται πραγματικά το κράτος μέλος του ESM και πως μπορεί ενδεχομένως να εμπλακεί και ο ιδιωτικός τομέας .

Βασισμένο στις αποφάσεις για αυτά τα ζητήματα τότε το συμβούλιο των Διοικητών αποφασίζει αν θα παρέχει ο ESM χρηματοπιστωτική βοήθεια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (European Stability Mechanism – ESM)

1.1 Γενικά

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 17 Δεκεμβρίου 2010 αποφάσισε ύστερα από συμφωνία τη θέσπιση ενός μόνιμου μηχανισμού σταθερότητας από τα κράτη μέλη που ανήκουν στην ευρωζώνη. Τα συμβαλλόμενα κράτη μέλη μεταξύ των οποίων υπογράφηκε η συνθήκη για τη θέσπιση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας είναι το Βασίλειο του Βελγίου, η Ομοσπονδιακή Δημοκρατία της Γερμανίας, η Δημοκρατία της Εσθονίας, η Ιρλανδία, η Ελληνική Δημοκρατία, το Βασίλειο της Ισπανίας, η Γαλλική Δημοκρατία, η Ιταλική Δημοκρατία, η Κυπριακή Δημοκρατία, το Μεγάλο Δουκάτο του Λουξεμβούργου, η Μάλτα, το Βασίλειο των Κάτω Χωρών, η Δημοκρατία της Αυστρίας, η Πορτογαλική Δημοκρατία, η Δημοκρατία της Σλοβενίας, η Σλοβακική Δημοκρατία και η Δημοκρατία της Φινλανδίας. Τα « κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ ΕΕ L 91 της 6.4.2011, σ. 1.» ή τα « μέλη του ESM » έχουν δεσμευτεί τόσο για τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην ευρωζώνη όσο και για την υπενθύμιση των αποφάσεων που ενέκρινε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 25 Μαρτίου 2011 περί θεσπίσεως ευρωπαϊκού μηχανισμού σταθερότητας ότι δηλαδή «Τα κράτη μέλη με νόμισμα το ευρώ μπορούν να θεσπίσουν μηχανισμό σταθερότητας ο οποίος θα τίθεται σε λειτουργία εφόσον κρίνεται απαραίτητο προκειμένου να διασφαλίζεται η σταθερότητα της ευρωζώνης στο σύνολο της. Η παροχή ενδεχόμενης απαραίτητης χρηματοπιστωτικής συνδρομής δυνάμει του μηχανισμού θα υπόκειται σε αυστηρούς όρους ».

1.1.1 Η Συνθήκη Ίδρυσης και τι υποκαθιστά

Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) θα αναλάβει όσα μέχρι τώρα αποτελούσαν αντικείμενο του μηχανισμού Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης και Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility – EFSF) και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης (European Financial Stabilization Mechanism –EFSM) παρέχοντας όπου είναι αναγκαίο, χρηματοπιστωτική βοήθεια στα κράτη μέλη της ευρωζώνης . Προκειμένου μάλιστα να βελτιωθεί η αποτελεσματικότητα της χρηματοοικονομικής βοήθειας και να αποφευχθεί ο κίνδυνος της μετάδοσης της χρηματοπιστωτικής κρίσης οι αρχηγοί

κρατών και κυβερνήσεων των κρατών μελών της ευρωζώνης αποφάσισαν στις 21 Ιουλίου 2011 να «αυξηθεί η δύναμη του ESM με επιβολή κατάλληλων μέτρων » .

Στις 9 Δεκεμβρίου 2011 οι αρχηγοί κρατών ή κυβερνήσεων των κρατών μελών που νόμισμα τους είναι το ευρώ αποφάσισαν να προχωρήσουν προς μια ισχυρότερη οικονομική ένωση που θα περιλαμβάνει ένα νέο δημοσιονομικό συμβόλαιο αλλά και ενισχυμένο συντονισμό σε θέματα οικονομικής πολιτικής και θα εφαρμοστεί μέσω διεθνούς συμφωνίας, της Συνθήκης για τη Σταθερότητα, τον Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (The Treaty on Stability , Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union «TSCG»). Η TSCG θα βοηθήσει στην ανάπτυξη στενότερης συνεργασίας εντός της ζώνης του ευρώ, με σκοπό να διασφαλιστεί μια βιώσιμη, υγιή και εύρωστη διαχείριση των δημόσιων οικονομικών, και επομένως να αντιμετωπιστεί μία από τις κύριες αιτίες της χρηματοοικονομικής αστάθειας. Η παρούσα συνθήκη και η TSCG αλληλοσυμπληρώνονται στην ενίσχυση της οικονομικής ευθύνης και αλληλεγγύης εντός της οικονομικής και νομισματικής ένωσης. Ακόμη αναγνωρίστηκε και συμφωνήθηκε ότι η παροχή χρηματοπιστωτικής συνδρομής στο πλαίσιο νέων προγραμμάτων υπό τον ESM θα παρέχεται υπό την προϋπόθεση, από 1ης Μαρτίου 2013, της κύρωσης της TSCG από το ενδιαφερόμενο μέλος του ESM και, αφότου λήξει η προθεσμία μεταφοράς του άρθρου 3 παράγραφος 2 της TSCG, της συμμόρφωσης προς τις απαιτήσεις του εν λόγω άρθρου.

Λόγω της μεγάλης αλληλεξάρτησης μεταξύ των κρατών εντός της ευρωζώνης , όποιοι σοβαροί κίνδυνοι μπορούν να προκύψουν αναφορικά με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα των κρατών μελών της , μπορούν να θέσουν σε κίνδυνο και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα της ευρωζώνης στο σύνολο της . Επομένως η στήριξη σταθερότητας που μπορεί να παρέχει ο ESM είναι συγκεκριμένη και βάσει αυστηρών όρων , κατάλληλων για το επιλεγμένο μέσο χρηματοπιστωτικής συνδρομής για τη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας τόσο των κρατών μελών όσο και του συνόλου της ευρωζώνης . Η αρχική μέγιστη δανειοδοτική ικανότητα του ESM ορίστηκε στα €500δις συμπεριλαμβανόμενης της στήριξης του EFSF , επάρκεια η όποια επαναξιολογήθηκε πριν την έναρξη της ισχύος του ESM και ανήλθε στα €750δις .

Από τη συνθήκη ίδρυσης ορίστηκε ότι κάθε κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) που είναι και μέλος της ευρωζώνης ,θα αποτελεί και μέλος του ESM με πλήρη δικαιώματα και υποχρεώσεις , όπως ακριβώς ισχύει και για τα συμβαλλόμενα μέλη.

Η συνεργασία του ESM για την παροχή στήριξης σταθερότητας θα είναι πολύ στενή με το Διεθνές Νομισματικό ταμείο (ΔΝΤ) , του οποίου η ενεργή συμμετοχή θα επιδιώκεται τόσο σε τεχνικό όσο και σε χρηματοοικονομικό επίπεδο. Τα κράτη μέλη της ευρωζώνης που θα ζητούν χρηματοπιστωτική βοήθεια από το ESM αναμένεται να απευθύνονται εφόσον είναι δυνατόν και στο ΔΝΤ.

Η συνθήκη για τα κράτη μέλη της ΕΕ το νόμιμα των οποίων δεν είναι το ευρώ (κράτη μέλη εκτός της ευρωζώνης) και συμμετέχουν σε ad hoc βάση μαζί με τον ESM σε πράξης παροχής στήριξης σταθερότητας για τα κράτη μέλη της ευρωζώνης , θα καλούνται να συμμετέχουν ως παρατηρητές στις συνεδριάσεις του ESM κατά τη συζήτηση της εν λόγω στήριξης σταθερότητας και της παρακολούθησης της . Ακόμη θα είναι δυνατή η πρόσβαση τους σε όλες τις πληροφορίες ενώ θα ζητείται η γνώμη τους σε κάθε περίπτωση .

Στις 20 Ιουνίου 2011, οι εκπρόσωποι των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης ζήτησαν από τα συμβαλλόμενα μέλη της συνθήκης να προχωρήσουν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) στη διεκπεραίωση των καθηκόντων τους όπως αυτά προβλέπονται από τη συνθήκη . Ενώ συμφωνήθηκε να ακολουθείται πρακτική όμοια με αυτή του ΔΝΤ σε εξαιρετικές περιπτώσεις όπου κρίνεται απαραίτητη η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα , σε περιπτώσεις δηλαδή που η στήριξη σταθερότητας συνοδεύεται από ρυθμίσεις που έχουν τη μορφή προγράμματος μακροοικονομικής προσαρμογής .

Ο ESM , όπως και το ΔΝΤ, θα παρέχει στήριξη σταθερότητας σε κράτη μέλη του που η πρόσβαση τους στις χρηματαγορές για τη χρηματοδότηση τους είναι περιορισμένη ή αντιμετωπίζει κίνδυνο να είναι μειωμένη . Αντικατοπτρίζοντας το γεγονός αυτό, οι αρχηγοί κρατών δήλωσαν ότι τα δάνεια του ESM θα απολαύουν καθεστώτος επιλεκτικού πιστωτή όπως και αυτά του ΔΝΤ, αποδεχόμενοι συγχρόνως ότι το καθεστώς επιλεκτικού πιστωτή του ΔΝΤ υπερισχύει έναντι αυτού του ESM. Το καθεστώς αυτό θα αναλάβει δράση και θα παράγει πιθανά αποτελέσματα μετά την ημερομηνία έναρξης ισχύος της παρούσας συνθήκης. Στην περίπτωση που χρηματοπιστωτική συνδρομή του ESM με τη μορφή δανείων ESM έπεται υφιστάμενου κατά την υπογραφή της παρούσας συνθήκης ευρωπαϊκού προγράμματος χρηματοπιστωτικής συνδρομής, ο ESM θα απολαμβάνει της ίδιας εξοφλητικής προτεραιότητας με όλα τα υπόλοιπα δάνεια και υποχρεώσεις του μέλους αποδέκτη του ESM, με εξαίρεση τα δάνεια του ΔΝΤ. Ακόμη τα κράτη μέλη της ευρωζώνης , σε συντονισμό πάντα με τον ESM , θα υποστηρίξουν ισοδύναμη θέση πιστωτή του ESM και των άλλων κρατών που δανείζουν σε διμερή βάση.

Οι προϋποθέσεις δανεισμού από τον ESM των κρατών μελών που υπόκεινται σε πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που είχαν δεχθεί στήριξη σταθερότητας, είναι να καλύπτεται το κόστος χρηματοδότησης και λειτουργίας του ESM και θα πρέπει να είναι σύμφωνες με τις προϋποθέσεις δανεισμού των Συμφωνιών για Διευκόλυνση Χρηματοπιστωτικής Συνδρομής που έχουν υπογραφεί μεταξύ του EFSF, της Ιρλανδίας και της Κεντρική Τράπεζας της Ιρλανδίας, αφενός, και του EFSF, της Πορτογαλικής Δημοκρατίας και της Τράπεζας της Πορτογαλίας, αφετέρου.

Οι διαφορές που αφορούν την ερμηνεία και την εφαρμογή της παρούσας συνθήκης οι οποίες προκύπτουν μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών ή μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών και του ESM θα πρέπει να υπόκεινται στη δικαιοδοσία του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, σύμφωνα με το άρθρο 273 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης («ΣΛΕΕ»).

Η μετά το πρόγραμμα εποπτεία θα ασκείται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και από το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο πλαίσιο που καθορίζεται στα άρθρα 121 και 136 της ΣΛΕΕ .[1]

---

[1] i) Άρθρο 121 της Συνθήκης Λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης

1. Τα κράτη μέλη θεωρούν τις οικονομικές τους πολιτικές θέμα κοινού ενδιαφέροντος και τις συντονίζουν στα πλαίσια του Συμβουλίου.2. Το Συμβούλιο, μετά από σύσταση της Επιτροπής, συντάσσει σχέδιο των γενικών προσανατολισμών των οικονομικών πολιτικών των κρατών μελών και της Ένωσης και απευθύνει έκθεση με τα πορίσματά του στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, αποφασίζοντας με βάση την έκθεση αυτή του Συμβουλίου, συζητά τα συμπεράσματα για τους γενικούς προσανατολισμούς των οικονομικών πολιτικών των κρατών μελών και της Ένωσης. Με βάση τα συμπεράσματα αυτά, το Συμβούλιο, διατυπώνει σύσταση όπου εκτίθενται αυτοί οι γενικοί προσανατολισμοί. Το Συμβούλιο γνωστοποιεί τη σύστασή του στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. 3. Προκειμένου να εξασφαλισθεί στενότερος συντονισμός των οικονομικών πολιτικών και συνεχής σύγκλιση των οικονομικών επιδόσεων των κρατών μελών, το Συμβούλιο, βάσει εκθέσεων που υποβάλλει η Επιτροπή, παρακολουθεί τις οικονομικές εξελίξεις σε κάθε κράτος μέλος και στην Ένωση, καθώς και τη συνέπεια των οικονομικών πολιτικών με τους γενικούς προσανατολισμούς που αναφέρονται στην παράγραφο 2, και προβαίνει τακτικά σε συνολική αξιολόγηση. Για τους σκοπούς αυτής της πολυμερούς εποπτείας, τα κράτη μέλη ενημερώνουν την Επιτροπή για τα σημαντικά μέτρα που λαμβάνουν στον τομέα της οικονομικής τους πολιτικής και της διαβιβάζουν όποιες άλλες πληροφορίες κρίνουν αναγκαίες. 4. Όταν διαπιστώνεται, στο πλαίσιο της διαδικασίας της παραγράφου 3, ότι η οικονομική πολιτική ενός κράτους μέλους αντιβαίνει προς τους γενικούς προσανατολισμούς της παραγράφου 2 ή ότι ενδέχεται να θέσει σε κίνδυνο την καλή λειτουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, η Επιτροπή μπορεί να απευθύνει προειδοποίηση στο εν λόγω κράτος μέλος. Το Συμβούλιο, μετά από σύσταση της Επιτροπής, μπορεί να απευθύνει τις αναγκαίες συστάσεις προς το εν λόγω κράτος μέλος. Το Συμβούλιο, προτάσει της Επιτροπής, μπορεί να αποφασίσει να ανακοινώσει δημόσια τις συστάσεις του. Στο πλαίσιο της παρούσας παραγράφου, το Συμβούλιο αποφασίζει χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η ψήφος του μέλους του Συμβουλίου που εκπροσωπεί το ενδιαφερόμενο κράτος μέλος. Η ειδική πλειοψηφία των λοιπών μελών του Συμβουλίου ορίζεται σύμφωνα με το άρθρο 238, παράγραφος 3, σημείο α). 5. Ο πρόεδρος του Συμβουλίου και η Επιτροπή διαβιβάζουν έκθεση στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο για τα αποτελέσματα της πολυμερούς εποπτείας. Ο πρόεδρος του Συμβουλίου μπορεί να κληθεί να εμφανισθεί ενώπιον της αρμόδιας επιτροπής του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, εάν το Συμβούλιο έχει ανακοινώσει δημοσία τις συστάσεις του.6. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο, αποφασίζοντας μέσω κανονισμών σύμφωνα με τη συνήθη νομοθετική διαδικασία, μπορούν να θεσπίζουν λεπτομερείς κανόνες για τη διαδικασία πολυμερούς εποπτείας που αναφέρεται στις παραγράφους 3 και 4.

ii) Άρθρο 136 της Συνθήκης Λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης

1. Προκειμένου να συμβάλει στην καλή λειτουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης και σύμφωνα με τις οικείες διατάξεις των Συνθηκών, το Συμβούλιο θεσπίζει, σύμφωνα με την οικεία διαδικασία μεταξύ των προβλεπομένων στα άρθρα 121 και 126, εξαιρουμένης της διαδικασίας του άρθρου 126, παράγραφος 14, μέτρα για τα κράτη μέλη με νόμισμα το ευρώ, προκειμένου:

1.2 Σύσταση και Μέλη

Τα συμβαλλόμενα κράτη μέλη της ευρωζώνης μεταξύ των οποίων υπογράφηκε η συνθήκη για τη θέσπιση του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας είναι το Βασίλειο του Βελγίου, η Ομοσπονδιακή Δημοκρατία της Γερμανίας, η Δημοκρατία της Εσθονίας, η Ιρλανδία, η Ελληνική Δημοκρατία, το Βασίλειο της Ισπανίας, η Γαλλική Δημοκρατία, η Ιταλική Δημοκρατία, η Κυπριακή Δημοκρατία, το Μεγάλο Δουκάτο του Λουξεμβούργου, η Μάλτα, το Βασίλειο των Κάτω Χωρών, η Δημοκρατία της Αυστρίας, η Πορτογαλική Δημοκρατία, η Δημοκρατία της Σλοβενίας, η Σλοβακική Δημοκρατία και η Δημοκρατία της Φινλανδίας.

Με την συνθήκη αυτή , τα συμβαλλόμενα μέρη (μέλη του ESM) ίδρυσαν διεθνή χρηματοδοτικό οργανισμό που καλείται « ΕΥΡΩΠΑΙΚΟΣ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ . »

Η συμμετοχή στον ESM είναι ανοικτή και στα υπόλοιπα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης από την έναρξη της απόφασης του συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης που λαμβάνεται σύμφωνα με το άρθρο 140 παράγραφος 2 της Συνθήκης Λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την κατάργηση της παρέκκλισης τους από την υιοθέτηση του ευρώ. [1]

Τα νέα μέλη του ESM γίνονται δεκτά με τους ίδιους όρους και προϋποθέσεις όπως και τα υφιστάμενα μέλη του ESM , σύμφωνα με το άρθρο 44. [2]

α) να ενισχυθεί ο συντονισμός και η εποπτεία της δημοσιονομικής τους πειθαρχίας, β) να χαράσσονται, ως προς τα εν λόγω κράτη, οι προσανατολισμοί οικονομικής πολιτικής, μεριμνώντας ώστε να είναι συμβατοί με τους καθοριζόμενους για το σύνολο της Ένωσης, και να διασφαλίζεται η εποπτεία τους.
2. Για τα μέτρα της παραγράφου 1, δικαίωμα ψήφου έχουν μόνο τα μέλη του Συμβουλίου που εκπροσωπούν κράτη μέλη με νόμισμα το ευρώ. Η ειδική πλειοψηφία των εν λόγω μελών ορίζεται σύμφωνα με το άρθρο 238, παράγραφος 3, σημείο α).

[1] άρθρο 140 παράγραφος 2 της Συνθήκης Λειτουργίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης
2. Μετά από διαβούλευση με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, και αφού συζητηθεί το θέμα στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, το Συμβούλιο αποφασίζει, μετά από πρόταση της Επιτροπής, ποια κράτη μέλη με παρέκκλιση πληρούν, βάσει των κριτηρίων της παραγράφου 1, τις αναγκαίες προϋποθέσεις και καταργεί τις παρεκκλίσεις για τα συγκεκριμένα κράτη μέλη. Το Συμβούλιο αποφασίζει μετά από σύσταση προερχομένη από την ειδική πλειοψηφία των μελών του που εκπροσωπούν τα κράτη μέλη με νόμισμα το ευρώ. Τα μέλη αυτά αποφασίζουν εντός προθεσμίας έξι μηνών από την παραλαβή της πρότασης της Επιτροπής από το Σύμβουλο. Η ειδική πλειοψηφία των εν λόγω μελών που αναφέρεται στο δεύτερο εδάφιο, ορίζεται σύμφωνα με το άρθρο 238, παράγραφος 3, σημείο α).

[2] άρθρο 44 συνθήκης ίδρυσης ESM
Η προσχώρηση στην παρούσα συνθήκη είναι ελεύθερη για άλλα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης σύμφωνα με το άρθρο 2, με την υποβολή αίτησης συμμετοχής στον ΕΜΣ από κάθε ενδιαφερόμενο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης μετά την έκδοση απόφασης του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης για κατάργηση της παρέκκλισής του από την υιοθέτηση του ευρώ, σύμφωνα με το άρθρο 140 παράγραφος 2 της ΣΛΕΕ. Το συμβούλιο διοικητών εγκρίνει την αίτηση προσχώρησης του νέου μέλους του ΕΜΣ και τους συναφείς λεπτομερείς τεχνικούς όρους που συνδέονται με αυτήν, καθώς και τις αναγκαίες προσαρμογές της παρούσας συνθήκης ως άμεσης συνέπειας της προσχώρησης. Μετά την έγκριση της αίτησης συμμετοχής από το συμβούλιο διοικητών, το νέο μέλος του ΕΜΣ προσχωρεί με την κατάθεση των εγγράφων προσχώρησης στον θεματοφύλακα, ο οποίος ενημερώνει σχετικά τα άλλα μέλη του ΕΜΣ.

Κάθε νέο μέλος που προσχωρεί στον ESM μετά τη σύσταση του λαμβάνει μερίδια στον ESM ως αντάλλαγμα της συνεισφοράς του στο κεφάλαιο, η οποία υπολογίζεται σύμφωνα με την κλείδα κατανομής .

1.3 Σκοπός

Ο σκοπός του ESM είναι να κινητοποιήσει τη χρηματοδότηση και να παρέχει στήριξη σταθερότητας κάτω από αυστηρές προϋποθέσεις , κατάλληλες για το επιλεγμένο όργανο χρηματοοικονομικής βοήθειας, προς όφελος των μελών του ESM τα οποία αντιμετωπίζουν , ή απειλούνται από σοβαρά προβλήματα χρηματοδότησης , εφόσον είναι απαραίτητη για τη διαφύλαξη της χρηματοοικονομικής σταθερότητας της ευρωζώνης στο σύνολο της αλλά και του εκάστοτε κράτους μέλους. Για αυτό το σκοπό το ESM οφείλει να έχει το δικαίωμα να αντλεί κεφάλαια με την έκδοση χρηματοοικονομικών τίτλων ή με τη σύναψη χρηματοοικονομικών ή άλλων συμφωνιών ή ρυθμίσεων με μέλη του ESM , χρηματοοικονομικά ιδρύματα ή άλλα τρίτα μέρη .

1.4 Εταιρική διακυβέρνηση

Ο ESM αποτελείται από ένα συμβούλιο Διοικητών και ένα συμβούλιο Διευθυντών , καθώς και ένα Διευθύνοντα Σύμβουλο και άλλο ειδικό προσωπικό ,όποτε αυτό κρίνεται απαραίτητο. Οι αποφάσεις του συμβουλίου διοικητών και του συμβουλίου των διευθυντών λαμβάνονται με από κοινού συμφωνία απλή ή ειδική πλειοψηφία όπως αυτή διευκρινίζεται από τη συνθήκη ίδρυσης του ESM. Για όλες τις αποφάσεις απαιτείται παρουσία των 2/3 των μελών με δικαίωμα ψήφου που να αντιπροσωπεύουν τουλάχιστον τα 2/3 των δικαιωμάτων ψήφου .Η υιοθέτηση μιας απόφασης με από κοινού συμφωνία προϋποθέτει την ομοφωνία των μελών που λαμβάνουν μέρος στην ψηφοφορία . Να σημειωθεί πως αποχές αποχή από τη διαδικασία ψηφοφορίας δεν εμποδίζουν τη λήψη αποφάσεων με από κοινού συμφωνία .

Διαδικασίες έκτακτης ψηφοφορίας ,κατά παρέκκλιση των όσων αφορούν στη λήψη απόφασης με από κοινού συμφωνία , λαμβάνουν χώρα όταν τόσο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή όσο και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι μια αποτυχία στην έγκαιρη υιοθέτηση μιας απόφασης για παροχή ή υλοποίηση χρηματοπιστωτικής βοήθειας μέσω του ESM , θα απειλούσε την οικονομική και

χρηματοδοτική βιωσιμότητα της ευρωζώνης . Η λήψη απόφασης κατά αυτές τις διαδικασίες απαιτεί ειδική πλειοψηφία της τάξης του 85% των ψήφων . Κατά την ενεργοποίηση των διαδικασιών έκτακτης ψηφοφορίας λόγω έκτακτης ανάγκης , λαμβάνει χώρα μεταφορά από αποθεματικό ή / και το καταβεβλημένο κεφάλαιο , ώστε να συγκροτηθεί ένα ποσό ασφαλείας με μοναδικό σκοπό την εξισορρόπηση των κινδύνων που προκύπτουν από τη παροχή χρηματοοικονομικής βοήθειας που χορηγείται λόγω αυτής της διαδικασίας έκτακτης ανάγκης. Η ακύρωση του αποθεματικού κεφαλαίου έκτακτης ανάγκης και η επαναφορά του ποσού στο αποθεματικό ή / και στο καταβεβλημένο κεφάλαιο μπορεί να αποφασιστεί μόνο από το συμβούλιο των Διοικητών .

Κατά τη διαδικασία ψηφοφορίας ,λήψη αποφάσεων με ειδική πλειοψηφία απαιτεί ποσοστό ίσο με το 80% των ψήφων ενώ λήψη αποφάσεων με απλή πλειοψηφία απαιτεί πλειοψηφία των ψήφων.

Τα δικαιώματα ψήφου κάθε μέλους του ESM , όπως αυτά ασκούνται από το πρόσωπο που έχει διοριστεί από το εκάστοτε μέλος ή από τον αντιπρόσωπο αυτού του μέλους στο συμβούλιο των Διοικητών και το συμβούλιο των Διευθυντών , είναι ανάλογα με τα μερίδια που κατέχει από το διανεμημένο μετοχικό κεφάλαιο του ESM όπως προβλέπεται από τη συνθήκη ίδρυσης. Αν κάποιο μέλος παραλείψει να καταβάλει μέρος του ποσού που οφείλεται σε σχέση με τις υποχρεώσεις του ως προς τα μερίδια του καταβεβλημένου ή καταβλητέου κεφαλαίου ή σχετικά με την πληρωμή της δόσης της χρηματοοικονομικής βοήθειας που του έχει χορηγηθεί ,τότε το εν λόγω μέλος του ESM δεν μπορεί να ασκήσει κανένα από τα δικαιώματα ψήφου που κατέχει και τα αντίστοιχα όρια για τις ψηφοφορίες επαναϋπολογίζονται αντιστοίχως .

1.4.1 Το συμβούλιο των Διοικητών

Κάθε μέλος του ESM ορίζει ένα διοικητή και έναν αναπληρωτή διοικητή , διορισμοί ανακλητοί ανά πάσα στιγμή. Ο διοικητής θα πρέπει να είναι μέλος της κυβέρνησης του κράτους μέλους του ESM και να ασκεί οικονομικά καθήκοντα . Ο αναπληρωτής διοικητής έχει πλήρη εξουσία να ενεργεί εκ μέρους του διοικητή όταν αυτός απουσιάζει. Το συμβούλιο των διοικητών μπορεί να διοικείται από τον πρόεδρο του Euro group ,όπως αυτό αναφέρεται στο πρωτόκολλο ένταξης σε αυτό , στη συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση και στη ΣΛΕΕ, είτε να εκλέγει πρόεδρο και αντιπρόεδρο ανάμεσα στα μέλη του με θητεία δύο χρόνων. Ο πρόεδρος και

αντιπρόεδρος έχουν το δικαίωμα να επανεκλεγούν . Εάν ο αξιωματούχος δεν κατέχει πλέον τη θέση και τις αρμοδιότητες που απαιτούνται για να αποτελεί διοικητής ,πρέπει να διοργανώνεται νέα εκλογή και μάλιστα χωρίς καθυστέρηση.

Στις συνεδριάσεις του συμβουλίου των διοικητών μπορούν να συμμετάσχουν ως παρατηρητές το μέλος της Ευρωπαϊκής επιτροπής που είναι αρμόδιο για οικονομικά και νομισματικά θέματα καθώς και ο πρόεδρος του Eurogroup εάν δεν είναι ο πρόεδρος του συμβουλίου ή διοικητής. Ακόμη ως παρατηρητές έχουν δικαίωμα να συμμετέχουν σε ad hoc βάση εκπρόσωποι κρατών μελών που δεν ανήκουν στην ευρωζώνη . Με τις ίδιες συνθήκες το συμβούλιο των διοικητών είναι σε θέση να προσκαλεί να παρευρίσκονται ως παρατηρητές στις συνεδριάσεις εκπρόσωποι άλλων ιδρυμάτων και οργανισμών ,όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

Το συμβούλιο των διοικητών κάτω από συνθήκες από κοινού συμφωνίας μπορεί να λαμβάνει τις ακόλουθες αποφάσεις :

α) την ακύρωση της μεταφοράς του αποθεματικού κεφαλαίου έκτακτης ανάγκης από το αποθεματικό ή / και το καταβεβλημένο κεφάλαιο .
β) την έκδοση νέων μετοχών υπό το άρτιο [1]
γ) τη διενέργεια των προσκλήσεων καταβολής κεφαλαίου
δ) να αλλάζει το εγκεκριμένο μετοχικό κεφάλαιο και αναπροσαρμόζει τη μεγίστη δανειοδοτική ικανότητα του ESM .
ε) τον υπολογισμό μιας πιθανής αναβάθμισης της κλείδας για τις εγγραφές στο κεφάλαιο της ΕΚΤ
στ) την παροχή στήριξης σταθερότητας από τον ESM
ζ) την παροχή εντολής και εξουσιοδότησης στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε συνεργασία με την ΕΚΤ, να διαπραγματεύεται τους όρους οικονομικής πολιτικής που επισυνάπτονται σε κάθε σύμβαση παροχής οικονομικής συνδρομής
η) την επεξεργασία και αλλαγή τόσο στην κατευθυντήρια γραμμή όσο και στην τιμολογιακή πολιτική για κάθε παροχή χρηματοοικονομικής βοήθειας.
θ) την αλλαγή στα είδη χρηματοοικονομικής βοήθειας που μπορούν να

[1] Διαφορά υπό το άρτιο (discount) είναι η διαφορά μεταξύ της ονομαστικής αξίας ενός χρεογράφου κατά την ωρίμανση και της τρέχουσας τιμής του στην αγορά, όταν αυτή είναι χαμηλότερη της ονομαστικής.

χρησιμοποιηθούν από τον ESM

ι) την παγίωση των ρυθμίσεων αναφορικά με την μεταφορά της στήριξης από το EFSF στον ESM

ια) την έγκριση της αίτησης συμμετοχής νέων μελών στον ESM

ιβ) την πραγματοποίηση προσαρμογών στη συνθήκη ως άμεση συνέπεια της προσχώρησης νέων μελών , μεταξύ των οποίων και αλλαγών στην κατανομή κεφαλαίων μεταξύ των μελών του ESM και του υπολογισμού της κατανομής αυτης ως άμεσης συνέπειας της προσχώρησης νέου μέλους στον ESM

ιγ) την ανάθεση των καθηκόντων στο συμβούλιο των διευθυντών

Το συμβούλιο των διοικητών κάτω από συνθήκες ειδικής πλειοψηφίας λαμβάνει τις ακόλουθες αποφάσεις :

α) τον ορισμό και διευθέτηση των λεπτομερών τεχνικών όρων προσχώρησης νέων μελών στον ESM

β) το αν επικεφαλής θα είναι ο πρόεδρος του Euro group ή μετά από εκλογή ,με ειδική πλειοψηφία , ο πρόεδρος και ο αντιπρόεδρος του συμβουλίου διοικητών

γ) τον καθορισμό του καταστατικού του ESM και του εσωτερικού κανονισμού που διέπει το συμβούλιο των Διοικητών και το συμβούλιο των Διευθυντών (συμπεριλαμβανομένου του δικαιώματος σύστασης επιτροπών και επικουρικών οργάνων)

δ) τον καθορισμών των μη συμβατών με τη θέση του Διευθυντή ή του αναπληρωτή διευθυντή καθηκόντων

ε) τον διορισμό και τη λήξη της θητείας του διευθύνοντος συμβούλου

στ) την εξασφάλιση και άλλων κεφαλαίων

ζ) όλες τις ενέργειες που πρέπει να γίνουν για την ανάκτηση οφειλής από οποιοδήποτε μέλος του ESM

η) την έγκριση των ετήσιων λογαριασμών του ESM

θ) των διορισμό των μελών του συμβουλίου των ελεγκτών

ι) την έγκριση εξωτερικών ελεγκτών

ια) την άρση ασυλίας του προέδρου του συμβουλίου των Διοικητών, του διοικητή , του αναπληρωτή διοικητή , του διευθυντή , του αναπληρωτή διευθυντή ή του διευθύνοντος συμβούλου

ιβ) τον καθορισμό των φορολογικών διατάξεων για τα μέλη του ESM

ιγ) την διευθέτηση και επίλυση διαφορών

ιδ) την λήψη κάθε αναγκαίας απόφασης που δεν προβλέπεται από τη συνθήκη και

το καταστατικό ίδρυσης του ESM

Ο πρόεδρος του συμβουλίου των Διοικητών μπορεί να συγκαλεί και να προεδρεύει στις συνεδριάσεις του συμβουλίου , ενώ τη θέση του σε περίπτωση αδυναμίας συμμετοχής αναλαμβάνει ο αντιπρόεδρος. Το συμβούλιο των Διοικητών θεσπίζει τον κανονισμό και το καταστατικό και τον εσωτερικό κανονισμό του ESM .Βάση του καταστατικού το συμβούλιο των Διοικητών θα συνεδριάζει τουλάχιστον μια φορά το χρόνο και ανάλογα με τις ανάγκες του ESM , σε προκαθορισμένο χρόνο και τόπο ενώ η ανακοίνωση θα κοινοποιείται στους Διοικητές και τους αναπληρωτές Διοικητές όπως και στον πρόεδρο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της ΕΚΤ και του Eurogroup (αν αυτός δεν αποτελεί τον πρόεδρο των Διοικητών) . Τα θέματα συζητήσεων θα αποφασίζονται από τον Πρόεδρο των Διοικητών και τον Διευθύνοντα Σύμβουλο ενώ θέματα προς συζήτηση μπορεί να προτείνει και οποιοσδήποτε Διοικητής αρκεί να έχει ενημερώσει τον Διευθύνοντα Σύμβουλο εφτά ημέρες πριν την προγραμματισμένη συνάντηση . Θέματα προς συζήτηση σχετικά με έκτακτα περιστατικά που εξαιρούνται των παραπάνω ρυθμίσεων θα τίθενται προς συζήτηση μόνο ύστερα από απόφαση με ειδική πλειοψηφία από το συμβούλιο. Η συμμετοχή στο συμβούλιο μπορεί να γίνει και με τηλεδιάσκεψη .

1.4.2 Το Συμβούλιο των Διευθυντών

Κάθε Διοικητής μπορεί να διορίζει ένα διευθυντή και έναν αναπληρωτή διευθυντή - ο οποίος έχει πλήρη εξουσιοδότηση να ενεργεί για λογαριασμό του διευθυντή σε περίπτωση απουσίας του- μεταξύ ατόμων τα οποία που διακρίνονται για το υψηλό επίπεδο γνώσεων και ικανοτήτων τους σε οικονομικά , δημοσιονομικά και χρηματοοικονομικά ζητήματα. Οι διορισμοί αυτοί είναι ανακλητοί ανά πάσα στιγμή αν αυτό κριθεί απαραίτητο και κάθε κενή θέση στο συμβούλιο των διευθυντών συμπληρώνεται αμέσως όπως προβλέπεται παραπάνω .Ακόμη το συμβούλιο των Διοικητών καθορίζει και ποιες ενέργειες κα δραστηριότητες είναι ασυμβίβαστες με τα καθήκοντα του διευθυντή ή του αναπληρωτή διευθυντή , το καταστατικό του ESM και τον εσωτερικό κανονισμό του συμβουλίου των Διευθυντών.

Το αρμόδιο μέλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τα οικονομικά και νομισματικά ζητήματα όπως και ο πρόεδρος της ΕΚΤ μπορούν να ορίσουν έναν παρατηρητή. Ως παρατηρητές στις συνεδριάσεις του συμβουλίου των διευθυντών αναφορικά με τη συζήτηση για τη χρηματοπιστωτική βοήθεια σε κάποιο κράτος μέλος του ESM μπορούν να συμμετέχουν και οι εκπρόσωποι των κρατών μελών που δεν ανήκουν

στην ευρωζώνη και συμμετέχουν σε ad hoc βάση μαζί με τον ESM σε πράξη χρηματοπιστωτικής συνδρομής σε κάποιο μέλος του ESM .Ακόμη το συμβούλιο των διοικητών δύναται να καλέσει και ως παρατηρητές σε συνεδριάσεις σε ad hoc βάση και άλλα πρόσωπα , συμπεριλαμβανομένων και άλλων οργανισμών και ιδρυμάτων όπως το ΔΝΤ .

Οι αποφάσεις που θα λαμβάνει το συμβούλιο των Διευθυντών θα είναι υπό συνθήκες ειδικής πλειοψηφίας , εκτός αν προβλέπεται αλλιώς από το καταστατικό ενώ έτσι διασφαλίζεται παράλληλα και ότι ο ESM διοικηταί όπως προβλέπεται από τη συνθήκη ίδρυσης του .

Βάση καταστατικού , οι συναντήσεις του συμβουλίου των Διευθυντών γίνονται όποτε ανακύπτουν διάφορα ζητήματα του ESM ενώ θα προσκαλούνται από το Διευθύνοντα Σύμβουλο. Τα θέματα προς συζήτηση συντονίζονται επίσης από το Διευθύνοντα Σύμβουλο και περιλαμβάνουν τις γνώμες όσων επιθυμούν τη συνάντηση. Θέματα προς συζήτηση σχετικά με έκτακτα περιστατικά που εξαιρούνται των παραπάνω ρυθμίσεων θα τίθενται προς συζήτηση μόνο ύστερα από απόφαση με ειδική πλειοψηφία από το συμβούλιο. συμμετοχή στο συμβούλιο μπορεί να γίνει και με τηλεδιάσκεψη .

1.4.3 Ο Διευθύνων Σύμβουλος

Ο Διευθύνων Σύμβουλος ορίζεται από το Συμβούλιο των Διοικητών μεταξύ υποψηφίων υπηκόων μελών του ESM που διακρίνονται από σχετική διεθνή πείρα και υψηλό επίπεδο ικανοτήτων κι γνώσεων σε οικονομικά , δημοσιονομικά και χρηματοοικονομικά ζητήματα . Ο κάτοχος αυτού του αξιώματος δεν μπορεί παράλληλα να είναι και διοικητής ή διευθυντής ή αναπληρωτής αυτών .Η θητεία του είναι πέντε χρόνια , μπορεί να επανεκλεγεί μια φορά , ενώ το Συμβούλιο των Διοικητών μπορεί με σχετική απόφαση να παύσει την άσκηση του αξιώματος.

Ο Διευθύνων σύμβουλος προεδρεύει του Συμβουλίου των Διευθυντών ενώ συμμετέχει στις συνεδριάσεις του Συμβουλίου των Διοικητών. Είναι προϊστάμενος του προσωπικού του ESM και μάλιστα για την οργάνωση , τον διορισμό και την απόλυση των μελών του προσωπικού σύμφωνα με τους κανόνες που ορίζει το Συμβούλιο των Διευθυντών.

Τέλος , ο Διευθύνων Σύμβουλος αποτελεί τον νόμιμο αντιπρόσωπο του ESM και διευθύνει κάτω από τις οδηγίες του Συμβουλίου των Διοικητών , τις τρέχουσες λειτουργίες του.

1.5 Κεφάλαιο και Πηγές Χρηματοδότησης

Το εγγεγραμμένο μετοχικό κεφάλαιο του ESM ανέρχεται στα €700 δις. και διαιρείται σε επτά εκατομμύρια μερίδια ονομαστικής αξίας €100.000 το καθένα , που είναι διαθέσιμα προς εγγραφή σύμφωνα με την αρχική κλείδα κατανομής του ESM . Το συγκεκριμένο κεφάλαιο χωρίζεται σε μερίδια καταβεβλημένου κεφαλαίου και σε μερίδια καταβλητέου κεφαλαίου . Η αρχική συνολική σωρευτική ονομαστική αξία των μεριδίων καταβεβλημένου κεφαλαίου ανέρχεται σε 80 δισεκατομμύρια ευρώ . Τα αρχικώς εγγεγραμμένα μερίδια εκδίδονται στο άρτιο. Άλλα μερίδια εκδίδονται στο άρτιο εκτός αν προβλέπεται διαφορετικά ανάλογα τις περιστάσεις και πάντα με απόφαση του συμβουλίου των διοικητών . Τα μερίδια του εγκεκριμένου κεφαλαίου δεν μπορούν να δεσμευτούν , να τεθούν σε ενέχυρο ή να μεταβιβαστούν κατ' οποιοδήποτε τρόπο , με εξαίρεση μεταβιβάσεις που προβλέπονται λόγω προσαρμογών της κλείδας κατανομής προκειμένου να πραγματοποιηθεί σωστά η κατανομή των μεριδίων που προβλέπεται από την προσαρμοσμένη κλείδα. Γι 'αυτό το λόγο και όλα τα μέλη του ESM αμετάκλητα και χωρίς όρους αναλαμβάνουν να συνεισφέρουν στο εγκεκριμένο κεφάλαιο βάση της κλείδας κατανομής του και οφείλουν να ανταποκρίνονται έγκαιρα σε όλες τις προκλήσεις καταβολής κεφαλαίου όπως προβλέπεται από τη συνθήκη ίδρυσης του ESM .

Σε κάθε περίπτωση , η ευθύνη κάθε μέλους του ESM περιορίζεται στο μερίδιο του από το εγκεκριμένο κεφάλαιο στην τιμή έκδοσής του ενώ δεν ευθύνεται λόγω της ιδιότητας του αυτής για υποχρεώσεις του ESM .Οι υποχρεώσεις των μελών του ESM να συνεισφέρουν στον εγκεκριμένο μετοχικό κεφάλαιο δεν επηρεάζονται εάν οποιοδήποτε μέλος ζητήσει ή λαμβάνει ήδη κάποια χρηματοοικονομική βοήθεια.

Το συμβούλιο των διοικητών μπορεί να απαιτήσει ανά πάσα στιγμή από τα μέλη του ESM το εγκεκριμένο κεφάλαιο το οποίο δεν έχουν καταβάλει και μάλιστα σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Εάν το επίπεδο του καταβεβλημένου κεφαλαίου μειωθεί λ.χ από απορρόφηση ζημιών κάτω από το επίπεδο που ορίζεται από τη συνθήκη ίδρυσης του ESM τότε το συμβούλιο των διευθυντών με απλή πλειοψηφία μπορεί να ζητήσει την καταβολή εγκεκριμένου μη καταβληθέντος κεφαλαίου προκειμένου να αποκατασταθεί το επίπεδο αυτό. Ο διευθύνων σύμβουλος , προκειμένου να αποφευχθεί αδυναμία πληρωμής του ESM προς τους πιστωτές του ή οποιαδήποτε άλλη προγραμματισμένη ή άλλου είδους οφειλή , μπορεί να ζητήσει την έγκαιρη καταβολή του η καταβληθέντος κεφαλαίου, ενώ προηγείται μιας τέτοιας απόφασης η ενημέρωση τόσο του συμβουλίου των Διοικητών όσο και του

συμβουλίου των Διευθυντών .Μάλιστα αν παρατηρηθεί μια τέτοια πιθανή έλλειψη , τότε ο Διευθύνων Σύμβουλος προβαίνει το συντομότερο δυνατό στην εν λόγω πρόσκληση καταβολής κεφαλαίου , προκειμένου ο ESM να διαθέτει τα απαιτούμενα κεφάλαια για να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του κατά την ημερομηνία της λήξης τους. Σε τέτοια περίπτωση , τα κράτη μέλη οφείλουν να ανταποκριθούν άμεσα στην πρόσκληση του Διευθύνοντα Συμβούλου και η καταβολή του κεφαλαίου πρέπει να καταβληθεί μέσα σε επτά μέρες από την παραλαβή της πρόσκλησης . Υπεύθυνο για τους όρους και τις προϋποθέσεις που συνοδεύουν τέτοιες προσκλήσεις καταβολής κεφαλαίων είναι το συμβούλιο των διευθυντών .

Υπάρχουν διάφοροι λόγοι που μπορούν να καταστήσουν αναγκαία κάποια πρόσκληση για καταβολή κεφαλαίου από τον ESM .Το άρθρο 9 τη συνθήκης ίδρυσης του ESM ξεχωρίζει τρεις περιπτώσεις :

i. Τις γενικές προσκλήσεις καταβολής κεφαλαίου
ii. Τις προσκλήσεις για να αποκατασταθεί το αρχικό επίπεδο του καταβληθέντος κεφαλαίου
iii. Τις προσκλήσεις καταβολής κεφαλαίου για την αποφυγή πιθανής χρεοκοπίας .

Οι όροι κάθε πρόσκλησης καταβολής κεφαλαίου είναι συγκεκριμένοι για κάθε περίπτωση .Αρχικά το συμβούλιο των Διευθυντών καλείται να εγκρίνει την πρόσκληση για καταβολή κεφαλαίου και ακολουθούν οι διαδικασίες για την πληρωμή της συγκεκριμένης πρόσκλησης . Υπάρχει μια συγκεκριμένη πολιτική που το ESM έχει υιοθετήσει για τον περιορισμό των κινδύνων που ελλοχεύουν οι προσκλήσεις καταβολής κεφαλαίου . Το συμβούλιο των διοικητών ορίζει ποια θα είναι η ανοχή του ESM στον κίνδυνο καθώς και το επίπεδο του κινδύνου που είναι διατεθειμένο το ESM να αναλάβει .Ακόμα το ESM θα κατέχει μια πολύ ισχυρή κυβερνητική δομή σχετικά με τον κίνδυνο μέσω μιας ανεξάρτητης λειτουργίας διαχείρισης κινδύνου και μιας εσωτερικής επιτροπής για τον κίνδυνο. Η διαχείριση κινδύνου του ESM στηρίζεται σε βασικές αρχές και ακολουθεί συγκεκριμένη πολιτική κινδύνου.

i. *Γενικές Προσκλήσεις καταβολής κεφαλαίου*

Ύστερα από κοινού συμφωνία , αν δεν προβλέπεται διαφορετικά από τη συνθήκη ίδρυσης του ESM και αν το επιβάλλουν οι συνθήκες , για λόγους αποπληρωμής και/ή

ενίσχυσης του αρχικού κεφαλαίου του ESM , το συμβούλιο των Διοικητών μπορεί να προσκαλέσει τα κράτη μέλη του ESM για καταβολή του κεφαλαίου οποιαδήποτε στιγμή. Η διαδικασία που ακολουθείται είναι η εξής :

Διαδικασία έγκρισης

Την πρόσκληση κεφαλαίου την επικαλείται ο Διευθύνων Σύμβουλος ύστερα από πρόταση και ανακοίνωση του στο συμβούλιο των Διοικητών . Η πρόταση αυτή πρέπει να περιέχει τους λόγους της συγκεκριμένης πρόσκλησης αλλά και που αποσκοπεί , το ακριβές ποσό που καλείται να καταβάλλει κάθε κράτος μέλος του ESM και την προγραμματισμένη ημερομηνία καταβολής αυτής της εισφοράς. Ακόμη η πρόταση αυτή θα πρέπει να έχει αποσταλεί στο συμβούλιο των Διοικητών τουλάχιστον τρεις εβδομάδες πριν από την προγραμματισμένη για την έγκριση συνάντηση τους. Όλες οι διαδικασίες για την έγκριση της πρότασης εισφοράς θα πρέπει να ακολουθούν πιστά το καταστατικό του ESM αλλά και τους κανόνες ψηφοφορίας που προβλέπονται από τη συνθήκη . Για την έγκριση της πρότασης απαιτείται από κοινού συμφωνία από το συμβούλιο των Διοικητών.

Διαδικασία Πληρωμής

Η διαδικασία πληρωμής δεν πρέπει να ξεπερνάει τους 4 μήνες ενώ οι πληρωμές θα πρέπει να γίνονται σε μετρητά .Οι πληρωμές θα πρέπει να γίνονται κατ' αναλογία ανάλογα με την κλείδα κατανομής[1] . Αν ένα μέλος του ESM αποτυγχάνει να καταβάλλει την απαραίτητη δόση τότε θα στερείται των δικαιωμάτων ψηφοφορίας του για όσο συνεχίζεται αυτή η μη πληρωμή .Η στέρηση αυτή ωστόσο θα παύει ή θα αναθεωρείται ανάλογα.

Πρόωρη καταβολή της εισφοράς

Κάποιο κράτος μέλος του ESM μπορεί να επιταχύνει και να καταβάλλει πρόωρα την εισφορά του κεφαλαίου του χωρίς να έχει προηγηθεί σχετική πρόταση. Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να ενημερώνονται τόσο ο ESM όσο και τα υπόλοιπα μέλη τουλάχιστον εφτά ημέρες πριν από την πληρωμή .

[1] ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ii. *Πρόσκληση καταβολής εισφοράς για λόγους αποκατάστασης του αρχικού επίπεδο του καταβληθέντος κεφαλαίου*

Προσκλήσεις για την καταβολή κεφαλαίου μπορεί να γίνονται και από το συμβούλιο των Διευθυντών με απλή πλειοψηφία για την κάλυψη απωλειών που προκύπτουν από τις επενδυτικές και χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες του ESM . Το άρθρο 25 της συνθήκης ίδρυσης του ESM ορίζει πως κάθε απώλεια θα καταλογίζεται :

α) αρχικά , έναντι του αποθεματικού κεφαλαίου

β) δεύτερον , έναντι του καταβληθέντος κεφαλαίου

γ) και τέλος , έναντι ενός κατάλληλου ποσού από το εγκεκριμένο μη-καταβληθέντος κεφαλαίου

Η εσωτερική επιτροπή διαχείρισης κινδύνου , η οποία θα αποτελείται από τον επικεφαλή για τον κίνδυνο και τη Διοίκηση του ESM θα διαμορφώνει γνώμη για το δανειζόμενο και θα προχωράει στο κατάλληλο πρόγραμμα στήριξης του ύστερα από πληροφορίες που συλλέγει από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή , την ΕΚΤ , τις εθνικές και άλλες αρμόδιες εξωτερικές επιτροπές όπως του ΔΝΤ που παρέχουν κατάλληλη εξειδικευμένη γνώση για την οικονομική και δημοσιονομική σχέση του δανειζόμενου κράτους μέλους.

<u>Διαδικασίες έγκρισης</u>

Στην περίπτωση αυτή η κλήση για την καταβολή κεφαλαίου θα γίνεται για την κάλυψη απωλειών από το καταβεβλημένο κεφάλαιο. Θα γίνονται μόνο μετά από πρόταση του Διευθύνοντος Συμβούλου στο συμβούλιο των Διοικητών , πρόταση η οποία θα διασαφηνίζει τις απώλειες καθώς επίσης και τις αιτίες που τις έχουν προκαλέσει . Οι απώλειες εμφανίζονται ως αρνητικό καθαρό αποτέλεσμα στα τετραμηνιαία αποτελέσματα χρήσης του ESM . Για να οδηγούν οι απώλειες σε μια πρόκληση για εισφορά κεφαλαίου πρέπει να πιστοποιούνται και από έναν εξωτερικό ελεγκτή .Οι προϋποθέσεις για να οδηγείται ο Διευθύνων Σύμβουλος σε πρόσκληση για καταβολή κεφαλαίου πρέπει αρχικά να υπάρξει κάποιο έλλειμμα λόγω μη πληρωμής της υποχρέωσης του από κάποιο κράτος μέλος του ESM που έχει δεχθεί στήριξη σταθερότητας και /ή αφετέρου αν οι απώλειες έχουν προκύψει από άλλους παράγοντες που έχουν οδηγήσει σε μείωση αξίας του καταβεβλημένου κεφαλαίου

κάτω από το 15% που είναι το όριο της δανειοδοτικής ικανότητας του ESM .Μέχρι το κεφάλαιο να αποπληρωθεί εντελώς το όριο αυτό θα προσαρμόζεται ανάλογα της μέγιστης δανειοδοτικής ικανότητας του ESM προσαρμοσμένης από το λόγο του έως εκείνη τη στιγμή καταβεβλημένου κεφαλαίου προς συνολικό καταβεβλημένο κεφάλαιο. Ωστόσο , επειδή η επενδυτική πολιτική του ESM είναι τέτοια ώστε να διασφαλίζεται η αρχική αξία του καταβεβλημένου κεφαλαίου ,ένα τέτοιο γεγονός είναι δύσκολο να συμβεί.

Η πρόταση ακόμα πρέπει να διευκρινίζει πλήρως τα ακριβή ποσά καθώς και τη συμμετοχή των μεριδιούχων όπως επίσης και μια προτεινόμενη ημερομηνία καταβολής της εισφοράς . Η πρόταση πρέπει να έχει γνωστοποιηθεί τουλάχιστον δύο εβδομάδες πριν την προγραμματισμένη για τν έγκριση της συνάντηση του συμβουλίου των Διευθυντών.

Αν δεν καθορίζεται διαφορετικά , οι διαδικασίες για τη συνάντηση , την ψηφοφορία και την έγκριση της πρότασης πρέπει να γίνονται όπως ακριβώς ορίζει η συνθήκη ίδρυσης του ESM , το καταστατικό και οι κανόνες λειτουργίας του συμβουλίου των Διευθυντών. Οι όποιες αποφάσεις για κάλυψη πιθανών απωλειών μπορούν να εγκριθούν με απλή πλειοψηφία .

Διαδικασία Πληρωμής

Ο Διευθύνων Σύμβουλος θα πρέπει να υποβάλλει πρόταση για την ημερομηνία πληρωμής της εισφοράς που να μην υπερβαίνει τους 2 μήνες από την ημερομηνία της κλήσης για την καταβολή κεφαλαίου ενώ οι όροι και οι συνθήκες που θα διέπουν την εισφορά αυτή διασαφηνίζονται από το συμβούλιο των Διευθυντών .

Ακόμα , αν κάποιο κράτος μέλος δεν είναι σε θέσει να αποπληρώσει την εισφορά του στο κεφάλαιο του ESM τότε πραγματοποιείται νέα κλήση και τα κράτη μέλη καλούνται να καταβάλλουν μεγαλύτερη εισφορά ώστε ο ESM να λάβει το συνολικό ποσό του καταβεβλημένου κεφαλαίου που χρειάζεται . Αυτό γίνεται αν η συμβολή των υπόλοιπων κρατών μελών του ESM μεταβληθεί κατ ‘ αναλογία .Η νέα αυτή κλήση και η καταβολή της εισφοράς θα πρέπει να πραγματοποιηθεί όσο το δυνατόν πιο κοντά στην προηγούμενη ημερομηνία.

Το συμβούλιο των Διοικητών υιοθετεί με ειδική πλειοψηφία , κατάλληλους τρόπους δράσης προκειμένου κάποιο κράτος μέλος διευθετεί την οφειλή του προς τον ESM σε λογικό χρόνο .Ακόμα καλείται να απαιτεί την είσπραξη των τόκων

υπερημερίας της συγκεκριμένης ληξιπρόθεσμης οφειλής. Ο τόκος υπερημερίας ορίζεται από το σταθμισμένο μέσο όρο του κόστους χρηματοδότησης των μελών του ESM που εξυπηρετούν τις πληρωμές κεφαλαίων προσθέτοντας 200bps .Αυτό το ορόσημο μπορεί να μειωθεί στα 50bps για τα μέλη του ESM που δέχονται χρηματοπιστωτική βοήθεια στα πλαίσια ενός μακροοικονομικού προγράμματος αναπροσαρμογής.

Όταν κάποιο μέλος διευθετεί την οφειλή του προς το ESM , το νέο προσαρμοσμένο κεφάλαιο που είχε κατατεθεί από τα υπόλοιπα μέλη επιστρέφεται σε αυτά μέσα σε 30 μέρες. Το ίδιο συμβαίνει και από τη συμβολή τους στα έσοδα με την πληρωμή των τόκων υπερημερίας .

iii. *Επείγουσες προσκλήσεις για την καταβολή κεφαλαίου*

Οι προσκλήσεις για την καταβολή κεφαλαίου μπορεί να γίνονται και αν κριθεί αναγκαίο για την αποφυγή αθέτησης κάποιας προγραμματισμένης ή άλλης πληρωμής στους πιστωτές του ESM . Όταν ανιχνευτεί κάποιο έλλειμμα στις χρηματοδοτήσεις του ESM , ο Διευθύνων Σύμβουλος θα πρέπει να προχωρά σε τέτοιες προσκλήσεις όσο το δυνατόν πιο σύντομα ώστε να εξασφαλίζει ότι ο ESM θα είναι πάντα και έγκαιρα συνεπής στις υποχρεώσεις του προς τους πιστωτές του .Ακόμα σε τέτοιες περιπτώσεις ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι απαραίτητο να ενημερώνει τόσο το συμβούλιο των Διευθυντών όσο και το συμβούλιο των Διοικητών .

Κατά τη διάρκεια της αρχικής περιόδου πληρωμών, προσκλήσεις σαν και αυτές θα πρέπει να καλύπτουν επίσης την έγκαιρη καταβολή από κάποια κράτη μέλη των κεφαλαίων που απαιτούνται ώστε να διατηρηθεί ένας δείκτης της τάξης του 15% μεταξύ του καταβεβλημένου κεφαλαίου και του υπέρογκου ποσού έκδοσης του ESM.

Η εσωτερική επιτροπή διαχείρισης κινδύνου , η οποία θα αποτελείται από τον επικεφαλή για τον κίνδυνο και τη Διοίκηση του ESM θα διαμορφώνει γνώμη για το δανειζόμενο και θα προχωράει στο κατάλληλο πρόγραμμα στήριξης του ύστερα από πληροφορίες ου συλλέγει από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή , την ΕΚΤ , τις εθνικές και άλλες αρμόδιες εξωτερικές επιτροπές όπως του ΔΝΤ που παρέχουν κατάλληλη εξειδικευμένη γνώση για την οικονομική και δημοσιονομική σχέση του δανειζόμενου κράτους μέλους.

Αν η επιτροπή κινδύνου αποφασίσει πως ίσως υπάρξει κάποια αμφιβολία σχετικά με την έγκαιρη αποπληρωμή που θα μπορούσε να οδηγήσει σε αδυναμία πληρωμής από τον ESM , τότε θα πρέπει να το γνωστοποιεί στο Διευθύνοντα Σύμβουλο , ο

οποίος με τη σειρά του θα πρέπει αμέσως να ενημερώνει το συμβούλιο των Διευθυντών για αυτή την προειδοποίηση . Ακόμα , ο Διευθύνων Σύμβουλος θα πρέπει να υποδεικνύει σχετικές διατάξεις ή άλλα διορθωτικά χρηματοοικονομικά μέτρα , όταν αυτό είναι απαραίτητο και εφικτό. Όταν πραγματοποιηθεί κάποια προειδοποίηση , ο Διευθύνων Σύμβουλος θα πρέπει αμέσως να ενημερώνει το συμβούλιο των Διοικητών σχετικά με την οικονομική κατάσταση του δανειζόμενου και τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά, καθώς επίσης και όλα τα διορθωτικά μέτρα που έχουν ληφθεί.

Στην περίπτωση που ο Διευθύνων Σύμβουλος καταλήξει στο ότι η αδυναμία αποπληρωμής είναι αναπόφευκτη , θα πρέπει να προχωρεί άμεσα στην πρόσκληση καταβολής κεφαλαίου και να παρέχει σαφή εικόνα της οικονομικής κατάστασης του ESM και του αποτελέσματος των μέτρων που έχουν ληφθεί για να αποφευχθεί η διενέργεια της πρόσκλησης .

Διαδικασία Πληρωμής

Ο Διευθύνων Σύμβουλος πρέπει να καθιστά συγκεκριμένους τους όρους και τις συνθήκες των πληρωμών .Τα κράτη μέλη του ESM οφείλουν εντελώς και αμετάκλητα να προχωρήσουν στην καταβολή κεφαλαίου για την οποία είναι υποχρεωμένα , ενώ η πληρωμή αυτή θα πρέπει να πραγματοποιηθεί μέσα σε εφτά ημέρες.

Ακόμα , αν κάποιο κράτος μέλος δεν είναι σε θέση να αποπληρώσει την εισφορά του στο κεφάλαιο του ESM τότε πραγματοποιείται νέα κλήση και τα κράτη μέλη καλούνται να καταβάλλουν μεγαλύτερη εισφορά ώστε ο ESM να λάβει το συνολικό ποσό του καταβεβλημένου κεφαλαίου που χρειάζεται . Αυτό γίνεται αν η συμβολή των υπόλοιπων κρατών μελών του ESM μεταβληθεί κατ ‘ αναλογία .Η νέα αυτή κλήση και η καταβολή της εισφοράς θα πρέπει να πραγματοποιηθεί όσο το δυνατόν πιο κοντά στην προηγούμενη ημερομηνία.

1.5.1 Αλλαγές στο εγκεκριμένο μετοχικό κεφάλαιο

Το εγκεκριμένο μετοχικό κεφάλαιο του ESM μπορεί να αλλάζει και να τροποποιείται αναλόγως με τις συνθήκες. Το συμβούλιο των Διοικητών επανεξετάζει την δανειοδοτική ικανότητα αλλά και την κεφαλαιακή επάρκεια του ESM ανά τακτά

χρονικά διαστήματα και τουλάχιστον κάθε πέντε χρόνια . Η απόφαση για τέτοιου είδους αλλαγές στο μετοχικό κεφάλαιο αρχίζουν να ισχύουν εφόσον έχουν ολοκληρωθεί , εφαρμοσθεί και κοινοποιηθεί στον θεματοφύλακα τους οι εθνικές διαδικασίες από κάθε κράτος μέλος . Τα νέα μερίδια κατανέμονται στα μέλη του ESM όπως προβλέπει η κλείδα κατανομής. Υπεύθυνο για τους όρους και τις προϋποθέσεις που συνοδεύουν τέτοια αλλαγή κεφαλαίου είναι το συμβούλιο των διευθυντών .

Όταν ένα νέο κράτος μέλος προσχωρεί στον ESM , το εγκεκριμένο μετοχικό κεφάλαιο αυξάνεται αυτόματα με τον πολλαπλασιασμό των αντίστοιχων ποσών που ισχύουν τη στιγμή εκείνη επι τον λόγο της στάθμισης του νέου μέλους του ESM και της στάθμισης των ήδη υπαρχόντων μελών του ESM .

1.6 Λειτουργία και τρόπος λήψης αποφάσεων

Προκειμένου για τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας της ευρωζώνης και των κρατών μελών της , ο ESM μπορεί να παρέχει χρηματοοικονομική στήριξη σε οποιοδήποτε μέλος του ,υπό αυστηρούς όρους εναρμονισμένους με το κατάλληλο μέσο χρηματοοικονομικής βοήθειας από αυτά που προβλέπονται από τη συνθήκη ίδρυσης . Οι όροι αυτοί μπορεί να καλύπτουν τόσο ένα φάσμα από κάποιο πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής ενώ μπορεί να κριθεί απαραίτητη και η συνεχής τήρηση τους. Η λειτουργίες του ESM προκειμένου να χορηγήσει συνδρομή χρηματοπιστωτικής σταθερότητας είναι πολλές και αφορούν τόσο δημοσιονομικά μέτρα όσο και την υιοθέτηση διαφόρων πολιτικών προκειμένου να επιτευχθούν οι όροι που έχει θέσει σε ένα κράτος μέλος που αιτείται χρηματοπιστωτικής βοήθειας ή λαμβάνει ήδη κάποια χρηματοπιστωτική βοήθεια.

Ο ESM προκειμένου να εξασφαλίσει ομαλές συνθήκες λειτουργίας του ακολουθεί τις παρακάτω πολιτικές.

1.6.1 Τιμολογιακή Πολιτική

Η τιμολογιακή πολιτική που ακολουθεί ο ESM εγκρίνεται από το συμβούλιο των Διοικητών , το οποίο είναι υπεύθυνο τόσο για την χάραξη της κατευθυντήριας γραμμής τιμολόγησης όσο και για την αναθεώρηση της τιμολογιακής πολιτικής , για κάθε μέσο παροχής χρηματοπιστωτικής βοήθειας . Κατά την παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας ο ESM έχει ως στόχο την κάλυψη τόσο του

χρηματοδοτικού όσο και του λειτουργικού του κόστους ενώ μπορεί να προσθέτει και ένα κατάλληλο περιθώριο κέρδους .Με αυτό αποσκοπεί στο να εξειδικεύσει τα στοιχεία τιμολόγησης ώστε να επωφεληθούν τα μέλη του ESM .

Στοιχεία Τιμολόγησης και Υπολογισμός του Επιτοκίου

α) Επιτόκιο Βάσης

Η τιμολόγηση του ESM έχει ως σκοπό να καλύψει το κόστος χρηματοδότησης και το κόστος που προκύπτει από τις λειτουργίες του ESM . Ο ESM πρέπει να επιδιώκει την χρηματοδότηση σε ποσά και στοιχεία ωρίμανσης τα οποία πληρούν τους όρους δανειοδότησης. Παρόλα αυτά ο ESM μπορεί να μην είναι σε θέση να κατευθύνει όλο το μέρος της χρηματοδότησης του στη δανειοδότηση στοιχείων μεγάλου χρόνου ωρίμανσης με ανταγωνιστικά επιτόκια , και να πρέπει να χρησιμοποιήσει βραχυπρόθεσμα όργανα χρηματοδότησης. Γενικά , η χρηματοδοτήσεις και οι εκταμιεύσεις που θα αναλαμβάνει ο ESM θα περιλαμβάνουν μακροπρόθεσμα προγράμματα σε συνδυασμό με τα διάφορα όργανα των κεφαλαιαγορών και βραχυπρόθεσμα προγράμματα σε συνδυασμό με διάφορα όργανα των χρηματαγορών , προκειμένου να εξασφαλιστεί ένα ορισμένο όριο ρευστότητας .

Ο ESM θα μετακυλύει το κόστος της χρηματοδότησης του ,όπως και κάθε άλλο κόστος και προμήθεια , στα μέλη του που έχουν δεχτεί πακέτο στήριξης. Η τιμολογιακή πολιτική που θα ακολουθεί ο ESM θα προέρχεται από υπολογισμό σε καθημερινή βάση των πραγματικών δεδουλευμένων επιτοκίων από όλα τα μέσα χρηματοδότησης του.

Υπολογισμός επιτοκίων δεδουλευμένων ποσών (interest accrued amounts)

Ο ESM θα υπολογίζει καθημερινά το επιτόκιο όλων των μέσων χρηματοδότησης του. Αυτά τα καθημερινά ανατοκιζόμενα ποσά θα εφαρμόζονται σε όλες τις εκταμιεύσεις καθώς και σε όλες τις δραστηριότητες που έχουν τα παραπάνω προγράμματα (βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα) ως πηγή χρηματοδότησης.

Πρώτο βήμα : υπολογισμός των τοκιζόμενων ποσών

Ο υπολογισμός των τοκιζόμενων ποσών που των παραπάνω προγραμμάτων γίνεται σε καθημερινή βάση και μάλιστα το ανατοκιζόμενο ποσό αναμένεται να παραμένει σταθερό. Το ποσό αυτό θα μεταβάλλεται μόνο αν αλλάζει η σύνθεση των διαδικασιών χρηματοδότησης του ESM όσον αφορά στα βραχυχρόνια προγράμματα , για παράδειγμα όταν προκύπτει μια τέτοια νέου είδους χρηματοδότηση , ένα τέτοιο πρόγραμμα χρειάζεται αναπροσαρμογή ή όταν έχουμε είσπραξη πληρωμών από τόκους. Ο τόκος ισούται με την καθημερινή πραγματική χρηματική καταβολή των τόκων για κάθε μια από τις χρηματοδοτικές λειτουργίες. Είναι σημαντικό να τονίσομε πως οι υπολογισμοί γίνονται βάση ποσών και όχι βάση επιτοκίων . Ωστόσο για λόγους σύγκρισης και επεξήγησης είναι πιθανό να δημοσιεύεται ένα ενδεικτικό επίπεδο του πως θα κυμαίνονται τα επιτόκια σε κάθε πιθανή ημερομηνία .

Δεύτερο βήμα : κατανομή των εσόδων από τα μακροπρόθεσμα προγράμματα σε εκκρεμείς ανεξόφλητες δραστηριότητες (assignment of proceeds to the outstanding facilities)

Το ESM , επίσης σε καθημερινή βάση, θα υπολογίζει το συνολικό άρθροισμα των ανεξόφλητων ποσών αφενός των δραστηριοτήτων που είχαν ως χρηματοδοτική πηγή (δανεισμού) τέτοιου είδους μακροπρόθεσμα προγράμματα , και αφετέρου όλων των άλλων χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων με την μορφή ονομαστικών ποσών που έχουν τοποθετηθεί σε αυτά τα προγράμματα .Ακόμη θα υπάρχει μια διαφοροποίηση μεταξύ των υπηρεσιών που προορίζονται για χρηματοδότηση και για δανεισμό , που το κύριο ποσό που θα συσσωρεύεται από τα μακροχρόνια προγράμματα θα κατανέμεται στα ποσά που προορίζει ο ESM για τις διάφορες εργασίες του ,ενώ τα πιθανά ελλείμματα θα καλύπτονται από τα βραγχυχρόνια προγράμματα . Κάθε έσοδο βραγχυπρόθεσμων προγραμμάτων χρηματοδότησης που δεν προορίζεται για την κάλυψη αναγκών από τις διάφορες δραστηριότητες θα θεωρείται ως ρυθμιστής ρευστότητας (Liquidity Buffer) .

Τρίτο βήμα : Μετακύλυση του κόστους

Οι καθημερινού δεδουλευμένοι τόκοι τόσο στα μακροχρόνια όσο και στα βραγχυχρόνια προγράμματα χρηματοδότησης θα λογίζονται ως τόκοι που επιβάλλονται σε όλα τα μέλη που επωφελούνται από κάποιο πρόγραμμα στήριξης. Δηλαδή , αυτά τα εκταμιευμένα ποσά θα έχουν μια καθημερινή κοστολογική

αναπροσαρμογή αντίστοιχη στα εκάστοτε έξοδα χρηματοδότησης . Τα δάνεια αλλά και τα εκταμιευμένα από τα προγράμματα του ESM ποσά θα έχουν την ίδια αξία από το κράτος μέλος που έχουν διοχετευθεί και ανεξάρτητα από το πότε έχει γίνει η εκταμίευση τους .

Ειδικές περιπτώσεις : ειδικές περιπτώσεις εκταμιεύσεων (back to back silos-example of disbursements in species – υποστηριζόμενη/ καλυπτόμενη εκταμίευση)

Υπάρχουν κάποιες ειδικές περιπτώσεις όπου κάποια εκταμίευση απαιτεί ειδικές διευκολύνσεις και νέους έκτακτους κατά περίπτωση και απαίτηση όρους. Τέτοιες αναλήψεις δεν μπορούν να χρηματοδοτηθούν από τα προαναφερθέντα προγράμματα.

β) Κόστος *και έξοδα* δέσμευσης – κάλυψη του αρνητικού κόστους μεταφοράς και έκδοσης

Το προστατευτικό όριο ρευστότητας εσωκλείει την πιθανότητα της Αρνητικής Μεταφοράς (Negative Carry) κατά την περίοδο ανάληψης της χρηματοδότησης μέχρι την εκταμίευση στο αιτούμενο κράτος μέλος ή κατά την περίοδο από την αναχρηματοδότηση του συγκεκριμένου οργάνου μέχρι και τη λήξη του. Η Αρνητική Μεταφορά προσδιορίζεται από το γεγονός ότι το επιτόκιο με το οποίο το ESM αναλαμβάνει να χρηματοδοτήσει είναι υψηλότερο από τις απολαβές που εμπεριέχονται σε επενδύσεις μικρής διάρκειας σε σημαντικά χαρτοφυλάκια . Το κόστος δέσμευσης θα επωμίζονται τα κράτη μέλη που λαμβάνουν πακέτο στήριξης προκειμένου να ανακτήσουν το κόστος που προκύπτει από την Αρνητική Μεταφορά .

Το κόστος δέσμευσης θα ισχύει εκ των υστέρων στα έξοδα Αρνητικής μεταφοράς που πραγματοποιήθηκαν.

Η διαδικασία για την κατανομή και τον υπολογισμό του Negative Carry είναι η ακόλουθη :

1. Το Negative Carry όλων των διαδικασιών του ESM που έλαβαν χώρα για κάθε δεδομένο χρόνο (« n ») συσσωρεύεται όλο το χρόνο (από την 1η Ιανουαρίου έως και την 31η Δεκεμβρίου) και αποδίδει ένα συνολικό Negative Carry χρόνου «n » σε ευρώ , συσσωρευόμενο την 31η Δεκεμβρίου

2. Το συνολικό Negative Carry του χρόνου (« n ») ανακτάται τον επόμενο χρόνο (« n+1 ») κατανέμοντας όλο αυτό το ποσό μεταξύ των ευεργετούμενων κρατών μελών του ESM .
3. Η κατανομή σε κάθε μέλος του ESM γίνεται κατ' αναλογία που αντιπροσωπεύει το προγραμματισμένο ποσό[1] για αυτό το μέλος του ESM που λαμβάνει στήριξη σταθερότητας , όπως αυτό σχετίζεται με το συνολικό για όλα τα μέλη του ESM προγραμματισμένο ποσό στήριξης. Το προγραμματισμένο ποσό είναι το μέγιστο ποσό που παρέχεται για κάθε εργασία , από το οποίο εκπίπτει κάθε ποσό το οποίο αφαιρείται ρητά. Ο υπολογισμός των κατανεμημένων μεριδίων του Negative Carry για κάθε χώρα γίνεται την 31η Δεκεμβρίου κάθε χρόνου ενώ όλα τα κατανεμημένα μερίδια του Negative Carry του ESM αρθροίζουν στο 100% .
4. Το ποσό που πρέπει να επιστρέψει στα ταμεία του ESM Μετά από την παροχή βοήθειας σε κάποιο κράτος μέλος ισούται με το γινόμενο α) του συνολικού Negative Carry του χρόνου (« n ») και β) τα κατανεμημένα μερίδια του Negative Carry του ESM για κάθε ευεργετούμενο κράτος μέλος σε χρόνο (« n ») . Αυτό το ποσό θα επιστρέφεται στον ESM με τη μορφή του κόμιστρου δέσμευσης .
5. Τα αποτελέσματα των παραπάνω υπολογισμών θα παρουσιάζονται στα μέλη του ESM και στο συμβούλιο των Διοικητών όσο το δυνατόν πιο σύντομα (αν είναι δυνατόν μέσα στον Ιανουάριο και θα θεωρούνται τετελεσμένα από όλα τα μέρη αν δεν υπάρχουν κάποια έκδηλα λάθη .
6. Η πληρωμή του κόμιστρου δέσμευσης από κάθε ευεργετούμενο μέλος θα γίνεται μέσα σε πέντε (5) μέρες αφού του έχει εκδοθεί η αντίστοιχη ειδοποίηση , εκτός και αν το κράτος μέλος επιθυμεί για λόγους π.χ. εθνικούς ,δημοσιονομικούς κλπ η πληρωμή να γίνεται μέσω ενός ποσοστού α% του κόμιστρου δέσμευσης .

Όσον αφορά στα προληπτικά πιστωτικά όρια τότε το κόστος δέσμευσης εφαρμόζεται στο μέγιστο του συμφωνηθέντος ποσού μιας εκταμίευσης που θα πρέπει να είναι διαθέσιμο για ανάληψη σε μικρό χρονικό διάστημα , καθώς για αυτά τα ποσά πρέπει να γίνουν οι κατάλληλες προβλέψεις ρευστότητας .Στην περίπτωση

[1] Αναφορικά με τα προληπτικά πιστοληπτικά όρια για αυτό το σκοπό το προγραμματισμένο ποσό προσδιορίζεται ως το άρθροισμα του συνολικού εκταμιευόμενου ποσού και του μέγιστου συμφωνημένου ποσού μιας εκταμίευσης

αναλήψεων τότε το κόστος δέσμευσης προκειμένου για προληπτικά πιστωτικά όρια εφαρμόζεται στο μέγιστο του συμφωνηθέντος ποσού μιας εκταμίευσης προσθέτοντας το οφειλόμενο ποσό υπό αυτά τα πιστωτικά όρια.

Το συμβούλιο των Διευθυντών είναι αρμόδιο για τον καθορισμό του κόμιστρου δέσμευσης για δραστηριότητες και αγορές που γίνονται στη δευτερογενή αγορά.

γ) Κόστος και Κόμιστρο υπηρεσιών για την κάλυψη των γενικών εξόδων (service fee)

Το κόμιστρο για τις υπηρεσίες που παρέχονται στα κράτη μέλη του ESM και αποτελεί τη γενική πηγή εσόδων από την οποία καλύπτονται τα λειτουργικά κόστη του ESM ενώ αποτελείται από δύο μέλη :

- «Εκ των προτέρων» αμοιβή υπηρεσιών : Η «εκ των προτέρων» πληρωμή εφαρμόζεται σε κυρίως παράλληλα με την εκταμίευση και η αποπληρωμή της γίνεται με αφαίρεση από το ποσό που εκταμιεύτηκε. Σε άλλες περιπτώσεις , αν για παράδειγμα ο ESM κληθεί να πραγματοποιήσει μια εκταμίευση μέσα από το σύνολο των εξασφαλίσεων του τότε η πληρωμή θα γίνεται από την επόμενη εκταμίευση από κάποια εργασία προς κάποιο ευεργετούμενο μέλος του ESM ή θα τιμολογείται ξεχωριστά για κάθε κράτος μέλος.
- Ετήσια αμοιβή υπηρεσιών : η ετήσια αμοιβή αφορά την αποπληρωμή του βασικού ποσού και η καταβολή της γίνεται μαζί με την αποπληρωμή των τόκων ή και ξεχωριστά .

Όταν πραγματοποιείται κάποια εκταμίευση, μία πληρωμή της τάξεως των 50 bps[1] χρεώνεται επί του ποσού που έχει εκταμιευθεί , και μια ετήσια αμοιβή υπηρεσιών της τάξης των 50 bps καταβάλλεται ετησίως για κάθε καθυστέρηση από την πρώτη ημερομηνία έναρξης της εκάστοτε δραστηριότητας του ESM . Για δανειοδοτήσεις μικρής διάρκειας ενδεχομένης να επιβάλλεται ένα χαμηλότερο ποσό της «Εκ των προτέρων» αμοιβής υπηρεσιών .

Υπό την προϋπόθεση που ληφθούν προληπτικά όρια πιστοδοτήσεων (PCCL , ECCL)[2] η πρώτη αμοιβή θα συμπεριλαμβάνεται στην έναρξη ενός προγράμματος

[1] 1 bps = 1/100 or 1% , στην περίπτωση μας 50 bps = 0.5 %

[2] i) PCCL (Precautionary Conditioned Credit Line) είναι ένα προληπτικό πιστωτικό όριο που εφαρμόζεται σε χώρες με υγιή οικονομική και δημοσιονομική κατάσταση

στήριξης και θα βασίζεται στο μέγιστο συμφωνηθέν για μια εκταμίευση ποσό . Αυτή η προπληρωμένη αμοιβή θα αφαιρείται ή θα καλύπτει κάθε νέα υποχρέωση καταβολής αντίστοιχης αμοιβής όταν θα καθίσταται ληξιπρόθεσμη χάρη μιας πιθανής ανάληψης που υπόκεινται στα PCCL και ECCL .Η ετήσια αμοιβή θα υπολογίζεται από κάθε υπό ανάληψη ποσό βάση των παραπάνω πιστωτικών ορίων.

Μια «εκ των προτέρων» αμοιβή υπηρεσιών της τάξης των 50 εκατομμυρίων θα τιμολογείται εξ 'αρχής όταν μιλάμε για αγορές στη δευτερογενή αγορά , ενώ το ακριβές ποσό θα ορίζεται από το συμβούλιο των Διοικητών .

Η πρώτη αναθεώρηση το κόστους υπηρεσιών θα γίνει με την έναρξη ισχύος του ESM .Κάθε επόμενη αναθεώρηση θα γίνεται κάθε 3 χρόνια ώστε να αντικατοπτρίζονται τα πραγματικά αποτελέσματα χρήσης του ESM (κόστη και έσοδα) .

δ) Άλλα έξοδα και κόμιστρα του ESM

Περιθώριο Κέρδους (Margin) : Η συνθήκη ίδρυσης του ESM ορίζει την επιβολή συγκριμένου περιθωρίου κέρδους που συνοδεύει κάθε δανειοδοτική δραστηριότητα του ESM . Το περιθώριο αυτό εισπράττεται ταυτόχρονα με τους τόκους. Το εκάστοτε κράτος μέλος πληρώνει διαφορετικό περιθώριο στον ESM . Η διαφορά αυτή έγκειται στο είδους του μέσου και του προγράμματος στήριξης καθώς και στην επικινδυνότητα που το συνοδεύει.

- Για τα δάνεια , το περιθώριο κέρδους θα είναι 10 bps , το οποίο αναφέρεται στο αντίτιμο εγγυήσεων που εφαρμόζεται από το EFSF και δεν αναμένεται να έχει αντίκτυπο στη δημοσιονομική βιωσιμότητα κάθε κράτους μέλους.
- Ένα υψηλότερο περιθώριο κέρδους της τάξης των 30bps θα εφαρμόζεται σε εργασίες που αφορούν στην ανακεφαλαίωση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων η οποία επηρεάζει μεταξύ άλλων τις τιμές που επιβάλλονται από τις κρατικές ενισχύσεις.
- Για τις αγορές που πραγματοποιούνται στην πρωτογενή αγορά (Primary Market Purchases – PMPs) κάτω από συγκεκριμένα πιστοληπτικά όρια θα επιβάλλεται ένα περιθώριο κέρδους 35bps , ενώ δραστηριότητες που

ii) ECCL (Enhanced Conditions Credit Line) είναι ένα προληπτικό πιστωτικό όριο που εφαρμόζεται σε χώρες που έχουν ανάγκη δημοσιονομικής βοήθειας και διορθωτικών μέτρων που απαιτούν στενότερη παρακολούθηση

συνοδεύονται από ένα μακροχρόνιο πρόγραμμα αναπροσαρμογής θα έχουν ένα περιθώριο κέρδους 10 bps . Για αγορές στην Δευτερογενή Αγορά το περιθώριο κέρδους θα είναι στα 10bps όσο ο ESM θα συμμετέχει σε ποσοστά του κεφαλαίου και θα εισπράττει τους τόκους της αγοράς.

Κόστος έκδοσης , και άλλα κόστη και δαπάνες – το κόστος έκδοσης σχετίζεται με τα back-to-back silos και η αποπληρωμή τους γίνεται κατευθείαν από τα κράτη μέλη. Άλλοτε αφαιρούνται από το συνολικό εκταμιευόμενο ποσό ενώ άλλοτε χρεώνονται ξεχωριστά. Το κόστος έκδοσης που ενσωματώνεται σε μακροχρόνια ή βραγχυχρόνια προγράμματα χρέους συναθροίζεται και αντιμετωπίζεται με παρόμοιο τρόπο με το Negative Carry . Το κόστος έκδοσης , όπως και όλα τα άλλα κόστη και κόμιστρα που επιβάλλονται από τον ESM όσον αφορά στις εξασφαλίσεις χρέους του θα πρέπει να αποπληρώνονται από τα κράτη μέλη μέσα σε πέντε εργάσιμες μέρες ακολουθώντας την πολιτική τιμολόγησης που ο ESM θα δημοσιεύει κάθε τετράμηνο ή σε ετήσια βάση .

Τόκοι υπερημερίας – τόκοι υπερημερίας θα επιβάλλονται σε ληξιπρόθεσμα ποσά (200 bps πάνω από το ευρωπαϊκό επιτόκιο –EURIBOR και από το επιβαλλόμενο επιτόκιο που θα έπρεπε να έχει ήδη πληρωθεί).

ε) <u>Διαχείριση Κερδών και ρυθμός επιτοκίου σε συνθήκες Πρωτογενούς Αγοράς (Primary Market Support Facility-PMSF) και Δευτερογενούς Αγοράς (Secondary Market Support Facility - SMSF)</u>

Κάθε κέρδος που απορρέει από το κεφάλαιο και πραγματοποιείται από διεργασίες που λαμβάνουν χώρα είτε στην Πρωτογενή είτε στη Δευτερογενή Αγορά θα διακρατήται από τον ESM .

Όταν το εκάστοτε κράτος μέλος μπαίνει στην PMSF , τότε ο ESM θα πληρώνει την υπέρβαση του αποθεματικού ορίου που αναλογεί στο αντίστοιχο κράτος μέλος όταν το επιτόκιο που λαμβάνεται από τα αγορασμένα ομόλογα ξεπερνά το κόστος χρηματοδότησης του ESM , άλλα κόστη και το περιθώριο κέρδους για αυτή την εργασία . Στο τέλος της μάλιστα , το 75% του ελάχιστου ορίου αποθεμάτων θα επανεκχωρήται στο εκάστοτε κράτος μέλος. Στην περίπτωση της δευτερογενούς αγοράς το πλεόνασμα των εσόδων από τόκους παρακρατείται από τον ESM.

Αναφορικά με τη θέση του ESM τόσο στην πρωτογενή όσο και στην δευτερογενή αγορά , σε περίπτωση που παρουσιαστεί κάποιο έλλειμμα μεταξύ του επιτοκίου που λαμβάνεται από τα ομόλογα και την χρηματοδότηση αλλά και τα σχετικά με αυτή κόστη του ESM[1] , το εκάστοτε κράτος μέλος θα πρέπει να επιστρέφει το έλλειμμα στον ESM .

στ) Έγκαιρη διευθέτηση αποπληρωμών για τα μέλη του ESM που απολαμβάνουν χρηματοδότηση μετά από την ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων .

Αν παρουσιαστεί ανάγκη έγκαιρης αποπληρωμής των δοθέντων για την ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων κεφαλαίων, τα κράτη μέλη του ESM πρέπει να αποπληρώσουν ένα μέρος του δανείου τους στον ESM στην περίπτωση που τα μέλη αυτά έχουν δεχθεί χρηματοδότηση από το κεφάλαιο του ή από επενδύσεις σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (τέτοια όπως κοινές μετοχές – common shares ή άλλα μέσα όπως προγράμματα που προϋποθέτουν χρήση του ρυθμιστικού κεφαλαίου των τραπεζών) και ή συμμετοχή του ESM σε προγράμματα εξαγοράς κεφαλαίων (bad/bridge bank program) . OI διάφορες χρηματοδοτήσεις προϋποθέτουν την πληρωμή μετρητών από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα , πληρωμές που σχετίζονται με τις διάφορες εξασφαλίσεις (μερίδια , επιτόκια κτλ) και διαδικασίες που προέρχονται από την πώληση των χρεογράφων (securities) του ESM ή άλλες επενδύσεις ή από πώληση τραπεζικών χαρτοφυλακίων .Σε παρόμοιες με τις παραπάνω συνθήκες τα κράτη μέλη του ESM καλούνται να αποπληρώσουν μέρος του δανείου τους καθ' ολόκληρο το ποσό ανάλογα με τις εργασίες του ESM. Το συμβούλιο των διευθυντών είναι σε θέση να μην ζητήσει έκτακτη αποπληρωμή αν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε συνδυασμό με την ΕΚΤ και την Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή (European Banking Authority –EBA) διαβεβαιώσουν τον ESM ότι κάποιο κράτος μέλος έχει ζητήσει i) πρόσθετη έκτακτη εισφορά κεφαλαίου (κυρίως για χώρες που έχουν δεχθεί χρηματοπιστωτική βοήθεια για την ανακεφαλαίωση των χρηματοπιστωτικών της ιδρυμάτων ή ii) έχει διασφαλίσει την τήρηση των όρων προσαρμογής όταν υπάρξει κάποια απρόσμενη επιδείνωση της δημοσιονομικής κατάστασης (ιδιαίτερα για χώρες που λαμβάνουν χρηματοπιστωτική βοήθεια μέσω ενός μακροοικονομικού προγράμματος δημοσιονομικής αναπροσαρμογής) .

[1] τέτοια όπως το κόστος αντιστάθμισης (hedging cost) , το κόστος διαμεσολάβησης (transaction costs) κτλ.

Οι διεκδικήσεις του ESM μπορούν να μειωθούν αν για παράδειγμα κάποια πρόωρη αποπληρωμή του δανείου του ESM πυροδοτεί μια ανάλογη αποπληρωμή κάποιου άλλο τομέα χρηματοδότησης ή αν η αρχική χρηματοδότηση χρειάζεται να προσδιοριστεί και να μειωθεί υπολογιζόμενων αυτών των επιστροφών.

Ο ESM μπορεί να προχωρήσει στην αναζήτηση τέτοιων προπληρωμών σε τακτά χρονικά διαστήματα πχ ανά τετράμηνο παράλληλα με την επανεξέταση του κύκλου εργασιών ενός προγράμματος .

Συμβατικές ρυθμίσεις πάνω σε χρηματοοικονομικές διεργασίες που αφορούν κάποιο κράτος μέλος μπορούν να αποκλίνουν από τις παραπάνω διατάξεις , αν οδηγήσουν σε ανεπιθύμητες ,ακούσιες συνέπειες , δεν συμβαδίζουν με την εθνική νομοθεσία και / ή τις δεσμεύσεις μεταξύ των κρατών ή παρακωλύουν απαραίτητα πολιτικά μέτρα .

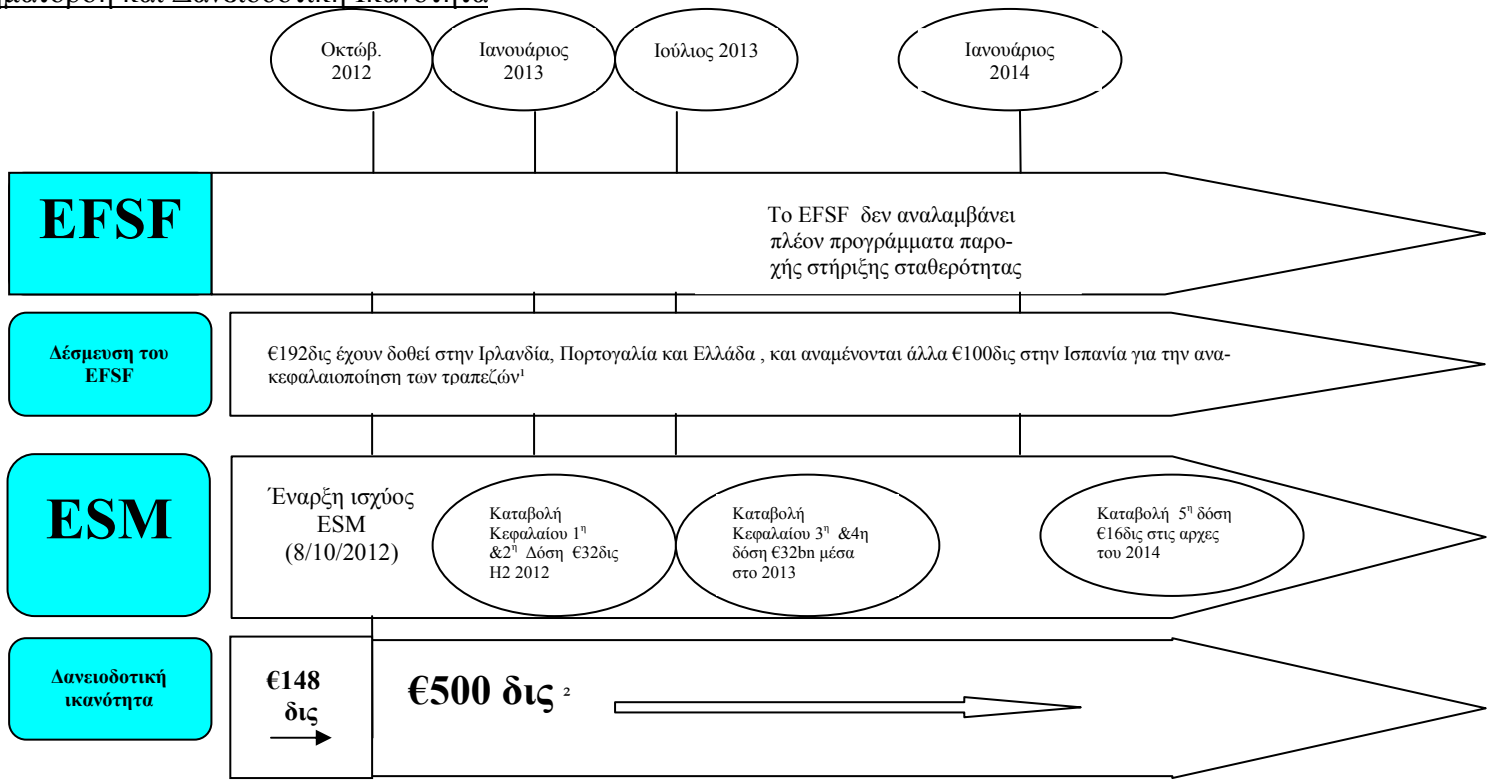
1.6.2 Δανειοληπτική Πολιτική

Η δανειοληπτική πολιτική του ESM καθορίζεται από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο, ενώ τις λεπτομέρειες στην κατευθυντήρια γραμμή καθορίζει το συμβούλιο των Διευθυντών. Η τελική δανειοληπτική πολιτική έρχεται ύστερα από συμφωνία και των δύο.

Σκοπός του ESM είναι να κινητοποιεί τη χρηματοδότηση και να παρέχει υπό αυστηρούς όρους στήριξη σταθερότητας προς όφελος των μελών του. Για αυτό το λόγο εξουσιοδοτείται να αντλεί κεφάλαια με την επιλογή κατάλληλων χρηματοοικονομικών τίτλων ή με το να παρακινεί και να συνάπτει χρηματοοικονομικές ή άλλες συμφωνίες ή ρυθμίσεις[1] με τα μέλη του ESM , χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και άλλα τρίτα μέρη . Ο ESM , προκειμένου να εκπληρώσει πλήρως το σκοπό του μπορεί να δανείζεται στις αγορές κεφαλαίων από τράπεζες , χρηματοοικονομικούς οργανισμούς ή άλλα πρόσωπα ή ιδρύματα. Ο ESM χρησιμοποιεί κατάλληλα εργαλεία διαχείρισης κινδύνου τα οποία επανεξετάζονται σταθερά από το συμβούλιο των διοικητών.

[1] Άρθρο 3 της συνθήκης ίδρυσης του ESM

Χρηματορροή και Δανειοδοτική Ικανότητα



[1] Το ποσό που προορίζεται για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών της Ισπανίας θα μεταφερθούν στο ESM ,για αυτό η συνδυασμένη ικανότητα ESM-EFSF θα διατηρηθεί στα €700 δις

[2] Μέχρι τον Ιούλιο του 2013 θα προχωρά στη δανειοδότηση νέων προγραμμάτων προκειμένου η δανειοδοτική ικανότητα να διατηρηθεί στα €500δις , κάτι που μπορεί να επιτευχθεί και με πρόωρη καταβολή κεφαλαίου .Το EFSF θα συνεχίσει τη λειτουργία του μέχρι και την αποπληρωμή του χρέους σε αυτό. Μετά την αποπληρωμή θα σταματήσει και η λειτουργία του

Πηγή: ESM (esm.europa.eu

1.6.2.1 Στόχοι και αρχές της χρηματοδότησης

Η δανειοληπτική πολιτική του ESM πρέπει να έχει ως στόχο την επιδίωξη διάφορων στόχων οι οποίοι πρέπει να συμβαδίζουν με τον βασικό σκοπό του όπως αναφέρεται στο άρθρο 3 της συνθήκης ίδρυσης του ESM.

Το περιβάλλον των αγορών που θα δραστηριοποιείται ο ESM θα είναι μεταβλητό. Η στρατηγική λοιπόν του ESM μέσα σε αυτό θα πρέπει να είναι τέτοια που να του επιτρέπει να δρα ταχύτατα στης μη αναμενόμενες συνθήκες των αγορών , συμπεριλαμβανομένης και της γρήγορης κατασκευής προστατευτικών ορίων ρευστότητας όταν αυτό κριθεί απαραίτητο ιδιαίτερα υπό συνθήκες συστηματικού κινδύνου. Ακόμα , η στρατηγική του αυτή θα πρέπει να του εξασφαλίζει και την είσοδο του στην αγορά , ακόμα και αν οι συνθήκες μέσα σε αυτή χαρακτηρίζονται από μεγάλη αβεβαιότητα.

Επιπλέον , η ζήτηση για παροχή χρηματοδότησης από τον ESM θα ποικίλει ολοένα και περισσότερο χρόνο με τον χρόνο. Οι διαθέσιμοι χρηματοοικονομικοί τίτλοι του ESM μπορεί να συνεπάγονται ότι σε πολύ λίγο χρόνο μπορεί να απαιτούνται μεγάλα χρηματοοικονομικά ποσά .Τα κυριότερα μακροοικονομικά προγράμματα αναπροσαρμογής συχνά απαιτούν μια σταθερή ροή ποσών , τα οποία είναι και σχετικά περιορισμένα, ειδικά σε περιπτώσεις που οι συνθήκες καθιστούν αβέβαια κάποια πιθανή εκταμίευση. Για αυτό λοιπόν η δανειοληπτική πολιτική του ESM θα πρέπει να προσφέρει την δυνατότητα ανάληψης σχετικά προβλεπόμενων ποσών μέσα σε μια περίοδο προκειμένου να καλυφθούν διάφορες εκταμιεύσεις ή άλλα μη αναμενόμενα ποσά που συνήθως προκύπτουν πριν την έναρξη κάποιου χρηματοδοτικού προγράμματος .

Ο ESM θα πρέπει να συμμετέχει σε αποτελεσματικά προγράμματα χρηματοδότησης προκειμένου να εξασφαλίζει λογικές συνθήκες χρηματοδότησης σε κάποιο κράτος μέλος του , δίνοντας προτεραιότητα πρώτον στη μείωση του κινδύνου ρευστότητας και δεύτερον στην κατάλληλη εξισορρόπηση μεταξύ του κόστους και του κινδύνου επιτοκίου .

Δίνοντας λοιπόν προτεραιότητα σε όλους τους παραπάνω στόχους , ο ESM θα πρέπει να καθιερωθεί στην αγορά ως ένας αξιόπιστος και υγιής οργανισμός. Σε ένα δύσκολο περιβάλλον αγοράς οι επενδυτές προτιμούν τα ρευστοποιήσιμα χρηματοοικονομικά προϊόντα ή προϊόντα με απλή δομή χωρίς μη αναμενόμενα αποτελέσματα (plain vanilla structure swaps) . Το βασικό χαρτοφυλάκιο χρηματοοικονομικών τίτλων του ESM πρέπει οπωσδήποτε να πληροί αυτά τα κριτήρια. Ωστόσο το χαρτοφυλάκιο αυτό πρέπει να επεκτείνεται και σε άλλους τομείς των κεφαλαιαγορών όταν υπάρχουν συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές ανάγκες και απαιτήσεις.

Ακόμα ο ESM πρέπει να είναι ικανός να μπορεί να έχει πρόσβαση και σε συγκεκριμένους τομείς των χρηματαγορών προκειμένου να μπορεί να ελέγχει τον κίνδυνο ρευστότητας.

Τέλος , ο ESM μπορεί να χρησιμοποιεί παράγωγους χρηματοοικονομικούς τίτλους ,όποτε είναι αυτό εφικτό και κατάλληλο, προκειμένου να μπορεί να ελέγχει τον κίνδυνο επιτοκίου ή άλλους κίνδυνους όπως ο κίνδυνος της ισοτιμίας.

1.6.2.2 Μέσα Χρηματοδότησης

Ένα χαρτοφυλάκιο με χρηματοδοτικούς τίτλους είναι απαραίτητο προκειμένου να αποδώσει την κατάλληλη ευελιξία διαχειρισμού μεγάλων ποσών σε μικρό χρονικό διάστημα. Αυτό το χαρτοφυλάκιο θα πρέπει να συμπεριλαμβάνει τίτλους κεφαλαιαγορών και χρηματαγορών που θα παρέχουν την ευελιξία αυτή.

1.6.2.2.1 Τίτλοι Κεφαλαιαγορών

Προγράμματα Ομολόγων

Ο ESM θα πρέπει να θεσπίσει ένα πρόγραμμα έκδοσης χρέους σε ευρώ . Αυτό το πρόγραμμα θα αποτελεί το κύριο πλαίσιο έκδοσης ομολόγων μέσης και μακράς διαρκείας.

Ο ESM θα μπορεί να διενεργεί βασικές συναλλαγές μέσω στοιχείων με ληκτότητα από ένα έως τριάντα έτη . Η στρατηγική οικοδόμησης μιας τέτοιας καμπύλης με διαφορετικές γραμμές αναφοράς (benchmark lines) προσφέρει πρόσβαση σε διαφορετικούς τύπους επενδυτών και επιτρέπει την ανάληψη μεγάλων ποσών χρηματοδότησης . Αυξάνοντας το εύρος μερικών γραμμών προκειμένου να αυξηθεί η ρευστότητα στους επενδυτές μπορεί να θεωρηθεί ως στοιχείο αύξησης της χρηματοδοτικής ικανότητας.

Οι διαδικασίες έκδοσης θα χαρακτηρίζονται από ευελιξία ως προς τις συναλλαγές με κοινοπρακτικό χαρακτήρα όπως συμβαίνει και με τις δημοπρασίες. Επιπρόσθετα ο ESM μπορεί να εκδώσει ομόλογα ως ιδιωτικές τοποθετήσεις. Αυτό θα παρέχει στον ESM πρόσθετη ευελιξία ώστε να βελτιώσει τη γενικότερο κόστος χρηματοδότησης και να επωφεληθεί από την ζήτηση που μπορεί να προκύψει από μεγάλους επενδυτές.

Ο ESM διατηρεί την ευελιξία να μπορεί να διακρατεί δικά του ομόλογα για ένα συγκεκριμένο περιορισμένο ποσό. Αυτό του δίνει την επιπλέον δυνατότητα να κερδίζει επιπλέον χρηματοδότηση είτε πουλώντας τα ομόλογα στη δευτερογενή αγορά ή να τα χρησιμοποιεί ως χρεόγραφα σε ασφαλείς χρηματαγορές.

Άλλοι τίτλοι κεφαλαιαγορών

Ως ενίσχυση αλλά και συμπλήρωση του προγράμματος των ομολόγων ο ESM μπορεί να προχωρήσει στην έκδοση γραμματίων . Αυτοί οι τίτλοι επιτρέπουν την απόκτηση πλεονεκτήματος σε περίπτωση αυξημένης ζήτησης στα συγκεκριμένα προϊόντα , τα οποία μπορεί να αποδειχθούν πολύτιμα στην περίπτωση που προκύψουν απρόσμενες χρηματοοικονομικές ανάγκες.

Ακόμη , ο ESM μπορεί να διαφοροποιεί τη χρηματοδοτική στρατηγική του επενδύοντας σε διαφορετικές ισοτιμίες .Τέτοιες ξένες ισοτιμίες μπορούν να αντισταθμιστούν με παράγωγους τίτλους όπως συμβόλαια ανταλλαγών (SWAPS) .Τα συμβόλαια αυτά μπορούν να επιτρέπουν στον ESM να αντισταθμίζει το επιτόκιο και την έκθεση στον κίνδυνο ισοτιμίας.

1.6.2.2.2 Τίτλοι χρηματαγορών

Ο ESM θα πρέπει να προχωρήσει στην θέσπιση ενός νομοσχεδίου σχετικά με τα προγράμματα που διέπουν τις διαπραγματεύσεις των χρηματοοικονομικών τίτλων. Αυτό το νομοσχέδιο θα επιτρέπει στον ESM να συλλέγει και να κερδίζει μεγάλα ποσά ακόμα και μέσα σε ένα πολυμεταβλητό περιβάλλον . Μάλιστα όταν οι συνθήκες του το επιτρέπουν , του δίνουν την δυνατότητα να μπορεί να εκδίδει ομόλογα .

Ακόμα του δίνεται η δυνατότητα να προχωρά σε όχι και τόσο ασφαλείς συναλλαγές μέσα στις χρηματαγορές .Οι συναλλαγές μπορούν να πραγματοποιούνται την ίδια μέρα ή σε βάθος ενός χρόνου .Αυτοί οι ευέλικτοι χρηματοοικονομικοί τίτλοι μπορούν να χρησιμοποιούνται για την κάλυψη των διάφορων κενών ρευστότητας .

Ο ESM θα πρέπει να θεσπίσει ρυθμίσεις ρευστότητας με τους διαχειριστές χρέους (DMOs) των μελών του . Τα διαθέσιμα προς τον ESM ποσά για δανεισμό από ανεξάρτητους δανειστές πρέπει να είναι σε συμφωνία με τις εκάστοτε εθνικές ρυθμίσεις σε θέματα δημοσιονομικά και προϋπολογισμού αλλά και την ταμειακή τους κατάσταση. Για αυτό το λόγο οι ρυθμίσεις αυτές πρέπει να εφαρμόζονται σε ειδικές περιπτώσεις και μόνο όταν δεν είναι διαθέσιμες άλλες πηγές χρηματοδότησης . Ακόμα θα πρέπει ο ESM να θεσπίσει ένα δίκτυο πιστώσεων με τις ιδιωτικές τράπεζες προκειμένου να γεφυρώνονται και να καλύπτονται τα διάφορα έκτακτα κενά ρευστότητας.

1.6.2.3 Μεταβιβάσεις των χρηματοδοτικών ποσών που έχουν αναληφθεί στα δάνεια

Με τη χρήση συνδυαστικής χρηματοδοτικής προσέγγισης ,οι χρηματοδοτικοί τίτλοι και τα δάνεια μοιάζουν να έχουν παρόμοιο πλαίσιο όσο αφορά στα ποσά , στο χρόνο έκδοσης , στην ισοτιμία , στην αποπληρωμή ,στην χρόνο ωρίμανσης και λήξης αλλά και στο δείκτη επιτοκίου.

Με τη χρήση μιας διαφοροποιημένης χρηματοδοτικής στρατηγικής , τα χαρακτηριστικά των χρηματοδοτικών τίτλων ποικίλουν και τα τεχνικά χαρακτηριστικά τους ενδέχεται να αποκλίνουν πολύ

από αυτά των δανείων .Μια ποικιλία τίτλων και στοιχείων ωρίμανσης ,καθώς επίσης και λογιζόμενες ως κατάλληλες ισοτιμίες μπορούν να εξασφαλίσουν αποτελεσματική χρηματοδότηση αλλά και συνεχή πρόσβαση στις αγορές. Ο ESM καλείται να εφαρμόσει μια διαφοροποιημένη στρατηγική όσον αφορά στην επίτευξη του βασικού του σκοπού όπως περιγράφεται στον άρθρο 3 της συνθήκης ίδρυσης , στρατηγική που θα στηρίζεται στην εφαρμογή σύντομης αλλά και μέσης έως μακράς διαρκείας προγραμμάτων. Το συνολικό ποσό αυτών των προγραμμάτων θα πρέπει να είναι τουλάχιστον ίσο αν όχι μεγαλύτερο με αυτό για τις διάφορες δραστηριότητες του ESM. Το μέγεθος του προστατευτικού ορίου ρευστότητας θα ρυθμίζεται από το συμβούλιο των Διοικητών ενώ η εφαρμογή μιας διαφοροποιημένης στρατηγικής θα πρέπει πάντα να γίνεται με βάση των ορίων που θέτουν οι ρυθμίσεις περί διαχείριση κινδύνων .

1.6.2.4 Ρυθμιστικό δίκαιο και συστήματα εκκαθάρισης

Η θεώρηση και τεκμηρίωση του προγράμματος έκδοσης χρέους (dept issuance programme – DIP) θα είναι σύμφωνο και ια διέπεται από το δίκαιο του Λουξεμβούργου ή θα προσαρμόζεται ανάλογα με τους χρησιμοποιούμενους τίτλους ή τους επενδυτές . Το DIP άλλων ισοτιμιών θα αναθεωρείται και προσαρμόζεται κατάλληλα από το συμβούλιο των Διευθυντών .

Η εκκαθάριση θα γίνεται σύμφωνα με τις βασικές οδηγίες . Προσωρινά το ESM DIP θα έχει την ίδια νομική μορφή με του EFSF , του οποίου η εκκαθάριση γίνεται στην Φρανκφούρτη.

1.6.2.5. Υποβολή των διάφορων εκθέσεων και διαδικασιών

Η εφαρμογή της δανειοληπτικής πολιτικής θα πρέπει να εναρμονίζεται με το καταστατικό του ESM και τη συνθήκη ίδρυσης .Ακόμα αυτές οι οδηγίες θα πρέπει να αφορούν και μια σειρά εσωτερικών διαδικασιών όπως οι διάφορες εξουσιοδοτήσεις , διαδικασίες εκπροσώπησης αλλά και ελέγχου για το τι πρέπει να γίνεται στις συναλλαγές .

Ο Διευθύνων Σύμβουλος θα πρέπει να παρουσιάζει διάφορες εκθέσεις στο συμβούλιο των Διευθυντών σχετικά με τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες του ESM ετησίως ή κάθε τρεις μήνες αν λαμβάνει χώρα κάποιο πρόγραμμα χρηματοδότης ενώ θα πρέπει σε συντονισμό με το συμβούλιο των Διευθυντών να αποφασίζουν σχετικά με το προστατευτικό όριο ρευστότητας του οποίου η αναθεώρηση θα πρέπει να γίνεται τουλάχιστον ετησίως.

1.6.3 Επενδυτική Πολιτική του ESM

Το συμβούλιο των διευθυντών εξετάζει και καθορίζει τις κατευθυντήριες γραμμές που θα θεσπιστούν ,ενώ ο διευθύνων σύμβουλος εφαρμόζει τη συνετή πολιτική προκειμένου ο ESM να εξασφαλίσει τη μέγιστη πιστοληπτική ικανότητα . Μέρος των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου των επενδύσεων του ESM μπορεί να χρησιμοποιείται για την κάλυψη των λειτουργικών του και διοικητικών του αναγκών. Οι λειτουργίες του ESM είναι οργανωμένες και λειτουργούν βάση των αρχών της ορθής διαχείρισης κινδύνου και της ορθής οικονομικής διαχείρισης .

Στόχος της επενδυτικής πολιτικής είναι να συμβάλλει στην αποτελεσματικότητα αλλά και την αξιοπιστία του ESM , ενώ θα πρέπει να παρέχει τα μέσα για την δημιουργία και διαχείριση ενός ασφαλούς και ευέλικτου χαρτοφυλακίου. Πιο συγκεκριμένα , οι επενδύσεις του καταβεβλημένου κεφαλαίου αλλά και του αποθεματικού κεφαλαίου απαρτίζουν τον κύριο κορμό της επενδυτικής πολιτικής και συμβάλλουν στην δημιουργία πιστωτικής αξιοπιστίας του ESM. Οι βασικοί στόχοι της επενδυτικής πολιτικής είναι να προσφέρουν στον ESM την απαραίτητη και επαρκή ονομαστική αξία κεφαλαίου ώστε να διατηρεί την δανειοδοτική του ικανότητα σε επαρκές .υψηλό επίπεδο και διαθέσιμη ανά πάσα στιγμή .Ακόμα η ονομαστική αξία του κεφαλαίου πρέπει να είναι τέτοια που να μπορεί να καλύψει ανά πάσα στιγμή έκτακτες απώλειες που προκύπτουν.

1.6.3.1 Στόχοι της επενδυτικής πολιτικής

1.6.3.1.1 Ρευστότητα από την επένδυση των χαρτοφυλακίων

Τα επενδυμένα χαρτοφυλάκια του ESM θα πρέπει να συνεισφέρουν στην κάλυψη των απωλειών που προκύπτουν από τις λειτουργίες του ESM , και πιο συγκεκριμένα από την κάλυψη κάποιου ελλείμματος από την αδυναμία πληρωμής της εισφοράς κάποιου κράτους μέλους του ESM που έχει δεχθεί χρηματοπιστωτική βοήθεια. Σε περίπτωση που παρουσιαστεί κάποια έκτακτη ανάγκη πραγματοποιείται μια μεταφορά από το αποθεματικό κεφάλαιο και/ή το καταβεβλημένο κεφάλαιο σε ένα αποθεματικό κεφάλαιο ειδικό για έκτακτες περιπτώσεις , το οποίο θα λειτουργήσει ως προστατευτικό φράγμα σε κινδύνους που προκύπτουν από την χορήγηση χρηματοπιστωτικής βοήθειας υπό αυτήν την κατάσταση έκτακτης ανάγκης .

1.6.3.1.2 Συνεχής διαθεσιμότητα της μέγιστης δανειοδότησης του ESM

Η διάθεση ανάληψης κινδύνων από την επένδυση των χαρτοφυλακίων θα πρέπει να προσδιορίζεται από τις βασικές αρχές της Διαχείρισης Κινδύνων . Η επενδυτική πολιτική του ESM πρέπει να εγγυάται ότι η αγοραστική αξία των επενδυμένων χαρτοφυλακίων υπερβαίνει το κατώτατο όριο του 15% σχετικά με τον στόχο της υψηλής δανειοδότησης του ESM για ένα υψηλό επίπεδο εμπιστοσύνης .

Αυτή η δανειοδοτική ικανότητα του ESM θα προσαρμόζεται διαρκώς ενώ μια κατάλληλη διαφοροποίηση στα χαρτοφυλάκια θα χρησιμοποιείται για την μείωση της επικινδυνότητας της προστιθέμενης αγοραστικής αξίας του χαρτοφυλακίου.

1.6.3.1.3 Πιστοληπτική αξιοπιστία του ESM

Η επένδυση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων πρέπει να ακολουθεί συγκεκριμένες αρχές σύμφωνα με την συνθήκη ίδρυση του ESM προκειμένου να του εξασφαλίζει τη μέγιστη πιστοληπτική αξιοπιστία. Για να επιτευχθεί αυτός ο στόχος πρέπει ένα ποσό ίσο με το 15% της μέγιστης δανειοδοτικής ικανότητας του ESM να επενδυθεί σε πιστοληπτικά αξιόπιστα κεφάλαια , όπως αυτά καθορίζονται από τη "Γενικευμένη Λίστα Επιλέξιμων Χαρτοφυλακίων " (Annex 1) . Γενικά θα πρέπει πάντα να δίνεται σημασία στην έκθεση του ESM στον κίνδυνο προκειμένου να αποφεύγεται και το κόστος συγκέντρωσης.

1.6.3.1.4 Απόδοση επενδύσεων

Γενικά βάση της συνθήκης ίδρυσης του ESM μέρος των αποδόσεων των επενδύσεων θα πρέπει να χρησιμοποιείται στην κάλυψη το λειτουργικού και διοικητικού κόστους ενώ σύμφωνα με το άρθρο 23 " *§1. Το συμβούλιο διευθυντών δύναται να αποφασίσει, με απλή πλειοψηφία, να διανείμει μέρισμα στα μέλη του ESM, εφόσον το ποσό του καταβεβλημένου κεφαλαίου και του αποθεματικού κεφαλαίου υπερβαίνει το επίπεδο που απαιτείται για τη διατήρηση της δανειοδοτικής ικανότητας του ESM και εφόσον δεν απαιτούνται οι πρόσοδοι από τις επενδύσεις για να αποφευχθούν οι υστερήσεις πληρωμών προς τους πιστωτές. Τα μερίσματα διανέμονται κατ' αναλογία προς τις συνεισφορές στο καταβεβλημένο κεφάλαιο, λαμβανομένης υπόψη της πιθανής επιτάχυνσης που αναφέρεται στο άρθρο 41 παράγραφος 3*[1]*. §2. Εφόσον ο ESM δεν έχει χορηγήσει χρηματοπιστωτική συνδρομή σε κάποιο από τα μέλη του, οι πρόσοδοι από την επένδυση του καταβληθέντος κεφαλαίου του ΕΣΣ επιστρέφονται στα μέλη του ESM σύμφωνα με τις αντίστοιχες συνεισφορές τους στο καταβληθέν κεφάλαιο, μετά από αφαίρεση των λειτουργικών εξόδων, υπό την προϋπόθεση ότι η σκοπούμενη πραγματική δανειοδοτική ικανότητα είναι πλήρως διαθέσιμη*."

1.6.3.2 Βασικές Αρχές που διέπουν τις Επενδύσεις

[1] Άρθρο 41 παράγραφος 3.
Ένα μέλος του ΕΜΣ μπορεί να αποφασίσει να επιταχύνει την πληρωμή του μεριδίου του στο καταβληθέν κεφάλαιο.

Οι βασικές κατευθυντήριες αρχές που διέπουν την επενδυτική πολιτική του ESM πρέπει να εξυπηρετούν το βασικό σκοπό του ESM όπως αυτός περιγράφεται στη συνθήκη ίδρυσης του. Αυτές είναι :

1. Όλες οι συναλλαγές που αφορούν τις επενδυτικές δραστηριότητες του ESM θα πρέπει να διεξάγονται έτσι ώστε να εξασφαλίζουν την καλή πιστοληπτική του εικόνα καθώς επίσης και να περιορίζουν κάθε αντίκτυπο σε τιμές αγοράς ακόμα και όταν η αγορά βρίσκεται σε συνθήκες κρίσης.

2. Επενδυτικές συναλλαγές που αφορούν το καταβεβλημένο κεφάλαιο αλλά και το αποθεματικό θα πρέπει να γίνονται μεταξύ καλά επιλεγμένων αντισυμβαλλομένων .

3. Ο ESM πρέπει να διατηρεί ένα υψηλό επίπεδο διαφοροποίησης όσον αφορά στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια του προκειμένου να αντισταθμίζει το συνολικό κίνδυνο. Η διαφοροποίηση αυτή πρέπει να εφαρμόζεται τόσο σε επίπεδο χαρτοφυλακίων όσο και σε επίπεδο γεωγραφικών περιοχών , χρηματοπιστωτικών μέσων αλλά και εκδοτών.

4. Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα θα πρέπει να χρησιμοποιούνται μόνο για περιπτώσεις διαχείρισης κινδύνου.

5. Πρέπει να γίνεται αντιστάθμιση κάθε κινδύνου ισοτιμίας σε ευρώ προκειμένου να μένει ένα μικρό κομμάτι κινδύνου ξένου συναλλάγματος για το ESM . Άλλωστε χαρτοφυλάκια που προέρχονται από τη ζώνη του ευρώ θα προτιμούνται απ αυτά που εκφράζονται σε ξένο νόμισμα.

6. Το πλαίσιο διοίκησης , οι ενδείξεις κινδύνου αλλά και οι αναφορές θα πρέπει να παρουσιάζονται ευκρινώς προκειμένου να καθορίζονται οι επενδυτικοί στόχοι , και να μπορεί το συμβούλιο των Διευθυντών να ασκεί σωστή διαχείριση στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια.

1.6.3.3 Επιλεγμένα μέσα

Κάτω από ένα αυστηρό πλαίσιο πιστωτικού κινδύνου , τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια που θα επιλέγονται από τον ESM προκειμένου να ανταποκριθούν στους επενδυτικούς του στόχους πρέπει να πληρούν τις παρακάτω προδιαγραφές :
α. Να δίνουν στον ESM τη δυνατότητα να καλύπτει τις όποιες απώλειες προκύπτουν από τις λειτουργίες του , να διατηρεί σε υψηλό επίπεδο τόσο την δανειοδοτική όσο και χρηματοπιστωτική του ικανότητα

β. Να ενισχύουν την διαφοροποίηση αλλά και της αποδόσεις.

Αν κάποιο χαρτοφυλάκιο υποστεί μείωση στην διάθεση επιλογής του , τότε ο διευθύνων Σύμβουλος σε συμφωνία με το συμβούλιο των Διευθυντών οφείλει να μειώσει την έκθεση του συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου αλλά με τέτοιο τρόπο που να μην προκαλέσει αντιδράσεις στις αγορές με δυσάρεστα αποτελέσματα για τις αγοραστικές τιμές.

1.6.3.4 Η δομή των χαρτοφυλακίων

Σύμφωνα με το άρθρο 25 της συνθήκης ίδρυσης του ESM πιθανές απώλειες που προκύπτουν από τις λειτουργίες του ESM θα καλύπτονται από το αποθεματικό κεφάλαιο . Για αυτό το λόγο , το αποθεματικό κεφάλαιο πρέπει να διατηρείται σε είναι επίπεδο ώστε να παρέχει στον ESM τη μέγιστη δυνατή παροχή ρευστότητας.

Μέσα στους επενδυτικούς στόχους του ESM πρέπει να είναι και ο διαχωρισμός των επενδυτικών του χαρτοφυλακίων σε ξεχωριστά χαρτοφυλάκια , με τη μορφή επενδυτικής δόσης . Τα χαρακτηριστικά και το μέγεθος κάθε δόσης περιγράφονται παρακάτω.

Η δόση που απαιτεί την υψηλότερη παροχή χρήματος και ρευστότητας είναι η *Βραγχυχρόνια Δόση* . Η δόση αυτή πρέπει να δίνει τη δυνατότητα στον ESM να καλύπτει κάθε πιθανή εκταμίευση λόγω ελλείμματος που προκύπτει από τη αδυναμία πληρωμής της εισφοράς κάποιου κράτους μέλους. Το μέγεθος της δόσης πρέπει να είναι τέτοιο που να ισοφαρίζει τις μελλοντικές πληρωμές 6 τουλάχιστον μηνών με ελάχιστον ποσό αυτό των πέντε εκατομμυρίων ευρώ. Η δόση αυτή θα επενδύεται με ρευστοποιήσιμα επενδυτικά μέσα με κεφαλαιακό ορίζοντα ενός χρόνου., για ένα υψηλό επίπεδο εμπιστοσύνης. Ένα ποσοστό της τάξης του 30% αυτής της δόσης θα επενδύεται πολυεθνικούς οργανισμούς ή εκτός της ευρωζώνης . Οι πρόσοδοι για το αποθεματικό κεφάλαιο θα επενδύονται εξολοκλήρου στην βραγχυχρόνια δόση.

Η δόση θα διασφαλίζει την ύπαρξη διαφοροποίησης και της οικονομικής ευρωστίας του ESM θα είναι η *Μεσο/Μακροχρόνια Δόση* . Η δόση αυτή θα έχει ως κύριο σκοπό τη διασφάλιση της οικονομικής ευρωστίας του ESM και θα συμβάλλει στην ενίσχυση των αποδόσεων των επενδυτικών χαρτοφυλακίων σύμφωνα με τους περιορισμούς όπως υπάγονται από τους επενδυτικούς στόχους και τα κριτήρια επιλογής χαρτοφυλακίων. Ακόμη η δόση αυτή θα επενδύεται σε ρευστοποιήσιμα επενδυτικά μέσα ενώ παράλληλα μπορεί και να αποτιμηθεί σε χρήμα. Το μέγεθος της θα είναι ίσο με το υπολειπόμενο των προς επένδυση χαρτοφυλακίων ποσό ύστερα από τη σύσταση της βραγχυχρόνιας δόσης . Η δόση θα επενδύεται με ορίζοντα τριών χρόνων , και μέγιστης πιθανής απώλειας 2% με ορίζοντα ενός χρόνου , για ένα υψηλό επίπεδο εμπιστοσύνης . Αυτή η αυστηρή πολιτική αγοραστικού κινδύνου θα επιτρέπει στην τιμή αγοράς των στα επενδυτικών χαρτοφυλακίων να πληροί την χαμηλότερη απαιτούμενη απόδοση του 15% σε σύγκριση πάντα με την μέγιστη δανειοδοτική δύναμη

του ESM εκείνη τη χρονική στιγμή. . Ένα ποσοστό της τάξης του 30% αυτής της δόσης θα επενδύεται πολυεθνικούς οργανισμούς ή εκτός της ευρωζώνης .

Τέλος , το ποσό και των δύο δόσεων θα προσδιορίζεται από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο σύμφωνα με τις οδηγίες σχετικά με την Επενδυτική Πολιτική του ESM.

1.6.3.5 Διαχείριση ρευστότητας του ισολογισμού του ESM

Προκειμένου να είναι σε θέση ο ESM να ανταποκριθεί στις πληρωμές από τις υποχρεώσεις του και στους λογαριασμούς του παθητικού του σε διάστημα ενός χρόνου , και αν αυτές οι υποχρεώσεις δεν έχουν καλυφθεί από το αποθεματικό του κεφάλαιο ,τα διαθέσιμα ποσά χρηματοδότησης που αποτελούν το άρθροισμα της βραγχυχρόνιας και του 50% της μακροχρόνιας δόσης μαζί με τη διαφορά του διαθέσιμου ποσού χρηματοδότησης και των πληρωμών των οφειλόμενων υποχρεώσεων θα χρηματοδοτούνται εκ των προτέρων .

1.6.3.6 Άσκηση επενδυτικής πολιτικής

Σύμφωνα με το άρθρο 22 της συνθήκης ίδρυσης του ESM ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι υπεύθυνος για την άσκηση της πολιτικής αυτής . Μέσα στις σχετικές αρμοδιότητες του είναι η αναθεώρηση των οδηγιών που την διέπουν καθώς επίσης και τον αποτελεσμάτων που προκύπτουν από την άσκηση της και η παρουσίαση τους στο συμβούλιο των Διευθυντών ενώ πρέπει και να καθορίζει το κατάλληλο όριο διακυβέρνησης σύμφωνα με τις οδηγίες των σχετικών επιτροπών όπως η επιτροπή επενδύσεων και η επιτροπή κινδύνου . Η εφαρμογή των οδηγιών πρέπει να γίνεται σταδιακά και όχι άμεσα μετά την πληρωμή του καταβληθέντος κεφαλαίου.

1.6.4 Πολιτική μερισμάτων

Όπως έχει αναφερθεί ο ESM είναι ένας διεθνής χρηματοπιστωτικός οργανισμός με συγκεκριμένο εγκεκριμένο κεφάλαιο. Το αρχικό αποθεματικό έχει οριστεί στα 700 δισεκατομμύρια ευρώ , από τα οποία τα 80 δισεκατομμύρια είναι το καταβεβλημένο κεφάλαιο. Παράλληλα με αυτά , σύμφωνα με το άρθρο 24 παράγραφος 1 της συνθήκης ίδρυσης του , ο ESM πρέπει να διατηρεί και ένα αποθεματικό κεφάλαιο .

Τα καθαρά έσοδα που προέρχονται από τις δανειοδοτικές και τις επενδυτικές δραστηριότητες του ESM θα μεταφέρονται στο αποθεματικό του κεφάλαιο. Παράλληλα , στο αποθεματικό θα προστίθενται και έσοδα που προέρχονται από κυρώσεις στα μέλη του ESM λόγω πολύπλευρων

διαδικασιών εποπτείας , τη διαδικασία ελέγχου του υπερβολικού ελλείμματος , και/ή τη διαδικασία ελέγχου των διαφόρων ανισορροπιών .

Το μέρισμα στα μέλη του ESM μοιράζεται με απόφαση του συμβουλίου των Διευθυντών το οποίο θεσπίζει και τις κατευθυντήριες γραμμές της πολιτικής αυτής ενώ την εφαρμογή της αναλαμβάνει ο Διευθύνων Σύμβουλος . Η απόφαση λαμβάνεται με απλή πλειοψηφία εφόσον το ποσό του καταβεβλημένου κεφαλαίου και του αποθεματικού υπερβαίνει το απαιτούμενο για την διατήρηση της δανειοδοτικής ικανότητας του ESM. Βασική προϋπόθεση είναι επίσης να μην απαιτούνται οι πρόσοδοι από τις επενδύσεις για να αποφευχθούν υστερήσεις πληρωμών προς τους πιστωτές του ESM . Τα μερίσματα διανέμονται ανάλογα με τις εισφορές στο καταβεβλημένο κεφάλαιο. Αν μάλιστα κάποιο μέλος του ESM δεν έχει δεχθεί κάποια χρηματοπιστωτική συνδρομή τότε τα έσοδα από την επένδυση του καταβεβλημένου κεφαλαίου επιστρέφονται στο μέλος του ESM ανάλογα με την συνεισφορά του σε αυτό , αφού έχουν αφαιρεθεί τα λειτουργικά έξοδα και υπό την προϋπόθεση ότι η δανειοδοτική ικανότητα του ESM είναι στο επιθυμητό επίπεδο . Οι πληρωμές των μερισμάτων δεν θα πρέπει να υπερβαίνουν το διαθέσιμο στο τέλος κάθε ημερολογιακού έτους ποσό σύμφωνα πάντα με τον προϋπολογισμό .

i. <u>Κανόνες που διέπουν τις πληρωμές μερισμάτων</u>

Όταν ο ESM έχει φτάσει στο ανώτατο επίπεδο της δανειοδοτικής του ικανότητας και στην περίπτωση που δεν παρέχεται χρηματοπιστωτική βοήθεια σε κάποιο κράτος μέλος του , πρόσοδοι από τις επενδύσεις του καταβεβλημένου κεφαλαίου του ESM θα επιστρέφονται στα κράτη μέλη του ανάλογα με το ποσοστό συνεισφοράς τους , αφού έχουν γίνει οι κατάλληλες μειώσεις για την κάλυψη των λειτουργικών εξόδων.

Στην περίπτωση που το ESM παρέχει χρηματοπιστωτική βοήθεια σε κάποιο από τα μέλη του τότε τα μερίσματα θα μοιράζονται στους μετόχους μετά από αφαίρεση των λειτουργικών εξόδων , αφού έχει προηγηθεί και εγκριθεί πρόταση του Διευθύνοντα Συμβούλου στο συμβούλιο των Διευθυντών. Αυτά τα μερίσματα θα προέρχονται από έσοδα από επενδυτικές δραστηριότητες , κόμιστρα που πρέπει να εισπράττει ο ESM και άλλα κέρδη. Τα λειτουργικά κόστη που δεν θα καλύπτονται από εισφορές από την παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας σε κράτη μέλη θα αφαιρούνται από τα έξοδα από επενδυτικές δραστηριότητες. Μετά την παραλαβή του μερίσματος ,τα κράτη μέλη του ESM Που λαμβάνουν χρηματοπιστωτική βοήθεια ύστερα από εντολή του Διευθύνοντα Συμβούλου θα πρέπει α) να πληρώσουν ένα ποσό ίσο με το μέρισμα για να αποπληρώσουν μια δόση της χρηματοπιστωτικής βοήθειας ή β) ή να διαθέσουν ένα ποσό ίσο με το μέρισμα προκειμένου να ανταποκριθούν στις προσκλήσεις για μεταβολή του κεφαλαίου του ESM .Εναλλακτικά ,το ποσό του μερίσματος θα

θεωρείται και θα χρησιμοποιείται για τη διευθέτηση μελλοντικών χρηματοοικονομικών αναγκών του συγκεκριμένου μέλους του ESM .

Ο Διευθύνων Σύμβουλος ανά τακτά χρονικά διαστήματα πρέπει να υποβάλλει προτάσεις σχετικά με τα ποσά των πληρωμών των μερισμάτων , ενώ μετά την υποβολή της πρότασης θα πρέπει να παρουσιάζει στο συμβούλιο των Διευθυντών μια κεφαλαιακή εκτίμηση σε σχέση με τη δανειοδοτική ικανότητα του ESM . Η συσσώρευση αποθεμάτων είναι ουσιώδης για την εξασφάλιση του ότι η δανειοδοτική ικανότητα του ESM παραμένει αποτελεσματική και συμβαδίζει με τις καινούριες οικονομικές και χρηματοοικονομικές εξελίξεις. Ακόμα θα πρέπει να προτείνει και το πώς θα πρέπει ο ESM να διαχειρίζεται την πληρωμή του μερίσματος κάποιου κράτους μέλους που δέχεται πακέτο χρηματοπιστωτικής βοήθειας. Με βάση τα παραπάνω το συμβούλιο των Διευθυντών θα πρέπει να αποφασίσει το σύνολο των εκταμιεύσιμων μερισμάτων από τα υπάρχοντα αποθεματικά και το πώς τον τρόπο διαχείρισης των πληρωμών των μερισμάτων κρατών μελών του που βρίσκονται σε κάποιο πρόγραμμα χρηματοπιστωτικής συνδρομής.

Στην περίπτωση που τα μέλη του ESM δεχθούν την πρόταση για επέκταση της δανειοδοτικής ικανότητας του ESM και μια αύξηση στο καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο[1] , μπορούν να επιτρέψουν και να αναθέσουν στον ESM να χρησιμοποιήσει αυτά τα ποσά από τα εκταμιευμένα μερίδια για την αύξηση του μεριδίου τους στο καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο. Διαφορετικά θα γίνει μεταφορά των μεριδίων στα κράτη μέλη. Αυτή η μεταφορά θα πρέπει να γίνει μετά το απαραίτητο χρονικό διάστημα που απαιτείται για την επαναφορά της επενδυτικής τους θέσης και οπωσδήποτε όχι για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο των δύο μηνών μετά τη λήψη της απόφασης

ii. <u>Περιορισμοί στην πληρωμή των μερισμάτων</u>

Οι πληρωμές των μερισμάτων δε θα πρέπει να γίνονται κατά τη διάρκεια μεταβατικών περιόδων και ειδικότερα κατά την περίοδο κατά την περίοδο που γίνεται η σύσταση του καταβεβλημένου κεφαλαίου. Δηλαδή ,όταν το ποσό του καταβεβλημένου κεφαλαίου και του υπάρχοντος αποθεματικού δεν υπερβαίνουν το επίπεδο που είναι απαραίτητο για τον ESM για να διατηρήσει την δανειοδοτική του ικανότητα. Σε αυτή την περίπτωση πρέπει να γίνει είσπραξη πληρωμών προκειμένου το αποθεματικό κεφάλαιο να είναι σε θέση να υποστηρίξει πλήρως την δανειοδοτική ικανότητα του ESM.

Ακόμη , δεν θα πραγματοποιείται πληρωμή μερισμάτων κατά την περίοδο που απαιτούνται έσοδα από επενδύσεις προκειμένου να μην υπάρξει αδυναμία πληρωμών προς τους πιστωτές του ESM . Ακόμα δεν θα πραγματοποιούνται και στην περίπτωση που το επιβάλλουν οι διαδικασίες διαχείρισης

[1] Σύμφωνα με το άρθρο 10(1) της συνθήκης ίδρυσης του ESM και μετά την ολοκλήρωση των εθνικών διαδικασιών

κινδύνου ,για παράδειγμα όταν ανιχνεύεται κίνδυνος απωλειών ή όταν υπάρξει αδυναμία πληρωμής σε περίπτωση πρόσκλησης για καταβολή κεφαλαίου. Σε αυτήν την περίπτωση ο Διευθύνων Σύμβουλος οφείλει να ενημερώνει τόσο το συμβούλιο των Διοικητών όσο και το συμβούλιο των Διευθυντών . Μετά από την αποκατάσταση οποιαδήποτε περίπτωσης απαγορεύει την πληρωμή μερισμάτων ,ο Διευθύνων Σύμβουλος θα ενημερώνει εκ νέου τα συμβούλια και η πληρωμή θα γίνεται όπως προβλέπεται από τη συνθήκη και το καταστατικό του ESM .

1.6.5 Αποθεματικό και άλλα κεφάλαια

Το αποθεματικό κεφάλαιο παρουσιάζεται και ψηφίζεται από το συμβούλιο των Διοικητών . Από την άλλη , το συμβούλιο των διευθυντών θεσπίζει τις κατευθυντήριες γραμμές για το πώς θα επενδύονται οι πόροι του αποθεματικού κεφαλαίου ενώ θεσπίζει και τους κανόνες που είναι απαραίτητοι για τη σύσταση , τη διαχείριση και τη χρήση άλλων κεφαλαίων . Το αποθεματικό κεφάλαιο τροφοδοτείται από τα καθαρά έσοδα που προκύπτουν από τις δραστηριότητες του ESM αλλά και από διάφορες κυρώσεις στα μέλη του .

1.6.6 Προϋπολογισμός , Έλεγχος και κάλυψη ζημιών

Ο ετήσιος προϋπολογισμός εγκρίνεται από το συμβούλιο των Διευθυντών . Το συμβούλιο των Διοικητών εγκρίνει τους ετήσιους λογαριασμούς ενώ κάθε τρίμηνο δημοσιεύει μια αναφορά που περιλαμβάνει ένα αναθεωρημένο αντίγραφο των λογαριασμών του ESM . Η αναφορά αυτή δημοσιοποιείται στα μέλη του ESM και περιλαμβάνει μια τριμηνιαία ανακεφαλαιωτική κατάσταση της οικονομικής θέσης του οργανισμού αλλά και τα κέρδη και τις απώλειες όπως αυτά προκύπτουν από τις δραστηριότητες του.

Τόσο ο εξωτερικός όσο και ο εσωτερικός έλεγχος του ESM γίνεται με βάση τα διεθνή πρότυπα . Ο εξωτερικός έλεγχος των λογαριασμών του ESM πραγματοποιείται από μια ομάδα ανεξάρτητων εξωτερικών ελεγκτών. Αυτοί εγκρίνονται και διορίζονται από το συμβούλιο των Διοικητών να πιστοποιούν τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις του ESM ενώ είναι πλήρως εξουσιοδοτημένοι να ελέγχουν τα βιβλία και τους λογαριασμούς του ESM αλλά και να ενημερώνονται πλήρως και συνεχώς για τις συναλλαγές του. Ακόμα συντάσσει , σε ετήσια βάση , την έκθεση του , που υποβάλλεται στο συμβούλιο των Διοικητών .

Το συμβούλιο των ελεγκτών αποτελείται από πέντε μέλη τα οποία διορίζονται από το συμβούλιο των Διοικητών βάση των ικανοτήτων και της εμπειρίας τους σε χρηματοοικονομικά και ελεγκτικά ζητήματα. Το συνιστούν δύο μέλη από τα ανώτατα ελεγκτικά όργανα των μελών του ESM και ένα

από το Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Συμβούλιο . Τα μέλη του συμβουλίου είναι ανεξάρτητα και δεν ζητούν ούτε παίρνουν οδηγίες από τα όργανα διακυβέρνησης του ESM ή οποιοδήποτε άλλο μέλος ή δημόσιο ή ιδιωτικό φορέα .

Για τις ζημιές που προκύπτουν από τις δραστηριότητες του ESM γίνεται καταλογισμός στο αποθεματικό κεφάλαιο, στο καταβεβλημένο κεφάλαιο αλλά και σε ένα κατάλληλο ποσό του μη εγκεκριμένου κεφαλαίου όταν αυτό κρίνεται απαραίτητο. Η απώλεια που προκύπτει όταν κάποιο κράτος μέλος του ESM αδυνατεί να καλύψει την απαραίτητη εισφορά του στο αποθεματικό κεφάλαιο , εξισορροπείται μρ την αυξημένη απαίτηση καταβολής εισφοράς από τα υπόλοιπα μέρη προκειμένου ο ESM να διασφαλίσει το συνολικό ποσό του αναγκαίου καταβεβλημένου κεφαλαίου. Η καταβολή της οφειλόμενης εισφοράς από το κράτος μέλος αυτό συνοδεύεται από κατάλληλα μέτρα και όρους που θεσπίζονται από το συμβούλιο των Διοικητών καθώς και από την απαίτηση για πληρωμή τόκων υπερημερίας για το οφειλόμενο ποσό .Όταν εξασφαλιστεί και αυτή η εισφορά τότε το πλεόνασμα του κεφαλαίου επιστρέφεται στα υπόλοιπα μέλη του ESM .

1.6.6.1 Το συμβούλιο των Ελεγκτών

Το συμβούλιο των ελεγκτών θα διορίζεται από το συμβούλιο των Διοικητών με απόφαση ειδικής πλειοψηφίας όπως προβλέπεται παρακάτω :

α. δύο μέλη μετά από πρόταση του προέδρου του συμβουλίου

β. δύο μέλη από δύο ανώτατα ελεγκτικά ιδρύματα από τα κράτη μέλη του ESM και μάλιστα ένα από τα μέλη του ESM που κατέχουν το υψηλότερο ποσό μεριδίων και ένα από τα υπόλοιπα κατά αλφαβητική σειρά

και η θητεία τους θα είναι για τρία χρόνια , ενώ θα πρέπει να κατέχουν επαγγελματική γνώση , ικανότητες και ελεγκτική εμπειρία προκειμένου να ανταποκριθούν στις περιστάσεις και στα ζητήματα που εξετάζει το συμβούλιο.

Τα μέλη του συμβουλίου των ελεγκτών πρέπει να εκλέγουν ένα πρόεδρο και ένα αναπληρωτή πρόεδρο προκειμένου ο δεύτερος να ασκεί τα καθήκοντα του πρώτου στις συνελεύσεις , όταν ο πρώτος αδυνατεί. Οι αποφάσεις λαμβάνονται κατά απλή πλειοψηφία ενώ η παρουσία στο συμβούλιο μπορεί να γίνεται και μέσω τηλεδιάσκεψης .

Το συμβούλιο των ελεγκτών θα ασκεί τα καθήκοντα του σύμφωνα με τα διεθνή ελεγκτικά πρότυπα για ζητήματα ρυθμιστικού ελέγχου , συμμόρφωσης , επίδοσης και διαχείρισης κινδύνου ενώ θα καταγράφει και θα επιμελείται τις εργασίες του εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου και τα αποτελέσματα τους.

Το ελεγκτικό συμβούλιο θα έχει πλήρη πρόσβαση σε κάθε έγγραφο και πληροφορία του ESM , συμπεριλαμβανομένων και δεδομένων διαδικασιών εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου που

χρειάζονται για την εκτέλεση αυτών των εργασιών . Ακόμη θα καταθέτει στο συμβούλιο των Διοικητών μια ετήσια αναφορά σχετική με την πρόοδο των διαδικασιών ελέγχου , των ελέγχων χρηματοδότησης σχετικά με τους λειτουργικούς λογαριασμούς και τον ισολογισμό , τα συμπεράσματα και τι συστήνουν ως τρόπο δράσης . Το συμβούλιο των Διοικητών θα μπορεί να γνωστοποιεί την έκθεση αυτή στις εθνικές κυβερνήσεις των κρατών μελών του ESM , στα ελεγκτικά ιδρύματα αλλά και στο Ευρωπαϊκό Ελεγκτικό Δικαστήριο 30 μέρες αφού την έχει λάβει από το ελεγκτικό συμβούλιο , ενώ θα πρέπει να στείλει την έκθεση αυτή και στην Ευρωβουλή .

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

Κλείδα κατανομής του ΕΜΣ

Μέλος του ΕΜΣ	**Κλείδα ΕΜΣ (%)**
Βασίλειο του Βελγίου	3,4771
Ομοσπονδιακή Δημοκρατία της Γερμανίας	27,1464
Δημοκρατία της Εσθονίας	0,1860
Ιρλανδία	1,5922
Ελληνική Δημοκρατία	2,8167
Βασίλειο της Ισπανίας	11,9037
Γαλλική Δημοκρατία	20,3859
Ιταλική Δημοκρατία	17,9137
Κυπριακή Δημοκρατία	0,1962
Μεγάλο Δουκάτο του Λουξεμβούργου	0,2504
Μάλτα	0,0731
Βασίλειο των Κάτω Χωρών	5,7170
Δημοκρατία της Αυστρίας	2,7834
Πορτογαλική Δημοκρατία	2,5092
Δημοκρατία της Σλοβενίας	0,4276
Σλοβακική Δημοκρατία	0,8240
Δημοκρατία της Φινλανδίας	1,7974
Σύνολο	**100,0**

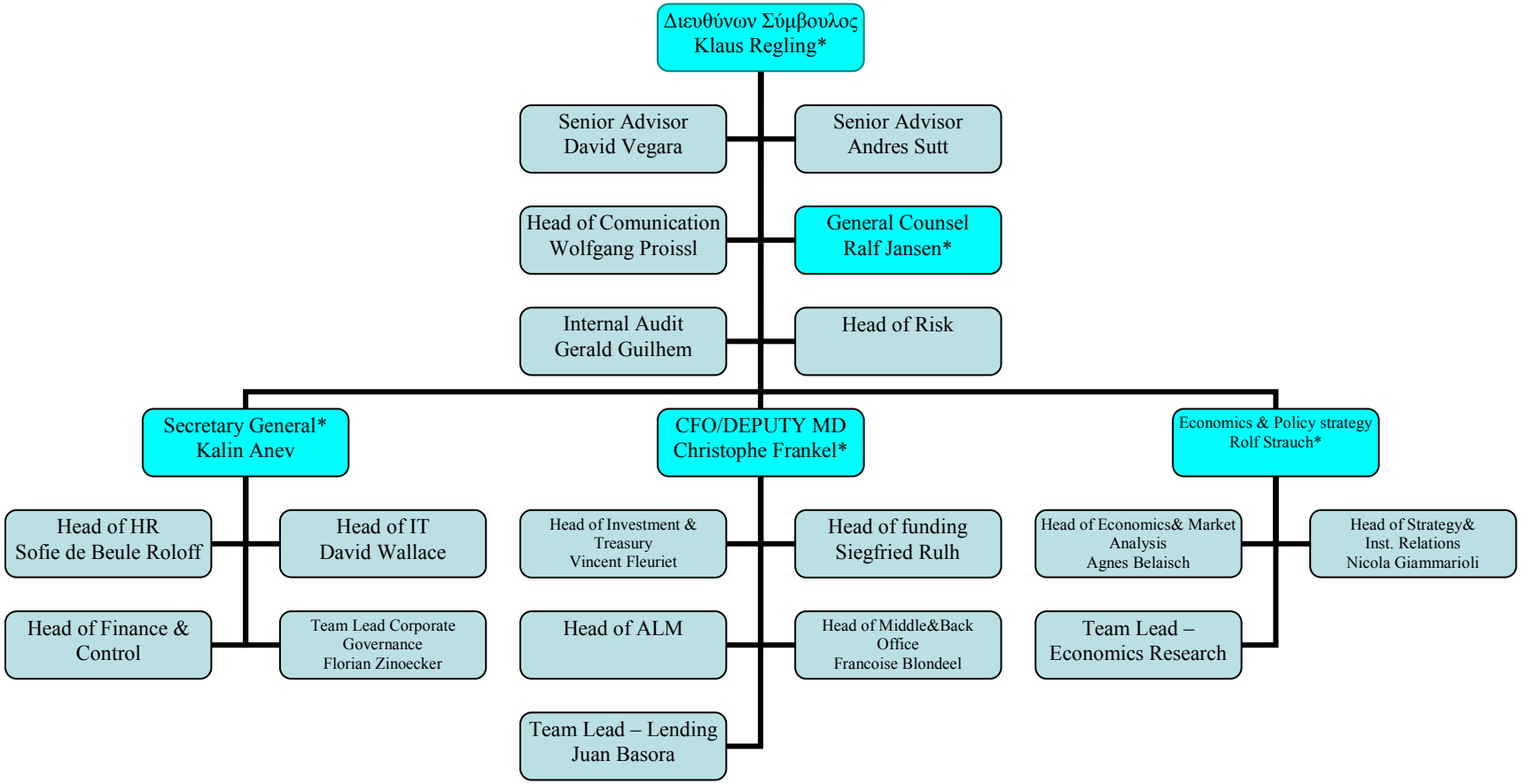
Πηγή: ESM (esm.europa.eu)

Εγγραφές στο εγκεκριμένο μετοχικό κεφάλαιο του ESM

Μέλος	**Αριθμός μεριδίων**	**Εγγραφή στο κεφάλαιο (EUR)**
Βασίλειο του Βελγίου	243.397	24.339.700.000
Ομοσπονδιακή Δημοκρατία της Γερμανίας	1.900.248	190.024.800.000
Δημοκρατία της Εσθονίας	13.020	1.302.000.000
Ιρλανδία	111.454	11.145.400.000
Ελληνική Δημοκρατία	197.169	19.716.900.000
Βασίλειο της Ισπανίας	833.259	83.325.900.000
Γαλλική Δημοκρατία	1.427.013	142.701.300.000
Ιταλική Δημοκρατία	1.253.959	125.395.900.000
Κυπριακή Δημοκρατία	13.734	1.373.400.000
Μεγάλο Δουκάτο του Λουξεμβούργου	17.528	1.752.800.000
Μάλτα	5.117	511.700.000
Βασίλειο των Κάτω Χωρών	400.190	40.019.000.000
Δημοκρατία της Αυστρίας	194.838	19.483.800.000
Πορτογαλική Δημοκρατία	175.644	17.564.400.000
Δημοκρατία της Σλοβενίας	29.932	2.993.200.000
Σλοβακική Δημοκρατία	57.680	5.768.000.000
Δημοκρατία της Φινλανδίας	125.818	12.581.800.000
Σύνολο	**7.000.000**	**700.000.000.000**

Πηγή: ESM (esm.europa.eu)

Οργανόγραμμα ESM



* Member of the Management Board

Πηγή: ESM (esm.europa.eu)

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

General Eligible Assets List

Investment Instruments	□ Debt securities (mainly bonds, bills, covered bonds and commercial papers, certificates of deposit) □ Secured deposits with eligible counterparties (repurchase agreements where ESM receive securities collateral as a guarantee of a placement) □ Unsecured deposits with eligible counterparties (placement in money market instruments with no collateral)
Issuer	□ Central Banks □ Sovereigns and their related debt management offices □ Euro Area Government related agencies □ Supranational institutions
Rating criteria	Minimum rating for all Debt securities: For each rating agency, a short- or long-term rating which is equal to or higher than at least AA or equivalent for short-term assets

Enlarged Eligible Assets List

Investment Instruments	□ Debt securities (mainly bonds, bills, covered bonds and commercial papers, certificates of deposit) □ Secured deposits with eligible counterparties (repurchase agreements where ESM receive securities collateral as a guarantee of a placement) □ Unsecured deposits with eligible counterparties (placement in money market instruments with no collateral)
Issuer	□ Central Banks □ Sovereigns and their related debt management offices □ Government related agencies □ Supranational institutions □ Financial Institutions
Rating criteria	□ Minimum rating for all Debt securities issued outside the Euro Area, or by non-Sovereign entities: For each rating agency, a short- or long-term rating which is equal to or higher than at least AA or equivalent for short-term assets

Πηγή: ESM (esm.europa.eu)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 . Ο Χρηματοδοτικός Ρόλος του ESM και η εξασφάλιση σταθερότητας

2.1 Αρχές και Διαδικασία για τη χορήγηση στήριξης σταθερότητας

Ο ESM μπορεί να παρέχει στήριξη σταθερότητας σε κάποιο κράτος μέλος του και κάτω από αυστηρούς όρους ,όταν κριθεί απαραίτητο για την διασφάλιση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας τόσο του συγκεκριμένου αιτούντος μέλους του όσο και της ευρωζώνης στο σύνολο της. Οι όροι με τους οποίους παρέχεται αυτή η βοήθεια είναι ιδιαίτερα αυστηροί και καλύπτουν το φάσμα ενός προγράμματος μακροοικονομικής αναπροσαρμογής έως και τη συνεχή τήρηση συγκεκριμένων όρων επιλεξιμότητας.

Τα κράτη μέλη του ESM μπορούν να ζητήσουν στήριξη σταθερότητας ύστερα από αίτηση τους στον πρόεδρο του συμβουλίου των Διοικητών .Μέσα στην αίτηση αυτή αναφέρονται όλα τα μέσα που μπορεί να χρησιμοποιηθούν για αυτή τη χρηματοπιστωτική συνδρομή . Αφού ο πρόεδρος του συμβουλίου των Διοικητών παραλάβει αυτήν την αίτηση ζητά από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή αλλά και στην ΕΚΤ να εκτελέσουν τα ακόλουθα :

i) να εκτιμήσουν αν όντως υπάρχει ενδεχόμενο κινδύνου για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα τόσο των κρατών μελών όσων και του συνόλου της Ευρωζώνης.
ii) να εκτιμήσουν αν το δημόσιο χρέος του είναι βιώσιμο , εκτίμηση η οποία αναμένεται να πραγματοποιείται και με τη συνεργασία του ΔΝΤ
iii) να εκτιμήσουν ποιες είναι οι πραγματικές ανάγκες χρηματοδότησης του συγκεκριμένου κράτους μέλους

Ύστερα από αυτές τις εκτιμήσεις και με βάση την αίτηση παροχής χρηματοοικονομικής βοήθειας , το συμβούλιο των Διοικητών μπορεί να αποφασίσει αν θα χορηγήσει την παραπάνω βοήθεια μέσω πακέτου χρηματοπιστωτικής συνδρομής.

Την απόφαση για παροχή βοήθειας ακολουθεί η ανάθεση από το συμβούλιο των Διοικητών στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή ,στην ΕΚΤ κα στο ΔΝΤ αν κριθεί απαραίτητο της διαπραγμάτευσης των όρων που θα συνοδεύουν αυτήν την χρηματοπιστωτική συνδρομή μέσω ενός μνημονίου συνεννόησης (Memorandum of Understanding – MoU) , περιεχόμενο του οποίου θα είναι τόσο οι καταγραφή των αδυναμιών που πρέπει να διορθωθούν αλλά και το κατάλληλο μέσο χρηματοπιστωτικής συνδρομής, ενώ επιφορτίζονται και με την παρακολούθηση της συμμόρφωσης του κράτους μέλους προς του όρους αυτούς . Ο Διευθύνων Σύμβουλος με τη σειρά του , προχωράει στην κατάρτιση πρότασης σχετικά με τους όρους και τις προϋποθέσεις χρηματοδότησης που θα συνοδεύουν μια τέτοια συμφωνία , και την καταθέτει προς έγκριση στο συμβούλιο των Διοικητών .Το MoU πρέπει υποχρεωτικά να συμβαδίζει με τους όρους της

οικονομικής πολιτικής που προβλέπονται από τη ΣΛΕΕ και ειδικότερα με οποιαδήποτε απόφαση , προειδοποίηση ή σύσταση έχει γίνει στο εκάστοτε κράτος μέλος. Μόνο αν τηρούνται οι παραπάνω όροι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπογράφει το MoU εξ ονόματος του ESM . Αντίθετα το συμβούλιο των Διευθυντών προχωράει στην έγκριση της συμφωνίας μόνο αφού παρουσιάζονται αναλυτικά όλες οι χρηματοοικονομικές πτυχές της στήριξης και στη συνέχεια και όπου είναι εφαρμόσιμο και την εκταμίευση της πρώτης δόσης της συνδρομής αυτής.

2.2 Χρηματοοικονομικά μέσα του ESM

Ο ESM περιέχει μια σειρά χρηματοοικονομικών μέσων προκειμένου να παρέχει στήριξη σταθερότητας στα αιτούμενα για αυτή κράτη μέλη του . Η επιλογή του κατάλληλου μέσου χρηματοπιστωτικής συνδρομής εξαρτάται από το εκάστοτε πακέτο που συνοδεύει μια τέτοια συμφωνία και η επιλογή του γίνεται με την ολοκλήρωση της διαδικασίας που περιγράφηκε παραπάνω. Τα μέσα παροχής χρηματοπιστωτικής συνδρομής του ESM είναι τα ακόλουθα και :

2.2.1 Παροχή προληπτικής χρηματοπιστωτικής συνδρομής από τον ESM

Η παροχή προληπτικής πιστοληπτικής συνδρομής γίνεται ύστερα από έγκριση ου συμβουλίου των Διοικητών και έχει τη μορφή προληπτικού πιστωτικού ορίου υπό όρους ή τη μορφή ενισχυμένου πιστωτικού ορίου υπό όρους , όροι που παρουσιάζονται αναλυτικά στο MoU .Οι όροι και οι προϋποθέσεις αυτής της προληπτικής χρηματοπιστωτικής βοήθειας καθορίζονται σε συμφωνία για την παροχή της η οποία υπογράφεται από το Διευθύνοντα σύμβουλο ενώ οι κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με την εφαρμογή της και τις λεπτομέρειες εγκρίνονται από το συμβούλιο των Διευθυντών . Αυτό και με αμοιβαία συμφωνία μετά την πρόταση του Διευθύνοντα Συμβούλου θα αποφασίζει αν θα διατηρηθεί ή όχι το πιστωτικό όριο .Ακόμη ύστερα από την πρώτη άντληση κεφαλαίων από το κράτος του ESM , το συμβούλιο των Διευθυντών και μετά την πρόταση του Διευθύνοντα Συμβούλου , βάση της αξιολόγησης ης Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της ΕΚΤ , αποφασίζει με αμοιβαία συμφωνία αν το πιστωτικό όριο είναι επαρκές ή χρειάζεται κάποια άλλη μορφή χρηματοπιστωτικής συνδρομή.

Ο σκοπός της παροχής χρηματοπιστωτικής συνδρομής είναι να στηρίξει υγιείς πολιτικές και να αποτρέψει καταστάσεις κρίσης δίνοντας την δυνατότητα στα κράτη μέλη του ESM να έχουν πρόσβαση σε χρηματοπιστωτική συνδρομή μέσω του ESM πριν φτάσουν στο σημείο να αντιμετωπίζουν δυσκολίες στον αντλούν κεφάλαια από τις χρηματαγορές. Η παροχή προληπτικής χρηματοπιστωτικής συνδρομής από τον ESM επίσης έχει ως σκοπό το να βοηθήσει μέλη του των οποίων οι οικονομικές καταστάσεις είναι υγιείς να έχουν και να διατηρήσουν μια

συνεχή πρόσβαση στην χρηματοδότηση από τις αγορές ενδυναμώνοντας παράλληλα την αξιοπιστία τους από τη μακροοικονομική τους επίδοση εξασφαλίζοντας ένα επαρκές δίκτυο ασφαλείας .

2.2.1.1 Είδη προληπτικής χρηματοπιστωτικής συνδρομής

Η παροχή μιας προληπτικής χρηματοπιστωτικής συνδρομής μπορεί να γίνει μέσω απλών προληπτικών πιστοληπτικών Μέτρων (Precautionary Conditions Credit Lines – PCCL) ή μέσω ενισχυμένων προληπτικών πιστωτικών μέτρων (Enhanced Conditions Credit Lines – ECCL) κατά περίσταση μέσω ενός δανείου ή αγορών και διαπραγματεύσεων στην πρωτογενή αγορά προϊόντων . Και οι δύο τύποι πιστοληπτικών ορίων θα είναι διαθέσιμα για μια αρχική περίοδο ενός χρόνου και θα ανανεώνονται δύο φορές , μία κάθε εξάμηνο .

Η πρόσβαση σε κάποιο PCCL θα έχουν κράτη μέλη των οποίων η οικονομική κατάσταση είναι υγιής . Για να γίνει θα προηγείται μια αξιολόγηση και τα κράτη μέλη που θα διεκδικούν κάποιο PCCL πρέπει να πληρούν τα παρακάτω κριτήρια :

- Να τηρούν τις δεσμεύσεις σταθερότητας και του συμφώνου ανάπτυξης . Κράτη μέλη που αντιμετωπίζουν υπερβολικό έλλειμμα μπορούν να έχουν πρόσβαση σε κάποιο PCCL , μόνο αν συμμορφώνονται με τις αποφάσεις και τις συστάσεις του Συμβουλίου που αφορούν την μείωση του συγκριμένου ελλείμματος .
- Να έχουν βιώσιμο δημόσιο χρέος
- Να τηρούν τις δεσμεύσεις σχετικά με την αντιμετώπιση υπερβολικών ισολογιστικών ανισορροπιών (excessive imbalance procedures – EIP) . Κράτη μέλη που αντιμετωπίζουν τέτοιες συνθήκες μπορούν να έχουν πρόσβαση σε κάποιο PCCL , μόνο αν συμμορφώνονται με τις αποφάσεις και τις συστάσεις του Συμβουλίου για την αντιμετώπιση τους .
- Ιστορικό εισόδου στις κεφαλαιαγορές με ευνοϊκούς όρους .
- Να κατέχουν μια καλή πιστοληπτική αξιολόγηση και καλή εξωτερική θέση
- Να μην παρουσιάζουν ενδείξεις αφερεγγυότητας του τραπεζικού τους συστήματος , που θα μπορούσαν να βλάψουν τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος της ευρωζώνης

Τα κράτη μέλη του ESM πρέπει να συμμορφώνονται διαρκώς με αυτά τα κριτήρια επιλογής αφού εξασφαλίσουν κάποιο PCCL, ενώ θα υπάρχει συνεχής επίβλεψη τους από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε συνεργασία με την ΕΚΤ .

Πρόσβαση σε κάποιο ECCL θα έχουν μέλη του ESM που αν και δεν πληρούν κάποια από τα κριτήρια επιλογής για κάποιο PCCL, ωστόσο διατηρούν μια υγιή οικονομική και

χρηματοοικονομική θέση Τα κράτη μέλη ESM πρέπει να πάρουν τα κατάλληλα μέτρα προκειμένου να διορθώσουν τις αδυναμίες τους αλλά και να αποφύγουν κάποιο ενδεχόμενο πρόβλημα που θα τους κάνει δύσκολη την είσοδο τους στη χρηματοδότηση από την αγορά. Ακόμη πρέπει να συμμορφώνονται διαρκώς με αυτά τα κριτήρια επιλογής αφού εξασφαλίσουν κάποιο ECCL, ενώ θα υπάρχει συνεχής επίβλεψη τους από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε συνεργασία με την ΕΚΤ .

2.2.1.2 Έναρξη ισχύος ενός πιστωτικού ορίου

Η έναρξη της ισχύος ενός πιστωτικού ορίου πρέπει να αποτελεί πρωτοβουλία του εκάστοτε κράτους μέλους το οποίο πρέπει να έχει και την ευελιξία να ζητά την ανάληψη χρηματοδότησης κατά τη διάρκεια που αυτό είναι διαθέσιμο σύμφωνα πάντα με τους όρους που έχουν συμφωνηθεί. Επίσης , η πρόθεση του για τη συγκεκριμένη ανάληψη πρέπει να γνωστοποιείται στον ESM τουλάχιστον μια εβδομάδα πριν ενώ το μέγεθος της δόσης ή της αγοράς από την πρωτογενή αγορά θα πρέπει να είναι καθορισμένο βάση της αρχικής απόφασης χορήγησης πιστωτικού ορίου.

2.2.1.3 Εποπτεία

Κάθε φορά που χορηγείται κάποιο από τα παραπάνω πιστοληπτικά μέτρα το κράτος μέλος θα υπόκειται σε αυστηρή εποπτεία από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και θα καλείται σε άμεση αλληλεπίδραση με την ΕΚΤ , την Ευρωπαϊκή Επιτροπή , τις Ευρωπαϊκές Αρχές Εποπτείας (European Supervisory Authorities – ESA) , το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Board – ESRB) και το ΔΝΤ , να υιοθετήσει μέτρα προκειμένου να εντοπίσει την πηγή ή κάποια πιθανή πηγή κάποιας δυσκολίας.

Ύστερα από αίτημα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής , το κράτος μέλος του ESM που βρίσκεται υπό εποπτεία πρέπει να :

i. Να παρέχει στον ESM όλες τις πληροφορίες που του είναι απαραίτητες για την σχετική δανειοδοτική του ικανότητα και τη σχετική διαχείριση κινδύνου , όπως μηνιαίες πληροφορίες σχετικά με την οικονομική του κατάσταση , χρηματοροές , καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης και άλλες χρήσιμες για την αντιμετώπιση διάφορων περιστατικών .
ii. Να παρέχει στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή , στην ΕΚΤ και στις αντίστοιχες ESA τις κατάλληλες πληροφορίες σχετικά με την πρόοδο της οικονομικής του θέσης.

iii. Να εκτελεί πάντα υπό την εποπτεία των αντίστοιχων ESA διάφορα stress tests (τεστ προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων) και αναλύσεις ευαισθησίας για να υπολογίζει κάθε φορά την αντοχή του χρηματοπιστωτικού τομέα σε διάφορες μακροοικονομικές και χρηματοοικονομικές ακραίες συνθήκες , όπως ορίζουν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ,η ΕΚΤ ,οι αντίστοιχες ESA και το ESRB και να μοιράζεται μαζί τους τα αποτελέσματα αυτά προκειμένου να γίνονται και οι κατάλληλες προληπτικές ενέργειες.

iv. Να συμμορφώνεται με τις υποδείξεις και τις αξιολογήσεις των εποπτικών λειτουργιών που αφορούν στον τραπεζικό τομέα

v. Να πραγματοποιεί και να καταθέτει ένα συνοπτικό ανεξάρτητο έλεγχο των λογαριασμών της γενικής διοίκησης σε συνεργασία πάντα με τα εθνικά ελεγκτικά ιδρύματα με στόχο να ενισχύσει την αξιοπιστία , την πληρότητα και την ακρίβεια αυτών των δημόσιων λογαριασμών σκοπεύοντας έτσι να ενισχύσει και τις διαδικασίες μείωσης του ελλείμματος .

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ,η ΕΚΤ ,οι αντίστοιχες ESA και το ESRB και το ΔΝΤ θα πιστοποιούν την εξέλιξη των προγραμμάτων και την πρόοδο που κάνει το αντίστοιχο κράτος μέλος το οποίο βρίσκεται υπό εποπτεία όπως επίσης και την συμμόρφωση του με τα αντίστοιχα επιβαλλόμενα μέτρα. Ακόμη κάθε εξάμηνο θα ενημερώνουν το συμβόλαιο των Διευθυντών σχετικά με τα αποτελέσματα των ελέγχων τους και θα προτείνουν κάποια ενδεχόμενη αλλαγή πολιτικής ή νέα μέτρα αν αυτά κρίνονται απαραίτητα.

2.2.1.4 Μηχανισμός προειδοποίησης

Το ESM πρέπει να ιδρύσει ένα κατάλληλο μηχανισμό προειδοποίησης , ο οποίος θα εξασφαλίζει τις πληρωμές προς τον ESM ενός προγράμματος χρηματοπιστωτικής υποστήριξης σε λογικό χρόνο.

2.2.1.5 Επανεξέταση επάρκειας της προληπτικής χρηματοπιστωτικής συνδρομής

Η επάρκεια της προληπτικής χρηματοπιστωτικής συνδρομής του ESM θα αξιολογείται ύστερα από πρόταση του Διευθύνοντος Συμβούλου ή όταν ένα PCCL έχει χορηγηθεί αλλά δεν έχει αναληφθεί .

Στην περίπτωση που το κράτος μέλος του ESM αποκλίνει και δεν ανταποκρίνεται στις δεσμεύσεις του σχετικά με την αποτροπή κάποιας χρηματοπιστωτικής απειλής , τότε το συμβούλιο των Διοικητών δύναται να αποφασίζει την παύση του πιστωτικού ορίου .Τότε το

κράτος μέλος αναμένεται να λάβει μια συγκεκριμένη μορφή χρηματοπιστωτικής βοήθειας , με τη μορφή ενός πλήρους προγράμματος μακροοικονομικής προσαρμογής , ακολουθώντας κάθε προβλεπόμενη διαδικασία.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ,η ΕΚΤ ,οι αντίστοιχες ESA και το ESRB και το ΔΝΤ θα πιστοποιούν την εξέλιξη των προγραμμάτων και την πρόοδο που κάνει το αντίστοιχο κράτος μέλος το οποίο βρίσκεται υπό εποπτεία όπως επίσης και την συμμόρφωση του με τα αντίστοιχα επιβαλλόμενα μέτρα. Ακόμη κάθε εξάμηνο θα ενημερώνουν το συμβόλαιο των Διευθυντών σχετικά με τα αποτελέσματα των ελέγχων τους και θα προτείνουν κάποια ενδεχόμενη αλλαγή ή παύση στο πιστωτικό όριο αν αυτό δηλαδή δεν είναι επαρκές και αν κρίνεται αναγκαίο θα προτείνουν νέα μορφή χρηματοπιστωτικής συνδρομής.

2.2.2 Χρηματοπιστωτική συνδρομή για την ανακεφαλαιοποίηση χρηματοικονομικων οργανισμών

Η χορήγηση αυτή μπορεί να αποφασιστεί ύστερα από απόφαση του συμβουλίου των Διοικητών . Με την επιφύλαξη των άρθρων 107 και 108 της ΣΛΕΕ[1] , οι προϋποθέσεις για να

[1] Άρθρο 107
1. Ενισχύσεις που χορηγούνται υπό οποιαδήποτε μορφή από τα κράτη ή με κρατικούς πόρους και που νοθεύουν ή απειλούν να νοθεύσουν τον ανταγωνισμό διά της ευνοϊκής μεταχειρίσεως ορισμένων επιχειρήσεων ή ορισμένων κλάδων παραγωγής είναι ασυμβίβαστες με την εσωτερική αγορά, κατά το μέτρο που επηρεάζουν τις μεταξύ κρατών μελών συναλλαγές, εκτός αν Συνθήκες ορίζουν άλλως.2. Συμβιβάζονται με την εσωτερική αγορά: α) οι ενισχύσεις κοινωνικού χαρακτήρα προς μεμονωμένους καταναλωτές, υπό τον όρο ότι χορηγούνται χωρίς διάκριση προελεύσεως των προϊόντων· β) οι ενισχύσεις για την επανόρθωση ζημιών που προκαλούνται από θεομηνίες ή άλλα έκτακτα γεγονότα· γ) οι ενισχύσεις προς την οικονομία ορισμένων περιοχών της Ομοσπονδιακής Δημοκρατίας της Γερμανίας, οι οποίες θίγονται από τη διαίρεση της Γερμανίας, κατά το μέτρο που είναι αναγκαίες για την αντιστάθμιση των οικονομικών μειονεκτημάτων που προκαλούνται από τη διαίρεση αυτή. Μετά την παρέλευση πενταετίας από την έναρξη ισχύος της Συνθήκης της Λισσαβώνας, το Συμβούλιο, μετά από πρόταση της Επιτροπής, δύναται να εκδώσει απόφαση για την κατάργηση του παρόντος σημείου. 3. Δύνανται να θεωρηθούν ότι συμβιβάζονται με την εσωτερική αγορά: α) οι ενισχύσεις για την προώθηση της οικονομικής αναπτύξεως περιοχών, στις οποίες το βιοτικό επίπεδο
είναι ασυνήθως χαμηλό ή στις οποίες επικρατεί σοβαρή υποαπασχόληση, καθώς και των περιοχών που αναφέρονται στο άρθρο 349, λαμβάνοντας υπόψη τη διαθρωτική, οικονομική και κοινωνική τους κατάσταση· β) οι ενισχύσεις για την προώθηση σημαντικών σχεδίων κοινού ευρωπαϊκού ενδιαφέροντος ή για την άρση σοβαρής διαταραχής της οικονομίας κράτους μέλους·
30.3.2010 EL Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης C 83/91 Ενοποιημένη απόδοση της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης 91 γ) οι ενισχύσεις για την προώθηση της αναπτύξεως ορισμένων οικονομικών δραστηριοτήτων ή οικονομικών περιοχών, εφόσον δεν αλλοιώνουν τους όρους των συναλλαγών κατά τρόπο που θα αντίκειται προς το
κοινό συμφέρον· δ) οι ενισχύσεις για την προώθηση του πολιτισμού και της διατήρησης της πολιτιστικής κληρονομιάς,
εφόσον δεν αλλοιώνουν τους όρους συναλλαγών και ανταγωνισμού στην Ένωση σε βαθμό αντίθετο με το κοινό συμφέρον·
ε) άλλες κατηγορίες ενισχύσεων που καθορίζονται από το Συμβούλιο, το οποίο αποφασίζει προτάσει της Επιτροπής.
Άρθρο 108
1. Η Επιτροπή, σε συνεργασία με τα κράτη μέλη, εξετάζει διαρκώς τα καθεστώτα ενισχύσεων που υφίστανται στα κράτη αυτά. Τους προτείνει τα κατάλληλα μέτρα που απαιτεί η προοδευτική ανάπτυξη και η λειτουργία της εσωτερικής αγοράς.
2. Αν η Επιτροπή διαπιστώσει, αφού τάξει προηγουμένως στους ενδιαφερομένους προθεσμία για να υποβάλουν τις παρατηρήσεις τους, ότι ενίσχυση που χορηγείται από ένα κράτος ή με κρατικούς πόρους δεν συμβιβάζεται με την εσωτερική αγορά κατά το άρθρο 107, ότι η ενίσχυση αυτή εφαρμόζεται καταχρηστικώς, αποφασίζει ότι το εν λόγω κράτος οφείλει να την καταργήσει ή να την τροποποιήσει εντός προθεσμίας που η ίδια καθορίζει. Αν το εν λόγω κράτος δεν συμμορφωθεί προς την απόφαση αυτή εντός της ταχθείσας προθεσμίας, η Επιτροπή ή οποιοδήποτε άλλο ενδιαφερόμενο κράτος δύναται να προσφύγει απευθείας στο Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, κατά παρέκκλιση των άρθρων 258 και 259. Κατόπιν αιτήσεως κράτους μέλους, το Συμβούλιο δύναται να αποφασίσει ομοφώνως ότι ενίσχυση που έχει θεσπισθεί ή που πρόκειται να θεσπισθεί από το κράτος αυτό θεωρείται συμβιβάσιμη με την εσωτερική αγορά, κατά παρέκκλιση των διατάξεων του άρθρου 107 ή των προβλεπομένων από το άρθρο 109 κανονισμών, αν εξαιρετικές περιστάσεις δικαιολογούν μια τέτοια απόφαση. Αν η Επιτροπή έχει κινήσει, ως προς την ενίσχυση αυτή, τη διαδικασία που προβλέπεται στο πρώτο εδάφιο της παρούσας παραγράφου,
η αίτηση του ενδιαφερομένου κράτους προς το Συμβούλιο έχει ως αποτέλεσμα την αναστολή της σχετικής διαδικασίας μέχρις ότου αποφανθεί το Συμβούλιο. Αν το Συμβούλιο δεν αποφανθεί εντός τριών μηνών από την υποβολή της αιτήσεως, αποφασίζει η Επιτροπή. 3. Η Επιτροπή ενημερώνεται εγκαίρως περί των σχεδίων που αποβλέπουν να θεσπίσουν ή να τροποποιήσουν τις ενισχύσεις, ώστε να δύναται να υποβάλει τις παρατηρήσεις της. Αν κρίνει ότι σχέδιο ενισχύσεως δεν συμβιβάζεται με την εσωτερική αγορά, κατά το άρθρο 107, κινεί αμελλητί τη διαδικασία που προβλέπεται από την προηγούμενη παράγραφο. Το ενδιαφερόμενο κράτος μέλος δεν δύναται να εφαρμόσει τα σχεδιαζόμενα μέτρα πριν η Επιτροπή καταλήξει σε τελική απόφαση.

λάβει κάποιο κράτος μέλος χρηματοπιστωτική συνδρομή για την ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων ενός κράτους μέλους του ESM καθορίζονται σε συμφωνία για την παροχή αυτής της συνδρομής ύστερα από υπογραφή του Διευθύνοντος Συμβούλου του ESM ενώ τις κατευθυντήριες γραμμές και τις λεπτομέρειες εφαρμογής της εγκρίνει το συμβούλιο των Διευθυντών Η απόφαση για την εκταμίευση της πρώτης δόσης γίνεται ύστερα από απόφαση αμοιβαίας συμφωνίας του συμβουλίου των Διευθυντών και αφού ο Διευθύνων Σύμβουλος έχει λάβει την πρόσφατη έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το εκάστοτε κράτος μέλος του ESM Που αιτείται τέτοιου είδους χρηματοπιστωτική συνδρομή.

Τέτοιου είδους συνδρομή θα έχει τη μορφή δανείου προς το αιτούμενο για αυτή κράτος μέλος του ESM. Οι χορηγήσεις αυτές θα παρέχονται προς τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς αυτού του κράτους μέλους και θα χρησιμοποιούνται βάση των οδηγιών του ESM αλλά και σύμφωνα με τις διατάξεις του πλαισίου ενίσχυσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης και με τις σχετικές διατάξεις για κάθε μελλοντικό πλαίσιο σχετικά με τη διαχείριση κρίσεων αλλά και όσον αφορά στην αποτελεσματική ανάκαμψη των τραπεζών. Αυτό το μέσο χρηματοπιστωτικής συνδρομής έχει ως στόχο την καταπολέμηση σχετικών με τον χρηματοοικονομικό τομέα δυσχερειών και όχι για δημοσιονομικές ή άλλες δομικές περιπτώσεις , για αυτό το λόγο η παροχή χρηματοοικονομικής συνδρομής δεν θα είναι στα πλαίσια ενός μακροοικονομικού προγράμματος χρηματοοικονομικής και δημοσιονομικής αναπροσαρμογής. Χορήγηση συνδρομής για την ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων ενός κράτους μέλους του ESM Μπορεί ωστόσο να γίνεται και στα πλαίσια ενός τέτοιου μακροοικονομικούς προγράμματος με τη διαφορά ότι η εφαρμογή του θα γίνεται βάση των ρυθμίσεων και των διατάξεων που αφορούν τα δάνεια που παρέχονται από τον ESM προς κάποιο κράτος μέλος του.

Η αίτηση για αυτού του είδους τη χρηματοοικονομική βοήθεια θα γίνεται στο Διευθύνοντα Σύμβουλο και θα περιλαμβάνει μια καταγραφή των χρηματοοικονομικών οργανισμών που έχουν ανάγκη και για τα οποία γίνεται η αίτηση για παροχής συνδρομής , το ακριβές κεφαλαιακό ποσό που χρειάζεται , το είδος των χρεογράφων που θα χρειαστούν για την ανακεφαλαιοποίηση και το αποτέλεσμα ενός stress test που έχει διενεργηθεί υπό την εποπτεία των σχετικών ESAs [1].Μετά από αυτή την αίτηση το Συμβούλιο των Διοικητών θα ζητάει από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή , την ΕΚΤ και τα αντίστοιχα ESAs , τη διενέργεια ελέγχου για τον αν πληροί το εκάστοτε αιτούμενο κράτος μέλος τα αντίστοιχα κριτήρια επιλογής . Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με τη σειρά της θα πρέπει να εξετάσει αν αυτή η

C 83/92 EL Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης 30.3.2010 92 Ενοποιημένες συνθήκες 4. Η Επιτροπή μπορεί να εκδίδει κανονισμούς σχετικά με τις κατηγορίες κρατικών ενισχύσεων για τις οποίες το Συμβούλιο έχει ορίσει, σύμφωνα με το άρθρο 109, ότι μπορούν να μην υπόκεινται στη διαδικασία της παραγράφου 3 του παρόντος άρθρου.

[1] ΕΒΑ , ESMA , ΕΙΟΡΑ

ανακεφαλαιοποίηση συμβαδίζει με το σχετικό ρυθμιστικό πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και να σχηματίσει ένα MoU για λόγω του ESM και να το προωθήσει προς έγκριση στο συμβούλιο των Διοικητών .

2.2.2.1 Σκοπός της δανειοδότησης για λόγους ανακεφαλαιοποίησης

Η δανειοδότηση για λόγους ανακεφαλαιοποίησης θα έχει αποκλειστικά και αυστηρά ως σκοπό την ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοοικονομικών οργανισμών περιλαμβάνοντας μεθόδους για τον διαχωρισμό και διάθεση των στοιχείων του ενεργητικού υπό όρους , με στόχο την ενδυνάμωση αλλά και την βιωσιμότητα του χρηματοοικονομικού τομέα και των εν λόγω ιδρυμάτων . Πρωτεύοντα ρόλο θα έχει η διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας του συνόλου της ευρωζώνης καθώς σε τέτοιες περιπτώσεις οι συνέπειες αφορούν πρωταρχικά τον χρηματοοικονομικό τομέα. Γι΄αυτό αυτού του είδους η χρηματοδότηση θα γίνεται προκειμένου να περιοριστεί η διάχυση τέτοιων φαινόμενων κρίσης αλλά και για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και της ικανότητας της κυβέρνησης του κάθε κράτους μέλους του ESM να προχωράει στην χρηματοοικονομική ανακεφαλαιοποίηση με χαμηλά και υποφερτά κόστη δανεισμού ώστε να διευκολύνει τον χρηματοοικονομικό τομέα στη δανειοδότηση τέτοιου είδους δυσκολιών .

2.2.2.2 Κριτήρια επιλογής για την παροχή χρηματοπιστωτικής συνδρομής για την ανακεφαλαιοποίηση χρηματοοικονομικών οργανισμών

Για να πληροί ένα κράτος μέλος τις προϋποθέσεις για να δεχθεί χρηματοπιστωτική συνδρομή για την ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοοικονομικών οργανισμών πρέπει να έχει τα παρακάτω κριτήρια :

i. Να αποδεικνύει ότι δεν υπάρχει κάποιος άλλος εναλλακτικός τρόπος χρηματοδότησης για την ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοοικονομικών οργανισμών όπως η ανάληψη κεφαλαίων μέσω ιδιωτικών επενδυτών και του ιδιωτικού τομέα ή η αδυναμία να χρηματοδοτήσει το εκάστοτε κράτος μέλος τους χρηματοοικονομικούς του οργανισμούς μέσω των δικών του δημοσιονομικών
ii. Οι χρηματοοικονομικοί ορφανισμοί να έχουν άμεση σχέση ή να αποτελούν σημαντική απειλή για τη διασάλευση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας τόσο του εκάστοτε κράτους μέλους όσο και του συνόλου της ευρωζώνης .
iii. Θα πρέπει το κράτος μέλος να είναι σε θέση να εμφανίζει επαρκή δυνατότητα αποπληρωμής του χορηγούμενου δανείου ακόμη και σε περίπτωση που δεν είναι

εφικτό να ανακτήσει το κεφάλαιο που έχει απορροφηθεί από τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς στο συμφωνηθέντα χρόνο .

2.2.2.3 Εποπτεία

Κάθε φορά που χορηγείται συνδρομή για την ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοοικονομικών οργανισμών , το κράτος μέλος θα υπόκειται σε αυστηρή εποπτεία από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και θα καλείται σε άμεση αλληλεπίδραση με την ΕΚΤ , την Ευρωπαϊκή Επιτροπή , τις Ευρωπαϊκές Αρχές Εποπτείας (European Supervisory Authorities – ESA) , το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Board – ESRB), να υιοθετήσει μέτρα προκειμένου να εντοπίσει την πηγή ή κάποια πιθανή πηγή κάποιας δυσκολίας.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ,η ΕΚΤ ,οι αντίστοιχες ESA και το ESRB θα πιστοποιούν την εξέλιξη των προγραμμάτων και την πρόοδο που κάνει το αντίστοιχο κράτος μέλος το οποίο βρίσκεται υπό εποπτεία όπως επίσης και την συμμόρφωση του με τα αντίστοιχα επιβαλλόμενα μέτρα. Ακόμη κάθε εξάμηνο θα ενημερώνουν το συμβόλαιο των Διευθυντών σχετικά με τα αποτελέσματα των ελέγχων τους και θα προτείνουν κάποια ενδεχόμενη αλλαγή πολιτικής ή νέα μέτρα αν αυτά κρίνονται απαραίτητα .

Στην εποπτεία αυτή θα συμμετέχει και το ΔΝΤ αλλά και μια εξωτερική ομάδα ελεγκτών προκειμένου να εξασφαλίζουν τη συμβατότητα με τις διεθνείς πρακτικές εποπτείας και να παρέχουν έτσι καλύτερο έλεγχο ώστε να ενισχύεται η αξιοπιστία του κράτους μέλους που δέχεται τη συνδρομή.

Το ESM πρέπει να ιδρύσει ένα κατάλληλο μηχανισμό προειδοποίησης , ο οποίος θα εξασφαλίζει τις πληρωμές προς τον ESM ενός προγράμματος χρηματοπιστωτικής υποστήριξης σε λογικό χρόνο .

2.2.2.4 Εκταμίευση του δανείου

Τα δάνεια προκειμένου για ανακεφαλαιοποίηση θα παρέχονται με τη μορφή μιας ή και περισσότερων δόσεων οι οποίες θα αποτελούνται από μία ή και περισσότερες εκταμιεύσεις . Την εκταμίευση της πρώτης δόσης θα αποφασίζει με από κοινού συμφωνία το συμβούλιο των Διοικητών ύστερα από πρόταση του Διευθύνοντος Συμβούλου αφού έχει λάβει την έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της ΕΚΤ σχετικά με τις εποπτικές διαδικασίες .

2.2.3 Δάνεια

Η χρηματοπιστωτική βοήθεια σε ένα μέλος του ESM μπορεί να γίνει και με τη μορφή δανειοδότησης. Τα δάνεια που παρέχει ο ESM στα κράτη μέλη δίνονται ύστερα από απόφαση του συμβουλίου των Διοικητών και περιέχονται μέσα σε πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής που παρουσιάζεται αναλυτικά στο MoU μεταξύ του ESM και του ευεργετούμενου κράτους μέλους . Ο Διευθύνων Σύμβουλος υπογράφει τη συμφωνία που περιέχει του όρους και τις λεπτομέρειες του δανείου ενώ το συμβούλιο των Διευθυντών εγκρίνει τις αναλυτικές κατευθυντήριες γραμμές που εμπεριέχουν τις λεπτομέρειες εφαρμογής του δανείου . Ακόμη το συμβούλιο των διευθυντών αποφασίζει με από κοινού συμφωνία, βάση της πρότασης του Διευθύνοντος Συμβούλου και ύστερα από την έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής , την εκταμίευση των δόσεων του δανείου που έπονται της πρώτης δόσης .

Για την χορήγηση στήριξης σταθερότητας με μορφή δανείου , το εκάστοτε κράτος μέλος πρέπει να απευθύνει αίτηση στον πρόεδρο του συμβουλίου των Διοικητών , αίτηση στην οποία πρέπει να δηλώνει ότι το δάνειο θα χρησιμοποιηθεί ως χρηματοοικονομικό μέσο για την παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας . Μετά από αυτή την αίτηση ο πρόεδρος πρέπει με τη σειρά του να αναθέσει στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την ΕΚΤ τα ακόλουθα καθήκοντα :

a) Να αξιολογήσουν αν τίθεται θέμα κινδύνου τόσο μεταξύ των μελών του όσο και στο σύνολο της ευρωζώνης
b) Να αξιολογήσουν , σε συνεργασία όπου αυτό είναι εφικτό με το ΔΝΤ , αν το δημόσιο χρέος είναι βιώσιμο
c) Να αξιολογήσουν τις πραγματικές ή δυνητικές ανάγκες χρηματοδότησης του αιτούμενου για χρηματοπιστωτική στήριξη κράτους μέλους

Βάση της αίτησης αλλά και της αναφοράς αξιολόγησης όπως προβλέπεται παραπάνω αλλά και βάση της χρηματοοικονομικής κατάστασης του αιτούντος κράτους μέλους , ο Διευθύνων Σύμβουλος ετοιμάζει μια πρόταση για το συμβούλιο των Διοικητών για το αν θα χορηγηθεί τελικά στήριξη σταθερότητας και τη μορφή του δανείου βάση του άρθρου 13 παράγραφος 2 της συνθήκης ίδρυσης του ESM .

Αν τελικά ληφθεί η απόφαση για δανειοδότηση τότε ο Διευθύνων Σύμβουλος πρέπει να :

i. Αναθέσει στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε συνεργασία με την ΕΚΤ και όποτε είναι εφικτό με το με το ΔΝΤ , το καθήκον της διαπραγμάτευσης με το αιτούμενο κράτος μέλος του ESM , ενός MoU στο οποίο θα γίνεται λεπτομερής περιγραφή των συνθηκών που συνοδεύουν τη δανειοδότηση . Το MoU πρέπει να καταγράφει την δριμύτητα της αδυναμίας που πρέπει να αντιμετωπιστεί και να αντιπροσωπεύει το γεγονός ότι το χρησιμοποιούμενο χρηματοοικονομικό μέσο έχει τη μορφή δανείου . Ακόμη πρέπει να περιέχει όλες τις λεπτομέρειες ενός προγράμματος μακροοικονομικής προσαρμογής αλλά και όλες τις κατευθυντήριες γραμμές της

πολιτικής του ESM σχετικά με τη δανειοδότηση που θα πρέπει να ακολουθεί το αιτούμενο κράτος μέλος. Όταν το δάνειο χρησιμοποιείται για ανακεφαλαιοποίηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων οι σχετικές διατάξει πρέπει να συμπληρώνονται με την εποπτεία αλλά και τις γενικές διατάξεις περί κρατικών ενισχύσεων και της συμμετοχής των ESAs, όπως ακριβώς αναφέρονται στην περίπτωση της χρηματοπιστωτικής συνδρομής για την ανακεφαλαιοποίηση χρηματοοικονομικών οργανισμών .

ii. Στα πλαίσια της προετοιμασίας πρότασης μηχανισμού χρηματοπιστωτικής βοήθειας (financial facility agreement – FFA)να καταρτίσει όλους τους όρους αλλά και τις συνθήκες χορήγησης δανείου , και να την καταβάλλει προς έγκριση στο συμβούλιο των Διοικητών.

2.2.3.1 Σκοπός της Δανειοδότησης

Σκοπός της δανειοδότησης είναι η παροχή βοήθειας σε κράτη μέλη του ESM τα οποία έχουν σημαντικές χρηματοοικονομικές ανάγκες αλλά έχουν χάσει σε μεγάλο εύρος την πρόσβαση του στη χρηματοδότηση από τις αγορές είτε επειδή δεν μπορούν να δανειστούν είτε επειδή οι δυνητικοί δανειστές ,τους χρηματοδοτούν σε τέτοιες τιμές που μπορούν να βλάψουν τη βιωσιμότητα και ακεραιότητα των δημοσιονομικών τους . Προκειμένου να εξασφαλίσουν την χρηματοδότηση τους από τις χρηματαγορές και μια υγιή και βιώσιμη οικονομική κατάσταση όλα τα δάνεια πρέπει να τους παρέχονται με τη μορφή ενός προγράμματος μακροοικονομικής προσαρμογής που να περιέχει όλους τους όρους μετά από συμφωνία με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή την ΕΚΤ και το ΔΝΤ, όταν κρίνεται απαραίτητη η συμμετοχή του. Το πρόγραμμα αυτό θα εγκρίνεται από το συμβούλιο και θα είναι βάση των νόμων της Ευρωπαϊκής Ένωσης .

2.2.3.2 Εκταμίευση των Δανείων

Τα δάνεια προκειμένου για ανακεφαλαιοποίηση θα παρέχονται με τη μορφή μιας ή και περισσότερων δόσεων οι οποίες θα αποτελούνται από μία ή και περισσότερες εκταμιεύσεις . Την εκταμίευση της πρώτης δόσης θα αποφασίζει με από κοινού συμφωνία το συμβούλιο των Διευθυντών μαζί με τη συμφωνία για δημιουργία μηχανισμού χρηματοπιστωτικής βοήθειας.

Μετά την πρόταση του Διευθύνοντος Συμβούλου , και αφού έχει ληφθεί η έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με τη συμμόρφωση του αιτούμενου κράτους μέλους με τους όρους και την πολιτική του ESM σχετικά με τον FFA, τότε το συμβούλιο των Διοικητών μπορεί να αποφασίσει την εκταμίευση των δόσεων της χρηματοοικονομικής βοήθειας . Η πρόταση του

διευθύνοντος συμβούλου ESM πρέπει πάντα να είναι ανάλογη και με την χρηματοοικονομική θέση του ESM ενώ εκείνος πρέπει να ενημερώνει αμέσως την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σχετικά με μια αίτηση για χρηματοδότηση .

2.2.3.3 Εποπτεία

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ,η ΕΚΤ και όταν κρίνεται απαραίτητο και το ΔΝΤ, θα πιστοποιούν την εξέλιξη των προγραμμάτων και την πρόοδο που κάνει το αντίστοιχο κράτος μέλος το οποίο βρίσκεται υπό εποπτεία όπως επίσης και την συμμόρφωση του με τα αντίστοιχα επιβαλλόμενα μέτρα . Ακόμα το αιτούμενο κράτος μέλος πρέπει να συνεργάζεται πλήρως με τους παραπάνω φορείς .Πρέπει μάλιστα να τους παρέχει όλες τις απαιτούμενες πληροφορίες που χρειάζονται σχετικά με την εποπτεία και τους όρους που συνοδεύουν το MoU αλλά και την εποπτεία της χρηματοοικονομικής του οφειλής. Αν μέσα από την εποπτεία διαπιστωθεί ότι το ευεργετούμενο κράτος μέλος αποκλίνει από τις συνθήκες και τους όρους του προγράμματος τότε το συμβούλιο των Διοικητών , ύστερα από πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής μπορεί να αποφασίσει πως δεν πληροί τα κριτήρια χρηματοδότησης και τότε μπορεί να αποφασίσει την παύση των εκταμιεύσεων της δόσης και να προχωρήσει σε κατάλληλες προσαρμογές του προγράμματος μέχρι να αποκτήσει ξανά το κράτος μέλος τη δυνατότητα αλλά και το δικαίωμα εκ νέου δανειοδότησης .

2.2.3.4 Μηχανισμός προειδοποίησης

Το ESM πρέπει να ιδρύσει ένα κατάλληλο μηχανισμό προειδοποίησης , ο οποίος θα εξασφαλίζει τις πληρωμές προς τον ESM ενός προγράμματος χρηματοπιστωτικής υποστήριξης σε λογικό χρόνο .

2.2.4 Μηχανισμός στήριξης πρωτογενών αγορών

Το συμβούλιο διοικητών μπορεί να αποφασίσει την αγορά ομολόγων ή άλλων χρεογράφων κράτους μέλους του ESM στην πρωτογενή αγορά (primary market purchases – PMP) με σκοπό τη μεγιστοποίηση της σχέσης κόστους-αποτελεσματικότητας της χρηματοπιστωτικής συνδρομής ως συμπληρωματικό χρηματοοικονομικό μέσο ενός δανείου ή μιας προληπτικής παροχής στήριξης . Οι όροι που συνδέονται με τον μηχανισμό στήριξης πρωτογενών αγορών (primary market support facility – PMSF) παρουσιάζονται αναλυτικά στο MoU. Οι χρηματοοικονομικοί όροι και προϋποθέσεις που αφορούν στη διενέργεια της αγοράς ομολόγων καθορίζονται σε

συμφωνία που υπογράφεται από το Διευθύνοντα Σύμβουλο ενώ το συμβούλιο διευθυντών εγκρίνει τις λεπτομερείς κατευθυντήριες γραμμές για τις ρυθμίσεις εφαρμογής του μηχανισμού στήριξης πρωτογενών αγορών και αποφασίζει με αμοιβαία συμφωνία, βάσει της πρότασης του διευθύνοντος συμβούλου και αφού λάβει έκθεση της Ευρωπαϊκής , την εκταμίευση χρηματοπιστωτικής συνδρομής προς δικαιούχο κράτος μέλος μέσω πράξεων στην πρωτογενή αγορά.

2.2.4.1 Διαδικασία χρησιμοποίησης του PMSF για την εκταμίευση ενός δανείου

Ένα κράτος μέλος του ESM μπορεί να ζητήσει χρήση ενός PMSF είτε :

α. όταν ζητάει κάποιο δάνειο , ή

β. όταν κάνει χρήση κάποιου δανειακού μηχανισμού, με αποτέλεσμα να εφαρμόζονται οι διατάξεις που αφορούν στη δανειοδότηση .Ο Διευθύνων Σύμβουλος θα πρέπει να ετοιμάζει στα πλαίσια της γενική πρότασης δανειοδότησης , το χρηματοοικονομικό της όριο ώστε να είναι σε θέση να εγκρίνουν οι Διοικητές τη χορήγηση κάποιου PMSF . Σε αυτη την περίπτωση ο Διευθύνων Σύμβουλος πρέπει να προετοιμάσει πρόταση για ένα αναθεωρημένο FFA το οποίο θα πρέπει να καλύπτει και τους χρηματοοικονομικούς όρους και τις συνθήκες του PMSF , και πρέπει να εγκριθεί από το συμβούλιο των Διευθυντών .

Ένα κράτος μέλος στο οποίο χορηγείται ένας PMSF ,θα πρέπει να ενημερώνει το διευθύνοντα σύμβουλο στο κατά πόσο επιθυμεί να λαμβάνει διάφορες δόσεις μέσω ενός δανειακού μηχανισμού που εκταμιεύεται μέσω της PMP και θα συμφωνεί μαζί του όλες τις λεπτομέρειες που αφορούν σε μια τέτοια εκταμίευση ,ενώ μια τέτοια συμφωνία θα πρέπει να αναθεωρείται συχνά προκειμένου να λαμβάνεται υπόψη κάθε μεταβολή στην αγορά . Η εκταμίευση τέτοιων δόσεων θα γίνεται μετά από την παραλαβή της έκθεσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με την ΕΚΤ για το αν το ευεργετούμενο μέλος ακολουθεί τις οδηγίες και τους όρους μιας τέτοιας συμφωνίας .Ο Διευθύνων Σύμβουλος δεν θα πρέπει να προχωράει σε καμιά τέτοια ενέργεια στην PMP αν προκύπτει ότι η συμμετοχή ιδιωτών επενδυτών δεν θα ήταν η προβλεπόμενη ή το επιτόκιο θα ήταν πολύ υψηλότερο από το επιτόκιο χρηματοδότησης του ESM .

2.2.4.2 Διαδικασία χορήγησης του PMSF για ανάληψη χρηματοδότησης μέσω ενός πιστωτικού ορίου

Ένα κράτος μέλος του ESM μπορεί να ζητήσει χρήση ενός PMSF είτε :

α. ζητώντας χρήση ενός πιστωτικού ορίου , ή

β. αφού έχει λάβει κάποιο πιστωτικό όριο , με αποτέλεσμα να εφαρμόζονται οι διατάξεις όπως και στην προληπτική παροχή χρηματοοικονομικής βοήθειας. Ο Διευθύνων Σύμβουλος θα πρέπει να ετοιμάζει πρόταση ώστε να εγκρίνουν οι Διοικητές τη χορήγηση κάποιου PMSF . Σε αυτή την περίπτωση ο Διευθύνων Σύμβουλος πρέπει να προετοιμάσει πρόταση για ένα αναθεωρημένο FFA το οποίο θα πρέπει να καλύπτει και τους χρηματοοικονομικούς όρους και τις συνθήκες του PMSF , και πρέπει να εγκριθεί από το συμβούλιο των Διευθυντών .

Ένα κράτος μέλος στο οποίο χορηγείται ένας PMSF ,θα πρέπει να ενημερώνει το Διευθύνοντα Σύμβουλο και θα συμφωνεί μαζί του όλες τις λεπτομέρειες που αφορούν σε μια τέτοια εκταμίευση ,ενώ μια τέτοια συμφωνία θα πρέπει να αναθεωρείται συχνά προκειμένου να λαμβάνεται υπόψη κάθε μεταβολή στην αγορά .Ο Διευθύνων Σύμβουλος δεν θα πρέπει να προχωράει σε καμιά τέτοια ενέργεια στην PMP αν προκύπτει ότι η συμμετοχή ιδιωτών επενδυτών δεν θα ήταν η προβλεπόμενη ή το επιτόκιο θα ήταν πολύ υψηλότερο από το επιτόκιο χρηματοδότησης του ESM . Όταν το επιτρέπουν οι συνθήκες η αγορά ομολόγων θα αντικαθίσταται από την ανάληψη χρηματοδοτήσεων . Η χρήση των PMPs θα οδηγεί σε ένα επαναπροσδιορισμό της επάρκειας ενός προληπτικού προγράμματος και τις κατευθυντήριες γραμμές που το συνοδεύουν.

2.2.4.3 Υλοποίηση των αγορών στην πρωτογενή αγορά

Μια PMP θα πρέπει να διεξάγεται στις τιμές των αγορών . Ο Διευθύνων Σύμβουλος θα πρέπει να προχωράει στην υλοποίηση των PMP βάση του είδους της έκδοσης που έχει πραγματοποιήσει το εκάστοτε κράτος μέλος του ESM . Πιο συγκεκριμένα :

- Μέσω της συμμετοχής σε δημοπρασίες , στη μέση σταθμισμένη τιμή της δημοπρασίας .Το συνολικό ποσό που θα εξαγοράζει ο ESM θα ισούται το πολύ με το 50% του τελικού εκδιδόμενου ποσού .Ποσοστό που θα αυξάνεται αν οι προσφορές στις τιμές της αγοράς δεν επαρκούν , με προοπτική πάντα την εξασφάλιση του ότι το ποσό που πούλησε το ευεργετούμενο μέλος είναι ίσο με το μισό τουλάχιστον του αρχικού στόχου , ή
- Μέσω της συμμετοχής σε κοινοπραξίες , στην αναπροσφερόμενη τιμή . Το συνολικό ποσό που θα εξαγοράζει ο ESM θα ισούται το πολύ με το 50% του τελικού εκδιδόμενου ποσού . Ποσοστό που θα αυξάνεται αν ο αριθμός των εντολών δεν επαρκεί , με προοπτική πάντα την εξασφάλιση του ότι το ποσό που πούλησε το ευεργετούμενο μέλος είναι ίσο με το μισό τουλάχιστον του αρχικού στόχου .

2.2.4.4 Διαχείριση του χαρτοφυλακίου των ομολόγων

Η διαχείριση των ομολόγων που αγοράζονται μέσω ενός PMSM μπορεί να γίνει ως εξής :

i. Με την πώληση του α) αν η αγορά ομολόγων από το ευεργετούμενο μέλος έχει επιστρέψει στον κανονικό τρόπο διεξαγωγής της και η πιθανότητα να μην μπορεί το μέλος του ESM να τοποθετήσει τις εκδόσεις των ομολόγων του στην πρωτογενή αγορά να είναι σχεδόν απίθανη , ή β) με το να μετριαστεί ο κίνδυνος μιας αντιληπτής απώλειας σε σχέση με τους διακρατούμενους τίτλους του εκάστοτε κράτους μέλους , ανεξάρτητα με μια πιθανή απόφαση για πώληση τους
ii. Με τον να διακρατηθούν μέχρι το χρόνο μέγιστης ωρίμανσης τους
iii. Με το να ξαναπουληθούν τους στο ευεργετούμενο μέλος
iv. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως repos με εμπορικές τράπεζες προκειμένου να ενδυναμωθεί η διαχείριση της ρευστότητας του ESM .

Υπεύθυνος για τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των ομολόγων είναι ο Διευθύνων Σύμβουλος , και θα προτείνει μάλιστα και εναλλακτικούς τρόπους διαχείρισης τους οποίους θα πρέπει να εγκρίνει το συμβούλιο των Διευθυντών .Το ευεργετούμενο μέλος θα πρέπει να γνωρίζει σχετικά με τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των ομολόγων και να συναινεί στη διεξαγωγή διεργασιών που θα του προσδίδουν παραπάνω αξιοπιστία , εκτός και αν ο ESM αντιμετωπίσει τον κίνδυνο να έχει απώλειες σχετικές με τους διακρατούμενους τίτλους του αναφορικά με το εκάστοτε κράτος μέλος , ανεξάρτητα με μια πιθανή απόφαση για πώληση τους

2.2.5 Μηχανισμός στήριξης δευτερογενών αγορών

Το συμβούλιο διοικητών μπορεί να αποφασίσει διευθετήσεις για πράξεις στη δευτερογενή αγορά σε σχέση με τα ομόλογα μέλους του ΕΜΣ . Οι αποφάσεις για παρεμβάσεις στη δευτερογενή αγορά με σκοπό την αντιμετώπιση των κινδύνων μετάδοσης λαμβάνονται με βάση ανάλυση της ΕΚΤ που θα αναγνωρίζει την ύπαρξη έκτακτων συνθηκών στη χρηματοοικονομική αγορά και κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι όροι που συνδέονται με τον μηχανισμό στήριξης δευτερογενών αγορών (secondary market support facility – SMSF) παρουσιάζονται αναλυτικά στο MoU. Οι χρηματοοικονομικοί όροι και προϋποθέσεις υπό τους οποίους πρέπει να διενεργούνται οι πράξεις στη δευτερογενή αγορά καθορίζονται σε συμφωνία που πρέπει να υπογραφεί από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο. Το συμβούλιο των Διευθυντών εγκρίνει τις λεπτομερείς κατευθυντήριες γραμμές για τις ρυθμίσεις εφαρμογής του μηχανισμού στήριξης δευτερογενών αγορών. Το συμβούλιο διευθυντών αποφασίζει με αμοιβαία συμφωνία, βάσει πρότασης του διευθύνοντος συμβούλου, την έναρξη πράξεων στη δευτερογενή αγορά.

Ο SMSF έχει ως στόχο να βοηθήσει την καλή λειτουργία των αγορών δημόσιου χρέους σε ειδικές περιπτώσεις που η έλλειψη ρευστότητας αποτελεί απειλή για την χρηματοοικονομική σταθερότητα, με σοβαρό κίνδυνο την εκτίναξη των επιτοκίων σε πολύ υψηλά επίπεδα τα οποία θα μπορούσαν να δημιουργήσουν προβλήματα αναχρηματοδότησης του τραπεζικού τομέα κάποιου μέλους του ESM. Μια παρέμβαση του ESM στη δευτερογενή αγορά είναι απαραίτητη προκειμένου να καταστήσει την αγορά ικανή να εξασφαλίζει ρευστότητα και να δώσει κίνητρο στους εξωτερικούς επενδυτές να συμμετέχουν στη χρηματοδότηση κάποιου κράτους μέλους του

.

2.2.5.1 Κριτήρια Επιλογής

Η πρόσβαση σε κάποιον SMSF είναι εφικτή σε κάποιο κράτος μέλος του ESM που βρίσκεται κάτω από ένα πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής και του έχει χορηγηθεί και δάνειο ενώ συνεχίσει να συμμορφώνεται με τις οδηγίες και τους όρους που συνοδεύουν τη συμφωνία στήριξης . Ακόμη η πρόσβαση σε κάποιον SMSF είναι εφικτή σε κάποιο κράτος μέλος του ESM που δεν βρίσκεται κάτω από ένα πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής αλλά υφίσταται είναι αντικείμενο χρηματοοικονομικών διαταραχών στην αγορά , όσο όμως η οικονομική του θέση παραμένει υγιής βάση μιας διεθνούς εκτίμησης όπως αυτή μπορεί να γίνει από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την ΕΚΤ πληρώντας τα παρακάτω κριτήρια :

i. Να τηρεί τις δεσμεύσεις σχετικά με το σύμφωνο σταθερότητας και ανάπτυξης . Πρόσβαση σε SMSF μπορεί να έχει και κάποιο μέλος του ESM που αν και αντιμετωπίζει μεγάλο έλλειμμα σέβεται και τηρεί απόλυτα τις δεσμεύσεις και όσα έχει συμφωνήσει με το συμβούλιο οι οποίες ως στόχο θα έχουν τη διόρθωση αυτού του ελλείμματος .
ii. Ένα βιώσιμο δημοσιονομικό χρέος
iii. Να τηρεί τις δεσμεύσεις του σχετικά με τη συμφωνία και τις διαδικασίες για μείωση των ισολογιστικών ανισορροπιών (excessive imbalances procedure – EIP) . Η πρόσβαση του σε SMSF θα είναι δυνατή μόνο αν δεσμεύεται και είναι ικανό να αντιμετωπίσει αυτές τις ανισορροπίες όπως έχουν αναγνωριστεί από το Συμβούλιο .
iv. Ένα ικανοποιητικό ιστορικό εισόδου στις διεθνείς κεφαλαιαγορές με ευνοϊκούς όρους
v. Μια βιώσιμη και καλή εξωτερική θέση
vi. Την απουσία φαινομένων έλλειψης φερεγγυότητας , τα οποία θα μπορούσαν να αποτελέσουν απειλή για τη σταθερότητα των κρατών μελών αλλά και ολόκληρης της ευρωζώνης

vii. Το εκάστοτε ευεργετούμενο μέλος θα πρέπει να πληροί όλες τις προϋποθέσεις επιλογής και να υιοθετεί όποτε είναι απαραίτητο νέα διορθωτικά μέτρα υπό την αιγίδα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της ΕΚΤ.

2.2.5.2 Διαδικασία ενεργοποίησης ενός SMSF για μέλη του ESM δέχονται στήριξη σταθερότητας

Το κάθε κράτος μέλος που επιθυμεί ένα SMSF πρέπει πρώτα να απευθύνει αίτηση στον πρόεδρο του συμβουλίου των Διευθυντών . Ως απάντηση στην παραλαβή αυτής της αίτησης το συμβούλιο των Διοικητών θα πρέπει να αναθέσει :

a. Στην ΕΚΤ να ελέγξει αν υπάρχουν ειδικές συνθήκες στην αγορά και αν τίθεται θέα διασάλευσης της σταθερότητας τόσο των κρατών μελών όσο και της ευρωζώνης . Τα αποτελέσματα αυτής της ανάλυσης θα μεταβιβάζεται στο συμβούλιο των Διευθυντών , εκτός αν προηγουμένως η ΕΚΤ έχει πραγματοποιήσει αντίστοιχη για δικό της όφελος .
b. Στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε συνεργασία με την ΕΚΤ την πιστοποίηση ότι συμβαδίζει με τους όρους και τις συνθήκες που προβλέπονται στο MoU πριν την αίτηση για κάποιο SMSF.

Αν τηρούνται όλα τα παραπάνω τότε ο Διευθύνων Σύμβουλος θα πρέπει να ετοιμάζει πρόταση ώστε να εγκρίνουν οι Διοικητές τη χορήγηση κάποιου SMSF . Σε αυτή την περίπτωση ο Διευθύνων Σύμβουλος πρέπει να προετοιμάσει πρόταση για ένα αναθεωρημένο FFA το οποίο θα πρέπει να καλύπτει και τους χρηματοοικονομικούς όρους και τις συνθήκες του SMSF , η οποία πρέπει να εγκριθεί από το συμβούλιο των Διευθυντών .

2.2.5.3 Διαδικασία ενεργοποίησης ενός SMSF για μέλη του ESM δεν δέχονται στήριξη Σταθερότητας

Το κάθε κράτος μέλος που επιθυμεί ένα SMSF πρέπει πρώτα να απευθύνει αίτηση στον πρόεδρο του συμβουλίου των Διευθυντών . Ως απάντηση στην παραλαβή αυτής της αίτησης το συμβούλιο των Διοικητών θα πρέπει να αναθέσει :

a. Στην ΕΚΤ να ελέγξει αν υπάρχουν ειδικές συνθήκες στην αγορά και αν τίθεται θέα διασάλευσης της σταθερότητας τόσο των κρατών μελών όσο και της ευρωζώνης . Τα αποτελέσματα αυτής της ανάλυσης θα μεταβιβάζεται στο συμβούλιο των Διευθυντών , εκτός αν προηγουμένως η ΕΚΤ έχει πραγματοποιήσει αντίστοιχη για δικό της όφελος

b. Στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε συνεργασία με την ΕΚΤ την πιστοποίηση ότι το δημόσιο χρέος είναι βιώσιμο καθώς επίσης και τις πραγματικές χρηματοοικονομικές ανάγκες του εκάστοτε κράτους μέλους .

Αν τηρούνται όλα τα παραπάνω τότε ο Διευθύνων Σύμβουλος θα πρέπει να ετοιμάζει πρόταση ώστε να εγκρίνουν οι Διοικητές τη χορήγηση κάποιου SMSF αναλογιζόμενος πάντα κα την οικονομική κατάσταση του ESM.Στη συνέχεια και βάση των όσων προβλέπονται παραπάνω , το συμβούλιο των Διοικητών θα πρέπει να αναθέσει :

a. Στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε συνεργασία με την ΕΚΤ , το καθήκον της διαπραγμάτευσης με το αιτούμενο κράτος μέλος του ESM , ενός MoU στο οποίο θα γίνεται λεπτομερής περιγραφή των συνθηκών που συνοδεύουν τον SMSF . Το MoU πρέπει να περιέχει όλες τις λεπτομέρειες ενός προγράμματος μακροοικονομικής προσαρμογής αλλά και όλες τις κατευθυντήριες γραμμές της πολιτικής του ESM σχετικά με τον SMSF
b. Στο Διευθύνοντα Σύμβουλο ,να προετοιμάσει πρόταση για ένα αναθεωρημένο FFA το οποίο θα πρέπει να καλύπτει και τους χρηματοοικονομικούς όρους και τις συνθήκες του SMSF , η οποία πρέπει να εγκριθεί από το συμβούλιο των Διευθυντών .

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στην περίπτωση αυτή θα προχωράει στη σύναψη ενός MoU με το αιτούμενο κράτος μέλος του ESM , MoU που θα εγκρίνεται από το Συμβούλιο των Διοικητών και θα εφαρμόζει όλα όσα προβλέπονται παραπάνω.

2.2.5.4 Υλοποίηση των αγορών στην δευτερογενή αγορά βάση του SMSF

Το συμβούλιο των Διευθυντών θα παρεμβαίνει μερικές φορές στην διαδικασία υλοποίησης .Μια τεχνική υπο-επιτροπή για να αποφασίζει και να εφαρμόσει τις παρεμβάσεις αυτές . Η σύνθεση της αλλά και οι κανόνες που θα την διέπουν και η δράση της θα αποφασίζονται από το συμβούλιο των Διοικητών , ύστερα από πρόταση του Διευθύνοντος Συμβούλου. Ο Διευθύνων Σύμβουλος θα σταματάει τις παρεμβάσεια αυτές ύστερα από πρόταση του ευεργετούμενου μέλους του.

2.2.5.5 Εποπτεία και υποβολή εκθέσεων

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ,η ΕΚΤ θα πιστοποιούν την εξέλιξη των προγραμμάτων και την πρόοδο που κάνει το αντίστοιχο κράτος μέλος το οποίο βρίσκεται υπό εποπτεία όπως επίσης και την συμμόρφωση του με τα αντίστοιχα επιβαλλόμενα μέτρα αναφερόμενοι για αυτές τις εξελίξεις στο συμβούλιο των Διευθυντών . Ακόμα το αιτούμενο κράτος μέλος πρέπει να συνεργάζεται πλήρως με τους παραπάνω φορείς .Πρέπει μάλιστα να τους παρέχει όλες τις απαιτούμενες πληροφορίες που χρειάζονται σχετικά με την εποπτεία και τους όρους που συνοδεύουν το MoU αλλά και την εποπτεία της χρηματοοικονομικής του οφειλής.

Το ESM πρέπει να ιδρύσει ένα κατάλληλο μηχανισμό προειδοποίησης , ο οποίος θα εξασφαλίζει τις πληρωμές προς τον ESM ενός προγράμματος χρηματοπιστωτικής υποστήριξης σε λογικό χρόνο .

Η τεχνική επιτροπή θα υποβάλει τιε εκθέσεις της στο συμβούλιο των Διευθυντών κάθε μήνα ενώ ο Διευθύνων Σύμβουλος θα απευθύνει και αυτός μια τέτοια μηνιαία αναφορά σχετικά ε την υλοποίηση του SMSF στο συμβούλιο των Διοικητών. Την αναφορά θα συνοδεύει και μια αναφορά με επανεκτίμηση του προγράμματος , και θα εμπεριέχει μια απόφαση του συμβουλίου των Διοικητών σχετικά με την παύση ή τη συνέχιση του προγράμματος . Αναφορές σαν τις παραπάνω θα μπορούν να δημοσιοποιούνται και στην βουλή κάθε κράτους . Ανάλογα με την οικονομική κατάσταση και θέση του ESM το συμβούλιο των Διευθυντών ύστερα από πρόταση του Διευθύνοντος Συμβούλου θα επανεξετάζει την επάρκεια του SMSF.

2.3 ESM και διαχείριση κινδύνου

Η διαχείριση του κινδύνου όπως ανακύπτει από τις διάφορες λειτουργίες του ESM είναι πολύ σημαντική και διέπεται από αρχές, κανόνες και οδηγίες που πρέπει να αποτελούν αναπόσπαστο εργαλείο της χρηματοδοτικής του δραστηριότητας και του ρόλου του αναφορικά με την εξασφάλιση της σταθερότητας . Με τους κανόνες αυτούς το συμβούλιο των Διοικητών προσδιορίζει ακριβώς τις βασικές αρχές που πρέπει να διέπουν την αναγνώριση , την ταυτοποίηση , τον υπολογισμό , την μείωση , την παρακολούθηση και την αναφορά των κινδύνων σχετικά με τις δραστηριότητες και λειτουργίες του ESM .

Οι βασικές αυτές αρχές περί κινδύνου προσδιορίζουν ακριβώς τα ελάχιστα όρια ανοχής στο κίνδυνο αλλά και την ευθύνη της διαχείρισης. Οι Αρχές αυτές δρουν συμπληρωματικά με τις οδηγίες και την πολιτική περί κινδύνου , η οποία θα πρέπει να απολαμβάνει της έγκρισης του συμβουλίου των Διοικητών και να διασαφηνίζει όλες τις τεχνικές λεπτομέρειες των διαδικασιών και τον κανόνων της διαχείρισης κινδύνου . Ακόμη οι αρχές αυτές καθορίζουν όλο το ρυθμιστικό πλαίσιο του ESM περί κινδύνου το οποίο θα πρέπει να είναι κατανοητό και να εφαρμόζεται από όλους τους παράγοντες του ESM στο πλαίσιο παροχής χρηματοπιστωτικής συνδρομής σε κάποιο κράτος μέλος του ESM .

2.3.1 Βασικές Αρχές που διέπουν τη διαχείριση κινδύνου

Οι βασικές λοιπόν αρχές περί διαχείρισης κινδύνου για τις οποίες κάνουμε λόγο είναι οι παρακάτω :

2.3.1.1 Περιθώριο Ανοχής στον κίνδυνο

Η αρχή αυτή αναφέρεται στη διάθεση που έχει ο ESM να αναλάβει κάποιο κίνδυνο , αναφορικά με το μέγεθος του. Ο ESM πρέπει να έχει συγκεκριμένη συμπεριφορά στη διάθεση του αυτή ώστε να είναι σε θέση να έχει όσο το δυνατόν λιγότερες απώλειες αλλά και να αντεπεξέρχεται επαρκώς στις υποχρεώσεις του . Πρέπει να είναι ανάλογη με τη χρηματοδοτική ικανότητα του ESM και να ασκείται σε τέτοιο πλαίσιο που να την διατηρεί πάντα επαρκή ώστε να εξασφαλίζεται πιστοληπτικά αλλά και να αποφεύγει πιθανές έκτακτες προσκλήσεις για καταβολή κεφαλαίου . Η διάθεση ανάληψης κινδύνου πρέπει να αντιπροσωπεύει στο ελάχιστο τις απαιτήσεις σε κεφάλαιο , την ενδεχόμενη μόχλευση αλλά και τι επιστροφές κεφαλαίου όπως αυτά καθορίζονται λεπτομερώς από τις οδηγίες για τον κίνδυνο . Ακόμη θα καθορίζεται στο πλαίσιο του προσδιορισμού του κινδύνου και της ποσοτικοποίησης των πιθανών απωλειών που μπορούν να προκύψουν σε συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα , συνυπολογίζοντας της πιθανότητα κάλυψης όλων των χρηματοοικονομικών ή μη κινδύνων , ισολογιστικών και/ή εξωισολογιστικών στοιχείων . Στα πλαίσια της δημιουργίας ενός συγκεκριμένου προφίλ απέναντι στο κίνδυνο θα καθορίζονται και τα διάφορα όρια για κάθε είδος κινδύνου . Λόγω του ότι ο ESM δεν αποσκοπεί στην απόκτηση κερδών από την παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας στα κράτη μέλη του , δεν θα προωθεί και θα έχει και κερδοσκοπικό χαρακτήρα απέναντι όσο αφορά στο επενδυτικό του χαρτοφυλάκιο .

2.3.1.2 Γνώση και συμπεριφορά απέναντι στον κίνδυνο

Η αρχή αυτή αφορά στις συνδυασμένες ατομικές αλλά και εταιρικές αξίες , συμπεριφορές , ικανότητες και συμπεριφορές του ESM γύρω από τον κίνδυνο και που χαρακτηρίζουν και την διαχείριση του . Τα κύρια χαρακτηριστικά της είναι τα εξής :

- Το προσωπικό όλων των βαθμίδων πρέπει να κατανοεί πλήρως τις ευθύνες του και να συμμορφώνεται με την αντίστοιχη πολιτική προς τον κίνδυνο
- Η εξασφάλιση συμμετοχής πολλών μελών στη διαχείριση και εκτέλεση ενός έργου αλλά και τον καθορισμό όλων των διαδικασιών βάση ιεραρχίας , καθηκόντων όπως επίσης και η ύπαρξη ελέγχου σε όλα τα στάδια εξέλιξης μια εργασίας .

- Το προσωπικό που θα ασχολείται με τις εργασίες διαχείρισης του κινδύνου θα πρέπει να χαρακτηρίζεται από την κατάλληλη εμπειρία , ικανότητα , γνώσεις , τεχνική ειδίκευση αλλά και πρόσβαση σε πόρους ή πηγές ενώ όταν κρίνεται απαραίτητο θα πρέπει να είναι ικανό να βρίσκει και να παρέχει τις κατάλληλες πληροφορίες .
- Τις δραστηριότητες της διοίκησης θα πρέπει να διέπουν ηθικοί κανόνες και αξίες , και αυτό θα πρέπει να το κατανοούν και να το ενστερνίζονται όλα τα τμήματα του ESM παρέχοντας όπως μπορούν την υποστηρικτική τους βοήθεια στη διαχείριση του κινδύνου.

2.3.1.3 Μέτρηση του κινδύνου

Όλα τα είδη κινδύνων θα πρέπει να ποσοτικοποιούνται βάση των κατάλληλων ειδών μέτρησης προκειμένου να υπάρχει μια άριστη διαχείριση αλλά και έλεγχος του κινδύνου . Ο προσδιορισμός αυτός θα γίνεται βάση της κατάλληλης πολιτικής για τον κίνδυνο.

Ο ESM θα εφαρμόζει πολλαπλές μεθόδους μέτρησης του κινδύνου για κάθε είδος , όσον αφορά τόσο στα τρέχοντα όσο και σε μελλοντικά θέματα , αξιοποιώντας ποσοτικές και ποιοτικές πληροφορίες προκειμένου για να μην κάνει κατάχρηση κάποιου μέτρου . Αυτό αφορά τόσο τα ισολογιστικά όσο και τα εξωισολογιστικά στοιχεία .

Οι τακτικές μετρήσεις του κινδύνου θα γίνονται και με διάφορα stress tests και ανάλυση υποθέσεων προκειμένου να εκτιμηθούν περιοχές ανάλυσης υψηλού κινδύνου και οι επιπτώσεις που μπορούν να προκαλέσουν οι διάφορες χρηματοοικονομικές εντάσεις .

2.3.1.4 Συνεχής βελτίωση και ανάκαμψη

Ο ESM θα πρέπει συνεχώς να εξελίσσει και να βελτιώνει τη διαχείριση που ασκεί στον κίνδυνο. Σε αυτό πρέπει να συμμετάσχουν όλοι οι παράγοντες του ESM και σε όλες τις ιεραρχίες προκειμένου να ενισχυθεί η αποτελεσματικότητα αλλά και η αξιοπιστία των παρεχόμενων υπηρεσιών . Ο ESM θα πρέπει να διεξάγει μια ετήσια εσωτερική αξιολόγηση προκειμένου να βλέπει την πρόοδο στη διαχείριση του κινδύνου αλλά και να διαπιστώνει ποιοι τομείς σε αυτήν χρειάζονται βελτίωση .

2.3.1.5 Διαδικασία έγκρισης νέων εργαλείων και μέσων

Για την έγκριση νέων μέσων αντιμετώπισης του κινδύνου θα πρέπει να υπάρξουν εκ νέου οδηγίες για αυτά τα νέα μέσα. Το τμήμα διαχείρισης κινδύνου πρέπει να παίξει ουσιαστικό ρόλο στην έγκριση , αντικατάσταση άλλα και στο να εφαρμοσθούν αυτά τα νέα μέσα όπως επίσης και στον έλεγχο της συμβατότητας τους με τις υπάρχουσες λειτουργίες του ESM.

2.3.2 Διακυβέρνηση

2.3.2.1 Πρώτη γραμμή άμυνας -άμεση ευθύνη της διαχείρισης και του ελέγχου του κινδύνου

Οι λειτουργίες των τμημάτων αλλά και όλου του οργανισμού έχουν άμεση σχέση με την καθημερινή διαχείριση του κινδύνου ενώ όλο το προσωπικό πρέπει ανά πάσα στιγμή να είναι σε θέση να εντοπίζει , να παρακολουθεί και να αναφέρει κάποιον πιθανό κίνδυνο από τις λειτουργίες αυτές στο τμήμα διαχείρισης κινδύνου. Οποιαδήποτε απόκλιση από τα όρια που έχουν τεθεί για τον κίνδυνο θα πρέπει αμέσως να αναφέρεται στην αρμόδια επιτροπή όπως επισημαίνεται στις λεπτομέρειες σχετικά με τη λειτουργία της διαχείρισης κινδύνου.

2.3.2.2 Δεύτερη γραμμή άμυνας – εφαρμογή μέτρων αντιμετώπισης του κινδύνου και εποπτεία

Το συμβούλιο των Διοικητών είναι υπεύθυνο για την εφαρμογή του ρυθμιστικού πλαισίου που διέπει τη διαχείριση του κινδύνου συντονίζοντας τόσο τη χρήση των βασικών αρχών αλλά και την κατευθυντήρια γραμμή περί κινδύνου

a. Καθήκον του είναι να εγκρίνει την κατευθυντήρια γραμμή που θα ακολουθήσει ο ESM όσον αφορά στη διαχείριση του κινδύνου , ύστερα από πρόταση του Διευθύνοντα Συμβούλου και του Επικεφαλή για τον κίνδυνο.
b. Ακόμη θα πρέπει να προσδιορίζει την διάθεση που θα έχει ο ESM αναφορικά με την ανοχή στον κίνδυνο
c. Θα πρέπει να ενημερώνεται τακτικά σχετικά με την εφαρμογή του ρυθμιστικού πλαισίου του κινδύνου όπως επίσης και για τη συνολική έκθεση σε αυτόν αλλά και για τις πιθανές παραβάσεις που λαμβάνουν χώρα στην εφαρμογή του ρυθμιστικού πλαισίου ,Ακόμη θα πρέπει να ενημερώνεται και για τις ενέργειες περιορισμού της έκθεσης στον κίνδυνο που λαμβάνουν χώρα όταν προκύπτουν διάφορα κενά στην αντιμετώπιση του .
d. Τέλος , το συμβούλιο των Διευθυντών θα πρέπει να ιδρύσει μια επιτροπή για τον κίνδυνο που θα δρα συμβουλευτικά προς αυτό σχετικά με τη διάθεση ανάληψης και την ανοχή στον κίνδυνο αλλά και τη στρατηγική αντιμετώπισης του ,της οποίας την εκτέλεση θα

επιβλέπει μαζί με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο .Ωστόσο , την τελική και την καθ'ολόκληρο ευθύνη για τον κίνδυνο θα την έχει το συμβούλιο των Διοικητών .

Ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι εξολοκλήρου υπεύθυνος για την εκτέλεση αλλά και την τήρηση του ρυθμιστικού πλαισίου για τον κίνδυνο αλλά αι για την αναφορά στο συμβούλιο σχετικά με τη διεξαγωγή και την βελτίωση των οδηγιών .

Το τμήμα διαχείρισης κινδύνου ασκεί την ολική επίβλεψη στον κίνδυνο και εγγυάται την επαρκή , συνεχή και ασφαλή εφαρμογή του ρυθμιστικού πλαισίου κατά μήκος όλων των λειτουργιών που επιτελεί ο ESM. Γενικά το τμήμα διαχείρισης κινδύνου:

i. Ενεργεί ως αυτόνομο τμήμα του ESM
ii. Καταγράφει όλους τους κινδύνους που ως τώρα έχει εκτεθεί ο ESM
iii. Αναγνωρίζει , ταυτοποιεί , και προτείνει εναλλακτικές μεθόδους και τρόπους περιορισμού του κινδύνου
iv. Αναλύει και αναφέρει την δική του κρίση και οπτική γωνία στο συμβούλιο των Διευθυντών και στο Διευθύνοντα Σύμβουλο σχετικά με τον κίνδυνο
v. Αξιολογεί τα εποπτικά μέσα και μεθόδους προκειμένου να ασκείται σωστή εποπτεία και εκτέλεση του ρυθμιστικού πλαισίου
vi. Εφαρμόζει ένα κατάλληλο πλαίσιο προειδοποίησης , εκτίμησης και κλιμάκωσης όλων των αποκλίσεων από το ρυθμιστικό πλαίσιο και προτείνει μέτρα αντιμετώπισης τόσο στον Διευθύνοντα Σύμβουλο όσο και στο ανάλογο προσωπικό
vii. Προωθεί την κατάλληλη κουλτούρα και χαρακτήρα κατά μήκος ολόκληρου του ESM και καθοδηγεί τις εργασίες της εσωτερικής επιτροπής για τον κίνδυνο

Ο επικεφαλής του τμήματος διαχείρισης κινδύνου («Head of Risk») αναφέρεται και απευθύνεται κατευθείαν στον Διευθύνοντα Σύμβουλο .Είναι υπεύθυνος στο να τον ενημερώνει σχετικά με την επίβλεψη και την εφαρμογή των μέτρων εναντίων του κινδύνου . Ο Διευθύνων Σύμβουλος με τη σειρά του , ως πρόεδρος του συμβουλίου των Διευθυντών , θα αναφέρεται με τη σειρά του στο συμβούλιο των Διοικητών .

Σχετικά με τον επικεφαλή του τμήματος διαχείρισης κινδύνου έχουμε τα εξής :

- Ο αρμοδιότητες και τα καθήκοντα του θα είναι ανεξάρτητα και θα πηγάζουν από άλλες ειδικές λειτουργίες και επιχειρησιακές δραστηριότητες
- Θα έχει πρόσβαση σε πληροφορίες που αφορούν την διαχείριση και αξιολόγηση του κινδύνου
- Θα λαμβάνει μέρος στις επενδυτικές αποφάσεις και στην έγκριση νέων επενδυτικών μέσων και προϊόντων

- Θα έχει πλήρη πρόσβαση στο συμβούλιο των Διευθυντών και στην επιτροπή κινδύνου προκειμένου να αναφέρεται σχετικά με τον κίνδυνο

Η επιτροπή εσωτερικών υποθέσεων για τον κίνδυνο θα αποτελείται από διοικητικά στελέχη που συμμετέχουν ενεργά σε όλες τις επιχειρησιακές λειτουργίες του ESM . Η ΕΚΤ και Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξουσιοδοτούν αυτήν την επιτροπή ως εξής :

- Τα μέλη της θα ασκούν καθήκοντα επικεφαλή για τον κίνδυνο όσον αφορά στην επιχειρησιακή λειτουργία που είναι αντικείμενο της θέσης και των αρμοδιοτήτων τους
- Ο Επικεφαλής του τμήματος διαχείρισης κινδύνου θα είναι και ο πρόεδρος αυτής την επιτροπής
- Θα εντάσσει την ανοχή στον κίνδυνο και τη διάθεση ανάληψης του στην εσωτερική δομή περί ορίων , κάτι που θα περιγράφεται λεπτομερώς στις οδηγίες και στην κατευθυντήρια γραμμή για τον κίνδυνο όπως αυτά εγκρίνονται απ το συμβούλιο των Διοικητών
- Θα ενισχύει το συμβούλιο των Διευθυντών στο έργο τους για την εξασφάλιση επαρκούς εσωτερικής δομής ορίων και ρυθμίσεων αυτών αλλά και για την παροχή συστάσεων και παραινέσεων για αλλαγή σε αυτή τη δομή όποτε κρίνεται απαραίτητο
- Ακόμη , θα παρέχει συστάσεις σχετικά με τον τρόπο αναγνώρισης διαφόρων κινδύνων αλλά και συμβουλές και οδηγίες σχετικά με την εποπτεία και το χειρισμό τους
- Θα πραγματοποιεί κατά περιόδους διάφορους ελέγχους αλλά και αξιολογήσεις στο έργο της και θα αναφέρεται κατάλληλα με αυτό στον Διευθύνοντα Σύμβουλο
- Τέλος , μέσα στις αρμοδιότητες της θα είναι να παροτρύνει τον Διευθύνοντα Σύμβουλο να διεξάγει ελέγχους και έρευνες σχετικά με τη διαχείριση κινδύνου τόσο από τις εσωτερικές όσο και από τις εξωτερικές ελεγκτικές μονάδες .

2.3.2.3 Τρίτη γραμμή άμυνας – αυτόνομες και ανεξάρτητες διασφαλίσεις

Ο εσωτερικός έλεγχος είναι μια αυτόνομη λειτουργία του οποίου αρμοδιότητα είναι να παρέχει στο συμβούλιο των Διευθυντών την διασφάλιση ότι όλες οι λειτουργίες σχετικά με την διαχείριση του κινδύνου διεξάγονται σωστά και αποτελεσματικά . Ακόμη θα λογοδοτεί στον Διευθύνοντα Σύμβουλο και θα έχει πρόσβαση στο συμβούλιο των Διευθυντών για θέματα σχετικά με τη διαχείριση του κινδύνου .

Ο έλεγχος που ασκείται από εξωτερική ομάδα ελεγκτών είναι βάση των θεσμοθετημένων και βασικών αρμοδιοτήτων τους , όπως προβλέπεται από το καταστατικό και τη συνθήκη ίδρυσης του ESM σχετικά με τον κίνδυνο .

Πρόκειται για μια ανεξάρτητη αρχή και λειτουργία που διορίζεται από το συμβούλιο των Διοικητών , εντεταλμένη να πραγματοποιεί ελέγχους σύμφωνα με το καταστατικό και τη συνθήκη ίδρυσης του ESM .

2.3.4 Είδη κινδύνων και περιορισμού του

2.3.4.1 Χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι

Ο κίνδυνος μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων προκύπτει ύστερα από αδυναμία του ενός από τους δυο να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις για τις οποίες έχει δεσμευτεί στην πλήρη τους αξία κάποια χρονική στιγμή . Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι ένας είδος κινδύνου μεταξύ αντισυμβαλλομένων και προέρχεται από της δανειοδοτικές δραστηριότητες μεταξύ των μελών , επένδυσης του καταβεβλημένου κεφαλαίου , τοποθέτησης της πιθανής υπερβάλλουσας ρευστότητας και λειτουργίες αντιστάθμισης .

- Ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένων μπορεί να περιοριστεί με την εφαρμογή διαφόρων κανόνων και διαδικασιών που οδηγούν στον περιορισμό του πιστωτικών απαιτήσεων των επενδύσεων στο ελάχιστο
- Αναφορικά με τα παράγωγα συμβόλαια , ο ESM θα πρέπει να περιοριστεί από τη σύναψη τέτοιων συμβολαίων που απαιτούν υψηλό πιστωτικό επίπεδο όπως αυτό προσδιορίζεται από τις επενδυτικές οδηγίες. Ακόμα ο ESM θα ζητάει και μονομερής εγγυήσεις από τα ευεργετούμενα μέλη κατά τη σύναψη τέτοιων συμβολαίων . Παρομοίως η υπερβάλλουσα ρευστότητα θα επενδύεται σε τίτλους υψηλών αποδόσεων και με καλή πιστοληπτική αξιολόγηση σύμφωνα με τις λεπτομέρειες που καθορίζονται από την πολιτική επενδύσεων .

Ο κίνδυνος τοποθέτησης σε τίτλους , αναφέρεται στις πιθανές απώλειες που προκύπτουν μεταξύ την διευθέτηση των συναλλαγών μεταξύ των δύο αντισυμβαλλομένων .Ο κίνδυνος αυτός θα αντιμετωπίζεται μέσω της συνεχούς εκκαθάρισης ή /και μέσω της υιοθέτησης νέων ρυθμίσεων .

Ο χρηματοδοτικός κίνδυνος χαρακτηρίζεται από την αδυναμία συγκέντρωσης χρημάτων σε ένα λογικό χρονικό διάστημα .Χάρη σε αυτόν τον κίνδυνο ο ESM Μπορεί να καθίσταται ασυνεπής στην εκπλήρωση των υποχρεώσεων .Ο κίνδυνος χρηματοδοτικής ρευστότητας μπορεί να περιοριστεί με την χρήση πολλών πιστοληπτικών ορίων και / ή διατηρώντας τα επίπεδα ισορροπίας μεταξύ των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού.

Ο κίνδυνος ρευστότητας της αγοράς χαρακτηρίζεται από απώλειες που προκύπτουν από την κατοχή μιας θέσης στην αγορά η οποία δεν μπορεί εύκολα να αλλάξει ή να αντισταθμιστεί χωρία να επηρεάσει αρνητικά την τιμή της αγοράς λόγω διάφορων διαταραχών. Μπορεί να αντιμετωπιστεί με την υιοθέτηση μέτρων που μπορούν να προβλέπουν πιθανά κενά στη ρευστότητα .

Ο κίνδυνος συγκέντρωσης ρευστότητας μπορεί να προκύψει από απώλειες που προκύπτουν από την συγκέντρωση στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού ως κύριες πηγές άντλησης ρευστότητας , περιορίζοντας την πιθανότητα άντλησης χρημάτων σε περιπτώσεις αναγκών για ρευστότητα ή από περιορισμένη αγοραστική ρευστότητα για ορισμένες κατηγορίες στοιχείων του ενεργητικού .Ο ESM πλήττεται από αυτόν τον κίνδυνο όταν είναι αδύνατο να προβεί σε νέες χρηματοδοτήσεις ενώ μπορεί να προφυλαχτεί από αυτόν με τα διάφορα πιστοληπτικά όρια .

Ο κίνδυνος επιτοκίου μπορεί να προκύψει από ανεξέλεγκτες αλλαγές στο επίπεδο των επιτοκίων . Ο κίνδυνος αυτός μπορεί να προέρχεται από ανατιμολογήσεις στην αξία στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού , από συμβάσεις ή διάφορες μετακινήσεις στην αγορά ,από αλλαγή των αποδόσεων , ασύμμετρες αποδόσεις των διάφορων χρηματοοικονομικών χρηματοδοτικών μέσων , μη ύπαρξη συσχέτισης μεταξύ των προσαρμοσμένων τιμών , και αλλαγές στα επιτόκια δανεισμού και χρηματοδότησης . Μπορεί να περιοριστεί με τη σύναψη διάφορων επιτοκιακών συμβολαίων ανταλλαγής (rate SWAPS) ή με τη σύναψη προθεσμιακών συμβάσεων .

Ο κίνδυνος ξένου συναλλάγματος προκύπτει από αλλαγές στα επιτόκια που διέπουν αυτές τις συναλλαγές και μπορεί να αντιμετωπιστεί με τον περιορισμένων τέτοιου είδους συναλλαγών .

2.3.4.2 Μη χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι

Ο Λειτουργικός κίνδυνος μπορεί να προκύψει από ανικανότητα εκτέλεσης των εσωτερικών διαδικασιών και εργασιών του ESM αλλά και από άλλα εξωτερικά με αυτών περιστατικά και περιλαμβάνει νομικούς ,φυσικούς ή άλλους περιβαλλοντικούς κινδύνους όπως για παράδειγμα η ύπαρξη κακής φήμης πχ αναφορικά με την αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του ESM . Οι απώλειες που προκύπτουν από το λειτουργικό κίνδυνο μπορεί να οδηγούν σε ισολογιστικές αποσβέσεις, εξωτερικά έξοδα λόγω αυτών και άλλες προμήθειες λόγω του κινδύνου ή των επικείμενων απωλειών .

a) Η οδηγίες στο πλαίσιο της πολιτικής για τον κίνδυνο θα πρέπει να περιγράφουν λεπτομερώς διαδικασίες αλλά και μέσα διαχείρισης του κινδύνου που θα εξασφαλίζουν τη δομή για ένα υψηλό επίπεδο ελέγχου του κίνδυνου που προκύπτει από τις λειτουργικές

δραστηριότητες του ESM .Αυτό το καταστατικό και τη συνθήκη ίδρυσης του ESM θα περιλαμβάνει ειδικές διαδικασίες , μόνιμη επίβλεψη , επιχειρησιακή πολιτική και στρατηγική που στόχο θα έχουν την επίβλεψη του κινδύνου για λειτουργικούς κινδύνους όπως η απάτη , κινδύνους που αφορούν το σύστημα πληρωμών , το σύστημα πληροφοριών και άλλους .

b) Για δραστηριότητες και διαδικασίες που αφορούν και διεξάγονται από εξωτερικούς συνεργάτες , ο ESM πρέπει να βρει μεθόδους αναγνώρισης και διαχείρισης κινδύνου που να ανταποκρίνονται στις εκάστοτε προδιαγραφές .Αυτοί οι κίνδυνοι οφείλονται σε πιθανές απώλειες που προκύπτουν από θέματα σχετικά με τη συμμόρφωση με τους νόμους και τους κανονισμούς και μπορεί να αντιμετωπιστεί με την υιοθέτηση κατάλληλων διαδικασιών .

2.4 Ερμηνεία οδηγιών και τρόπος επίλυσης διαφορών

Οποιαδήποτε απόφαση σχετικά με ζητήματα ερμηνείας ή εφαρμογής των διατάξεων που αφορούν τον ESM και τα κράτη μέλη του ή τα κράτη μέλη μεταξύ τους λαμβάνεται από το συμβούλιο των Διευθυντών , συμπεριλαμβανομένης και της εξέτασης συμβατότητας της συγκεκριμένης απόφασης με όλα όσα προβλέπουν η συνθήκη ίδρυσης και το καταστατικό του ESM .Οι ψήφοι των σχετικών με το κράτος μέλος του ESM μελών του συμβουλίου αναστέλλονται κατά την ψηφοφορία για τη λήψη απόφασης σχετικά με το συγκεκριμένο κράτος μέλος , ενώ το όριο των ψήφων αναπροσαρμόζεται κατάλληλα. Αν η σχετικό απόφαση αμφισβητηθεί από το σχετικό κράτος μέλος ή από τα αντίδικα κράτη μέλη τότε η διαφορά παραπέμπεται στο Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης του οποίου η απόφαση είναι δεσμευτική . Το Δικαστήριο της Ε.Ε καθορίζει τα μέτρα αλλά και την προθεσμία που έχουν οι αντίδικοι προκειμένου να συμμορφωθούν με την παραπάνω απόφαση .

2.5 Το βέλτιστο μέγεθος του ESM

Ο υπολογισμός του βέλτιστου μεγέθους του ESM γίνεται με την παρουσίαση ενός μοντέλου core-periphery (μοντέλο πυρήνα – περιμέτρου) . Στο μοντέλο αυτό οι χώρες της περιφέρειας της ευρωζώνης – στο εξής periphery - χαρακτηρίζονται από την πιθανότητα να χάσουν την πρόσβαση τους σε εξωγενείς πιστώσεις ενώ οι χώρες του πυρήνα – στο εξής core - έχουν βασικό κίνητρο τη δημιουργία ενός κεντρικού κορμού πηγών άντλησης κεφαλαίου του ESM

προκειμένου να μπορούν να ισοσταθμίζουν πιθανές επιδράσεις από πιθανή χρεοκοπία της periphery.

Το μοντέλο αναπτύσσει λειτουργίες μέγιστης απόδοσης καθορίζοντας μια σειρά από εφικτές τιμές σχετικά με το εύρος του συνολικού μεγέθους του ESM βάση πάντα της μέγιστης συνολικής συμβολής της περιφέρειας.

Αν το κόστος μιας πιθανής χρεοκοπίας είναι ιδιαίτερα υψηλό , ή πιθανότητα της periphery να μην έχει πρόσβαση σε εξωγενείς πιστώσεις είναι ιδιαίτερα υψηλή , και οι πιθανές επιπτώσεις στον βασικό κορμό είναι εμφανείς , καθώς και αυτός και το periphery έχουν ως στόχο τη συνεισφορά στον ESM . Σχετικές βαθμονομήσεις και αναλύσεις ευαισθησίας έδειξαν ότι το βέλτιστο μέγεθος του ESM πρέπει να βρίσκεται μεταξύ του τρέχοντος και δύο φορές του προσυμφωνημένου .

Η ανάγκη ύπαρξης του ESM είναι εμφανής από το ότι η Ευρωπαϊκή Οικονομική και Νομισματική Κοινότητα (European Economic and Monetary Union - EMU) είναι μια νομισματική ένωση χωρίς μια πλήρη και ενοποιημένη πολιτική συνοχή . Αυτό συνεπάγεται ότι οι κυβερνήσεις των κρατών μελών της EMU είναι υπεύθυνες για τη διατήρηση της καλής κατάστασης και βιωσιμότητας των δικών τους δημοσιονομικών , τη σταθερότητα του εθνικού τους χρηματοοικονομικού συστήματος και την ανταγωνιστικότητα των εθνικών τους οικονομιών . Μια αδυναμία στην εκπλήρωση των παραπάνω , μπορεί να οδηγήσει σε αρνητικές και αναποτελεσματικές διαχύσεις μεταξύ των μελών της EMU .

Ο ESM έρχεται να αντικαταστήσει και να αναλάβει σχετικά με την χρηματοδότηση και την εξασφάλιση της σταθερότητας τους προκατόχους του (EFSF και EFSM[1])[2]. Ο ESM θα προσφέρει στήριξη ρευστότητας μέχρι που το κράτος μέλος να ξαναποκτήσει πρόσβαση στην αγορά κάτι που είναι απαραίτητο για τις χώρες που έχουν ανάγκη χρηματοπιστωτική βοήθεια αλλά και όλες τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης , καθώς αλληλεπιδρούν και αλληλοεπηρεάζονται άμεσα . Αυτό αποτελεί κατευθυντήρια ιδέα τόσο του ESM όσο και των προκατόχων του. Αυτό είναι αντίστοιχο με το προληπτικό μέτρο της διακράτησης ξένου συναλλάγματος για χώρες που βρίσκονται σε επείγουσα ανάγκη και κινδυνεύουν να χάσουν την πρόσβαση του σε εξωγενείς πιστώσεις , κάτι που είναι γνωστό και ως « sudden stop ή αδυναμία εξυπηρέτησης»[3] . Προκειμένου να περιοριστεί όσο το δυνατό περισσότερο κάποιο τέτοιο ενδεχόμενο οι χώρες διακρατούν συσσωρευμένα ποσά ξένου συναλλάγματος . Αυτό αποτελεί και ένα μέτρο προληπτικής αυτασφάλισης απέναντι στα «sudden stops» , το οποίο τώρα πια γίνεται από τις χώρες της ευρωζώνης μέσω του ESM .

[1] European Financial Stabilization Mechanism – Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας)
[2] ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 (ΠΗΓΗ: ΕΚΤ 2011)
[3] από εδώ και στο εξής ο όρος θα αναφέρεται ως SUDDEN STOP

Προκειμένου να αποφύγει φαινόμενα ηθικού κινδύνου , οι πληρωμές από τον ESM γίνονται ανάλογα με τους όρους που συνοδεύουν την εκάστοτε συμφωνία . Προκειμένου να αποφευχθεί η μείωση της αξιοπιστίας των δανειζόμενων χωρών προς τους πιστωτές τους ,η συνολική δανειοδοτική ικανότητα του ESM δεν ξεπερνάει τα €500 δις. Επειδή το συνολικό εγγεγραμμένο κεφάλαιο του ESM αποτελείται εν μέρει από καταβεβλημένο κεφάλαιο , το οποίο βρίσκεται κατατεθειμένο σε λογαριασμούς της ΕΚΤ και τοκίζεται κάτω από το κόστος ανάληψης του κεφαλαίου , φανερώνει πως μια κοστολογική ανάλυση για αυτό το βέλτιστο μέγεθος είναι απαραίτητη.

Εν αντιθέσει με τους μηχανισμούς αυτασφάλισης των διεθνών αποθεματικών , ο μηχανισμός ασφάλισης της ευρωζώνης στηρίζεται στη συνεισφορά χωρών που δε υπόκεινται σε κάποιο κίνδυνο . Οι λεγόμενες λοιπόν χώρες του πυρήνα «core countries» έχουν ως σκοπό να ελαχιστοποιήσουν το αντίκτυπο της χρηματοοικονομικής αναταραχής που μπορεί να προκαλέσουν οι χώρες που βρίσκονται σε κίνδυνο –χώρες της περιφέρειας ή «periphery countries», φαινόμενο το οποίο προσπαθεί να εξηγήσει το επόμενο μοντέλο .

Το μοντέλο παρουσιάζει μια core-periphery ανάλυση στην οποία παρουσιάζονται δυο βασικές οικονομίες , όπου η οικονομία της periphery χώρας μπορεί να χάσει την πρόσβαση της σε εξωγενείς πιστωτές με αποτέλεσμα να υποστεί και απώλειες στην παραγωγή και απόδοση της . Η χώρα αυτή μπορεί να εξομαλύνει την οικεία κατανάλωση της στην περίπτωση που υποστεί τέτοια απώλεια με το συνάψει ένα συμβόλαιο ασφάλισης με τον ESM το οποίο θα χρηματοδοτήσει με ενδεχόμενο χρέος . Οι core χώρες θέλουν να συμβάλλουν στον ESM , αν και οι ίδιες δεν αντιμετωπίζουν αντίστοιχο κίνδυνο μειωμένης πρόσβασης σε εξωτερικές χρηματοδοτήσεις , καθώς αντιμετωπίζει κίνδυνο από το κόστος διάχυσης στην περίπτωση που η periphery χρεοκοπήσει .

Το μοντέλο αποδίδει αν βέλτιστο μέγεθος για τον ESM για ένα διάστημα συνεργατικών σημείων ισορροπίας και προτείνει εφικτές τιμές στο μέγεθος του ESM , όπου η συνεισφορά των δύο «παικτών» , core και periphery στον ESM εξαρτάται του ενός από του άλλου . Το επιθυμητό βέλτιστο μέγεθος εξαρτάται από την πιθανότητα ενός «sudden stop» της periphery , το κόστος ευκαιρίας από το καταβεβλημένο κεφάλαιο , το αντίκτυπο στην core και την αποστροφή από τον κίνδυνο του καταναλωτή (consumers risk aversion).

Η μέθοδος βαθμονόμησης προτείνει πως αν τα κόστη ευκαιρίας από το καταβεβλημένο κεφάλαιο στον ESM είναι υψηλά και οι απώλειες παραγωγής από πιθανή χρεοκοπία της Periphery μικρές , τότε αυτό κάνει μη επιθυμητή την ίδρυση του ESM . Αν το κόστος παραγωγής πιθανής χρεοκοπίας είναι υψηλά ή αν η Periphery δεν είναι ικανή να μετακυλήσει ένα μεγάλο μέρος του βραγχυπρόθεσμου χρέους της ή αν είναι πολύ μεγάλη η πιθανότητα να μην έχει πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση ,το είναι πιθανή η σύναψη ενός προγράμματος

παροχής χρηματοπιστωτικής βοήθειας . Αν τα αποτελέσματα από τέτοια συμπεριφορά της periphery επηρεάζουν άμεσα και την core τότε είναι πολύ πιθανό και οι δύο να επιθυμούν την ίδρυση του ESM . Το σημείο βάσης της βαθμονόμησης αποδίδει ένα βέλτιστο μέγεθος στον ESM της τάξης των €680 δις , το οποίο είναι πολύ μεγαλύτερο από το τωρινό του μέγεθος . Επειδή οι core χώρες αποτελούν και μεγαλύτερο κομμάτι του ESM από ότι οι periphery , είναι πιθανό να επιθυμούν να καλύψουν μεγαλύτερο κομμάτι των εξόδων του ESM , καθώς μια προσπάθεια κάλυψης των εξόδων των periphery με δική τους χρηματοδότηση χωρίς την συμβολή των core θα οδηγούσε σε μείωση του μεγέθους του ESM στα € 610 δις .

2.5.1 Το μοντέλο Core-Periphery (Daniel Kapp 2012)

2.5.1.1 Υποθέσεις

Υποθέτουμε πως τόσο η Core όσο και Periphery είναι μικρές ανοιχτές οικονομίες σε διακριτό πεπερασμένο χρόνο t= 0,1,2, …. . Ακόμη υποθέτουμε την ύπαρξη ενός και μόνο προϊόντος το οποίο καταναλώνεται τόσο εγχωρία όσο και εκτός . Και οι δύο χώρες ακολουθούν ένα αυστηρά καθορισμένο μονοπάτι ανάπτυξης . Αυτό της Periphery ίσως μεταβληθεί λόγω μιας πιθανής απώλειας πρόσβασης της στις διεθνείς κεφαλαιαγορές , τη οποία με τη σειρά της έχει επίδραση και στην Core .

Υποθέτουμε πως και οι δύο έχουν παρόμοιες προτιμήσεις . Κάθε μια περιοχή i αποτελείται τόσο από των ιδιωτικό όσο και από το δημόσιο τομέα , ενώ ο ιδιωτικός τομέας αποτελείται από καταναλωτές που δρουν ατομικά και σε άπειρο χρόνο με μια χρησιμότητα που διαχρονικά δίνεται από τον τη σχέση :

$$U_{i,t} = E_{i,t}\left[\sum_{j=0}^{\infty}(1+r)^{-j}u(C_{i,t+i)}\right] \qquad (1)$$

όπου η μεταβολή της χρησιμότητας χαρακτηρίζεται από μια σταθερή σχετική αποστροφή από τον κίνδυνο $\sigma \geq 0$ που δίνεται από τη σχέση :

$$u_i(C) = \frac{C_i^{1-\sigma}}{1-\sigma}, \sigma \neq 1, \qquad (2)$$

και $u_i(C_i) = \log(C_i)$ για σ=1 . Οι καταναλωτές και στις δύο περιοχές μεγιστοποιούν το κέρδος τους υπό περιορισμούς στον προϋπολογισμό τους ως έχει :

$$C_{i,t} = Y_{i,t} + L_{i,t} - (1+r)L_{i,t-1} + Z_{i,t}, \qquad (3)$$

όπου το $Y_{i,t}$: η εγχώρια γεωγραφική παραγωγή ,

$L_{i,t}$: το γεωγραφικό εξωγενές χρέος

$Z_{i,t}$, : μια πιθανή μεταφορά χρήματος από την αντίστοιχη κυβέρνηση

ενώ r : το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου -το οποίο είναι σταθερό , και ο σχετικός καταναλωτής δεν χρεοκοπεί στο εξωγενές χρέος.

Ακόμη ,υπάρχει και ένα μέγιστο δεσμευόμενο ποσό της παραγωγής του εσωτερικού ιδιωτικού τομέα στους εξωγενείς πιστωτές. Τότε , το χρέος μπορεί να αποπληρωθεί εντελώς την περίοδο t+1 αν ισχύει :

$$(1+r)L_{i,t} \le \alpha_t Y^n_{i,t+1}, \qquad (4)$$

όπου $Y^n_{i,t+1}$: η τρέχουσα παραγωγή για μια περιοχή *i* σε χρόνο *t*+1 και

α_t : μια παράμετρος η οποία μεταβάλλεται με το χρόνο , αντιπροσωπεύοντας την δέσμευση της εγχώριας παραγωγής στους ξένους πιστωτές.

Τα $Y^n_{i,t+1}$ και α_t είναι γνωστά στην περίοδο t , το οποίο υποδηλώνει ότι το χρέος είναι απαλλαγμένο από χρεοκοπία αν ικανοποιείται η σχέση (4) .Ο περιορισμός για εξωτερικό δανεισμό του ιδιωτικού τομέα μπορεί να αλλάξει ανά πάσα στιγμή , γεγονός το οποίο βέβαια με τη σειρά του μπορεί να προκαλέσει «SUDDEN STOPS». Σε αυτό το μοντέλο το α_t θεωρείται εξωγενής μεταβλητή .

Παρακάτω ο δείκτης *p* εκφράζει την χώρα της περιφέρειας , ενώ το *c* τη χώρα του πυρήνα.

2.5.1.2 Periphery

Ως Periphery μπορούν να υπάρχουν δύο καταστάσεις : η κανονική , που θα συμβολίζεται με *n* (state 1), ή η σε κατάσταση κρίσης, που δεν είναι εφικτή η πρόσβαση της σε εξωγενή

χρηματοδότηση όπου θα συμβολίζεται με s (state 0) . Σε κανονικές περιόδους, η παραγωγή αυξάνει κατά μια σταθερά *g* και ο ιδιωτικός τομέας δεσμεύει ένα σταθερό παραγωγικό όριο το οποίο δίνεται από τη σχέση :

$$Y_{p,t}^{n} = (1+g)^{t} Y_{p,0,} \tag{5}$$

και

$$a_{p,t}^{n} = a \tag{6}$$

Στην περίπτωση που η πρόσβαση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές δεν είναι εφικτή , η παραγωγή της periphery μειώνεται κατά γ κάτω από το μέχρι τότε όριο της και η δεσμευμένη παραγωγή πλησιάζει στο 0 ως εξής:

$$Y_{p,t}^{s} = (1-\gamma) Y_{p,t}^{n}, \tag{7}$$

και

$$a_{p,t}^{s} = 0. \tag{8}$$

Το εξωγενές χρέος το οποίο έχει επιτυχώς μετακυληθεί , δεν αυξάνει την πιθανότητα να σταματήσει η χρηματοδότηση σε αυτό το μοντέλο . Προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι ο καταναλωτής δεν θα χρεοκοπήσει στο χρέος της κατά τη διάρκεια ενός « SUDDEN STOP» , στο μοντέλο υποθέτουμε πως $\alpha + \gamma \prec 1$. Προκειμένου να μείνει το εισόδημα το καταναλωτή διαχρονικά πεπερασμένο υποθέτουμε πως

Επειδή η επανείσπραξη του κεφαλαίου (flow back) μπορεί να διαρκέσει αρκετές περιόδους η οικονομία μπορεί να χρειαστεί αρκετές περιόδους θ προκειμένου αυτό να επιστρέψει στην κανονική του πορεία . Μετά από την ύπαρξη κάποιου « SUDDEN STOP» σε χρόνο *t* , η οικονομία επιστρέφει στην κατάσταση *n* σε χρόνο $t+\theta+1$. Το διάστημα $[\tau,\tau+\theta]$ πλέον θα θεωρείται το διάστημα κατά το οποίο βρίσκεται σε κατάσταση κρίσης ., Για δεδομένο χρονικό διάστημα *t* η periphery μπορεί να είναι σε μία από τις δύο $\theta+2$ καταστάσεις.

Οι δυνάμεις της παραγωγής και της εξωγενούς πίστωσης κατά τη διάρκεια ενός επεισοδίου κρίσης ξεκινούν σε χρόνο *t* για την periphery και δίνονται από τις παρακάτω σχέσεις :

$$Y^{s}_{p,t+r} = (1-\gamma(\tau))\mathrm{Y}^{n}_{\pi,\tau}, \quad (9)$$

και

$$a^{s}_{p,tr} = a(\tau) \quad (10)$$

με $\gamma(.)$ και $\alpha(.)$ να είναι εξωγενείς παράγοντες του $\tau = 0,1,\ldots,\theta$. Χρησιμοποιώντας τις σχέσεις (7) και (8) , έχουμε ότι $\gamma(0)=0$ και $\alpha(0)=0$. Ακόμη μπορεί να υποτεθεί ότι η οικονομία επιστρέφει στην αρχική της κατάσταση με τα $\gamma(\tau)$ και $\alpha(\tau)$ να μην παίρνουν αρνητικές τιμές και να αυξάνονται και να μειώνονται στο τ ,αντίστοιχα. Ακόμη , όταν τελειώσει η λεγόμενη περίοδος κρίσης ο σχετικός καταναλωτής έχει φτάσει στο ίδιο επίπεδο σχετικά με την πρόσβαση σε εξωγενείς χρηματοδοτήσεις όπως και στην κατάσταση πριν από την κρίση , $\alpha(\theta)=\alpha$.

2.5.1.3 Core

Για λόγους απλότητας , η παραγωγή της core αυξάνεται με βαθμό g στην απλή κατάσταση και ο ιδιωτικός τομέας δεσμεύει ένα σταθερή συνάρτηση παραγωγής την

$$Y^{n}_{c.t} = (1+g)^{t} Y_{c,0}, \quad (11)$$

με

$$a^{n,}_{c,t} = a. \quad (12)$$

Σε αντιδιαστολή με την periphery , η core δεν αντιμετωπίζει τον κίνδυνο να αποκλειστεί από τη λήψη εξωγενούς πίστωσης , κάτι που υποδεικνύει πως οι επενδυτές έχουν διαφορετική αντίληψη για την periphery και την core . Σύμφωνα με τις προηγούμενες υποθέσεις ισχύει ότι $\alpha + \gamma \prec 1$ και $r \succ g$.

Αν η periphery αντιμετωπίζει μια κρίση , η απώλεια στην παραγωγή της core είναι ανάλογη με την απώλεια στην κατανάλωση της periphery μέχρι αυτή να ανακάμψει και να επανέλθει στην αρχική της κατάσταση . Σε αυτή την περίπτωση ισχύει

$$Y^{s}_{c,t} = (1-\xi)Y^{n}_{c,t}, \quad (13)$$

και

$$\xi = \varphi(C^{n}_{p,t} - C^{w}_{p,t}), \qquad (14)$$

με τον φ να αποτελεί μια σταθερή , εξωγενή παράμετρο με $0 \prec \varphi \prec 1$, που αντιπροσωπεύει το αντίκτυπο των φαινομένων της periphery στην core .

Αφού λάβει χώρα ένα "sudden stop" , σε χρόνο t , η οικονομία της periphery επιστρέφει στην κατάσταση n μόνο σε χρόνο t+θ+1 , ενώ η core αντιμετωπίζει απώλειες στην παραγωγή για το ίδιο διάστημα $[t,t+\theta]$.

Συνεπώς οι δυνάμεις παραγωγής (core's output dynamics) της core κατά τη διάρκεια μιας κρίσης της periphery ξεκινούν σε χρόνο t δίνονται από τη σχέση

$$Y^{s}_{c,t+r} = (1 - \xi(\gamma(\tau)))Y^{n}_{c,t}, \qquad (15)$$

με το $\xi(.)$ να αποτελεί έναν παράγοντα της $\gamma(.)$, όπου και οι δύο παράμετροι είναι εξωγενείς παράγοντες του $\tau = 0,1, \ldots, \theta$.

Όπως συμβαίνει και για την periphery έτσι και για την οικονομία της core έχουμε πως επιστρέφει στη αρχική της κατάσταση , με $\xi(\tau)$ να είναι μη αρνητικό και να μειώνεται στο τ .

Όπως περιγράψαμε παραπάνω η παραγωγή της core μειώνεται όσο η οικονομία της periphery βρίσκεται σε κατάσταση κρίσης , ωστόσο με μικρότερο ρυθμό αφού δεν υπάρχει ροή κεφαλαίου και η $\varphi(.)$ περιορίζεται μέσα στο διάστημα $[0,1]$.

2.5.1.4 Εξασφάλιση (Insurance)

Η μόνη αβεβαιότητα που προκύπτει από το παραπάνω μοντέλο είναι η είσοδος της periphery σε μια περίοδο "sudden stop" . Στο μοντέλο που ακολουθεί ως π θα συμβολίζουμε την πιθανότητα πραγματοποίησης ενός «sudden stop» στην επόμενη περίοδο .Με βεβαιότητα , τόσο η periphery όσο και η core οδηγούνται στην κατάσταση n μετά από το τέλος του «sudden stop» .

Η εξασφάλιση συνίσταται ώστε να εξασφαλιστεί ο ιδιωτικός τομέας της periphery απέναντι σε ένα πιθανό «sudden stop», κάτι που αυτόματα θα ελαττώσει τις απώλειες παραγωγής και του ιδιωτικού τομέα της core .Υποθέτουμε πως η κυβέρνηση εξασφαλίζει τον ιδιωτικό τομέα της periphery με την σύναψη ενός συμβολαίου εξασφάλισης με ξένους επενδυτές στα πλαίσια

τέλειου ανταγωνισμού . Στο χρόνο 0 , όλοι προχωρούν στη σύναψη του συμβολαίου , το οποίο καθορίζει την πληρωμή ενός ασφάλιστρου X_t για τηνperiphery και ενός ασφαλίστρου U_t για την core μέχρι να ξεκινήσει για την periphery ένα «sudden stop» . Αν όντως προκύψει κάποιο «sudden stop» σε χρόνο t , λόγω της εξασφάλισης η periphery λαμβάνει μια πληρωμή B_t . Το «sudden stop» οδηγεί στη λήξη του συμβολαίου και όλα τα μέλη μπορούν να συνάψουν νέο συμβόλαιο εξασφάλισης στο τέλος της περιόδου κρίσης . Για την περίοδο κρίσης γενικά είναι γνωστή η πιθανότητα ότι θα συμβεί αλλά δεν είναι γνωστός ο χρόνος που θα συμβεί , για αυτό το λόγο κάθε συμβόλαιο εξασφάλισης που θα υπογραφεί σε χρόνο $t = 0$ προσδιορίζει και μια συνέπεια ενδεχόμενων πληρωμών $(X_t, U_t, B_t)_{t=1,\ldots,\infty.}$.

Ο αντίστοιχος καταναλωτής της periphery λαμβάνει λόγω της εξασφάλισης πληρωμή τέτοια ώστε :

$$Z^n_{p,t} = -X_{t,} \tag{16}$$

όπου X_t : το ασφάλιστρο που πληρώνει η periphery σε κατάσταση n και χρόνο t

και

$$Z^s_{p,t} = B_t - X_{t,} \tag{17}$$

όπου B_t : μια πληρωμή λόγω της εξασφάλισης που λαμβάνει η periphery όταν βρίσκεται σε κατάσταση κρίσης .

Από την άλλη μεριά , ο σχετικός καταναλωτής της core δεν λαμβάνει κάποια πληρωμή από την εξασφάλιση , αλά επωφελείται από το γεγονός ότι μειώνονται οι παραγωγικές απώλειες της periphery , το οποίο με τη σειρά του μειώνει τα έξοδα της core έτσι ώστε να ισχύει :

$$Z^n_{c,t} = Z^s_{c,t} - U_{t,} \tag{18}$$

Υποθέτουμε πως και οι δύο περιοχές πληρώνουν τα ασφάλιστρα τους $X_{t,}$ και $U_{t,}$ για τελευταία φορά κατά τη χρονική περίοδο που λαμβάνει χώρα το «sudden stop» , υποδηλώνοντας ότι μεταφορά από την εξασφάλιση ισούται με B_t - $X_{t,}$ - $U_{t,}$.

Όσον αφορά στα αποθεματικά συμβόλαια εξασφάλισης για της αγορές με που επικρατούν έκτακτες , επείγουσες συνθήκες , αυτή η οργάνωση προϋποθέτει την αξιολόγηση των εξόδων αλλά και των πλεονεκτημάτων ενός μόνιμου κεφαλαιακού ποσού το οποίο διατηρείται προκειμένου να εξομαλύνει τα αποτελέσματα μιας πιθανής κρίσης , για αυτό το λόγο τόσο η

periphery όσο και η core πρέπει να θυσιάζουν και να διατηρούν κάποιες χρηματοοικονομικές πηγές προκειμένου να είναι σε θέση να αντεπεξέλθουν σε τέτοιες συνθήκες.

Στο μοντέλο υπάρχει και ένας πυρήνας τιμών για αυτούς που προσφέρουν την εξασφάλιση σε χρόνο *t* και συμβολίζεται με μ_t . Οι τιμές αυτού του πυρήνα υποθέτουμε πως είναι μεγαλύτερες αν η Periphery δεν έχει πρόσβαση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές για αυτό λόγω των αυστηρών διεθνών όρων σχετικά με τη ρευστότητα έχουμε πως

$$\mu_t^s \geq \mu_t^n, \ .$$

Τα έξοδα για την εξασφάλιση και των δύο οικονομιών προσδιορίζονται από τη διαφορά των μ_t^s και μ_t^n , με το συντελεστή *p* να δηλώνει την τιμή του ευρώ απουσία κρίσης σε όρους του ευρώ σε συνθήκες κρίσης έτσι ώστε

$$p = \frac{\mu_t^n}{\mu_t^s} \leq 1.$$

Εξωγενείς παροχείς εξασφάλισης είναι έτοιμοι να παρέχουν κάθε συμβόλαιο εξασφάλισης $(X_t, U_t, B_t)_{t=1,\ldots,\infty.}$, δεδομένου ότι η παρούσα μειωμένη τιμή δεν είναι αρνητική , υποδηλώνοντας ότι

$$\sum_{t=1}^{\infty} \beta_t (1-\pi)^{t-1} [(1-\pi)(X_t + U_t)\mu_t^n - \pi(B_t - X_t - U_t)\mu_t^s] \geq 0. \qquad (19)$$

όπου π *:* η πιθανότητα πραγματοποίησης ενός «sudden stop» στην επόμενη περίοδο

X_t : το ασφάλιστρο που πληρώνει η periphery σε κατάσταση n και χρόνο t

B_t : μια πληρωμή λόγω της εξασφάλισης που λαμβάνει η periphery όταν βρίσκεται σε κατάσταση κρίσης

U_t : ενός ασφαλίστρου για την core μέχρι να ξεκινήσει για την periphery ένα «sudden stop»

Προκειμένου να καθοριστεί το βέλτιστο μέγεθος της εξασφάλισης σε μια ισορροπία , υποθέτουμε πως ο δανειακός περιορισμός (4) είναι πάντα δεσμευτικός .

Στο πλαίσιο του ESM , η εξασφάλιση πραγματοποιείται επιτυχώς από τις κυβερνήσεις , οι οποίες με τη σειρά τους πρέπει να δανείζονται από τις χρηματαγορές προκειμένου να παρέχουν

αυτήν την εξασφάλιση . Τα έξοδα εξασφάλισης προσδιορίζονται από τα κόστη ευκαιρίας του δεσμευμένου κεφαλαιακού ορίου του ESM.

2.5.1.5 . Το βέλτιστο μέγεθος της εξασφάλισης

Η periphery μεγιστοποιεί την χρησιμότητα της (1) ενώ υπόκεινται στους περιορισμούς (3),(16),(17) , τον δεσμευτικό πιστωτικό περιορισμό (4) , και τον περιορισμό της συμμετοχής των φορέων παροχής ασφάλισης (19) , ενώ η core μεγιστοποιεί τη χρησιμότητα της (1) ενώ υπόκεινται στους περιορισμούς (3), (18) , τον δεσμευτικό περιορισμό (4) , τον περιορισμό της συμμετοχής των φορέων παροχής ασφάλισης (19) .

Αν ο περιορισμός (4) είναι αυστηρά δεσμευτικός , τότε και οι δυο περιοχές διατηρούν ένα σταθερό ρυθμό βραγχυπρόθεσμου χρέους στο ΑΕΠ , το οποίο εκφράζεται ως εξής :

$$\lambda_i = \frac{L_{i,t}^n}{Y_{i,t}^n} = \frac{1+g}{1+r} a_i \qquad (20)$$

Οι συντελεστές Lagrance δίνονται ως εξής :

$$£^i = \sum_{t=1}^{\infty} \beta^t (1-\pi)^t [(1-\pi)u(C_{i,t}^n) + \pi u(C_{i,t}^s)] + \sum_{t=1}^{\infty} \beta^t (1-\pi)^t u_i [(1-\pi)(X_t + U_t)\mu_t^n - \pi(B_t - X_t - U_t)\mu_t^s]$$

(21)

Με το u να συμβολίζει τα σκιώδη κόστη του περιορισμού ασφαλιστικής συμμετοχής . Τα εξαρτώμενα από τη κατάσταση επίπεδα κατανάλωσης για την periphery μπορούν να γραφτούν ως εξής :

$$C_{p,t}^n = Y_{p,t}^n + \frac{a}{1+r} Y_{p,t+1}^n - a Y_{p,t}^n - X_t = Y_{p,t}^n (1 - \frac{r-g}{1+g} \lambda_p) - X_t \qquad (22)$$

και

$$C_{p,t}^s = Y_{p,t}^s - a Y_{p,t}^n + B_t - X_t = Y_{p,t}^n (1 - \gamma - \frac{1-r}{1+g} \lambda_p) - X_t \qquad (23)$$

από τις συνθήκες πρώτης τάξης για την periphery έχουμε ότι

$$u'(C^n_{p,t}) = pu'(C^s_{p,t}), \tag{24}$$

και σημαίνει πως οι επενδυτές διεθνώς αλλά και οι εγχώριοι επενδυτές στην periphery μπορούν να υποκαταστήσουν την κατανάλωση και στις δύο καταστάσεις την ίδια χρονική στιγμή .

Τα επίπεδα κατανάλωσης ανάλογα με την κατάσταση για την core αποδίδονται ως:

$$C^n_{c,t} = Y^n_{c,t} + \frac{a}{1+r} Y^n_{c,t+1} - aY^n_{c,t} - U_t = Y^n_{c,t}(1 - \frac{r-g}{1+g}\lambda_c) - U_t \tag{25}$$

και

$$C^s_{c,t} = Y^s_{c,t} + \frac{a}{1+r} Y^n_{c,t+1} - aY^n_{c,t} - U_t = Y^n_{c,t}(1 - \xi - \frac{1-r}{1+g}\lambda_c) - U_t \tag{26}$$

όπου $$\xi = \varphi(C^n_{p,t} - C^s_{p,t}), \tag{27}$$

το οποίο μπορεί και να γραφτεί ως :

$$\xi = \{\varphi((\gamma + \lambda_p)Y^n_{p,t} - B_t)\} \tag{28}$$

και αποδίδει μια εξαρτημένη κατανάλωση ανάλογα με την κατάσταση που δίνεται από τη σχέση :

$$\xi = \{\varphi((\gamma + \lambda_p)Y^n_{p,t} - B_t)\} \tag{29}$$

Οι συνθήκες πρώτης τάξης για την core δίνονται από τη σχέση :

$$u'(C^n_{p,t}) = p\varphi u'(C^s_{p,t}) \tag{30}$$

Η core μπορεί για αυτό το λόγο να υποκαταστήσει την κατανάλωση μεταξύ των δύο καταστάσεων με τον ίδιο ρυθμό όπως οι διεθνείς επενδυτές αν δεν εμφανιστούν τα αρνητικά αποτελέσματα από την periphery .

Οι συναρτήσεις μέγιστης απόδοσης και για τις δύο περιοχές $X_t(U_t)$ και $U_t(X_t)$ μπορούν να παραχθούν από τις σχέσεις (24) και (30) , ενώ τα εξαρτημένα επίπεδα κατανάλωσης ανάλογα

με την κατάσταση από τις (22),(23),(28),(29) , και ο δεσμευτικός περιορισμός συμμετοχής των ξένων παροχέων εξασφάλισης από τη σχέση :

$$B_t = \frac{((1-n)p+n)}{\pi} X_t + \frac{((1-n)p+n)}{\pi} U_t \quad . \tag{31}$$

Ύστερα από κάποιους μετασχηματισμούς , η μέγιστη απόδοση $X_t(U_t)$ της periphery αποδίδεται από τη σχέση :

$$X_t(U_t) = \frac{(1+g)pU_t - \pi((1+g)(-1+p)U_t + ((-1+\gamma)(1+g)+(1+r)\lambda_p)\mathrm{Y}^n_{p,t}) - \pi p^{1/q}(1+g(1+\lambda_p)Y^n_{p,t}}{(1+g)((-1+\pi)p - \pi p^{1/q}} \tag{32}$$

ενώ η μέγιστη απόδοση $U_t(X_t)$ της core δίνεται από τη σχέση :

$$U_t(X_t) = \frac{Y^n_{c,t}\{(1+g)\varphi p X_t + \pi\{1+g(1-\lambda_c r - (\varphi p)^{1/q}(1+g(1+\lambda_c)-\lambda_c r)\}\}}{(1+g)\{-Y^n_{c,t}\varphi p + \pi\{1+Y^n_{c,t}\varphi(-1+p) - (\varphi p)^{1/q}\}\}}$$

$$+ \frac{Y^n_{c,t}\pi\{\varphi(X_t(1+g-p(1+g)) - \gamma_p Y^n_{p,t}(1-g) - \lambda_p Y^n_{p,t}(1-g))\}}{(1+g)\{-Y^n_{c,t}\varphi p + \pi\{1+Y^n_{c,t}\varphi(-1+p) - (\varphi p)^{1/q}\}\}} \tag{33}$$

Οι συναρτήσεις μέγιστης απόδοσης και για τις δύο περιοχές $X_t(U_t)$ και $U_t(X_t)$, αντιπροσωπεύουν την μέγιστη συνεισφορά στην εξασφάλιση κάθε περιοχής για κάθε δεδομένη συνεισφορά των αντιπάλων τους. Οι συνεισφορές στην εξασφάλιση και των δύο περιοχών μειώνονται όταν η άλλη περιοχή προχωράει σε πληρωμή .

Το τελικό ποσό της εξασφάλισης μπορεί να παραχθεί χρησιμοποιώντας τον περιορισμό συμμετοχής των παροχέων εξασφάλισης και τις πληρωμές ανά περιοχή .

2.5.1.6 Συμπεράσματα Υποδείγματος Core –Periphery

Η μελέτη αυτή του Daniel Kapp έχει εισήγαγε έναν μοντέλο Core-Periphery για τον προσδιορισμό του βέλτιστου μεγέθους του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM), αντλώντας στοιχεία από το μοντέλο που πρότειναν οι Jeanne και Ranciere (2011). Το μοντέλο

έχει αναπτύξει καλύτερα τις περιφερειακές λειτουργίες βέλτιστης απόδοσης , και καθορίζει ένα συνολικό δυνατό εύρος για το συνολικό μέγεθος ESM, δεδομένης της βέλτιστης συμβολής της περιφέρειας, και έχει βαθμονομηθεί για την Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση.

Έχει αποδειχθεί ότι ο ESM μπορεί να είναι ωφέλιμος για τις χώρες του πυρήνα καθώς μπορούν να παρουσιαστούν φαινόμενα διάχυσης μεταξύ των χωρών της ΟΝΕ σε περίπτωση χρεοκοπίας , καθώς και ότι τα οφέλη μπορούν να υπερβαίνουν το κόστος που συνδέεται με τον ESM.

Η επιθυμία και το βέλτιστο μέγεθος του ESM που προκύπτει εξαρτάται από την πιθανότητα ενός «sudden stop» προς την περιφέρεια, μια πιθανή απώλεια παραγωγής που πραγματοποιείται σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων, το κόστος ευκαιρίας των καταβεβλημένου κεφαλαίου, τα φαινόμενα διάχυσης από την περιφέρεια προς τον πυρήνα, και την αποστροφή του καταναλωτή στον κίνδυνο.

Η ανάλυση προτείνει δύο πιθανά βέλτιστα μεγέθη χρηματοδότησης , όπου σε περίπτωση απουσίας των τακτικών εισφορών, η κυρίαρχη στρατηγική της περιφέρειας είναι να αφήσει τον πυρήνα εξασφαλίσει την περιοχή. Η ανάλυση του Daniel Kapp πρότεινε ότι το βέλτιστο μέγεθος ESM είναι, ανάλογα με το καθεστώς εισφορών και την επιλογή των παραμέτρων, μεταξύ της τρέχουσας και περισσότερο από δύο φορές το μέγεθος του συμφωνημένου ESM

2.6. Από το EFSF στον ESM

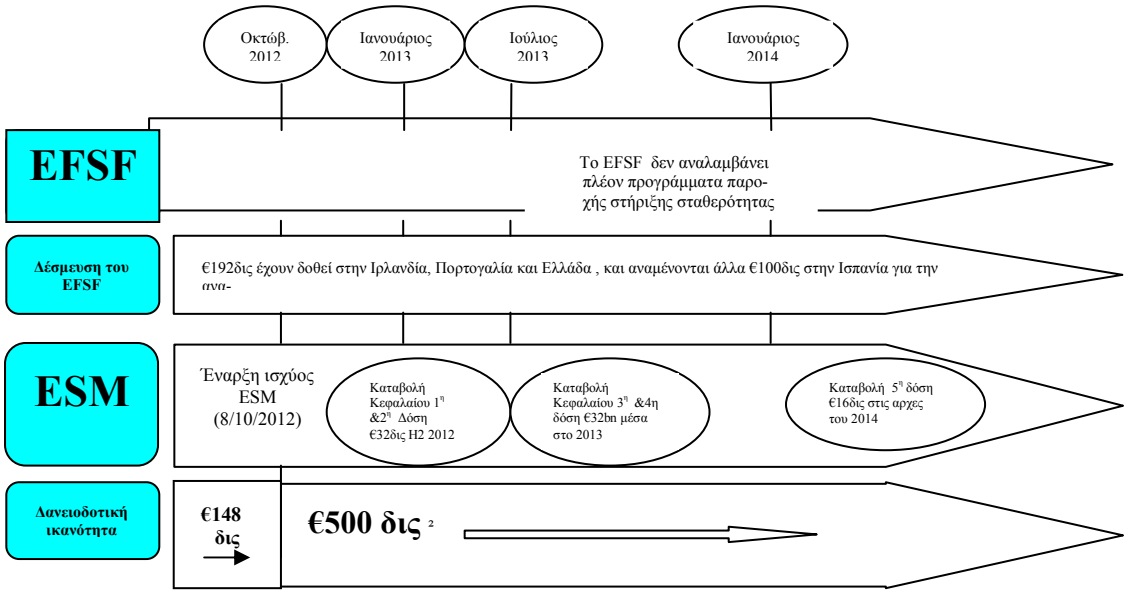
Όπως έχει προαναφερθεί ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) θα αναλάβει με όσα μέχρι τώρα αποτελούσαν αντικείμενο του μηχανισμού Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης και Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility – EFSF) και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης (European Financial Stabilization Mechanism –EFSM) παρέχοντας όπου είναι αναγκαίο, χρηματοπιστωτική βοήθεια στα κράτη μέλη της ευρωζώνης . Η συνθήκη ίδρυσης του ESM τέθηκε σε ισχύ στις 27 Σεπτεμβρίου 2012 ενώ η εγκαθίδρυση του πραγματοποιήθηκε στις 8 Οκτώβριου 2012 ενώ στην επικύρωση του προχώρησαν και τα 17 κράτη έλη της ευρωζώνης .

Κατά τη μεταβατική φάση από την έναρξη της ισχύος της συνθήκης ίδρυσης του ESM έως την πλήρη κατάργηση του EFSF , η ενοποιημένη δανειοδότηση του EFSF και του ESM δεν θα ξεπερνάει τα €700 δις. Στο Eurogroup που πραγματοποιήθηκε στις 30 Μαρτίου 2012 αποφασίστηκε πως το EFSF θα συνεχίσει να χρηματοδοτεί τις ήδη υπάρχουσες συμφωνίες διευκόλυνσης προς την Πορτογαλία , την Ιρλανδία και την Ελλάδα. Προκειμένου να μην υπάρξει κάποια υπέρβαση του ενοποιημένου ανώτατου ορίου δανειοδότησης , το συμβούλιο των

Διευθυντών του ESM θα εκδίδει αναλυτικές κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες για τον υπολογισμό της μελλοντικής ικανότητας ανάληψης νέων δεσμεύσεων .

Όσον αφορά στις δεσμεύσεις του EFSF σχετικά με τη χορήγηση χρηματοπιστωτικής συνδρομής σε μέλος του ΕΜΣ στο πλαίσιο της συμφωνίας της με το εν λόγω μέλος , το συμβούλιο των Διοικητών δύναται να αποφασίσει ότι αυτές οι δεσμεύεις αναλαμβάνονται από τον ESM στον βαθμό που συνδέονται με μη εκταμιευθέντα και μη χρηματοδοτηθέντα τμήματα των δανειακών διευκολύνσεων ενώ παράλληλα θεσπίζει τις λεπτομερείς ρυθμίσεις που είναι αναγκαίες προκειμένου να τεθούν σε ισχύ οι μεταβιβάσεις των υποχρεώσεων από την EFSF προς τον ESM. Ακόμη σύμφωνα με το άρθρο 40 παράγραφος 2 της συνθήκης ίδρυσης του ESM ,ο ESM δύναται, εφόσον επιτραπεί από το συμβούλιο διοικητών του, να αποκτήσει τα δικαιώματα και να αναλάβει τις υποχρεώσεις του EFSF, ιδίως όσον αφορά το σύνολο ή μέρος των εκκρεμών δικαιωμάτων και υποχρεώσεών της στο πλαίσιο και σε σχέση με τις υφιστάμενες δανειοδοτικές διευκολύνσεις.

Σχετικά με τα παραπάνω παρατίθεται το διάγραμμα χρηματοροής του ESM όπως ακριβώς και στο ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1



[1] Το ποσό που προορίζεται για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών της Ισπανίας θα μεταφερθούν στο ESM ,για αυτό η συνδυασμένη ικανότητα ESM-EFSF θα διατηρηθεί στα €700 δις

[2] Μέχρι τον Ιούλιο του 2013 θα προχωρά στη δανειοδότηση νέων προγραμμάτων προκειμένου η δανειοδοτική ικανότητα να διατηρηθεί στα €500δις , κάτι που μπορεί να επιτευχθεί και με πρόωρη καταβολή κεφαλαίου .Το EFSF θα συνεχίσει τη λειτουργία του μέχρι και την αποπληρωμή του χρέους σε αυτό. Μετά την αποπληρωμή θα σταματήσει και η λειτουργία του

Πηγή: ESM (esm.europa.eu)

Όπως δηλαδή φαίνεται και στο παραπάνω διάγραμμα , ο ESM θα είναι ο κύριος μηχανισμός που θα χρηματοδοτεί νέα προγράμματα . Το EFSF θα παραμένει ενεργό στην χρηματοδότηση προγραμμάτων τα οποία είχαν ξεκινήσει πριν από την υπογραφή της συνθήκης ίδρυσης του ESM και όσο η χρηματοδοτική του δραστηριότητα παραμένει η ίδια δεν θα χρειάζονται και νέες

αναπροσαρμογές σε αυτά τα προγράμματα . Ωστόσο για μια μεταβατική περίοδο μέχρι το 2013 , το EFSF μπορεί να προχωράει στην υπογραφή νέων προγραμμάτων προκειμένου να εξασφαλίζει νέα ολοκληρωμένη δανειοδοτική ικανότητα της τάξης των €500 δις . Μετά το 2013 το EFSF θα συνεχίζει να είναι ενεργό μέχρι και την αποπληρωμή όλων ομολόγων και των δανείων που έχει παραχωρήσει . Αν όμως υποθέσουμε πως κάποια από τις χώρες που υποστηρίζει ο EFSF χρειαστεί νέα βοήθεια από τα ήδη προγραμματισμένα €192 δις τότε θα χρειαστούν νέο πρόγραμμα και νέο MoU απόφαση που ωστόσο θα πρέπει να ληφθεί σε πολιτικό επίπεδο. Τα νέα όμως προγράμματα αυτά θα αναληφθούν από τον ESM καθώς όπως αναφέρθηκε και παραπάνω ο EFSF δεν θα αναλάβει νέα προγράμματα μετά τις 30 Ιουνίου 2013.

Στην πραγματικότητα το EFSF και ο ESM θα λειτουργούν παράλληλα για ένα διάστημα και μάλιστα η διοίκηση τους θα είναι κοινή , ωστόσο αποτελούν δυο διαφορετικές οντότητες με δύο διαφορετικούς ισολογισμούς .Από το νομικό πλαίσιο το EFSF είναι μια εταιρεία ή οποία έχει συσταθεί και λειτουργεί βάση της νομοθεσίας του Λουξεμβούργου , ενώ ο ESM είναι ένας διακυβερνητικός οργανισμός ο οποίος έχει ιδρυθεί κάτω από τη διεθνή νομοθεσία . Ωστόσο , το τωρινό προσωπικό του EFSF θα εργάζεται και για τον ESM κάτι που θα εξασφαλίσει και την πλήρη λειτουργία του ESM τον Οκτώβριο του 2012. Ακόμη , ο ESM θα επωφεληθεί και λόγω της ήδη υπάρχουσας εμπειρίας του προσωπικού που ως πριν διαχειριζόταν τα θέματα του EFSF . Άλλωστε τα δύο τελευταία χρόνια ο EFSF είχε καθιερωθεί ως ένας σημαντικός εκδότης χρέους στην αγορά κάτι που αναμένεται και από τον ESM.

Όσο αφορά στη χρηματοδότηση , μια παροχή εξασφάλισης από τον ESM θα εξαρτάται από το πότε και αν ένα κράτος μέλος του κατέθεσε αίτηση για χρηματοπιστωτική βοήθεια . Παρομοίως , το μέγεθος της χρηματοδότησης δεν θα είναι γνωστό μέχρι να κατατεθεί αυτή αίτηση και να προσδιοριστεί το κατάλληλο πρόγραμμα . Ο ESM είναι εξουσιοδοτημένος να δανείζεται στις κεφαλαιαγορές από τράπεζες ,χρηματοοικονομικούς οργανισμούς ή άλλα φυσικά ή νομικά πρόσωπα προκειμένου να πραγματοποιήσει τους σκοπούς του. Οι εκδόσεις μπορούν να γίνουν μέσω κοινοπραξιών , δημοπρασιών , ιδιωτικές τοποθετήσεις και με νέες οδηγίες . Από τότε που ιδρύθηκε το EFSF , το γερμανικό γραφείο διαχείρισης χρέους - ΓΓΔΧ (Bundersrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH) δρα ως πράκτορας παροχής εξασφάλισης και είναι υπεύθυνο για τιε τοποθετήσεις . Σχετικά ε τη λειτουργία του ESM το ΓΓΔΧ θα συνεχίζει αρχικά να διαδραματίζει τον ίδιο ρόλο .Ο ESM είναι ο εκδότης όλων των μέσων έκδοσης χρέους ,τα οποία ανήκουν στην SSA (Sovereign , Supranational , Agency) κατηγορία εξασφαλίσεων .

2.6.1 ESM και EFSF αντιμέτωπα με την κρίση .

Ο ESM και το EFSF δεν μπορούν να χρηματοδοτούν όλες τις χώρες με το ίδιο τρόπο που ως τώρα έχουν χρηματοδοτήσει την Πορτογαλία , την Ιρλανδία και την Ελλάδα (GIP), καθώς δεν θα είναι σε θέση να έχουν επαρκή χρηματοδότηση και την αγορά ομολόγων σε τέτοια έκταση ώστε να υπάρξει σταθεροποίηση στην αγορά . Και αυτό γιατί μια δανειοδοτική ικανότητα της τάξης των €700δις θα είναι επαρκής μόνο για την χρηματοδότηση μικρών periphery χωρών όπως οι παραπάνω .Μάλιστα τα υπάρχοντα προγράμματα για την παροχή χρηματοπιστωτικής συνδρομής στις παραπάνω χώρες είναι της τάξης των €400δις από τα οποία μόνο της Ελλάδας είναι €200δις . Αυτό βοηθά να γίνει κατανοητό πως αν χρειαστούν χρηματοδότηση χώρες όπως η Ισπανία και η Ιταλία τότε το ποσό που θα χρειαστούν θα είναι πολλαπλάσιο αυτού της Ελλάδος .Επομένως για την αντιμετώπιση ενός τέτοιου ενδεχομένου , μια σχετική μικρή αύξηση στο αποθεματικό δεν θα αποδώσει τα επιθυμητά αποτελέσματα .

Κάθε χρηματοδότηση που βασίζεται σε εγγυήσεις και άλλες συνεισφορές από τα κράτη μέλη είναι ευάλωτη σε φαινόμενα που μπορούν άμεσα να την επηρεάσουν λόγω της αλληλεπίδρασης με τις υπόλοιπες χώρες . Για αυτό το λόγο θεωρείται πως τα αρχικά νούμερα του ESM αναφορικά με το μέγεθος και τη δανειοδοτική του ικανότητα ίσως είναι λίγο παραπλανητικά .Για παράδειγμα χώρες που δανείζονται με μεγάλο δανειακό κόστος δεν μπορούν να συνεισφέρουν αποτελεσματικά στο αποθεματικό (τόσο του EFSF όσο και του ESM) .Αυτό δεν φαίνεται να ανησυχεί καθώς ως τώρα μόνο οι μικρές χώρες φαίνεται να αντιμετωπίζουν τέτοιο πρόβλημα .Τι θα γίνει όμως αν συμβεί και το ίδιο με μεγάλες χώρες όπως η Ιταλία και η Ισπανία ; Τότε θα μείνουν να στηρίζουν τον EFSF/ESM μόνο οι χώρες του πυρήνα της ευρωζώνης (core countries) .Τότε ακόμα και για αυτές , τα κόστη δανεισμού θα αυξηθούν καθώς επίσης θα είναι αδύνατο να "σηκώσουν" μόνες τους το βαρύ αυτό φορτίο του χρέους .

Σχεδόν το 45% του συνολικού ποσοστού της κεφαλαιακής δύναμης του ESM προέρχεται από τη συνεισφορά στο κεφάλαιο χωρών με πιστοληπτική ικανότητα της τάξης του AAA (Γερμανία , Ολλανδία κτλ), ένα ποσοστό 35% από τις Periphery χώρες (Ιταλία, Ισπανία , Πορτογαλία , Ιταλία , Ελλάδα –GIP) και ένα τελικό ποσοστό 20% από τη Γαλλία . Σε κάποια τυχούσα έξαρση της κρίσης που μπορεί να επηρεάσει την Ισπανία και την Ιταλία ,τότε μόνο το 65% της συνολικής δανειοδοτικής ικανότητας του ESM θα είναι διαθέσιμο ,ενώ μπορεί οι core χώρες του ESM να έρθουν αντιμέτωπες με το να εκδίδουν στην αγορά ομόλογα ίσης αξίας με τις εγγυήσεις .Αν συμβεί κάτι αντίστοιχο και με τη Γαλλία τότε μόνο το 45% του ποσοστού θα είναι διαθέσιμο κοκ. Αυτό φάνηκε το 2011 όταν η Γαλλία αντιμετώπισε την πίεση των αγορών όταν αμφισβητήθηκε η ικανότητα της για χρηματοδότηση αφού είδη η ίδια διατηρούσε μεγάλο χρέος .Όταν η κρίση ήταν στη μεγαλύτερη της έκταση μέχρι και το ίδιο το EFSF αντιμετώπισε δυσκολίες στην τοποθέτηση των ομολόγων του , οι αποδόσεις των οποίων κάποιες φορές ήταν ίδιες με αυτών της Γαλλίας . Για αυτό το λόγο το EFSF έπρεπε να πληρώσει ένα αξιοσημείωτο

ασφάλιστρο έναντι του γερμανικού που ήταν και η βάση. Αυτό ήταν λογικό αν σκεφτεί κανείς ότι το EFSF ήταν ένας νεοσύστατος οργανισμός , άγνωστος για τη λειτουργία και τη αποτελεσματικότητα του στους υπόλοιπους επενδυτές εκτός Ευρώπης . Το ESM από την άλλη , θα δρα βάση ενός ισχυρότερου νομικού πλαισίου και θα βαθμονομείται ως ένας διεθνής χρηματοπιστωτικός οργανισμός . Ωστόσο το συσσωρευμένο αποθεματικό αυτών των επενδυτών αρθροίζει σε μερικά εκατοντάδες δισεκατομμύρια δολάρια. Αν το ESM θα πρέπει να αίρει από την αγορά €700δις , θα πρέπει να μπορέσει να πείσει τους πιθανούς επενδυτές να διπλασιάσουν ή και να τριπλασιάσουν το κεφάλαιο τους σε αυτό το είδος επένδυσης ., κάτι που θα είναι δύσκολο ακόμα και σε κανονικές συνθήκες ,πόσο άλλον σε περιόδους που ο ESM θα έχει ανάγκη χρηματοδότησης ενώ θα επικρατούν συνθήκες μη ανάληψης μεγάλων κινδύνων . Να γιατί η ύπαρξη ενός μεγαλύτερου συνδυασμένου κεφαλαίου EFSM/ESM δε θα αποτελεί λύση και ίσως πυροδοτήσει περεταίρω φαινόμενα διάχυσης της κρίσης .

Το καλοκαίρι του 2011 όταν τα περιστατικά της κρίσης έκανα την εμφάνιση τους το ένα μετά το άλλο , οι αγορές ζητούσαν άμεσα την διαλεύκανση της υπόθεσης σχετικά με τη λειτουργία των EFSM/ESM . Έτσι οι αγορές ήρθαν αντιμέτωπες με 3 περιορισμούς

- την μικρή πιθανότητα αύξησης της δανειακής ικανότητας των EFSF/ESM
- την μικρή πιθανότητα έκδοσης Ευρωομολόγων
- την απροθυμία της ΕΚΤ να προχωρήσει σε ευρείας κλίμακας αγορές ομολόγων κρατών που αντιμετώπιζαν χρηματοπιστωτικές δυσκολίες

Από τα παραπάνω ,σχετικά με την αντιμετώπιση της κρίσης φαίνονται τα εξής : Τα EFSF/ESM και μετά την πλήρη εγκαθίδρυση του ο ESM θα πρέπει να χωρίσει τη λειτουργία του σε δύο τμήματα , προκειμένου να είναι αποτελεσματικός και αξιόπιστος . Το ένα τμήμα θα πρέπει να ασχολείται με τα προγράμματα παροχής χρηματοπιστωτικής βοήθειας στα κράτη μέλη του , και το άλλο με την διατήρηση της σταθερότητας στην αγορά. Το πρώτο λοιπόν τμήμα , θα πρέπει να διαχειρίζεται και να χρηματοδοτεί τόσο τα ήδη υπάρχοντα προγράμματα προσαρμογής όσο και τα μελλοντικά ενώ το δεύτερο θα ξεπερνά τα εμπόδια ρευστότητας στην αγορά ομολόγων της ευρωζώνης μέσω συναλλαγών που θα γίνονται στη δευτερογενή αγορά .

2.6.2 Στατιστική επεξεργασία των EFSF και ESM[1]

i) Χαρακτηριστικά και στατιστική επεξεργασία του EFSF

[1] πηγή EUROSTAT σε συνεργασία με την Committee on Monetary ,Financial and Balance of Payments Statistics – CMFB (www.cmfb.org)

Το EFSF δημιουργήθηκε προκειμένου να δανείζει χρήματα στις χώρες της ευρωζώνης που αντιμετώπιζαν χρηματοοικονομικές δυσκολίες . Την δανειοδοτική του δραστηριότητα εγγυούνταν οι υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης. Δημιουργήθηκε ως ένας ιδιωτικός οργανισμός υπό το καθεστώς της νομοθεσίας του Λουξεμβούργου με πολύ μικρό κεφάλαιο σχετικά με τις δανειοδοτικές και δανειοληπτικές του ικανότητες ενώ οι δραστηριότητες του θα καθορίζονταν από το Eurogroup .

Η δανειοδοτική δραστηριότητα του EFSF προς τις χώρες με χρηματοοικονομικές ανάγκες πηγάζει από τους εθνικούς λογαριασμούς των υπόλοιπων χωρών που παρέχουν την χρηματοοικονομική βοήθεια .Αυτό σημαίνει πως για μακροοικονομικούς και στατιστικούς σκοπούς τα χρήματα που προορίζονται για τις ευεργετούμενες χώρες και που ο EFSF δανείζεται από τις οικονομικά εύρωστες χώρες της ευρωζώνης , δεν λογίζονται ως απευθείας δάνειο από τον EFSF προς τις ευεργετούμενες αλλά ως δάνειο από τον EFSF προς τις χώρες εγγυητές. Οι χώρες αυτές με τη σειρά τους δανείζουν χρήματα προς αυτές που έχουν ανάγκη . Αυτό σημαίνει πως δεν αυξάνεται μόνο το συνολικό κυβερνητικό χρέος της χώρας που βρίσκεται σε ανάγκη , αλλά επίσης και το συνολικό δημόσιο χρέος των χωρών εγγυητών αναλογικά με το μερίδιο συνεισφοράς του στιε εγγυήσεις που παρέχουν στον EFSF .

ii) Χαρακτηριστικά και στατιστική επεξεργασία του ESM

Ο ESM έχει μερικά χαρακτηριστικά τα οποία τον διαφοροποιούν από το EFSF . Ο ESM δεν αποτελεί ένα ιδιωτικό οργανισμό αλλά ένα μόνιμο διεθνή οργανισμό , του οποίου την ίδρυση εγγυάται συνθήκη που έχει υπογραφεί από τις χώρες μέλη της ευρωζώνης , με δομή παρόμοια με αυτή των υπόλοιπων διεθνών οργανισμών . Ακόμα ο ESM έχει ένα εγκεκριμένο καταβεβλημένο κεφάλαιο της τάξης των €80δις , το οποίο του δίνει τη δυνατότητα και την επάρκεια να αντιμετωπίζει ο ίδιος διάφορους κινδύνους που προκύπτουν .

Βάση των χαρακτηριστικών του , αποφασίστηκε ο ESM να μεταχειρίζεται όπως και το ΔΝΤ σε διάφορες δραστηριότητες όπως πχ η δανειοδότηση και η παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας (πχ απευθείας δάνειο από τον οργανισμό προς τη χώρα που το ζήτησε) .Έτσι τα δάνεια που προέρχονται από τον ESM δεν θα είναι όπως αυτά του EFSF δεν θα προέρχονται από τους εθνικούς λογαριασμούς των υπόλοιπο χωρών και δεν θα αυξάνουν έτσι το δημόσιο χρέος τους.

2.6.3 Πιστοληπτική αξιολόγηση των EFSF, ESM

Στις 30 Νοεμβρίου 2012 ο οίκος αξιολόγησης Moody's προχώρησε σε υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας του ESM από την μέχρι τώρα εκδοτική του ικανότητα Aaa σε Aa1.Το ίδιο πραγματοποίησε και για την εκδοτική ικανότητα του EFSF . Η βραγχυχρόνια εκδοτική αξιολόγηση του ESM παραμένει ακλόνητη στο Prime-1 ενώ του EFSF στο (P)Prime-1.

Η υποβάθμιση αυτή ακολούθησε την αντίστοιχη υποβάθμιση της Γαλλίας , και αυτό λόγω της υψηλής συσχέτισης του πιστωτικού κινδύνου που υπάρχει μεταξύ των μεγαλύτερων υποστηρικτών και εγγυητών των EFSF και ESM. Αυτό έγινε γιατί υπήρχε αυξημένη αμφιβολία σχετικά με την ικανότητα της Γαλλίας να ανταποκριθεί στις χρηματοδοτικές της υποχρεώσεις , ικανότητα μάλιστα που χαρακτηρίστηκε ως μειωμένη , καθώς αυτή είναι μία από τις βασικότερες εγγυήτριες χώρες του EFSF και μια από τις χώρες με τη μεγαλύτερη συνεισφορά στο καταβεβλημένο κεφάλαιο του ESM. Με άλλα λόγια ο οίκος Moody's είδε μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των δύο αυτών οργανισμών και των χωρών που είναι από πίσω τους , καθώς θεώρησε τον πιστωτικό κίνδυνο υψηλά συσχετισμένο με την ως τώρα εξέλιξη της κρίσης στην ευρωζώνη και τους μεγάλους θεσμικούς , οικονομικούς και χρηματοοικονομικούς δεσμούς αλληλεξάρτησης μεταξύ των μελών της . Έτσι θεωρήθηκε άμεση η συσχέτιση των EFSF και ESM με την τους πιστωτικούς κινδύνους και την αξιολόγηση των χωρών υποστηρικτών τους.

Από την άλλη μεριά ο οίκος αξιολόγησης Moody's εξηγεί γιατί και οι δύο οργανισμού παραμένουν σε υψηλό επίπεδο πιστοληπτικής αξιολόγησης καθώς και οι δύο ενισχύονται πιστωτικά ως εξής :

a) Χαμηλό επίπεδο μόχλευσης : ο ESM διαθέτει μέγιστη πιστοληπτική ικανότητα γύρω στα €500δις και εγγεγραμμένο κεφάλαιο γύρω στα €700 δις , ενώ ο EFSF διαθέτει έναν εγγυητικό μηχανισμό που του παρέχει εξασφάλιση της τάξης του 165% και πάνω
b) Η πιστοληπτική αξία των μελών τους : και οι δύο οργανισμοί απολαμβάνουν αξιολόγηση Aa1 .Σκοπός τους είναι η παροχή ενός διακυβερνητικού υποστηρικτικού μηχανισμού ο οποίος θα παρέχει χρηματοπιστωτική βοήθεια στα κράτη μέλη τους που δεν έχουν τη δυνατότητα εισόδου στις κεφαλαιαγορές ή που αν έχουν μπορούν μόνο σε πολύ υψηλά επίπεδα επιτοκίων .

Ο οίκος Moody's γνωρίζει πως ο ESM επωφελείται από τα χαρακτηριστικά που τν διαφοροποιούν από το EFSF , συμπεριλαμβανομένων του καθεστώτος προτιμώμενου πιστωτή και της ύπαρξης του καταβεβλημένου κεφαλαίου ύψους €80δις . Ωστόσο αυτές οι διαφορές δεν οδηγούν στη ενίσχυση της πιστοληπτικής αξιολόγησης του ESM προκειμένου να διαφοροποιήσουν αυτούς τους δύο μηχανισμούς .

Με τον ίδιο τρόπο ο οίκος Moody's , υποβάθμισε και όλα τα χρεόγραφα που εκδόθηκαν από τον EFSF από Aaa σε Aa1 .

Αιτιολογία Υποβάθμισης

ESM : Όπως αναφέρθηκε της υποβάθμισης του ESM , προηγήθηκε η υποβάθμιση της Γαλλίας καθώς στην κλείδα κατανομής του ESM η Γαλλία κατέχει ποσοστό 20.4% (δεύτερη μετά τη Γερμανία η οποία κατέχει ένα ποσοστό 27.1%) και αντιστοιχεί σε ένα μέρος στο καταβλητέο κεφάλαιο του ESM της τάξης των €126δις από το συνολικό καταβλητέο κεφάλαιο του ESM των €620δις . Όπως συμβαίνει και με όλες τις πολύπλευρα οργανωμένες τράπεζες (multilateral developed banks – MDBs) , το πιστωτικό εύρος του ESM παραμένει στο ότι μπορεί ανά πάσα στιγμή να προβαίνει σε προσκλήσεις καταβολής κεφαλαίου από τα κράτη μέλη του. Μεταξύ των MDBs , η αξιολόγηση του ESM βασίζεται σε αυτή των μεγαλύτερων υποστηρικτών και εγγυητών του το οποίο συνεπάγεται i) την υψηλή έκθεση του στα αδύναμα κράτη μέλη του και ii) την υψηλή συσχέτιση αναφορικά με τον πιστωτικό κίνδυνο μεταξύ των κρατών μελών του .

Στην ανεπιθύμητη περίπτωση που η Γαλλία καταστεί ανεπαρκής να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις τη στον ESM, υπάρχει πιθανότητα και άλλοι υποστηρικτές με χαμηλότερη από Aaa αξιολόγηση να πράξουν το ίδιο .

EFSF: Παρόμοια περίπτωση είναι και αυτή του EFSF με την Γαλλία καθώς το ποσοστό στο μερίδιο συμμετοχής της στην κλείδα κατανομής του EFSF είναι της τάξης του 21.8% (έναντι της Γερμανίας που έρχεται πρώτη με μερίδιο 29.1%) .Το μερίδιο της Γαλλίας αντιπροσωπεύει μια εγγυητική συμφωνία της τάξης των €158δις ενώ η συνολική είναι €726δις . Στην ανεπιθύμητη περίπτωση που η Γαλλία καταστεί ανεπαρκής να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις τη στον EFSF, υπάρχει πιθανότητα και άλλοι υποστηρικτές με χαμηλότερη από Aaa αξιολόγηση να πράξουν το ίδιο .

Αιτιολογία αρνητικής μελλοντικής εξέλιξης

ESM : Η μελλοντική χαμηλή πιστοληπτική αξιολόγηση του ESM αντανακλάται στην μελλοντική αρνητική προοπτική των κρατών μελών του σχετικά με το κεφάλαιο τους βάση της κλείδας κατανομής και τις αξιολογήσεις .

EFSF: Όμοια και για το EFSF

Τι προκαλεί την αλλαγή των αξιολογήσεων ;

ESM : Κίνδυνοι που μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά την πιστοληπτική αξιοπιστία του ESM , οδηγώντας σε περαιτέρω υποβάθμιση του ,μπορούν να επηρεάσουν και την πιστοληπτική αξιοπιστία των κρατών μελών του .Εδώ ο ESM επηρεάζεται και από αλλαγές στην αξιολόγηση των κρατών μελών του ανάλογα με το μερίδιο του κεφαλαίου τους στην κλείδα κατανομής του.

Επιπλοκές στην αξιολόγηση του ESM έχουν και οι πολιτικές εξελίξεις στο χώρο της ευρωζώνης .

Ο οίκος αξιολόγησης Moody's παρόλα αυτά μπορεί να αναθεωρήσει την αρνητική αξιολόγηση ως προς το να την αφήσει σταθερή στο υπάρχων σημείο αν συμβεί το ίδιο αναφορικά με τις αξιολογήσεις των κρατών μελών του.

EFSF: Όμοια και για το EFSF

Μέθοδος Αξιολόγησης

ESM: Η αξιολόγηση του ESM έγινε βάση των κριτηρίων που ο οίκος Moody's θεωρεί σχετικούς με το πιστωτικό προφίλ ενός εκδότη , όπως (i) τον επιχειρηματικό κίνδυνο και το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα μεταξύ των επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου , (ii) την κεφαλαιακή δομή και το χρηματοοικονομικό κίνδυνο, (iii) την κατά μέσο όρο προσχεδιασμένη απόδοση του και (iv) την ανοχή της διοίκησης στον κίνδυνο . Ο οίκος Moody's συγκρίνει τα παραπάνω στοιχεία μεταξύ των εκδοτών που βρίσκονται στις λεγόμενες core χώρες του ESM και είναι συγκρίσιμα με άλλων εκδοτών που αναλαμβάνουν παρόμοιο πιστωτικό κίνδυνο.

EFSF: Η αξιολόγηση του EFSF έγινε βάση των κριτηρίων αξιολόγησης σχετικών με τα ειδικά χαρακτηριστικά των λειτουργιών που επιτελεί. και συγκριθήκαν με τα αντίστοιχα εκδοτών , με σχετικά ίδια επίπεδα πιστωτικού κινδύνου.

	EFSF	**ESM**
Νομική δομή	Ιδιωτική εταιρεία υπό το νομικό καθεστώς του Λουξεμβούργου	Διακυβερνητικός οργανισμός υπό το διεθνές δίκαιο
Διάρκεια	Ιούνιος2012 – Ιούνιος2013	Μόνιμος οργανισμός
Κεφαλαιακή δομή	Αποτελείται από εγγυήσεις των κρατών μελών της ευρωζώνης	Εγγεγραμμένο κεφάλαιο €700δις , καταβεβλημένο κεφάλαιο €80 δις , €620 δεσμευμένο κεφάλαιο ανακλητέο ανά πάσα στιγμή
Δομή εγγυήσεων	Κράτη μέλη κάτω από ένα πρόγραμμα "step out"	Τα μέλη του ESM δεν εφαρμόζουν "step out"

	δομής εγγυήσεων	δομή εγγυήσεων
Μέγιστη δανειοδοτική ικανότητα	€440 δις	€500 δις
Αξιώσεις των δανείων	Pari passu	Καθεστώς προτιμώμενου πιστωτή

	EFSF	**ESM**
Αποστολή	Διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην ευρωζώνη	
Σκοπός της δραστηριότητας	• παροχή δανείων • παρεμβατισμός στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά ομολόγων • δράση στο πλαίσιο προληπτικών προγραμμάτων • χρηματοπιστωτική ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοοικονομικών οργανισμών μέσω δανείων στις κυβερνήσεις συμπεριλαμβανομένων και χωρών που δεν βρίσκονται κάτω από πρόγραμμα αναπροσαρμογής	
Κάτοχοι μεριδίων	17 κράτη μέλη της ευρωζώνης	

2.7 Οικονομική Διακυβέρνηση της Ευρωζώνης και ESM

Από τις αρχές του 2011 μέχρι σήμερα τα μεγάλα οικονομικά γεγονότα που απασχόλησαν τους κύριους πιστωτές της ευρωζώνης οδήγησαν την Ευρώπη σε νέα κατεύθυνση . Γερμανία και Γαλλία συνεργάστηκαν προκειμένου να ενισχυθεί το ευρώ ως νόμισμα ,συμβάλλοντας τόσο στη δημιουργία εμπιστοσύνης σε αυτό αλλά και με το συντονισμό της οικονομικής πολιτικής στη δημιουργία δημοσιονομικής σταθερότητας κατά μήκος ολόκληρης της ευρωζώνης .

Έτσι τέθηκε και η συζήτηση για μα πιο ισχυρή ευρωπαϊκή οικονομική διακυβέρνηση περισσότερο συλλογικού παρά διακυβερνητικού χαρακτήρα βασισμένη σε κανόνες , που ως στόχο θα είχε το συντονισμό της οικονομικής πολιτικής των κρατών μελών της ευρωζώνης και την αποφυγή ανεπιθύμητων ανισορροπιών τόσο στο δημόσιο όσο και στον ιδιωτικό τομέα .

Στο πλαίσιο λοιπόν αυτό της αποτελεσματικής διακυβέρνησης τέθηκαν τα ζητήματα που θα απασχολούσαν τόσο την Ευρωπαϊκή Ένωση στο σύνολο της αλλά και θα ήταν αντικείμενο του ESM ως ο νέος πλέον μηχανισμός για μια πιο αποτελεσματική και αξιόπιστη διαχείριση της κρίσης και για την εξασφάλιση της σταθερότητας κατά μήκος της ευρωζώνης . Τα ζητήματα αυτά δεν είναι άλλα παρά το γενικότερο πλαίσιο της οικονομικής διακυβέρνησης της ευρωζώνης στην αντιμετώπιση των φαινομένων κρίσης , η παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας προς τα κράτη - μέλη που την έχουν ανάγκη , πιθανή αναδιάρθρωση του χρέους ,τα συστήματα για μια

σωστή αντιμετώπιση της κρίσης που πλήττει το τραπεζικό τομέα και τέλος τα ευρωομόλογα και η συμβολή της στην αναδιάρθρωση του χρέους και στην κρίση των τραπεζών .

α) Οικονομική Διακυβέρνηση & Ευρωπαϊκή Ένωση

Προκειμένου να ασκείται μια υγιής οικονομική διακυβέρνηση στην ευρωζώνη είναι απαραίτητη η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού πλαισίου διαχείρισης της κρίσης , το οποίο πρέπει να έχει τρεις βασικούς άξονες : α) την πρόληψη, β) την μείωση και γ)την εξομάλυνση την κρίσης .

Η πρόληψη της κρίσης περιλαμβάνει τους νέους όρους σχετικά με τη συντονισμό , τις νέες συνθήκες για τη σταθερότητα , την ανάπτυξη και την εξομάλυνση ανισορροπιών ,που στο νέο περιβάλλον οικονομικής διακυβέρνησης θα έχουν περισσότερο χώρο δράσης . Στην επιτυχία αυτής της διακυβέρνησης θα συμβάλλουν διαδικασίες που θα διασφαλίζουν τη δημοσιονομική πειθαρχία και άλλους κανόνες ου θα πρέπει να εφαρμόζονται από όλα τα κράτη μέλη . Στο δρόμο προς την αποτελεσματική διακυβέρνηση θα συμβάλλει και η αποτελεσματική εποπτεία , καθώς είναι βασικό κομμάτι μαζί με την διασφάλιση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας και την ύπαρξη ικανής στρατηγικής προκειμένου να αυξηθεί η παραγωγικότητα σε όλο το μήκος της ευρωζώνης .Προκειμένου να καθιερωθεί ένα δυνατό χρηματοπιστωτικό σύστημα πρέπει να εφαρμοσθούν νέα μέτρα όπως νέα αυστηρή νομοθεσία σχετικά με τα κεφαλαιακά πρότυπα αλλά και τα πρότυπα ρευστότητας , κεντρική εκκαθάριση για τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα , και νέους κανόνες για τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς. Μέσα στα παραπάνω μέτρα πρέπει να συμπεριληφθεί και η προκυκλικότητα και η αντιμετώπιση της από τις κεντρικές τράπεζες.

Αναφορικά με τη μείωση της κρίσης , οι μέθοδοι και τα μέτρα που λήφθηκαν συνήθως απαιτούσαν μεγάλα κόστη και έγειραν σοβαρές διαφωνίες μεταξύ των κρατών μελών. Ο EFSF και ο ESM μαζί με την ΕΚΤ κατάφεραν να πείσουν τις αγορές πως δεν θα αφήσουν να συμβεί μια πιθανή χρεοκοπία κάπου κράτους μέλους τους.

Το βασικό θέμα της εξομάλυνσης της κρίσης είναι η εξασφάλιση ενός σταθερού χρηματοπιστωτικού συστήματος στο οποίο όλοι οι οφειλέτες να αποπληρώνουν τα χρέη τους προκειμένου να αντιμετωπίσουν την κρίση .Αυτό θα επιτευχθεί με τη δημιουργία ενός αυστηρού ρυθμιστικού πλαισίου που θα εφαρμοσθεί σε όλους τους κλάδους του χρηματοοικονομικού τομέα με κύριο συστατικό ένα μηχανισμό που θα βοηθήσει στη γρήγορη αναδιάρθρωση του χρέους στον τραπεζικό τομέα και θα προσφέρει τις κατάλληλες συνθήκες σταθερότητας. Το κύριο πρόβλημα ηθικού κινδύνου στην ευρωζώνη τέθηκε από την λεγόμενη εξαίρεση των τραπεζών από το δημοσιονομικό χρέος , μετακυλώντας το χρέος τους στη φορολόγηση , με

αποτέλεσμα η πειθαρχία στην αγορά να παραμείνει σε χαμηλό επίπεδο ακόμα και στους κύριους οφειλέτες .

β) Παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας χωρίς δημοσιονομικές μεταβιβάσεις .

Το άρθρο 125 της Συνθήκης Λειτουργία της Ε.Ε. (ΣΛΕΕ) προβλέπει πως θα παρέχεται χρηματοπιστωτική βοήθεια σε κάποιο κράτος μέλος α τηρούνται πο παρακάτω συνθήκες:

a) η χρηματοπιστωτική βοήθεια πρέπει να αποβλέπει στην εξασφάλιση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας
b) η χρηματοπιστωτική βοήθεια προς κάποιο κράτος μέλος δεν αποσκοπεί στην δημοσιονομική μεταφορά προκειμένου αυτό να καλύψει ή να εγγυηθεί το κενός τις υποχρεώσεις του .

Πιθανότητα για παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας προβλέπεται από τη ΣΛΕΕ όταν :

a) Μια χώρα εκτός της ευρωζώνης , αντιμετωπίζει ανισορροπίες στις διαδικασίες πληρωμών της στο επίπεδο εκείνο που τίθεται ε κίνδυνο η ομαλή λειτουργία των εσωτερικών της αγορών
b) Μια χώρα εντός ευρωζώνης ,πλήττεται από φυσικές καταστροφές ή άλλες συνθήκες που δεν είναι στο δικό της χέρι να χειριστεί ούτε τις έχει προκαλέσει (για παράδειγμα η περίπτωση της Ελλάδος που το άρθρο αυτό έθεσε το νομικό πλαίσιο για την εξασφάλιση του πακέτου χρηματοπιστωτικής της βοήθειας)

Στα πλαίσια λοιπόν αυτού του άρθρου και των αμφιβολιών που προέκυπταν αν μια χώρα αντιμετώπιζε χρηματοοικονομικές δυσκολίες λόγω εξωτερικών φαινομένων ή ως αποτέλεσμα των δικών της ενεργειών , τέθηκαν και τα πλαίσια της ίδρυσης ενός μόνιμου μηχανισμού σταθερότητας προκειμένου να διατηρεί τη σταθερότητα της ευρωζώνης στο σύνολο της και να παρέχει χρηματοπιστωτική βοήθεια στα κράτη μέλη που τη χρειάζονται , ύστερα από αίτηση τους και υπό αυστηρούς όρους .Ακόμη διασαφηνίστηκε πως τα πακέτα βοήθειας είναι δάνεια και όχι δημοσιονομικές μεταβιβάσεις και πως για κάθε ευεργετούμενη χώρα θα έπρεπε να λάβει μέτρα προκειμένου να πετύχει τους στόχους του προγράμματος και να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της . Για αυτό και θα παρέχεται διαφορετικού είδους βοήθεια στα κράτη μέλη ανάλογα με τις ανάγκες τους . Σε αυτήν την περίπτωση δηλαδή ο ESM θα παρέχει δάνεια και δεν θα συμβάλλει στη μεταφορά μόνιμων χρηματοοικονομικών πηγών ή θα παρέχει εγγυήσεις σχετικά με το δημοσιονομικό χρέος των ευεργετούμενων κρατών μελών .

γ) Αναδιάρθρωση του χρέους [1]

Τα προγράμματα βοήθειας τη Ελλάδος και της Ιρλανδίας μπορεί να δημιούργησε χρηματοοικονομικές γέφυρες αλά δεν αποκατέστησαν τη βιωσιμότητα του χρέους καθώς ανάμεσα σε άλλα το κόστος χρηματοδότησης τους είναι πολύ μεγαλύτερο από το ονομαστικό τους χρέος με αποτέλεσα οι ιδιωτικοί πιστωτές να υποστούν απώλειες και η μετακύληση του χρέους στη φορολογία οδήγησε σε πολιτικές ανισσοροπίες . Από την άλλη μεριά , βοήθεια ρευστότητας δεν θα λύσει τα προβλήματα αξιοπιστίας .Αν δεν χρησιμοποιηθούν τα κατάλληλα μέσα βοήθειας και τόνωσης της αξιοπιστίας τα αυξανόμενα κόστη αναπροσαρμογής θα αυξήσουν τις πιθανές χρεοκοπίες .

Παραδοσιακά , υπάρχουν δύο προσεγγίσεις σχετικά με την αναδιάρθρωση του χρέους : μια συγκεντρωτικά θεσπισμένη και μια αποκεντρωτική ανάλυση οι οποία οδηγεί στη σύναψη συμφωνιών μεταξύ ιδιωτών , κάτω πάντα από ένα σχετικό νομικό πλαίσιο και οι δύο .

Η θεσμοθετημένη προσέγγιση απαιτεί ένα διεθνές ενωτικό νομικό πλαίσιο σχετικά με τη χρεοκοπία και ένα διεθνές δικαστήριο προκειμένου να χειρίζεται και να διευθετεί ζητήματα που προκύπτον ανάλογα με την περίσταση επιτρέποντας τη διαπραγμάτευση των όρων ενός προγράμματος βοήθειας μεταξύ των πιστωτών και του αιτούμενου προς βοήθεια μέλους .

Η δεύτερη προσέγγιση που έχει και εθελοντικό χαρακτήρα , φαίνεται να ταιριάζει καλύτερα στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης . Σε αυτό το πλαίσιο η Ευρωπαϊκή Ένωση μπορεί να καθιερώνει αρχές και οδηγίες που θα ακολουθούν όλα τα μέρη που θα υπογράφουν ένα πακέτο βοήθειας και οι οποίες θα βοηθούν τις διαπραγματεύσεις αναδιάρθρωσης προκειμένου να μην παρουσιάζονται και νομικά εμπόδια .

Το βασικό πλεονέκτημα των προτεινόμενων βάση των συνθηκών της αγοράς λύσεων είναι ότι μειώνουν τις χρηματοοικονομικές διαταραχές καθώς καθίσταται διαπραγματεύσιμη πλέον η πιθανότητα αν το χρέος αυξηθεί ή μειωθεί . Το κλειδί βρίσκεται στο κατά πόσο οι πιστωτές και οι οφειλέτες θα έρθουν σε συμφωνία μέσω της εξωδικαστικής οδού ή αν θα χρησιμοποιήσουν αυτή τη μέθοδο προκειμένου να διευθετηθούν οι πληρωμές ή η παύση των πληρωμών . Όπως είναι καθιερωμένο , ένας πιστωτής θα συμφωνήσει σε ενδεχόμενο "κούρεμα" χρέους μόνο αν το ονομαστικό χρέος αυξήσει τις αναμενόμενες πληρωμές του . Στην περίπτωση αναξιόχρεων οφειλετών , έγκαιρη αναγνώριση του προβλήματος μπορεί να γίνει από ένα υπάρχων αξιόπιστο πλαίσιο αναδιάρθρωσης χρέους , ενώ παράλληλα θα περιοριστεί και ο ηθικός κίνδυνος κάτω από αυστηρούς όρους .

[1] Παράρτημα IV

Μια λύση σχετικά με την αναδιάρθρωση χρέους βάση των συνθηκών της αγοράς που προτάθηκε από τους GROS&MAYER (2011) .Στη προσέγγιση τους ο ESM θα μπορεί να εκδίδει ομόλογα της ένωσης (union bonds) , προκειμένου να αγοράσει χρέος στην τιμή της αγοράς , και στη συνέχεια να το αποδώσει στον εκδότη με βάση τους όρους του πακέτου της χρηματοπιστωτικής βοήθειας . Το κλειδί πάλι εδώ είναι να πειστούν οι πιστωτές να ανταλλάξουν τα διακρατούμενες ομολογίες τους στην τιμή της αγοράς , και να αποδεχτούν τις πιθανές απώλειες που θα προκύψουν .

δ) Επίλυση της κρίσης που πλήττει τον τραπεζικό τομέα και η λειτουργία των των "τραπεζών γεφυρών "

Είναι πλέον αποδεκτό πως τα μεγάλα συσσωρευμένα χρέη από συγκεκριμένες κυβερνήσεις κρατών μελών της ευρωζώνης είναι άμεσα συνυφασμένα με τον απεριόριστο δανεισμό από τις core χώρες της προς για παράδειγμα απευθείας στην ελληνική κυβέρνηση ή στον ιδιωτικό τομέα της Ιρλανδίας που στη συνέχεια μετακύλησε το χρέος στην κυβέρνηση .

Η αποκατάσταση της βιωσιμότητας του χρέους δεν θα είναι εφικτή αν οι τράπεζες δεν αναλάβουν τις απώλειες τους σχετικά με τα "κακά" δάνεια . Ισχυρή διαχείριση στον τομέα της κρίσης και διαδικασίες εξομάλυνσης απαιτούνται από τις τράπεζες προκειμένου οι απώλειες να εξαλειφθούν και να εξασφαλισθεί το ότι δεν θα επαναλάβουν ξανά τα ίδια λάθη στο μέλλον . Για να γίνει αυτό θα πρέπει να εφαρμοσθούν θεσμοθετημένες συμφωνίες , δεδομένων των προκλήσεων που θέτουν οι διαφορετικές εθνικές νομοθεσίες σχετικά με τη διαχείριση και την εξομάλυνση της κρίσης χρέους . Ακόμη θα πρέπει όλα τα κράτη μέλη να τηρούν και να εφαρμόζουν τους ίδιους κανόνες σχετικά με διαχείριση και εξομάλυνση της κρίσης που θίγει τον τραπεζικό κλάδο όπως ακριβώς προτείνει και η επιτροπή Βασιλείας : θα πρέπει να έχουν την ικανότητα να πραγματοποιούν ανακεφαλαιοποιήσεις, να αλλάζουν το υπάρχων πλαίσιο διαχείρισης των χαρτοφυλακίων τους και να δημιουργούν μια λεγομένη "τράπεζα γέφυρα " (bridge or bad banks) που θα αναλαμβάνει όλα τα υγιή χαρτοφυλάκια με τους υπάρχοντες για ρευστότητα κεφαλαιακούς τίτλους . Η εξομάλυνση της κρίσης των τραπεζών προϋποθέτει και την καθιέρωση μιας εποπτικών δυνάμεων στις χώρες που φιλοξενούν θυγατρικές αυτών των εταιρειών . Προκειμένου να υπάρξει λοιπόν αυτή η εξομάλυνση , όλες οι ευρωπαϊκές τράπεζες θα πρέπει να προετοιμάζουν και συχνά να αναθεωρούν ένα νομικό έγγραφο στο οποίο θα παρουσιάζεται ια ενοποιημένη δομή και ο τρόπος οργάνωσης μεταξύ των θυγατρικών και της κύριας τράπεζας .Ακόμα θα πρέπει να αναφέρεται σε αυτό οι λειτουργίες που επιτελούν , οι αρμοδιότητες και οι ευθύνες που έχουν απέναντι στην κύρια τράπεζα. Επίσης , το έγγραφο αυτό θα πρέπει να εμπεριέχει σχέδιο σχετικά με όλες τις συμφωνίες και τα μελλοντικά σχέδια. Οι

εποπτικές ομάδες θα πρέπει να αναφέρουν την πρόοδο των διεργασιών και της λειτουργίας των θυγατρικών στην Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή (European Banking Authority - EBA) η οποία αντίστοιχα θα υποβάλλει τις δικές της προτάσεις .

Σε αυτό το πλαίσιο , διεργασίες για παροχή ρευστότητας θα ξεκινούν μόνο αν έχουν αποτύχει όλα τα υπόλοιπα ένδικα μέσα . Σκοπός της παροχής ρευστότητας θα είναι να διατηρεί και να βελτιώνει τα χαρτοφυλάκια των υπολειμματικών τραπεζών προκειμένου για ικανοποίηση των πιστωτών , και των αξιώσεων των μεριδιούχων .Στο σημείο αυτό οι bridge/bad banks θα έχουν ήδη αναλάβει τις καταθέσεις και όλες τις υπόλοιπες υγιείς λειτουργίες των τραπεζών εξασφαλίζοντας έτσι την ομαλή συνέχιση τους .Όλα τα υπόλοιπα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού συμπεριλαμβανομένης και της προμήθειας για τη μεταφορά των χαρτοφυλακίων στις bridge/bad banks θα παραμείνουν στην υπολειμματική τράπεζα , η οποία θα χάσει την άδεια λειτουργίας της .Ένας διαχειριστής της ρευστοποίησης της υπολειμματικής τράπεζας θα παραμείνει προκειμένου να φέρει εις πέρας την διαδικασία και να καθορίσει την άξια της ,ικανοποιώντας τους πιστωτές βάση της προτεραιότητας τους όπως αυτή καθορίζεται νομικά αλλά και από το καταστατικό της κύριας τράπεζας .

ε) Ενωτικά ομόλογα (union bonds)

Στη συζήτηση σχετικά με τη μεγάλη δημοσιονομική κρίση χρέους και τη διαχείριση της , έχουν προταθεί πολλά συστήματα διαχείρισης της λειτουργίας των union bonds και της σύστασης τους από το εθνικό χρέος . Αν και όλα αυτά τα συστήματα διαφέρουν ως προς το σκοπό , το ποσό και τους μηχανισμούς παροχής εγγυήσεων , Ωστόσο την ίδια δουλειά με τον EDA είναι φανερό ότι μπορεί να κάνει και ο ESM.

Στην έκδοση αυτών των ομολόγων μπορούν να συμμετάσχουν όλα τα κράτη μέλη εκτός αν κάποια δεν το επιθυμούν , κάνοντας έτσι την ποιότητα τους να διαφέρει ανάλογα με τους συμμετέχοντες σε αυτά. Ωστόσο αυτή η πρακτική Μπορεί να οδηγήσει σε μια αξιολογημένη ως ΑΑΑ ένωση εκδοτών ομολόγων αφού οι χαμηλά αξιολογημένοι εκδότες δεν θα αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο απαξίωσης των υπολειπόμενων "κόκκινων ομολόγων τους "των οποίων το ενδεχόμενο χρεοκοπίας είναι αρκετά μεγάλο.

Έτσι είναι φανερό πως είναι πολλά τα οφέλη , από την έκδοση τέτοιων ομολόγων αναφορικά με το κόστος δανεισμού ,καθώς έχει υποτεθεί η διατήρηση της ΑΑΑ αξιολόγησης. Όφελος θα έχουν ακόμα και κα οι αδύναμοι οφειλέτες χρέους καθώς θα μειωθεί κατά πολύ ο κίνδυνος μείωσης της αξιοπιστίας τους .Από την άλλη μεριά αυτό θα έχει το αντίθετο αποτέλεσμα για τους μεγάλους της ευρωζώνης ενώ εξετάζεται και η πιθανή καταπάτηση του άρθρου 125 της ΣΛΕΕ καθώς δεν θα συμφωνούν με τις προϋποθέσεις παροχής χρηματοπιστωτικής βοήθειας

προς κάποιο κράτος μέλος . Ωστόσο , δεν θα συμβαίνει αυτό όταν τα ομόλογα εκδίδονται από θεσμοθετημένες αρχές της ευρωζώνης όπως για παράδειγμα η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (European Investment Bank – EIB)ή ο ESM.

Με όλα τα παραπάνω ζητήματα είναι που πρέπει να ασχοληθεί ο ESM προκειμένου να ασχοληθεί με την κρίση στην ευρωζώνη και τη διασφάλιση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας .

Η παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας θα πρέπει να ξεπερνάει το πλαίσιο της παροχής προσωρινής βοήθειας ρευστότητας και να χορηγείται μέχρι την αποκατάσταση της βιωσιμότητας του χρέους και την ομαλή είσοδο στις κεφαλαιαγορές . Για αυτό το λόγο τα διάφορα προγράμματα μακροοικονομικής προσαρμογής θα πρέπει να διασφαλίζουν τη βιωσιμότητα και τα χρηματοοικονομικά κενά και να παρέχουν το πλαίσιο της αναδιάρθρωσης του χρέους όταν είναι απαραίτητο. Πρακτικά όταν δεν επιτυγχάνεται εύκολα η βιωσιμότητα , ο οφειλέτης θα πρέπει να μπορεί να διαπραγματεύεται περαιτέρω τους όρους με τους πιστωτές του και να γίνονται οι ανάλογες και απαραίτητες αλλαγές στους όρους και τις συνθήκες του προγράμματος .Το να συμπεριληφθεί η βιωσιμότητα του χρέους μέσα στους όρους του πακέτου της χρηματοπιστωτικής βοήθειας είναι ουσιώδες καθώς υποδηλώνει πως ο ESM δεν θα αναλάβει μόνος του αυτό το κόστος και πως θα αποφευχθεί κάθε αναταραχή λόγω μειωμένης αξιοπιστίας του προγράμματος .

Ο ESM θα πρέπει να ενισχύει τα ευεργετούμενα κράτη μέλη του αναφορικά και με την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών αφού έτσι και αλλιώς το τραπεζικό σύστημα της Ευρώπης είναι ακόμα ευάλωτο σε κινδύνους . Πράγματι , το πιθανό αντίκτυπο που μπορεί να έχει η αφερεγγυότητα του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος είναι και ο πιο συχνός φόβος σχετικά με τον χρηματοπιστωτικό τομέα ολόκληρης της ευρωζώνης .Εκεί πρέπει να λάβει δράση ο ESM , προκειμένου να διατηρηθεί το κεφάλαιο των τραπεζών στην περίπτωση που οι εθνικές πηγές παροχής ρευστότητας κριθούν αναποτελεσματικές ,

Ακόμη ο ESM πρέπει να μπορεί να ανταλλάσσει μεγάλο μέρος των στοιχείων του παθητικού του με μεγάλα τμήματα χρέους το οποίο θα διακρατήται σε ιδιωτικά χαρτοφυλάκια με την τρέχουσα ανά περίοδο αποτίμηση της αγοράς κάτι που θα συμβάλλει και στην πιθανή εθελοντική αναδιάρθρωση του χρέους για χώρες που ήδη ακολουθούν κάποιο πρόγραμμα .Με την μέθοδο της ανταλλαγής (swap) δεν θα επηρεάζεται και η τιμή της αγοράς .

Σε όλες αυτές τις περιπτώσεις το χρέος θα πωλείται από τον ESM πίσω στον οφειλέτη προκειμένου εκείνος να επωφεληθεί από το πλαίσιο του προγράμματος βοήθειας και τη μείωση του υπάρχοντος χρέους, με την προϋπόθεση ότι όλα αυτά τα μέτρα και οι μειώσεις θα συμβάλλουν στην πλήρη βιωσιμότητα του χρέους .Αν και ο ESM υθα μένει ίσως εκτεθειμένος για λίγο στο κίνδυνο της αγορά αναφορικά με τις διακρατήσεις χρέους του δεν θα συμμετέχει σε

πιθανές απώλειες αναδιάρθρωσης οι οποίες θα αφορούν μόνο τους οφειλέτες και τους πιστωτές τους .

Ακόμα ο ESM μπορεί να αγοράζει χρέος και στις δευτερογενείς αγορές προκειμένου να αποσυμφορεί λίγο και την ΕΚΤ σε περιόδους κρίσης της αγοράς και που μέχρι τώρα ήταν δική της αρμοδιότητα και εκτιθόταν σε μεγάλο κίνδυνο.

2.8 Ο ESM και η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement -PSI)

Κάθε φορά που χρηματοπιστωτική βοήθεια παρέχεται σε κάποιο κράτος μέλος του ESM , θα πρέπει κάθε φορά να τίθεται υπό συζήτηση η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στο κλείσιμο του χρηματοδοτικού κενού, κάτι που θα εξυπηρετήσει πολλούς σκοπούς . Μεταξύ άλλων θα βοηθήσει στην σωστή αξιολόγηση του κινδύνου στην αγορά των κρατικών ομολόγων και μι δίκαιη και ανάλογη κατανομή του φορτίου μεταξύ των οφειλετών και του των ιδιωτών πιστωτών τους στα πλαίσια παροχής χρηματοπιστωτικής βοήθειας . Η φύση και το εύρος της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα θα είναι ανάλογη με την κάθε περίπτωση και θα προσδιορίζεται κάθε φορά συμπεριλαμβανόμενης της γνώμης του ΔΝΤ . Αυτό παράλληλα θα δώσει και στους οφειλέτες παράλληλα την δυνατότητα να σεβαστούν και τηρήσουν τις υποχρεώσεις τους παρά να σκέφτονται μια πιθανή χρεοκοπία .

Όταν είναι φανερό πως βιωσιμότητα του χρέους μπορεί να αποκατασταθεί με ένα ρεαλιστικό μακροοικονομικό πρόγραμμα αναπροσαρμογής. Η ευεργετούμενη χώρα θα πρέπει να πάρει πρωτοβουλίες προκειμένου να ενθαρρύνει τους ιδιωτικούς επενδυτές να διατηρήσουν εθελοντικά τα χρηματοοικονομικά τους ανοίγματα και την έκθεση στον κίνδυνο .

Από την άλλη όταν ένα μακροοικονομικό πρόγραμμα αναπροσαρμογής δεν μπορεί να αποκαταστήσει τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους , η ευεργετούμενη χώρα θα πρέπει να προχωρήσει σε διαπραγματεύσεις καλής πίστης προκειμένου να πείσει επενδυτές στο να συμμετέχουν τη διατήρηση βιωσιμότητας του χρέους της .Σε αυτή την περίπτωση η παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας θα είναι ανάλογη και σχετική με τη θέληση και το σχέδιο της χώρας προκειμένου να αποκαταστήσει τη βιωσιμότητα του χρέους και την αποδεδειγμένη αφοσίωση της στις δεσμεύσεις της προκειμένου να επιτύχει μια ανάλογη επαρκή συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα .Αν με αυτό τον τρόπο επιτευχθεί η βιωσιμότητα τότε και ο ESM θα παρέχει βοήθεια ρευστότητας .

Γενικά πρέπει να τονιστεί πως η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στην αναδιάρθρωση χρέους είναι μια ιδιαίτερα δαπανηρή διαδικασία όχι μόνο για την συγκεκριμένη χώρα αλλά και τις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης καθώς επίσης μπορεί να βλάψει τον χρηματοοικονομικό τομέα της συγκεκριμένης χώρας αλλά και να έχει αντίκτυπο και στις τράπεζες των υπόλοιπων κρατών

μελών της ευρωζώνης . Και ενώ μπορεί να χρειαστεί άμεσα μια ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι απώλειες από τα ομόλογα στη δημόσια χαρτοφυλάκια , μπορεί να ασκηθεί περισσότερη ένταση στις δημοσιονομικές τοποθετήσεις των σχετικών κρατών μελών . Αξίζει να τονιστεί πως μπορεί να υπάρχει αντίκτυπο και στις υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης λόγω φαινομένων εμπιστοσύνης .Προκειμένου να υπάρχει εξομάλυνση αυτού του φαινομένου πρέπει να τηρείται πιστά το νέο πλαίσιο σταθερότητα και ανάπτυξης σχετικά με τους κινδύνους μιας αναδιάρθρωσης χρέους . Όπως και με το ΔΝΤ έτσι και ο ESM θα πρέπει να έχει ένα χαρακτήρα προτιμώμενου πιστωτή.

ΠΑΡΑΤΗΜΑ Ι

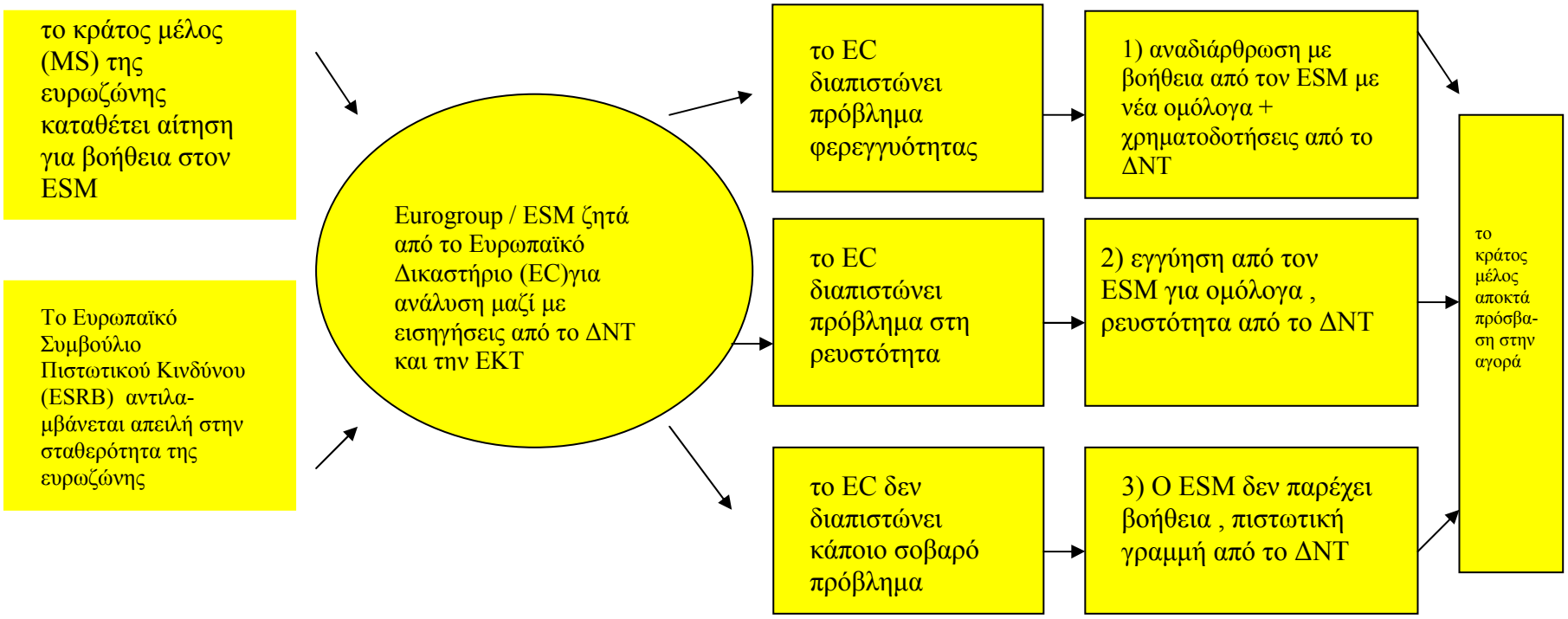
Μηχανισμοί παροχής χρηματοπιστωτικής βοήθειας για τα κράτη μέλη της ευρωζώνης

	Διακυβερνητικά δάνεια προς την Ελλάδα	**EFSM**	**EFSF**	**ESM**
Νομική μορφή	Διακυβερνητική συμφωνία	Ευρωπαϊκός μηχανισμός	Ιδιωτική εταιρεία	Διακυβερνητικός οργανισμός
Κεφαλαιακή δομή	Καμιά δομή ,διμερή δάνεια	Εγγυημένη από τον προϋπολογισμό της ευρωζώνης	Εγγυήσεις από τα κράτη μέλη της ευρωζώνης	Εγγεγραμμένο κεφάλαιο €700δις , καταβεβλημένο κεφάλαιο €80 δις , €620 δεσμευμένο κεφάλαιο ανακλητό ανά πάσα στιγμή
Δανειοδοτική ικανότητα Όριο ευρωζώνης Δεσμεύσεις	 €80 δις €80 δις	 €60 δις €22,5 δις για την Ιρλανδία €26 δις για την Πορτογαλία	 €440 δις €17,7 δις για την Ιρλανδία €26 δις για την Πορτογαλία	 €500 δις N/A N/A
Χρηματοοικονομικά μέσα	Δάνεια	Δάνεια ,πιστωτικά όρια	Δάνεια , αγορά ομολόγων στην πρωτογενή αγορά	Δάνεια , αγορά ομολόγων στην πρωτογενή αγορά
Διάρκεια	Δάνεια που θα πρέπει να απόπληρωθούν 7 χρόνια μετά την πρώτη εκταμίευση σε 22 3μηνιαιες πληρωμές	Μέχρι το τέλος Ιουνίου 2013	Μέχρι το τέλος Ιουνίου 2013 (θα παραμείνει ενεργός μέχρι και την τελευταία αποπληρωμή	Ιούλιος 2013 και έπειτα
Συμμετοχή της ΕΚΤ	Σχεδιασμός προγραμμάτων και εποπτεία	Σχεδιασμός προγραμμάτων και εποπτεία	Σχεδιασμός προγραμμάτων και εποπτεία	Πραγματοποίηση ανάλυσης βιωσιμότητας χρέους ,σχεδιασμός προγραμμάτων και εποπτεία

Όργανα λήψης αποφάσεων	Eurogroup	ECOFIN council	Eurogroup, συμβούλιο Διευθυντών του EFSF	Eurogroup, συμβούλιο Διοικητών του ESM,συμβούλιο Διευθυντών του ESM
Νομική βάση Χρηματοδότηση	Διακυβερνητική απόφαση και άρθρο 126 της ΣΛΕΕ	Άρθρο 122	Διακυβερνητική απόφαση	Διακυβερνητική απόφαση , άρθρο 136 της ΣΛΕΕ
Προϋποθέσεις	Άρθρα 126&136 της ΣΛΕΕ	Απόφαση Ευρωπαϊκού Συμβουλίου	Νομικό πλαίσιο λειτουργία του EFSF, Απόφαση Ευρωπαϊκού Συμβουλίου	Απόφαση Ευρωπαϊκού Συμβουλίου , άρθρο 136 της ΣΛΕΕ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

Διάγραμμα ροής αποφάσεων του ESM



το MS και το ESRB θα πρέπει να σημειώνουν διαταραχές στην αγορά χρέους	το EC είναι υπεύθυνο ή αναλύει εισηγήσεις από το ΔΝΤ /ΕΚΤ αλλά το Eurogroup αποφασίζει	το Eurogroup λαμβάνει υπερψηφισμένες αποφάσεις για δράση με το MS	1) Αναδιάρθρωση + ESM + ΔΝΤ 2)Εγγυήσεις ESM + χρηματοδοτήσεις του ΔΝΤ 3) Χωρίς την παρουσία του ESM , το ΔΝΤ δεν παρέχει χρηματοδότηση	Εξομάλυ-νση και περιορι-σμός της κρίσης

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ

Table: Pricing structure – an overview

Financial Support Instrument	Base Rate 1)	Commitment Fee 2)	Service Fee: 50 bps upfront, 0.5 bps p.a.	Margin (bps)	Penalty interest: 200 bps 10)
1. ESM loans	X	X	X 3)	10	X
2. ESM precautionary financial assistance	X	X 4)	X 5)	35	X
3. Financial assistance for the re-capitalisation of financial institutions of an ESM Member	X	X	X	30	X

4. Primary market support facility	X 6)	X	X	10/35 7)	X
5. Secondary market support facility	X 8)	set by BoD	Up to EUR 50 mn 9)	5	X

1) Base Rate = Cost of funding and operations incurred by ESM, derived by a daily computation of the actual interests accrued on all of ESM's funding instruments.

2) Commitment Fee = Negative Cost of Carry and Issuance Costs, charged for the period from raising funds by the ESM until disbursement to the Beneficiary Member State or for the period from the refinancing of relevant funding instrument until its maturity.

3) Lower upfront fee for short-term loans.

4) If undrawn, fee reflects the max. agreed amount of single disbursement; if drawn, fee reflects the max. agreed amount of single disbursement and in addition the outstanding amount under the precautionary credit line.

5) Up-front fee calculated on max. agreed amount of single disbursement.

6) Surplus (interest on bonds purchased exceeds base rate +other costs +margin) put in a reserve buffer, shortfall (interest on bonds purchased below base rate+ other costs +margin) covered by ESM Member. At the end of the Facility, 75% of the reserve buffer will be repaid to the beneficiary ESM Member.

7) 10 bps are applicable to disbursement via Primary Market Purchases (PMP) under a loan facility; 35bps for using PMPs for draw-downs under a precautionary credit line.

8) Surplus (interest on bonds purchased exceeds base rate +other costs+ margin) retained by ESM, shortfall (interest on bonds purchased below base rate + other costs+ margin) covered by ESM Member.

9) To be determined by BoD, upfront and on actual purchases. 10) Penalty rate has to be paid on overdue amounts.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : Εφαρμογή των μέτρων για τη διασφάλιση της σταθερότητας στην ευρωζώνη

3.1 Συνοχή , λιτότητα και ο δρόμος για την επιβίωση

Από το 2011 , τα χρηματοοικονομικά γεγονότα προκάλεσαν την ευρωζώνη αναφορικά με τη συνοχή της και το κατά πόσο θα μπορούσε να αποφύγει μια ενδεχόμενη διάσπαση . Η παρέμβαση της ΕΚΤ το Δεκέμβριο του 2011 στην αναχρηματοδότηση του χρέους των τραπεζών των χωρών της περιφέρειας , διέλυσε αυτές τις αμφιβολίες , ωστόσο δεν επέφερε μια μόνιμη λύση . Τα σκληρά μέτρα λιτότητας και οικονομικής αναδιάρθρωσης ήταν αναποτελεσματικά και δεν έπεισαν οτι με αυτόν τον τρόπο θα μπορούσαν να διασωθούν οι οικονομίες των χωρών της ευρωζώνης και ιδιαίτερα των periphery χωρών που πλήττονταν άμεσα από την κρίση καθώς ήταν περιορισμένη η πρόσβαση τους στις αγορές .

Ύστερα από μελέτες ,έγινε κατανοητό πως ο δρόμος προς την επιβίωση και την ανάπτυξη θα πρέπει να είχε τους παρακάτω τρεις βασικούς άξονες :

- *Μεταρρύθμιση (Reform*): Δομική ή έστω υποστηρικτική ,προκειμένου να ενισχυθεί η ανάπτυξη
- *Αναθέρμανση (Reflation)*
- *Ανακατανομή (Redistribution)* : Οι periphery χώρες θα μπορούν να βοηθηθούν από τις Core με την μεταβίβαση χρηματοοικονομικών πηγών (μέσω της ΕΚΤ , των ευρωομολόγων , προοδευτικής φορολογίας κτλ)

Για την επίτευξη των παραπάνω απαιτούνται τόσο πολιτικές όσο και οικονομικές μεταρρυθμίσεις , τέτοιες που να αφορούν το εύρος , την κατεύθυνση ,το χρόνο και τις συνέπειες όπως επίσης και την ελάφρυνση από το βάρος της κρίσης.

Τα μέτρα λιτότητας φαίνεται ότι απέτυχαν να αποδώσουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα ,καθώς δεν υπήρξε η αναμενόμενη ανάπτυξη, Αντίθετα υπονομεύτηκαν η αξία των χαρτοφυλακίων και η φερεγγυότητα των τραπεζών καθώς αμφισβητήθηκε η ικανότητα των κυβερνήσεων να χρηματοδοτήσουν τις τράπεζες με δημόσιο χρέος . Τα κατάλοιπα της λιτότητας ήταν τόσο οικονομικά όσο και πολιτικά και γρήγορα η ιδέα της λιτότητας εγκαταλείφθηκε .

Γενικότερα η συνοχή της ευρωζώνης επηρεάστηκε πολύ από όλα αυτά .Τα μέτρα λιτότητας μάλιστα οδήγησαν στο να γίνουν διακριτές οι διαφορές των χωρών μελών της ευρωζώνες , ιδιαίτερα μεταξύ των core (π.χ. Γερμανία) και των periphery. Ωστόσο το θέμα της βιωσιμότητας ξεπερνά τον οικονομικό του χαρακτήρα και αποκτά και πολιτικό . Οι χρηματαγορές αντέδρασαν ιδιαίτερα σε αυτό , καθώς η δημοσιονομική σταθεροποίηση δοκιμάστηκε περισσότερο από την επακόλουθη της κρίσης

ζημιά στην ανάπτυξη και τη λαϊκή υποστήριξη παρά από την αδυναμία εκτέλεσης της περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής . Η δημοσιονομική δηλαδή δημοσιότητα δεν επαρκεί για την διατήρηση της συνοχής και της λειτουργίας της ευρωζώνης καθώς η κρίση αυτή δεν αποτελεί μόνο μια κρίση χρέους καθώς αποτελεί και κρίση στα ισοζύγια των πληρωμών . Αυτό είναι και ορθό αν σκεφτεί κανείς ότι το μεγαλύτερο πρόβλημα της Ισπανίας και την Ιρλανδίας είναι ο υπέρογκος δανεισμός του ιδιωτικού παρά του δημόσιου τομέα .

Στην κρίση χρέους της ευρωζώνης , οι ηγέτες της Ευρώπης διαπίστωσαν πως έπρεπε να δοθεί σημασία και σε άλλους παράγοντες προκειμένου να αντιμετωπιστεί όπως διάφορες μακροοικονομικές ανισορροπίες αλλά και η ανταγωνιστικότητα .Για αυτό το λόγο προτάθηκε η σύσταση ενός μηχανισμού αντιμετώπισης μακροοικονομικών ανισορροπιών (Macroeconomic Imbalance Procedures – MIP) , ο οποίος θα αναλάμβανε την εποπτεία μιας σειρά μεταβλητών μεταξύ των οποίων οι τρέχοντες λογαριασμοί , η ανταγωνιστικότητα , η ανεργία και το χρέος του ιδιωτικού τομέα . Ένας ειδικός τέτοιος μηχανισμός για την ευρωζώνη (Excessive Imbalance Procedure EIP) περιλαμβάνει πρόστιμα για τα κράτη έλη της ευρωζώνης που δεν εφαρμόζουν τις συστάσεις του. Ωστόσο υπάρχουν πολλά προβλήματα με τον συγκεκριμένο μηχανισμό :

i. Το γεγονός ότι τα μέλη της EMU δεν έχουν την επιλογή να αναπροσαρμόζουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, η αναπλήρωση στο κενό στην ανταγωνιστικότητα μοιάζει να είναι πολύ δύσκολη διαδικασία Ειδικά όταν οι κεντρικές τράπεζες καλούνται να κρατήσουν το επίπεδο του πληθωρισμού στο 2% ή και χαμηλότερα .Αυτό έχει ως αποτέλεσμα Periphery χώρες να χρειάζονται περισσότερο χρόνο χαμηλού πληθωρισμού ή υποπληθωρισμού ή άλλα μέσα προκειμένου να αποκαταστήσουν την παραγωγικότητα τους σε σχέση με τις core χώρες.
ii. Το ότι μικρές χώρες καλούνται να μιμηθούν μεγαλύτερες χωρίς οι δεύτερες να έχουν πρόθεση να αναλάβουν δράση για να τις βοηθήσουν ε αυτό.
iii. Είναι αμφισβητήσιμο το κατά πόσο θα είναι επιτυχές αυτό το σύστημα προστίμων και κατά πόσο θα οδηγήσει τις χώρες αυτές να εναρμονιστούν με τις υποδείξεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης .Πόσο μάλλον όταν αυτές οι χώρες υπολειτουργούν και ίσως λαμβάνουν και χρηματοπιστωτική στήριξη για να αντιμετωπίσουν προβλήματα στα δημοσιονομικά και στον τραπεζικό τους κλάδο.

3.1.1 Οι τρεις κατευθύνσεις για την αντιμετώπιση της κρίσης και τα αποτελέσματα τους

Για του λόγους που αναφέρθηκαν παραπάνω τίθενται ερωτήματα κατά πόσο ένας EIP είναι επαρκής ώστε να αντιμετωπίσει τα προβλήματα ανταγωνιστικότητας και τις διάφορες ισολογιστικές ανισσοροπίες . Η δημοσιονομική λιτότητα από μόνη της δεν εξασφαλίζει την διαβίωση. Για αυτό το λόγο πρέπει να ακολουθούσουν οι τρεις κατευθύνσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω .

3.1.1.1 Μεταρρύθμιση και Αναπροσαρμογή (Reform)

Αυτή η κατεύθυνση που είναι συμπληρωματική της λιτότητας , θα μπορούσε να οδηγήσει σε τόνωση της οικονομικής ανάπτυξης . Είναι άλλωστε υποστηριζόμενη από τις Core χώρες όπως η Γερμανία και η Αυστρία που υποστηρίζουν πως η λιτότητα δεν εναντιώνεται στην ανάπτυξη . Αυτό μπορεί να συμβεί όταν μιλάμε σε μακροχρόνια βάση , καθώς βραγχυχρόνια μπορεί να υπάρχουν αρνητικά αποτελέσματα που μπορεί να είναι απρόβλεπτα. Πράγματι κάτω από τις παρούσες συνθήκες με την ανεργία να καλπάζει , και τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς να μην προβαίνουν σε νέες επενδύσεις μια πιθανή ανακατανομή χρηματοοικονομικών πηγών βάση της λειτουργίας αναπροσαρμογής δεν θα συμβεί ομαλά. Μερικά reforms όπως η μείωση μισθών μπορούν να οδηγήσουν σε φαινόμενα όπως μείωση της κατανάλωσης και η ανάκαμψη μπορεί να αργήσει να έρθει .

Η κρίση οδήγησε και στη δημιουργία πολλών reforms για τον χρηματοοικονομικό τομέα προκειμένου να γίνει πιο εύρωστος . Αυτά τα reforms είχαν την μορφή αυστηρότερων ρυθμίσεων για τις τράπεζες κυρίως αυξήσεις στα κεφαλαιακά αποθεματικά τους και μικρότερη έκθεση στον κίνδυνο. (Βασιλεία ΙΙΙ) . Ωστόσο μελετητές διαπίστωσαν πως οι αυστηρές αυτές ρυθμίσεις θα μπορούσαν να βλάψουν την οικονομική ανάπτυξη των τραπεζών , με τα αυξημένα δανειακά επιτόκια στο κόστος χρηματοδότησης τους .Πράγματι η χρηματοδότηση των τραπεζών δέχεται μεγάλη πίεση .Οι αγορές δεν αναμένουν πλήρη εφαρμογή των νέων ρυθμίσεων διότι είναι ιδιαίτερα επαχθείς και το ενδιαφέρον των επενδυτών έχει φύγει από τις τράπεζες. Ακόμη , φήμες σχετικά με τη αφερεγγυότητα των τραπεζών κυρίως των periphery χωρών ενισχύθηκαν ύστερα και από ενδιαφέρον των τραπεζών και άλλων ιδιωτών εκδοτών να διακρατούν δημόσιο χρέος. Σε αυτό συνετέλεσε τόσο ο χαμηλός κίνδυνος που συνοδεύει τα κρατικά ομόλογα αλλά και ο νέος δείκτης κάλυψης ρευστότητας ο οποίος ανάγκασε τις τράπεζες να διακρατούν περισσότερε ρευστοποιήσιμα χαρτοφυλάκια . Επίσης οι τράπεζες αναγκάστηκαν να μειώσουν τον δανεισμό τους καθώς η μείωση για δάνεια ήταν πολύ μικρότερη κυρίως στις periphery χώρες , γεγονός που είχε και αρνητικό αντίκτυπο στην έκδοση ομολόγων .

3.1.1.2 Αναθέρμανση (Reflation)

Αν και δεν υπάρχει καθολική συμφωνία ως προς την ανάγκη των κυβερνήσεων της Ευρωζώνης να μειώσουν το χρέος τους προς το ΑΕΠ σε μακροπρόθεσμη κλίμακα, υπάρχει μικρότερη συμφωνία σχετικά με τον απαραίτητο ρυθμό που θα γίνει αυτό . Οι επικριτές της παρούσας στρατηγικής θα υποστήριζαν ότι υπάρχουν περιθώρια για να επιβραδύνουν, ή ακόμα και σε ορισμένες περιπτώσεις να αντιστρέψουν προσωρινά, τη δημοσιονομική εξυγίανση. Υπό την προϋπόθεση ότι οι γίνονται αξιόπιστες δεσμεύσεις για τη μακροπρόθεσμη εξοικονόμηση πόρων στον προϋπολογισμό. Επιπλέον, η εμπιστοσύνη της αγοράς θα μπορούσε ίσως να ξανακερδηθεί με ελιγμούς που θα δώσουν προτεραιότητα στη λήψη βραχυπρόθεσμων μέτρων για την προώθηση μελλοντικής ανάπτυξης - και ως εκ τούτου, της δημοσιονομικής βιωσιμότητας - μέσω δημόσιων επενδύσεων και φορολογικών περικοπών με στόχο τη μείωση του κόστους της εργασίας και των επενδύσεων. Ωστόσο, λαμβάνοντας υπόψη την αποτυχία της Ευρωζώνης για δημοσιονομική εξυγίανση, η δέσμευση για τη μακροπρόθεσμη λιτότητας θα πρέπει να είναι πολύ ισχυρή.

Οι χώρες του πυρήνα της ευρωζώνης ,κυρίως η Γερμανία, έχουν μεγαλύτερο περιθώριο χαλάρωσης από τη δημοσιονομική πειθαρχία. Αν και έχουν πολύ δουλεία ακόμα προκειμένου να κατεβεί το χρέος κάτω από το 60% του ΑΕΠ τους , είναι δύσκολο να φανταστεί κανείς ότι οι αγορές θα θορυβηθούν από μια ενδεχόμενη προσωρινή αποστασιοποίηση από το δρόμο της σταθεροποίησης. Πράγματι, οι χώρες αυτές έχουν την ευκαιρία να δανείζονται με πολύ χαμηλό επιτόκιο .

Φυσικά, η χαλάρωση στα μέτρα για δημοσιονομικής πολιτικής στις core χώρες θα τους δώσει πλεονέκτημα ανάπτυξης τους πάνω από αυτές τις Periphery, αλλά θα επιφέρει οφέλη και στις δεύτερες λόγω αύξησης της ζήτησης των πρώτων .

Εκτός από τη γενική κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής, ο συνδυασμός των δημοσιονομικών μέτρων θα μπορούσε να διαδραματίσει επίσης έναν σημαντικό ρόλο στην ενίσχυση της βιωσιμότητας της ευρωζώνης . Έτσι, μια πιθανή χαλάρωση των μέτρων στην periphery αναφορικά περικοπές των φόρων επί της εργασίας ή για την τόνωση των επενδύσεων, θα μπορούσε να επιφέρει ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας αλλά και της ανάπτυξης . Αντίθετα , για τόνωση της οικονομίας της ευρωζώνης οι core χώρες θα μπορούσε να τονώσουν την εγχώρια ζήτηση με μείωση ΦΠΑ και άλλων έμμεσων φόρων, ίσως ειδικά για τα προϊόντα που προέρχονται από τις οικονομίες των periphery χωρών . Θετικό αποτέλεσμα θα είχε και μια παράπλευρη μείωση του πληθωρισμού όπως και η αύξηση των μισθών του δημόσιου τομέα και των δημοσίων επενδύσεων .

Σημαντικό ρόλο έπαιξαν και οι παρεμβάσεις της ΕΚΤ στην προσπάθεια κατευνασμού της κρίσης και την αποδοχή των μακροοικονομικών πολιτικών , καθώς βασικός της σκοπός είναι η εξασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοοικονομικού τομέα της ευρωζώνης για αυτό και δεν ήταν λίγες οι

φορές που κλήθηκε να τον υπερασπιστεί . Οι κινήσεις που έκανε η ΕΚΤ για αυτό το σκοπό ήταν οι εξής :

- περικοπές στα επιτόκια
- Μακροχρόνιες αναχρηματοδοτήσεις στις τράπεζες
- Αγορές χαρτοφυλακίων και χρεογράφων
- Προειδοποίηση και συνεργασία

3.1.1.3 Ανακατανομή (Redistribution)

Η έννοια του να μετατραπεί η ευρωζώνη σε μια ένωση στην οποία τα πλουσιότερα μέλη να στηρίζουν τα φτωχότερα μέλη , είναι σήμερα πολιτικά αδιανόητο. Φορολογούμενοι των χωρών του πυρήνα είναι θυμωμένοι με την ιδέα του να πληρώνουν βαριά φορολογία για τη διάσωση των periphery χωρών. Ωστόσο πολλοί από τους ηγέτες της ευρωζώνης πιστεύουν ακόμα στον χαρακτήρα της ως πολιτική και οικονομική-δημοσιονομική ένωση .Πράγματι, η ιστορία δείχνει ότι αυτά είναι ζωτικής σημασίας για την επιβίωση της νομισματικής ένωσης. Ωστόσο οι Γερμανοί επιμένουν και θεωρούν τη δημοσιονομική πειθαρχία ως προϋπόθεση στο δρόμο την οικονομική ένωση. Ωστόσο η τάση να τοποθετηθεί το βάρος αυτό της αναπροσαρμογής στους οφειλέτες έχει δημιουργήσει προβλήματα καθώς το φορτίο αυτό πρέπει να το αντιλαμβάνονται και οι πιστωτές και να το μοιράζονται .

Ωστόσο πρέπει να πραγματοποιούνται κάποιες δημοσιονομικές μεταβιβάσεις και μάλιστα ως τώρα έχουν γίνει κάποιες με έναν ακούσιο και συγκαλυμμένο χαρακτήρα με τις εξής μορφές :

i. *Χρεοκοπία* , ομαλή ή άτακτη . Όποια μορφή και να έχει προϋποθέτει μεταφορά χρηματοοικονομικών πόρων από τους πιστωτές στους οφειλέτες . Στην περίπτωση της Ελλάδα, ιδιώτες κάτοχοι δημόσιου χρέους έχουν ήδη καταπιεί μεγάλες απώλειες, ενώ μια περαιτέρω αναδιάρθρωση χρέους , η οποία τώρα φαίνεται αναπόφευκτη ακόμη και αν δεν μένει στο εσωτερικό της ευρωζώνης, θα συνεπάγεται αναγκαστικά απώλειες για τους πιστωτές και ως εκ τούτου και για τους μη-Έλληνες φορολογούμενους κατοίκους των υπόλοιπων κρατών μελών .
ii. *Περισσότερα δάνεια με ευνοϊκούς όρους* .συμπεριλαμβανομένων έμμεσων μεταφορών χρηματοοικονομικών πηγών με επιτόκιο κάτω από αυτό της αγοράς για τα δάνεια και τις ενδεχόμενες υποχρεώσεις σε περίπτωση χρεοκοπίας ή αναδιάρθρωσης. Η γενική προσδοκία είναι ότι το «τείχος προστασίας» του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM), είναι

πιθανό να πρέπει να αυξηθεί πάνω από τα σημερινά 500 δισ. € εάν θέλει να καλύψει τα πιθανά προβλήματα από την Ισπανία ή την Ιταλία.

iii. *Περισσότερες εγχύσεις ρευστότητας της ΕΚΤ και αγορές χαρτοφυλακίων ,* κρατώντας χαμηλά το κόστος χρηματοδότησης των προβληματικών τραπεζών κυρίως στις Periphery χώρες .

iv. *Διατραπεζική Ένωση*, βάση της οποίας ο αμοιβαίος κίνδυνος θα ενισχύσει τον τραπεζικό τομέα και θα μειώσει τα σενάρια και της φήμες περί αφερεγγυότητας . Αυτό μπορεί να περιλαμβάνει τόσο πραγματικές όσο και ενδεχόμενες μεταφορές πόρων. Πραγματικές μεταφορές μπορεί να χρειαστεί να χρηματοδοτήσουν την ανακεφαλαιοποίηση των προβληματικών τραπεζών της Ισπανία ή άλλων Periphery χωρών . Ακόμη μια διατραπεζική ένωση μπορεί να περιλαμβάνει μεταφορές χρηματοοικονομικών πηγών με τη μορφή εγγυήσεων . Αυτό θα επιφέρει μεγαλύτερο κίνδυνο από τις Periphery προς τις core χώρες , αλλά θα έχει ως αποτέλεσμα μια δραματική ώθηση στην εμπιστοσύνη ως προς την υγεία του τραπεζικού τομέα .

v. *Χρηματοδοτική Ένωση ,* με αμοιβαίο κίνδυνο για την έκδοση κοινών ομολόγων (Eurobonds) . Με τη συγκέντρωση του συνολικού πιστωτικού κινδύνου, το αποτέλεσμα θα είναι να μειωθεί αισθητά το κόστος δανεισμού για τους αφερέγγυους δανειολήπτες της Ευρωζώνης, σε βάρος των υπολοίπων. Ωστόσο δεν συμφωνούν στην έκδοση του όλοι οι ηγέτες της ευρωζώνης , με κύριους αντίπαλους χώρες ΑΑΑ όπως η Γερμανία και η Ολλανδία. Ωστόσο, τα κοινά ομόλογα θα μπορούσε να είναι μια θετική πρακτική λύση μειώνοντας το μέσο σταθμικό κόστος δανεισμού για την Ευρωζώνη στο σύνολό της , καθώς ήταν ένα ισχυρό σύμβολο της αμοιβαίας δέσμευσης, και θα αντικαταστήσουν όλες τις εθνικές εκδόσεις ομολόγων , δημιουργώντας τεράστια ρευστότητα άνω των € 8tn . Ωστόσο, μια δεύτερη ανησυχία της Γερμανίας και των συμμάχων της είναι ο ηθικός κίνδυνος, αφού οι αμιγής αλληλασφάλιση του χρέους με αυτό τον τρόπο θα μειώσει το κίνητρο των χωρών για τον περιορισμό δανεισμού τους που προέρχεται από την απειλή της πειθαρχίας της αγοράς των χωρών των ομολόγων που προσφέρουν υψηλότερη απόδοση . Αυτός ο ηθικός κίνδυνος θα μπορούσε να ωθήσει προς τα πάνω τον κίνδυνο και άρα τις αποδόσεις των κοινών ομολόγων .

vi. *Από ένωση μεταφοράς χρηματοοικονομικών πηγών σε δημοσιονομική ένωση ,* σύμφωνα με την οποία ο υφιστάμενος προϋπολογισμός της ΕΕ θα μπορούσε να εξελιχθεί σε ένα μεγαλύτερο σύστημα δημοσιονομικών μεταβιβάσεων, μέσα σε μια πλήρως ανεπτυγμένη ομοσπονδιακή δημοσιονομική ένωση κάτω από μια κεντρική αρχή, με διακριτική ευχέρεια δαπανών, φορολόγησης και δανεισμού. Η δημοσιονομικοί πόροι θα μεταβιβαστούν από τα πλουσιότερα μέλη να φτωχότερα σε πολύ μεγαλύτερη κλίμακα από ότι σήμερα . Το πλαίσιο διακυβέρνησης αναφορικά με τις δημοσιονομικές μεταβιβάσεις θα επιφέρει επίσης σημαντικές αλλαγές στις

οικονομικές τους επιπτώσεις. Κατ αρχήν, οι μεταφορές αυτές θα δώσουν σημαντική ώθηση στην ανάπτυξη των periphery χωρών και στη μείωση του χάσματος των εισοδημάτων σε όλη την Ευρωζώνη. Αυτό είναι εν μέρει επειδή οι οικονομίες των periphery χωρών είναι μικρότερες. Έτσι, η μεταφορά του αντίστοιχου του 1% του ΑΕΠ των core χωρών θα προσθέσει 1,9% στην ανάπτυξη των περιφερειακών οικονομιών , ceteris paribus . Ωστόσο αυτό είναι δύσκολο να πραγματοποιηθεί .

3.2 Τα 6 σενάρια επιβίωσης

Είναι απίθανο ότι οι αλλαγές πολιτικής στο εσωτερικό της ευρωζώνης θα πρέπει να περιοριστούν σε μία μόνο από τις τρεις κατευθύνσεις που περιγράφονται παραπάνω. Οι αλλαγές στην πολιτική θα πρέπει να είναι αμοιβαία υποστηρικτικές. Έτσι, η ένωση των τραπεζών ή τα κοινά ομόλογα θα μπορούσαν όχι μόνο να αναδιανεμητικό χαρακτήρα , αλλά επίσης να μειώνουν τις πληθωριστικές τάσεις.

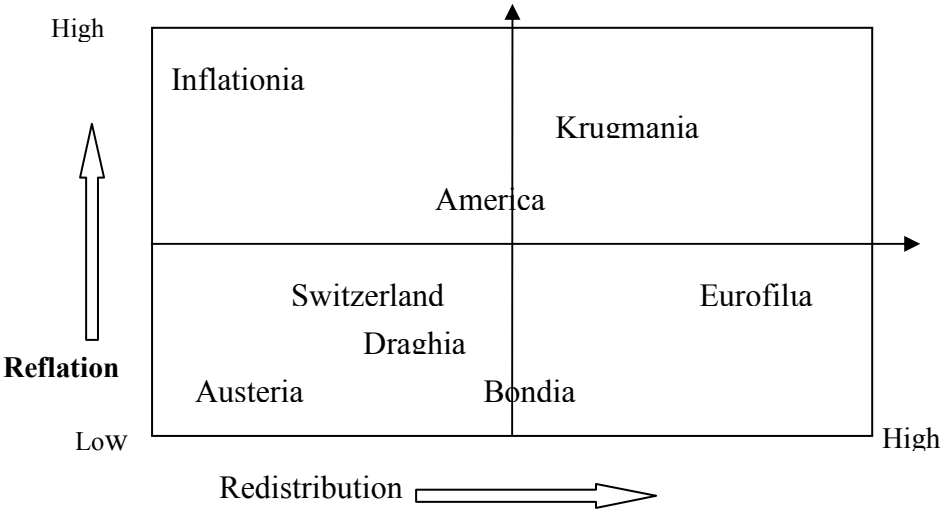
Προκειμένου να αξιολογηθεί ο ενδεχόμενος αντίκτυπος αυτών των αλλαγών πολιτικής, δημιουργήθηκαν μια σειρά από σενάρια. Πρόκειται για ενδεχόμενους σχηματισμούς βάση των ανωτέρω κατευθύνσεων . Η κλίμακα και το χρονοδιάγραμμα των αλλαγών πολιτικής είναι σαφώς αμφισβητήσιμη. Σε αυτό το πλαίσιο, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι θα είναι εφικτή η μετάβαση από το ένα σενάριο στο άλλο, ανάλογα με το πώς εξελίσσεται το οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον .Αν και το αποτέλεσμα τους είναι αμφισβητήσιμο και πρέπει να υποστούν περαιτέρω επεξεργασία τα εν λόγω σενάρια είναι τα παρακάτω :

1. Austeria – δίνει έμφαση στη δημοσιονομική συνέπεια (ασύμμετρη λιτότητα) και στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις («δημιουργική καταστροφή») . Αποτελεί συνέχεια των μέτρων που έχουν προτείνει η Γερμανία και οι συμμαχικές της core χώρες .
2. Draghia (τραπεζική ένωση) - Συνδυάζει την περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής με ταχεία ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, εγγύηση των καταθέσεων σε όλο το μήκος της ευρωζώνης , την εποπτεία και τα συστήματα ανάλυσης.
3. Bondia (χρηματοδοτική ένωση) - περιλαμβάνει την ταχεία πρόοδο προς την κοινή έκδοση ευρωομολόγων.
4. α) Europhilια (from transfer union to fiscal union) - Προσθέτοντας ρητές δημοσιονομικές μεταβιβάσεις από τις core στις periphery χώρες , οι οποίες συνοδεύονται από την τήρηση της δημοσιονομικών ανώτατων ορίων και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις.

β) Switzerland (μικρή ομοσπονδιακή ένωση μεταφοράς κυβέρνησης) - Μια ομοσπονδιακή ένωση του (4^{α}) με μικρότερο δημόσιο τομέα σε μέγεθος και συγκέντρωση .

γ) America (χαλαρή δημοσιονομική πολιτική και ένωση μεταφοράς) - Είναι ουσιαστικά μια παραλλαγή του 4α, συνδυάζοντας ένα μικρότερο δημόσιο τομέα (μείωση των δαπανών και των φόρων) - και ως εκ τούτου οικονομική απελευθέρωση - με μια πιο ενεργή δημοσιονομική πολιτική.

5. Inflationia - Περιλαμβάνει μία ριζοσπαστική χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής (επιθετική ποσοτική χαλάρωση και υποτίμηση του ευρώ). Αυτό θα μπορούσε να συναντήσει αντίσταση από τους εμπορικούς εταίρους και προϋποθέτει μια αποφασιστική κίνηση προστασίας .
6. Krugmania - Μια πιο επιθετική εκδοχή της America . Περιλαμβάνει φορολογικά κίνητρα επικεντρωμένα στις δημόσιες επενδύσεις, μεγαλύτερη κυβέρνηση και πιο χαλαρή στάση του πληθωρισμού στο άμεσο μέλλον, σε συνδυασμό με αξιόπιστες δεσμεύσεις για τη μακροπρόθεσμη δημοσιονομική εξυγίανση. Το παρακάτω διάγραμμα απεικονίζει τα 6 σενάρια :



1) Austeria : Αυτό το σενάριο συνδυάζει σκληρή εφαρμογή δημοσιονομικής λιτότητας και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Το βάρος της προσαρμογής πέφτει σε μεγάλο βαθμό στις periphery χώρες . Στην πραγματικότητα, δεν αποτελεί τόσο πολύ συνέχεια, αλλά μια εντατικοποίηση της ήδη υπάρχουσας στρατηγικής Σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο, η εφαρμογή της ασύμμετρης λιτότητας οδηγεί τόσο στην εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας όσο και στην αύξηση της απόκλισης

αναφορικά με την οικονομική ανάπτυξη μεταξύ του core και της periphery. «Εσωτερική υποτίμηση», με βάση το χαμηλότερο πληθωρισμό των μισθών θα μπορούσε να βελτιώσει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και ως εκ τούτου να επιφέρει και μείωση του εξωτερικού χρέους, αλλά με αντίκτυπο την υψηλότερη ανεργία των οφειλετών .

Σε αυτή τη βάση, είναι δύσκολο να αποφύγουμε το συμπέρασμα ότι αυτό θα θέσει τις οικονομίες της periphery στην πορεία προς την χρεοκοπία, θέτοντας το ζήτημα καθαρά στη βούληση των core χωρών για το αν θα υποστηριχθεί η αύξηση του «τείχους προστασίας» της χρηματοδότησης για αυτό το σκοπό. Αυτό με τη σειρά του θα προκαλούσε απώλειες για τους ιδιώτες και τους επίσημους φορείς του periphery χρέους καθώς στην πραγματικότητα αντιπροσωπεύει μια ακούσια μεταβίβαση πόρων.

Επιπλέον , ο συνδυασμός από τη μείωση του χρέους και τα οφέλη της συσσώρευσης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων θα μπορούσε να δώσει κάποια περιθώρια για αναβίωση των periphery οικονομιών. Δεδομένου ότι ο συνδυασμός χαμηλής ανάπτυξης και χρεοκοπίας θα οδηγήσει το ευρώ σημαντικά χαμηλότερα, μπορεί παράλληλα ,σε μακροπρόθεσμη βάση, να επιφέρει μια ώθηση στις καθαρές εξαγωγές για την Ευρωζώνη στο σύνολό της. Ωστόσο, η δημοσιονομική λιτότητα που μαστίζει όλη την Ευρωζώνη σημαίνει ότι η ανάπτυξη θα είναι γενικά υποτονική, γεγονός που υποδηλώνει ότι η πορεία προς τη δημοσιονομική βιωσιμότητα και την έκδοση ομολόγων θα είναι μακρά.

2) **Draghia** : Σε αυτό το σενάριο, η δημοσιονομική λιτότητα αμβλύνεται με την περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής και των προσπαθειών για τη βελτίωση της υγείας των τραπεζών. Η ανακεφαλαιοποίηση των προβληματικών τραπεζών συνοδεύεται από μια αποφασιστική κίνηση προς τη συμμετοχή προς το σχηματισμό «τραπεζικής ένωσης» στην Ευρωζώνη που θα εξασφαλίζει την εγγύηση των καταθέσεων, την εποπτεία και την επίλυση συστημάτων .

Το σενάριο αυτό θα μπορούσε να περιλαμβάνει περικοπές των επιτοκίων ,μια κίνηση για επέκταση του προγράμματος αγοράς χρεογράφων της ΕΚΤ και αδυναμία επίβλεψης της ευρωζώνης . Αυτό θα πρέπει να ξεπεράσει την ένσταση της ΕΚΤ σχετικά με τον πληθωρισμό και τον ηθικό κίνδυνο .

Σε σύγκριση με την Austeria, η Draghia θα οδηγήσει σε ισχυρότερη οικονομική ανάπτυξη, λόγω συνδυασμού φθηνότερης και πιο άφθονης πίστωσης ,σε πιο αδύναμο ευρώ. Τα επιτόκια των κρατικών ομολόγων θα ήταν πιθανόν να περιορίσουν κάπως το αποτέλεσμα, αλλά η δημοσιονομική λιτότητα θα εξακολουθεί να καθυστερεί την ανάπτυξη και θα επιφέρει αμφιβολίες σχετικά με τη δημοσιονομική βιωσιμότητα της περιφέρειας .

3) **Bondia** : Η Bondia συμβάλλει στην κοινή έκδοση ευρωομολόγων και προς μια ένωση των τραπεζών. Δεδομένου ότι οι αγορές είχαν δώσει εγκαίρως τη συγκατάθεση να προχωρήσει η έκδοση τους, πιστεύεται πως αυτό θα ανακουφίσει την πίεση προς την ΕΚΤ να παρεμβαίνει για να στηρίζει την periphery . Λαμβάνοντας υπόψη τις επιφυλάξεις της Γερμανίας και των core χωρών, φαίνεται ότι η κοινή έκδοση δεν καθιερωθεί αμέσως . Προϋπόθεση γι 'αυτό θα είναι η κύρωση της δημοσιονομικής συνέπειας, η οποία θα ενισχύσει περαιτέρω την εμπιστοσύνη της αγοράς στην αντοχή του συστήματος.

Σε σύγκριση με την Draghia ,η Bondia θα επιφέρει μια πολύ πιο δραματική σύγκλιση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων και, κατ 'επέκταση, στο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών. Ωστόσο, αυτό θα μπορούσε, εν μέρει τουλάχιστον, να είναι σε βάρος της ανάπτυξης των core χωρών, δεδομένου ότι θα σημαίνει κάποια αύξηση του κόστους χρηματοδότησης τους. Επιπλέον, μιας και ξ από κοινού έκδοση μπορεί να εξαλείψει την ανάγκη για τεταμένη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής όπως συμβαίνει στην Draghia, το καθαρό όφελος για την ανάπτυξη σε σύντομο χρονικό διάστημα μπορεί να είναι σχετικά μικρό.

4) **Eurofilla** : Αφού η Bondia προϋποθέτει ήδη μια σημαντική αλλαγή στην αμοιβαία πολιτική δέσμευση, το επόμενο βήμα, προς τη δημοσιονομική μεταφορά, μπορεί να μην είναι πολύ μακριά. Άλλωστε μια θετική υποδοχή προς φιλοευρωπαϊκές πολιτικές επιλογές στις Draghia και Bondia μπορεί να δημιουργήσει εκπληκτικά γρήγορη ώθηση προς αυτή την κατεύθυνση δημιουργίας "ένωσης κοινών ομολόγων". Οι αλλαγές στη συνθήκη θα πρέπει να δημιουργήσουν ένα ολοκληρωμένο σύστημα μεταφορών, το οποίο μπορεί να χρειαστεί περισσότερο από ένας χρόνος. Εν τω μεταξύ, ένα πακέτο έκτακτης ανάγκης, που θα επικεντρωθεί σε επενδυτικά σχέδια, θα μπορούσε να παρέχει ένα μέσο για την επιτάχυνση της μεταφοράς πόρων προς την περιφέρεια.

Το ότι η Europhilia, συνιστά ένα ισχυρό σύστημα δημοσιονομικής διακυβέρνησης αποτελεί προϋπόθεση για την εφαρμογή των πιο σημαντικών δημοσιονομικών μεταβιβάσεων. Αυτό θα περιορίσει τα αντικίνητρα που προκύπτουν αναφορικά με τη δημοσιονομική πειθαρχία και συνεπώς θα βελτιωθεί η αποτελεσματικότητα των μεταβιβάσεων για την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης και τη σύγκλιση της περιφέρειας. Βασική υπόθεση είναι ότι οι core χώρες δεν χρηματοδοτούν τις δημοσιονομικές μεταβιβάσεις μέσω της εγχώριας δημοσιονομικής λιτότητας, αλλά από πρόσθετο δανεισμό. Το σκεπτικό είναι ότι η αύξηση των φόρων και / ή περικοπές δαπανών στις χώρες του ευρωπαϊκού πυρήνα θα βλάψει την οικονομική ανάπτυξη τους και θα θέσει σε κίνδυνο τη λαϊκή υποστήριξη για την «αλληλεγγύη». Επιπλέον δανεισμός της core χώρας πιθανόν να έχει μόνο

μια μέτρια αρνητική επίδραση στην πιστοληπτική ικανότητα τους, ιδίως αν ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι οι μεταβιβάσεις θα μειώσουν τον κίνδυνο των μελλοντικών διασώσεων προς την περιφέρεια.

Σε κάθε περίπτωση θα εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα και η εμπιστοσύνη της ευρωζώνης , κάτι που θα οδηγήσει στην αποτελεσματικότερη διεξαγωγή δημοσιονομικών μεταβιβάσεων ,στην περαιτέρω μείωση του πιστωτικού κίνδυνου των νέων κοινών ομολόγων και στην αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης.

Μια παραλλαγή του σεναρίου Europhilia θα μπορούσε να είναι μια εξέλιξη «Switzerland» όπου μια μικρή ομοσπονδιακή κυβέρνηση συνεπάγεται χαμηλό βαθμό συγκέντρωσης (υψηλός βαθμός αυτονομίας του κράτους) και ύπαρξη ενός πειστικού καθεστώτος διασώσεων . Με άλλα λόγια, θα υπάρξει περιορισμένη κοινή ευθύνη για τα χρέη των κρατών. Αυτό μπορεί να απαιτήσει πιο επιθετικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για την επίτευξη της βιωσιμότητας .Η συνταγή θα μπορούσε να είναι περισσότερη απελευθέρωση της οικονομίας και λιγότεροι φόροι .

Μια άλλη παραλλαγή θα μπορούσε να είναι ένα σενάριο «America», και πάλι με μια μικρότερη κυβέρνηση, πιο οικονομική απελευθέρωση των αγορών, αλλά σε συνδυασμό με μια πιο χαλαρή και πιο ενεργή δημοσιονομική και νομισματική πολιτική. Ωστόσο, είναι δύσκολο να φανταστεί κανείς τις πολιτικές αλλαγές που θα απαιτούνταν για να επιτευχθεί μια τέτοια ριζική αλλαγή στο οικονομικό και πολιτικό μοντέλο της Ευρωζώνης.

5) **Inflationia** , περιλαμβάνει μια πολύ πιο ριζοσπαστική χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής και προϋποθέτει επίσης μια αντίδραση ενάντια στη δημοσιονομική λιτότητα, παρέχοντας μια περαιτέρω ώθηση στην οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό .

Δεδομένου ότι οι χώρες του πυρήνα θα μπορούσε να είναι σε καλύτερη θέση για να επωφεληθούνε από ένα πιο αδύναμο ευρώ, αυτό παράλληλα θα μπορούσε να αυξήσει τις ανισορροπίες μέσα στην ευρωζώνη. Παρ 'όλα αυτά, η ανάπτυξη στην περιφέρεια, θα εξακολουθεί να είναι ισχυρότερη από ό, τι στα προηγούμενα σενάρια. ενώ η ισχυρή ανάπτυξη στον πυρήνα μπορεί να προσφέρει την πολιτική στήριξη και οικονομικούς πόρους για μεγαλύτερες δημοσιονομικές μεταβιβάσεις προς αυτήν .

6) **Krugmania** : αποκαθιστά τις πληθωριστικές τάσεις, με έμφαση περισσότερο στη δημοσιονομικής τόνωσης. Μια απότομη επιδείνωση της οικονομίας της Ευρωζώνης στο προσεχές μέλλον θα μπορούσε να είναι ο καταλύτης για μια πολύ ισχυρότερη αντίδραση ενάντια δημοσιονομική λιτότητα .Η Krugmania επίσης επιτρέπει την ύπαρξη περισσότερης αλληλεγγύης και αναδιανομής προς την περιφέρεια, η οποία χρηματοδοτείται από πρόσθετο δανεισμό από χώρες του πυρήνα.

Η ΕΚΤ υιοθετεί βραχυπρόθεσμα μια πιο χαλαρή στάση απέναντι στον πληθωρισμό, και δανείζει περαιτέρω προκειμένου να υποστηρίξει τις δραστηριότητες μέσω της ποσοτικής χαλάρωσης και της

ανοχής στην υποτίμησης του ευρώ, σε μικρότερο βαθμό από ό, τι η Inflationia. Παρά την ποσοτική χαλάρωση, η Krugmania οδηγεί σε υψηλότερες αποδόσεις των ομολόγων εν όψει της επανεγγραφής, αν όχι εγκατάλειψη, μέσω της συνέπειας και της ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας και του πληθωρισμού.

3.3 Ευρωομόλογα (Eurobonds)

Η ζώνη του ευρώ χρειάζεται βαθιές και πλήρως ολοκληρωμένες χρηματοπιστωτικές αγορές, προκειμένου να επιστρέψει σε μια βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη και στα υψηλά επίπεδα απασχόλησης. Οι αγορά σήμερα κυριαρχείται από τη Γερμανία και από διακρίσεις σε βάρος των μικρών περιφερειακών κρατών μελών. Τα Ευρωομόλογα θα μπορούσαν να βοηθήσουν να ξεπεραστούν αυτές οι δυσκολίες με τη δημιουργία μιας μεγάλης ενοποιημένης αγοράς ομολόγων, αλλά όχι με την αποδυνάμωση του προϋπολογισμού στα υπερχρεωμένα κράτη μέλη.

Η κρίση του ευρώ το 2010 απέδειξε ότι, παρά το ενιαίο νόμισμα, η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν έχει ενσωματώσει πλήρως τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η ΕΚΤ ύστερα από έρευνα της τον Ιανουάριο του 2011 σχετικά με τον δανεισμό των τραπεζών της ευρωζώνης που οφείλεται στις «εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές που απορρέουν από τις ανησυχίες σχετικά με τον κίνδυνο, οι τράπεζες ανέφεραν επιδείνωση της πρόσβασης τους στις βραχυπρόθεσμες χρηματαγορές και τις αγορές χρεογράφων» . Οι δυσκολίες αυτές εμποδίζουν την επιστροφή σε βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη και υψηλά επίπεδα απασχόλησης. Πως όμως η δημιουργία των ευρωομολόγων θα μπορούσε να συμβάλει στην ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών;

Η διασπασμένη φύση των ευρωπαϊκών αγορών χρέους εμποδίζει τη δημιουργία μακροπρόθεσμων επενδύσεων ,την οικονομική ανάπτυξη , τη δημιουργία θέσεων εργασίας και την ανάπτυξη διεθνούς ανταγωνιστικότητα . Η φύση αυτή καθιστά ακόμη πιο δύσκολη την αύξηση των κεφαλαίων να αυξήσουν

κεφάλαια, επειδή στις ευρωπαϊκές αγορές η ρευστότητα είναι λιγότερη σε σχέση με αυτές των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας, με αποτέλεσμα οι αγορές αυτές να χαρακτηρίζονται από υψηλότερα επιτόκια. Μακροπρόθεσμοι επενδυτές, όπως τα δεν μπορούν να βρουν τα χρηματοοικονομικά μέσα προκειμένου να ταιριάξουν με τις μακροπρόθεσμες ανάγκες και το χρέος που εκδίδεται σε περιφερειακές αγορές δεν είναι εύκολο να απορροφηθεί . Μεγάλοι ξένοι επενδυτές, όπως τα κρατικά επενδυτικά ταμεία, δεν προσελκύονται εύκολα από μικρού μεγέθους εκδόσεις .

Αυτά τα μειονεκτήματα είναι άνισα κατανεμημένα. Στην παρούσα κρίση, η γερμανική κυβέρνηση γίνεται αντιληπτή ως ένα ασφαλές χαρτοφυλάκιο, αλλά από μια παγκόσμια άποψη, γερμανικά κρατικά

ομόλογα αποτελούν μια μικρή αγορά χαρτοφυλακίων που δεν έχει καμία σημασία για την Ευρώπη, εκτός από το ότι εξυπηρετούν ως σημείο αναφοράς. Έτσι, οι τράπεζες και οι μη χρηματοοικονομικές εταιρείες βρίσκονται αντιμέτωπες με επιδείνωση των ικανοτήτων τους να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους, ενώ οι γερμανικές εταιρείες επωφελούνται από τα φθηνά κεφάλαια.

Στο πλαίσιο αυτό και με βάση τις συνθήκες που επικρατούν στην ευρωζώνη , η ιδέα της έκδοσης ευρωομολόγων αποκτά μια νέα πολιτική διάσταση. Σήμερα, τα ευρωομόλογα είναι το οικονομικό ισοδύναμο του ενιαίου νομίσματος. Το ευρώ έγινε μια πολιτική και οικονομική αναγκαιότητα, επειδή η ενιαία αγορά δεν είναι βιώσιμη χωρίς ένα ενιαίο νόμισμα για αυτό και τα κράτη μέλη ως εκ τούτου αναγκάστηκαν να εγκαταλείψουν τη νομισματική κυριαρχία και να το δημιουργήσουν . Σήμερα, η σοβινιστική στάση της Γερμανίας απέναντι στην ΕΕ, όπου μερικοί απαίτησαν ακόμα πως όσα κράτη μέλη δεν συμμορφωθούν, θα πρέπει να εκδιωχθούν από το ευρώ, δημιούργησε ένα πολιτικό πρόβλημα με σοβαρές μακροπρόθεσμες συνέπειες που θα μπορούσε να απειλήσει τη συνοχή και την επιβίωση της ευρωζώνης . Ωστόσο η δημιουργία μιας πλήρως ολοκληρωμένης χρηματοοικονομικής αγοράς όπου θα υπάρχει συγκέντρωση του δημόσιου χρέους θα μπορούσε να αντιμετωπίσει τους κινδύνους αυτούς, και η σιωπηρή αλληλεγγύη του ευρωομολόγου θα εδραιώσει το κεκτημένο της νομισματικής ένωσης.

Όπως αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο τα ευρωομόλογα θα εκδίδονται από έναν νέο ειδικό μηχανισμό , τον Ευρωπαϊκού Μηχανισμό Χρέους (European Dept Agency –EDA) .Ο μηχανισμός αυτός αγοράζει δημόσιο χρέος από τράπεζες και άλλους επενδυτές . Οι τίτλοι θα είναι κατά βάση κρατικά ομόλογα αλλά θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν και δάνεια που έχουν χορηγηθεί από κράτη μέλη στο πλαίσιο του EFSF.Με αυτό τον τρόπο εξαλείφεται ο κίνδυνος κράτη-μέλη να αναλάβουν υποχρεώσεις κρατών μελών , σε περίπτωση αδυναμίας εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους τους .Προκειμένου η έννοια της ευρωπαϊκής αλληλεγγύης να αποκτήσει ουσιαστική υπόσταση , η σύνθεση των στοιχείων ενεργητικού του παραπάνω μηχανισμού θα αντανακλά τα εθνικά μερίδια στο κεφάλαιο της ΕΚΤ .

Τα ομόλογα αυτά πωλούνται σε επενδυτές , δηλαδή τράπεζες , συνταξιοδοτικά ταμεία , ασφαλιστικές εταιρείες , ξένα κρατικά ταμεία επενδύσεων κτλ. Είναι εμπορεύσιμα στις αγορές κεφαλαίων , όπου αξιολογείται διαρκώς η συνολική ποιότητα και η πιστοληπτική ικανότητα των κρατικών δανειοληπτών, Εν τούτοις, τα ευρωομόλογα , ως χαρτοφυλάκιο , είναι λιγότερο ευάλωτα στις αξιολογήσεις των διεθνών οίκων αξιολόγησης , επειδή αντανακλούν ένα σταθμικό μέσο όρο τίτλων . Έτσι , τα ιδιωτικά ομόλογα της Ένωσης συμβάλλουν στην ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής Αγοράς ομολόγων .

3.3.1 Τα ευρωομόλογα και οι επενδύσεις στο δημόσιο τομέα

Η έκδοση των ευρωομολόγων είχε δύο βασικούς στόχους , την τόνωση των επενδύσεων και την οικονομική ανάπτυξη. Η βασική αδυναμία τους είναι πως τα οικονομικά εύρωστα κράτη της ευρωζώνης έπρεπε να πληρώσουν το χρέος των οικονομικά αδύναμων κρατών . Αμφιβολίες αναγεννήθηκαν και στο κατά πόσο ο προϋπολογισμός της ένωσης θα μπορούσε να χρηματοδοτήσει , δεδομένου ότι πάντα πρέπει να είναι ισοσκελισμένος.

Το 2010 ύστερα από πρόταση του στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ,ο Πρόεδρος της Επιτροπής κ. Barroso αναβιώνοντας την ιδέα Ντελόρ , έκανε πρόσκληση για δημιουργία ομόλογα από την ΕΕ και προς όφελος της. Αυτά τα ομόλογα θα είχαν ως σκοπό να κινητοποιήσουν ιδιωτικές επενδύσεις για τη στήριξη των στόχων που διατυπώνονται στη στρατηγική "Ευρώπη 2020", γεφυρώνοντας τα κενά στην ιδιωτική χρηματοδότηση και τη μόχλευση του προϋπολογισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ευρωπαϊκά ομόλογα θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σε συνεργασία με τον τραπεζικό και ιδιωτικό τομέα μέσω της ΕΤΕπ (Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων) ή να δημιουργηθεί το πλαίσιο για έργα με μακροπρόθεσμες εμπορικές δυνατότητες. Τέτοια ομόλογα θα εκδίδονταν από τον ιδιωτικό τομέα και ο ευρωπαϊκός προϋπολογισμός θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για τη βελτίωση της αξιολόγησης τους προκειμένου να προσελκύσουν χρηματοδότηση μέσω της ΕΤΕπ, από άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και ιδιώτες επενδυτές.

Η ιδέα φάνηκε ελκυστικό, ωστόσο η εμπειρία των κρατών μελών με ιδιωτικές-δημόσιες-εταιρικές σχέσεις υπήρξε πάντα πειστική . Επιπλέον, η συμβολή των δημοσίων επενδύσεων για την οικονομική ανάπτυξη δεν είναι αμφισβητήσιμη στην Ευρώπη, αντίθετα με τις ιδιωτικές επενδύσεις που αποτελούν σαφώς μια κινητήρια δύναμη ανάπτυξης. Από την άλλη δεν υπάρχει αμφιβολία πως οι δημόσιες επενδύσεις μπορεί να είναι ένα οικονομικό κίνητρο κατά τη διάρκεια μιας κρίσης, όταν οι ιδιωτικές επενδύσεις και η ζήτηση καταρρέουν.

Κάποιος μπορεί εύκολα να παρασυρθεί και να πει πως τα ευρωομόλογα θα είναι καλό για την ανάπτυξη, αν θα μπορούσαν να βοηθήσουν τα βαθιά χρεωμένα κράτη μέλη με τη χρηματοδότηση των δημόσιων επενδύσεων. Ωστόσο, δεν είναι βέβαιο ότι οι δημόσιες επενδύσεις είναι πιο παραγωγικές από τις ιδιωτικές και ότι έχουν μόνιμα θετική επίδραση στην ανάπτυξη της Ευρώπη. Αν οι δημόσιες επενδύσεις είχαν μεγαλύτερη επίδραση στην ανάπτυξη από ότι οι ιδιωτικες επενδύσεις , τότε τα ευρωομόλογα θα χρησιμοποιούνταν για τη χρηματοδότηση των ευρωπαϊκών επενδύσεων. Αν όμως δεν υπάρχουν τέτοιες επιδράσεις και αποτελέσματα μόχλευσης, τότε θα πρέπει να βελτιωθούν κατά πολύ οι συνθήκες για τις τράπεζες και τις επιχειρήσεις ώστε να έχουν πρόσβαση στις πιστωτικές

αγορές και θα πρέπει να πριμοδοτηθεί η χρηματοοικονομική οικονομική λειτουργία της αγοράς των ευρωομολόγων.

Υπάρχουν όμως και επιχειρήματα που αντιτάσσονται στην έκδοση των ευρωομολόγων που σχετίζονται με την επίλυση προβλήματα του δημόσιου τομέα . Δημοσιονομικά συντηρητικοί έχουν την τάση να απορρίπτουν τα ευρωομόλογα, διότι οι εν λόγω ομολογίες συχνά προωθούνται σε υπερχρεωμένα κράτη μέλη, τα οποία πρέπει να εξυγιάνουν τα δημόσια οικονομικά τους. Για παράδειγμα διάφορα ομόλογα που εκδόθηκαν προκειμένου να επιτευχθεί περαιτέρω δημοσιονομική ενοποίηση. Τα ομόλογα έτσι χρησιμοποιήθηκαν προκειμένου να εξομαλυνθούν και να χαλαρώσουν οι προϋπολογιστικοί περιορισμοί των κυβερνήσεων . Δεν αποτελεί έκπληξη, πως βασικοί συνεισφέροντες στον προϋπολογισμό της ΕΕ αντιστέκονται στην ιδέα, διότι θα πρέπει να επωμιστούν το βάρος του χρέους των άλλων κρατών μελών.

3.3.2 Είδη ευρωομολόγων

Οι πιο πρόσφατες προτάσεις για τα ευρωομόλογα είχαν ως κίνητρο την κρίση χρέους στη Νότια Ευρωπαϊκά κράτη μέλη. Αντιμέτωποι με τον κίνδυνο μιας πιθανής χρεοκοπίας, πολλοί επενδυτές αποτραβήχτηκαν από αγορές ομολόγων των χωρών της περιφέρειας . Και η επικρατούσα έλλειψη ρευστότητας έχει ωθήσει τις αποδόσεις τους και πέραν αυτήν των γερμανικών ομολόγων που αποτελεί και το σημείο αναφοράς (benchmark) . Πολλοί παρατηρητές υποστηρίζουν ότι η Ελλάδα και πιθανώς κάποιες άλλες χώρες , προερχόμενες κυρίως από την περιφέρεια δεν θα είναι σε θέση να εξυπηρετήσουν το χρέος τους στο μέλλον.

Ως εκ τούτου, η αύξηση της ανάπτυξης πρέπει να αποτελεί προτεραιότητα της πολιτικής, αν και θα χρειαστούν μεγάλα πρόσθετα χρηματοδοτικά μέσα για να παραμείνουν βιώσιμα τα δημόσια οικονομικά όσο η οικονομική ανάπτυξη παραμένει αδύναμη. Για αυτό το λόγο δικαιολογείται η διεύρυνση του EFSF και του ESM αργότερα ,για να βοηθήσουν οικονομικά αδύναμα κράτη μέλη να ξεπεράσουν τις δυσκολίες τους. Επιπλέον, προκειμένου να συνεχίσει τις επενδύσεις και την οικονομική ανάπτυξη, ο ιδιωτικός τομέας πρέπει να βρει ελκυστικές συνθήκες για να προκειμένου να μπορέσει να δανειστεί . Οι συνθήκες αυτές δεν εξαρτώνται μόνο από τη νομισματική πολιτική ή τα κεφάλαια των τραπεζών, αλλά και από το βάθος και τη ρευστότητα των ευρωπαϊκών αγορών ομολόγων. Πολλές προτάσεις για την έκδοση ευρωομολόγων έχουν επιδιώξει την αύξηση της ρευστότητας στις αγορές της Ευρώπης, Προτάσεις που την ίδια στιγμή επιθυμούν να μειώσουν το κόστος του δανεισμού για τις υπερχρεωμένες κυβερνήσεις των κρατών μελών.

Τα κύρια πλεονεκτήματα των ευρωομολόγων είναι η αυξημένη ρευστότητα των ευρωπαϊκών αγορών ομολόγων , η προστασία από τις μεγάλες κρίσεις της αγοράς και την απειθαρχία της αγοράς, η δεδομένη χρηματοδότηση για όλες τις χώρες της ευρωζώνης και τη βελτίωση της διεθνούς θέσης του ευρώ. Τα βασικά μειονεκτήματα είναι πιθανά προβλήματα παρασιτισμού, εντάσεις με τη βιωσιμότητα , την ανυπαρξία ρήτρας διάσωσης, την αξιοπιστία και την πολιτική. Ειδικά η πολιτική βιωσιμότητα μπορεί να αποδειχθεί ένα μεγάλο εμπόδιο που πρέπει να ξεπερασθεί πριν από την έναρξη κάθε συστήματος ευρωομολόγων. Σωστή δημοσιονομική πειθαρχία και συντονισμός θα πρέπει να συμφωνηθούν πριν από ολοκλήρωση της ευρωπαϊκής αγοράς ομολόγων, συμπεριλαμβανομένης της εισαγωγής ενός συστήματος ευρωομολόγων. Ειδικότερα η έκδοση των ευρωομολόγων θα συμβάλει στην καλύτερη λειτουργία των ομολόγων με τους εξής τρόπους :

1. Πειθαρχία της αγοράς : οι αγορές θα πρέπει να είναι σε θέση να πειθαρχήσουν σωστά στις κυβερνήσεις σχετικά με τις υποδείξεις για καλή και κακή συμπεριφορά, αντί να ενεργούν πολύ ασταθώς όπως έκαναν πέρυσι. Ωστόσο, ορισμένοι αμφισβητούν το αν ή όχι οι αγορές είναι σε θέση να πειθαρχήσουν σωστά στις οδηγίες των κυβερνήσεων .
2. Δημοσιονομική πειθαρχία : αυτά τα ομόλογα θα πρέπει να συμβάλλουν στην ενίσχυση της επιβολής των δημοσιονομικών κανόνων, δηλαδή εκείνων που προέρχονται από το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) . Από την άλλη μεριά κάποιοι ερευνητές υποστηρίζουν ότι τα ομόλογα αυτά θα αποδυναμώσουν τη δημοσιονομική πειθαρχία .
3. Αποτροπή της κερδοσκοπίας : με τη διασφάλιση της σταθερότητας του ευρώ, τα ομόλογα θα πρέπει να βοηθήσουν στην προστασία από την κερδοσκοπία στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο, ερευνητές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχουν ισχυρές εμπειρικές αποδείξεις κατά της κερδοσκοπίας («short-selling») και ότι θα πρέπει να απαγορευτεί.
4. Σταθερότητα της αγοράς : η αγορά κρατικών ομολόγων θα είναι μεγαλύτερο και πιο σταθερή
5. Οφέλη για τόσο δυνατά και τα αδύνατα κράτη μέλη: αυτό είναι πολύ σημαντικό πολιτικά, καθώς απαιτείται ένα μεγάλο ποσοστό συμμετοχής είναι προκειμένου να είναι επιτυχής η πρόταση του ευρωομολόγου .

Οι Favero και Missale (2010) συνόψισαν τις πιο πρόσφατες προτάσεις για τα ευρωομόλογα . Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα προτεινόμενα ευρωομόλογα μπορούν να βελτιώσουν τη ρευστότητα και τον κίνδυνο αθέτησης πάνω από το δημόσιο χρέος, ενώ εξασφαλίζουν επίσης την αδιάλειπτη πρόσβαση στην αγορά για όλα τα κράτη μέλη. Επιπλέον, είναι σε θέση να προστατεύσουν από κερδοσκοπικές επιθέσεις και να βελτιώσουν τη θέση του ευρώ ως διεθνούς αποθεματικού νομίσματος. Όσον αφορά στην οικονομική διακυβέρνηση, τα ομόλογα μπορούν να οδηγήσουν σε

βελτίωση της δημοσιονομικής πειθαρχίας, τη μείωση της πιθανότητας μιας διάσωσης και, τελικά, το χαμηλότερο κόστος για τον φορολογούμενο. Ωστόσο, αυτά τα οφέλη βασίζονται στην αξιόπιστη συνεργασία και δέσμευση, και απαιτούν ένα αρκετά υψηλό ποσοστό συμμετοχής και την αξιοπιστία της δημοσιονομικής πειθαρχίας. Επιπλέον, η ευελιξία στη διαχείριση του χρέους μειώνεται και το set-up κόστος μπορεί να είναι πολύ υψηλό.

Η πρώτη πρόταση για την εισαγωγή των ευρωομολόγων έχει γίνει από τον Boonstra και αποτελεί μια από τις πιο λεπτομερείς αναλύσεις και προτάσεις. Προτείνει να περάσουμε από το εθνική στην κεντρική χρηματοδότηση για όλα τα δημόσια χρέη, με αποτέλεσμα να καταργηθεί η δυνατότητα των χωρών να αυξήσουν το χρέος χωριστά στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Προτείνει την δημιουργία ενός ανεξάρτητου ταμείου που θα εκδίδει ευρωομόλογα, και θα δανείζει τα κεφάλαια που αντλήθηκαν στις συμμετέχουσες χώρες της ευρωζώνης με ένα ασφάλιστρο πάνω από το επιτόκιο του ευρωομολόγου. Το ασφάλιστρο αυτό θα είναι βάση των αποκλίσεων ελλείμματος και χρέους από το μέσο όρο των επιπέδων της Γερμανίας και της Γαλλίας. Ασφάλιστρο θα πληρώνουν μόνο οι χώρες που λειτουργούν χειρότερα από ό,τι η Γερμανία και η Γαλλία . Ο τύπος αυτού του ασφάλιστρου έχει ως εξής:

$$R(i) = a[O(i) - O(m)] + b[S(i) - S(m)] ,$$

όπου :

R(i): το περιθώριο πληρωμής της χώρας I πάνω από το κόστος δανεισμού της χρηματοδότησης

O(i): ο δημόσιος ελλειμματικός δείκτης της χώρας i

S(i): ο δημόσιος δείκτης χρέους της χώρας i

O(m),S(m) : αντιπροσωπεύουν το μέσο Γερμανικό και Γαλλικό δημόσιο έλλειμμα και δημόσιο χρέος , και a ,b : είναι συντελεστές , που χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό του εύρους της αντίστοιχης λειτουργίας. Οι συντελεστές αυτοί θα ρέπει να υπολογίζονται εκ των προτέρων .

Η πρόταση αυτή είναι πολύ απλή, και έχει πολλά πλεονεκτήματα: το μέσο κόστος δανεισμού θα μειωθεί, η ποιότητα της δημοσιονομικής πολιτικής αντανακλάται στα επιτόκια και οι χώρες της ευρωζώνης αντιμετωπίζουν ένα μια σχετική σταδιακή πειθαρχία από την ταμείο έκδοσης , παρά από τις ασταθείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο, η πρόταση έχει επίσης κάποιες ισχυρές απαιτήσεις προκειμένου να εφαρμοσθεί σωστά . Πρώτον, οι συμμετέχουσες χώρες πρέπει να συμφωνήσουν να μην προβαίνουν σε νομισματική χρηματοδότηση ή σε προσέγγιση προς χρηματοδότηση απευθείας στις αγορές . Αυτή η συμπεριφορά,

όπως η αθέτησης πληρωμών , θα τιμωρείται με κυρώσεις που επιβλήθηκαν από το ταμείο. Δεύτερον, η συμμετοχή είναι εθελοντική καθώς οι χώρες τότε θα έχουν δεσμευθεί πλήρως για το κόστος και τα οφέλη από το ταμείο της ευρωζώνης. Ωστόσο, ο Boonstra (2010) υποστηρίζει ότι η μεγάλη ρευστότητα και τα οφέλη της σταθερότητας τελικά θα πείσουν όλες τις χώρες να συμμετάσχουν. Επιπλέον, μη συμμετοχή στο πρόγραμμα αυτό θα αποτελεί κακό μήνυμα προς τις χρηματοπιστωτικές αγορές, αυξάνοντας έτσι το κόστος δανεισμού. Τέλος, η αξιοπιστία της ΟΝΕ ταμείο πρέπει να είναι πολύ υψηλή . Κάποια άλλα θέματα σχετικά με την πρόταση αυτή μπορεί να είναι η ρύθμιση των παραμέτρων και το επιτόκιο βάσης , καθώς και η πρακτική και πολιτική εφαρμογή και κυρίως η μετάβαση από το σημερινό καθεστώς στο νέο. Οι παράμετροι αυτές θα πρέπει να συμφωνούν με το αναθεωρημένο ΣΣΑ.

Η πρόταση από τους De Grauwe και Moessen (2009) γίνεται μέσω ενός πιο απλού και συνοπτικού τρόπου . Προτείνουν ένα σύστημα κατά το οποίο κάποιος ευρωπαϊκός μηχανισμός θα εκδίδει ομόλογα πχ. η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (European Investment Banks - EIB) .

Το μερίδιο των κρατών μελών σε αυτό το σύστημα θα πρέπει να βασίζεται στο μερίδιο ιδίων κεφαλαίων της EIB, καθώς και το τοκομερίδιο σε αυτά τα ομόλογα είναι ένα σταθμισμένος (από τις ίδιες μετοχές) μέσος όρος των αποδόσεων στην εθνική αγορά κρατικών ομολόγων. Στη συνέχεια, τα έσοδα από αυτό τον μηχανισμό θα πρέπει να κατανεμηθούν στα κράτη μέλη με τον ίδιο τρόπο. Τέλος, οι συμμετέχουσες χώρες θα πληρώνουν το ίδιο ποσοστό που πληρώνουν στα κρατικά ομόλογα τους, εξαλείφοντας έτσι τις όποιες δυνατότητες παρασιτισμού . Αυτή η πρόταση θα εξασφαλίσει χρηματοδότηση για όλα τα κράτη μέλη, καθώς και ασφάλεια για τους επενδυτές σε αυτά τα ομόλογα. Ωστόσο, μπορεί επίσης να εγείρει ζητήματα όπως την κατανομή των συλλογικών ευθυνών, την πιθανή ύπαρξη σιωπηρών εγγυήσεων από ισχυρότερες χώρες που συμμετέχουν στο πρόγραμμα (που δεν θα θέλουν να το αφήσουν να καταρρεύσει) και τον προσδιορισμό της απόδοσης που πρέπει να καταβληθεί, καθώς οι εθνικές αγορές ομολόγων μπορεί να να διαβρωθούν όταν εισάγονται σε αυτές τα ευρωομόλογα .

Επιπλέον, Delpla και von Weizsäcker (2010) πρότειναν μια άλλη παραλλαγή του ευρωομολόγου, σε ένα σύστημα που βρίσκεται ανάμεσα στις δύο προαναφερθείσες προτάσεις. Η πρότασή τους αναφέρει ότι οι χώρες της ΕΕ θα πρέπει να ενώσουν τα χρέη τους σε ένα ανώτατο όριο του 60% του ΑΕΠ (το όριο του Μάαστριχτ), τα λεγόμενα «μπλε ομόλογα – blue bonds ». Πέρα από το επίπεδο του 60%, οι χώρες θα πρέπει να πάνε από μόνες τους στην κεφαλαιαγορά, κάτι που θα οδηγήσει σε αύξηση του κόστους δανεισμού. Αυτό το μέρος του χρέους ονομάζεται το «κόκκινο χρέος red debt ». Αυτό οδηγεί σε μια τμηματοποίηση του χρέους: τα μπλε ομόλογα θα είναι ανώτερα, πιο ρευστοποιήσιμα και θα υπόκεινται σε χαμηλότερο κίνδυνο αθέτησης, ενώ τα κόκκινα ομόλογα θα

είναι κατώτερα, μη ρευστοποιήσιμα και θα υπόκεινται στον ίδιο κίνδυνο αθέτησης, όπως πριν. Εφόσον το κόκκινο χρέος φέρνει το υψηλότερο κόστος, οι χώρες θα έχουν ένα κίνητρο για την εδραίωση του προϋπολογισμού τους ώστε να φέρει το χρέος τους κάτω από το 60% του ΑΕΠ.

Πολλές θεσμικές λεπτομέρειες ωστόσο θα πρέπει να διευθετηθούν. Πρώτον, η διανομή των κερδών και το κόστος θα πρέπει να ορίζονται, κατά προτίμηση με βάση τις δημοσιονομικές θέσεις. Αυτό μπορεί για παράδειγμα να επιτευχθεί μέσω της σύνδεσης της ποσόστωσης των μπλε ομολόγων στη δημοσιονομικής πειθαρχία, με ελάχιστο όριο το μηδέν και ανώτατο το 60% του ΑΕΠ. Δεύτερον, η συμφωνία να μην δανειστεί που περιγράφηκε παραπάνω πρέπει να υπογραφεί, προκειμένου έτσι να εγγυηθεί την αξιοπιστία της πειθαρχίας του συστήματος. Τρίτον, πρέπει να συσταθεί μια ομαλή και σταθερή διαδικασία για την κατανομή των μπλε ομολόγων ,κατά προτίμηση από ένα ανεξάρτητο όργανο που μπορεί να αποφασίσει σχετικά με την αξιοπιστία των εφαρμοζόμενων δημοσιονομικών πολιτικών των χωρών που συμμετέχουν. Αυτό αφορά επίσης τις εγγυήσεις μη-διάσωσης που πρέπει να εδραιωθούν σε αυτό το σύστημα: μια ομαλή διαδικασία πτώχευσης πρέπει να διοργανώνεται για τις χώρες που αθετούν τις "κόκκινο χρέος" τους, έτσι ώστε να αποφευχθεί μια νέα κρίση. Τέλος, πρέπει να τακτοποιηθεί η μετάβαση από τη σημερινή κατάσταση σε αυτή των μπλε / κόκκινων ομολόγων .Οι Delpla και von Weizsäcker (2010) προτείνουν τη σταδιακή κατάργηση του εθνικού χρέους, αφήνοντας το τις εκδόσεις των μπλε και το κόκκινο ομολόγων να αντικαταστήσουν αυτές των εθνικών ομολόγων. Δηλώνουν πως είναι επίσης δυνατή μια αναδιάρθρωση του χρέους, αν το καθεστώς εφαρμοστεί ταχύτερα. Με βάση τα παραπάνω φαίνεται πως οι χώρες έχουν πολλά κίνητρα για να συμμετάσχουν. Πρώτον, βελτιώνεται η ρευστότητα ενός μεγάλου μέρος του χρέους τους, γεγονός που οδηγεί σε μείωση του κόστους δανεισμού. Δεύτερον, οι χώρες με ασθενή δημοσιονομική πολιτική μπορεί να χρησιμοποιήσουν το σύστημα ως μέσο για τη βελτίωση του προϋπολογισμού τους.

Τέλος, οι ισχυρές χώρες δεν χρειάζεται να ανησυχούν για το αν θα πρέπει να πληρώσουν για κάποια πιθανή διάσωση. Ωστόσο, το πλεονέκτημα αυτό εξαρτάται αποκλειστικά από την αξιοπιστία της σύστασης .

Η τελευταία πρόταση έχει έρθει από τον πολιτικό χώρο , και είναι μια πολύ πρακτική προσέγγιση για την έκδοση των Ευρωομολόγων. Οι Juncker και Tremonti (2010) προτείνουν ένα ανεξάρτητο ευρωπαϊκό οργανισμό διαχείρισης χρέους (European Debt Agency - EDA), που θα αποτελεί και τον διάδοχο του τρέχοντος ταμείου σταθερότητας , στην έκδοση των ευρωομολόγων. Θα πρέπει να χρηματοδοτεί μέχρι και το 50% των εκδόσεων των κρατών μελών της ευρωζώνης, προκειμένου να διασφαλιστεί ένα βαθιά και με ικανοποιητική ρευστότητα αγορά. Επιπλέον, η EDA θα πρέπει να προσφέρει μια μετάβαση από τα εθνικά ομόλογα στα ευρωομόλογα.

Η μετάβαση αυτή θα πρέπει να λαμβάνει χώρα μέσω μιας έκπτωσης στα εθνικά ομόλογα (υψηλότερη για χώρες με αδύναμους προϋπολογισμούς), προκειμένου κάνουν τα ευρωομόλογα ελκυστικά για τους επενδυτές. Αυτό θα αναγκάσει τις χώρες σε άμεση βελτίωση των ελλειμμάτων. Η πρόταση οδηγεί και πάλι σε μείωση του κόστους δανεισμού, καταφύγιο από τα διάφορα σοκ της αγορά και την κερδοσκοπία, καθώς και τη μείωση του ηθικού κινδύνου μέσω της αυτόματης δημοσιονομικής πειθαρχίας. Επιπλέον, οι ερευνητές αυτής της πρόστασης υποστηρίζουν ότι οι φορολογούμενοι δεν θα πρέπει να πληρώσουν το τίμημα, καθώς EDA θα πραγματοποιεί ένα κέρδος από τη μετατροπή των εθνικών ομολόγων με έκπτωση. Ωστόσο, η πρόταση είναι αρκετά ανάλογη με τους όρους που ισχύουν κάθε φορά : η σύσταση του EDA δεν έχει συζητηθεί λεπτομερώς, και δεν δίδονται εκτιμήσεις της έκπτωσης ή το επιτόκιο του EDA.

Σύγκριση των διάφορων προτάσεων για ευρωομόλογα :

Delpla and von Weizsacker (2010)

- Blue bonds μέχρι το 60% του ΑΕΠ, και red bones πέρα από το όριο
- Πάνω από αυτό το περιθώριο, η δημοσιονομική πειθαρχία θα είναι απαραίτη-
  Τη προκειμένου να μειωθεί το χρέος κάτω από το 60% του ΑΕΠ
- Ανεξάρτητη διοίκηση από ένα νέο θεσμοθετημένο συμβούλιο σταθερότητας
- Επιλεκτική χρεοκοπία για το «κόκκινο χρέος» προκειμένου να μειωθεί ο αριθμός της άτακτης χρεοκοπίας
- Πλεονεκτήματα κυρίως για τις όλες τις συμμετέχουσες χώρες
-

Πλεονεκτήματα	*Μειονεκτήματα*
+Απλουστευμένη πρόταση +Αύξηση ρευστότητας, χαμηλά κόστη έως το 60% του ΑΕΠ του ανώτατου οριου των blue bonds +Αυτόματη δημοσιονομική πειθαρχία +Λιγότερη άτακτη χρεοκοπία για το "κόκκινο χρέος" +Περιορισμένες από κοινού εγγυήσεις και αξιοπιστία	-Απαιτείται πλήρης συμμετοχή -Απαιτούνται αξιόπιστες δεσμεύσεις -Απαιτείται ανεξάρτητη διαχείριση -Προβληματική μετάβαση - κούρεμα του δημοσίου χρέους των Ευρωπαϊκών αγορών

De Grauwe and Moesen (2009)

- Η ΕΕ εκδίδει ευρωομόλογα με μέση απόδοση των συμμετεχόντων χωρών
- Οι κυβερνήσεις πληρώνουν το ίδιο επιτόκιο όπως και πριν με το δημόσιο χρέος
- Όλα εξαρτώνται από το διανεμημένο κεφάλαιο στην EIB
- Πλεονεκτήματα κυρίως για τις αδύναμες χώρες

Πλεονεκτήματα	*Μειονεκτήματα*

+Αύξηση ρευστότητας (για τις αδύναμες χώρες) +Μη ανεξέλεγκτα δανειακά επιτόκια +Προστασία από την κερδοσκοπία +Αντικειμενική εφαρμογή +Εγγυημένη χρηματοδότηση	-Πως θα γίνει καταμερισμός ευθυνών -Εγγυήσεις από τα δυνατότερα μέλη -Διάβρωση εθνικών αγορών -Μη μακροσκελής ολοκλήρωση -κούρεμα του δημοσίου χρέους των Ευρωπαϊκών αγορών

Boonstra (2005,2010)

- Κεντρική χρηματοδότηση μέσω του ταμείου Ευρωπαϊκής Χρηματοδότησης ,που θα αντικαταστήσει τα κρατικά ομόλογα
- Επιτόκιο βάση των αποκλίσεων ελλείμματος και χρέους κατευθείαν ή κατά μέσο όρο
- Ξεκάθαρες κυρώσεις όταν παραβιάζονται οι κανονισμοί πχ στην περίπτωση αθέτησης πληρωμής
- Εθελοντική συμμετοχή
- Πλεονεκτήματα τόσο για τις δυνατές όσο και για τις αδύναμες χώρες

Πλεονεκτήματα	*Μειονεκτήματα*
+Αύξηση ρευστότητας , χαμηλά κόστη +Σταδιακή πειθαρχία στην αγορά +Προστασία από την κερδοσκοπία +Αντικειμενική εφαρμογή +Έγκαιρη προειδοποίηση για προϋπολογιστικά προβλήτα	-Πώς θα ρυθμιστούν οι παράμετροι -Ποιο θα είναι το επιτόκιο βάσης -Πρακτική/Πολιτική εφαρμογή -Πιθανή ένταση χωρίς διάσωση

Juncker and Tremonti (2010)

- EDA
- μετάβαση από τα εθνικά στα ευρωομόλογα με έκπτωση
- Δημιουργία ρευστοποιήσιμης διεθνούς αγοράς για τα Eurobonds

Πλεονεκτήματα	*Μειονεκτήματα*
+Απλή πρόταση +Απαιτείται μετάβαση +Τα χαμηλά επιτόκια ενισχύουν την πειθαρχία	-ad hoc πρόταση -απαραίτητη η ανεξαρτησία -δεν δίνονται θεσμοθετημένες λεπτομέρειες

3.3.3 Επιπλοκές και οικονομική διακυβέρνηση

Οι παραπάνω προτάσεις έχουν σημαντικές συνέπειες για το κόστος δανεισμού, τη ρευστότητα των ευρωπαϊκών αγορών ομολόγων και της πειθαρχίας της αγοράς. Από ους παραπάνω πίνακες φαίνεται

ότι το κόστος δανεισμού σε όλες τις προτάσεις θα μειωθεί για όλες τις χώρες με αδύναμη δημοσιονομική πολιτική. Ωστόσο, ανάλογα με τη θεσμική τους συγκρότηση χώρες με ισχυρή δημοσιονομική πειθαρχία δεν θα αποκτήσουν (Boonstra) ή μόνο λίγο (De Grauwe και Moesen). Αυτό συνεπάγεται αναδιανομή από τις ισχυρές χώρες προς τις αδύναμες χώρες, λαμβάνοντας ιδιαίτερα υπόψη τις πιθανές εντάσεις με τη ρήτρα σχετικά με την μη-διάσωση που είναι εγγενείς σε όλες τις προτάσεις . Η ρευστότητα των ευρωπαϊκών αγορών ομολόγων, ωστόσο, θα βελτιώσει. Αν και αυτό εξαρτάται από το βαθμό της συμμετοχής στα διάφορα συστήματα, μια ενιαία αγορά ομολόγων για την Ευρώπη θα στείλει ένα ισχυρό μήνυμα προς τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Τέλος, το αν η πειθαρχία της αγοράς μπορεί να μειωθεί ή να αυξηθεί. θα διαφέρει για κάθε πρόταση. Ενώ η πρόταση Boonstra (2010) αντικαθιστά την πειθαρχία της αγοράς από την πειθαρχία της ευρωπαϊκού ταμείο, οι Delpla και von Weizsäcker (2010) υποστηρίζουν ότι η πειθαρχία της αγοράς θα γίνει ισχυρότερη, ειδικά στο περιθώριο μεταξύ μπλε και κόκκινου χρέος.

Τα αποτελέσματα της έκδοσης ομολόγων με κοινές εγγυήσεις στην την οικονομική διακυβέρνηση στη ζώνη του ευρώ εξαρτώνται αποκλειστικά από την αξιοπιστία του θεσμικού πλαισίου του συστήματος. Ειδικά η Γαλλία και η Γερμανία ανησυχούν για θέματα ηθικού κινδύνου, που μπορεί να προκύψουν όταν η πειθαρχία της αγοράς δεν αντικαθίσταται από τη δημοσιονομική πειθαρχία, μέσω ενός κατάλληλου ανεξάρτητου φορέα. Αυτός ο κίνδυνος είναι παρών στην πρόταση De Grauwe και Moesen (2009) , αλλά σε μικρότερο βαθμό στις άλλες τρεις. Ειδικά η πρόταση Boonstra (2010), αν μπορεί να επιτευχθεί πολιτική συμφωνία για το θέμα αυτό, θα παρέχει ισχυρή δημοσιονομική πειθαρχία καθώς το ευρωπαϊκό ταμείο μπορεί να ρυθμίσει ανεξάρτητα το έλλειμμα και τη σταθεροποίηση του χρέους. Κατά συνέπεια, τα ευρωομόλογα μπορεί να πετύχουν μόνο με μια ισχυρή οικονομική υποκείμενη δομή διακυβέρνησης που πρέπει να είναι ανεξάρτητη, αξιόπιστη και αποτελεσματική σχετικά με τον καθορισμό κυρώσεων. Διαφορετικά, απλά θα οδηγήσει σε ανακατανομή των δαπανών από την αδύναμη προς τα ισχυρά κράτη και μια ισχυρή παραβίαση της ρήτρας μη διάσωσης. Ωστόσο, η δομή πρέπει να συμφωνηθεί πριν από τη σύσταση οποιουδήποτε συστήματος έκδοσης ευρωομολόγου. Αυτό σημαίνει ότι η πολιτική συζήτηση πρέπει να οδηγήσει στην παρακολούθηση του ταμείου σταθερότητας, δηλαδή την αναθεώρηση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Η μεταρρύθμιση αυτή πρέπει να δώσει στο ΣΣΑ περισσότερα δύναμη, έτσι ώστε να είναι σε θέση να επιβάλει τους κανόνες δημοσιονομικής πειθαρχίας καλύτερα. Όταν γίνει αυτό, μπορεί κανείς να αρχίσει η συζήτηση για κάποιο πρόγραμμα έκδοσης ευρωομολόγου.

3.3.4 Αντεπιχειρήματα

Υπάρχουν πολλά επιχειρήματα εναντίον των ευρωομολόγων προερχόμενα κυρίως από τις ισχυρότερες χώρες του ευρώ. Τα επιχειρήματα αυτά αντίκειται κυρίως στην ανακατανομή των δαπανών, των άμεσων και έμμεσων εγγυήσεων από τις ισχυρές προς τις αδύναμες χώρες και αναφέρουν τα πρακτικά εμπόδια που πρέπει να ληφθούν. Πολλοί ανησυχούν ότι η εισαγωγή ενός ευρωομολόγου θα μπορούσε να οδηγήσει σε ζητήματα ηθικού κινδύνου ιδιαίτερα για τις δημοσιονομικά αδύναμες χώρες, τουλάχιστον σε βραχυπρόθεσμη βάση, και σε υψηλότερο κόστος για τις χώρες με υγιή δημοσιονομική πολιτική. Αυτό σημαίνει ότι είναι πολιτικά πολύ δύσκολο να προωθηθεί η πρόταση στους φορολογούμενους στις χώρες αυτές. Η μόνη βιώσιμη σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα λύση είναι μια αξιόπιστη δέσμευση από όλα τα μέλη της ευρωζώνης αναφορικά με τη μεταρρύθμιση και τη δημοσιονομική πειθαρχία. Άλλη άποψη είναι πως τα ευρωομόλογα με κοινές εγγυήσεις από όλα τα μέλη της ευρωζώνης θα παραβιάζουν τη ρήτρα μη διάσωσης που θεσπίστηκε με τη Συνθήκη του Μάαστριχτ, και πως οι ενδεχόμενες διασώσεις με αυτόν τον τρόπο ,θα πρέπει να αποκλειστούν με κάθε κόστος. Φυσικά, οι διασώσεις έχουν ήδη λάβει χώρα.

Ακόμη οι διαφωνούντες προσθέτουν ότι τα ευρωομόλογα κάνουν πολύ σαφή την επιβάρυνση που μοιράζεται μεταξύ των κρατών μελών σε περίπτωση μιας επικείμενης χρεοκοπίας . Για την επίλυση αυτού του προβλήματος ,έχουν προταθεί διάφορες εναλλακτικές λύσεις. Μια δυνατότητα για τη βελτίωση της ρευστότητας στην αγορά για το δημόσιο χρέος είναι η συμμαχία των χωρών με την ίδια αξιολόγηση . Ωστόσο, αυτή η επιλογή δεν είναι πολύ πιθανή, καθώς οι χώρες αυτές δεν μπορούν να κερδίσουν πολλά από την συγκέντρωση του χρέους τους. Μια άλλη εναλλακτική λύση είναι για τις μικρές και μεσαίες χώρες να ενώσουν τις εκδόσεις των ομολόγων τους ,όμοια με το γερμανικό σύστημα. Μια τρίτη επιλογή είναι να έχουμε χώρες τη συμμετοχή χωρών της ευρωζώνης που πληρούν τις προϋποθέσεις για τη συμμετοχή σε ένα σύστημα ευρωομολόγων. Αυτό μπορεί να πετύχει, μολονότι δεν είναι ικανό για να πειθαρχήσουν η Γερμανία ή η Γαλλία και απαιτεί μεταρρύθμιση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Η τελευταία εναλλακτική πρόταση είναι η δημιουργία ενός ρευστοποιήσιμου βραχυπρόθεσμου μέσου χρέους από τη Γερμανία και τη Γαλλία .Αυτό θα αυξήσει σημαντικά τη ρευστότητα στην ευρωπαϊκή αγορά ομολόγων, αλλά δεν αντιμετωπίσει τυχόν φορολογικά θέματα πειθαρχίας ούτε θα ενισχύσει τη διεθνή θέση του ευρώ.

3.4 Εποπτεία

Η μεγάλη ανάπτυξη των τραπεζικών και γενικά των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων καθώς και η δραματική αύξηση και πολυπλοκότητα των διαθέσιμων χρηματοοικονομικών μέσων ήταν από τους βασικούς παράγοντες που συνέβαλαν , ώστε το μέγεθος της πρόσφατης κρίσης να είναι μεγαλύτερο

από κάθε προηγούμενο τόσο σε απώλεια εθνικού προϊόντος όσο και σε δημοσιονομικό κόστος. Ως εκ τούτου η πρόκληση για το μέλλον δεν είναι απλά μεγάλη αλλά και δυνητικά αυξανόμενη . Για αυτό λαμβάνουν συνεχώς χώρα εξελίξεις σχετικά με τη βελτίωση της αρχιτεκτονικής της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε διεθνές και ευρωπαϊκό επίπεδο ,με στόχο την αποτροπή χρηματοοικονομικών κρίσεων .

Οι πρωτοβουλίες για την αποτροπή ή την άμβλυνση των μελλοντικών χρηματοοικονομικών κρίσεων στηρίζονται σε δύο πυλώνες : στη μικροληπτική και στη μακροληπτική εποπτεία . Η μικροληπτική εποπτεία αποσκοπεί στην μείωση των προβλημάτων που αντιμετωπίζουν μεμονωμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα .Αυτό γίνεται μέσω της παρακολούθησης και ανάλυσης πληροφοριών που αφορούν το κάθε ίδρυμα ξεχωριστά , με σκοπό την αξιολόγηση , μεταξύ άλλων ,των κινδύνων που αντιμετωπίζουν , την επάρκεια των συστημάτων και της διοίκησης τους , καθώς και της συμμόρφωσης τους με τους κανόνες που διέπουν την λειτουργία των τραπεζών . Από την άλλη πλευρά , η μακροπροληπτική εποπτεία εστιάζεται στους κινδύνους για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως συνόλου οι οποίοι πηγάζουν από τη συλλογική συμπεριφορά των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, από τις διασυνδέσεις μεταξύ των ενδιάμεσων χρηματοοικονομικών οργανισμών και των αγορών , καθώς επίσης και από το μακροοικονομικό περιβάλλον . Αποσκοπεί δε στον εντοπισμό , στην παρακολούθηση και αξιολόγηση δυνητικών κινδύνων και αδυναμιών που απειλούν το χρηματοπιστωτικό σύστημα ως σύνολο. Οι δύο αυτές συνιστώσες τις εποπτείας είναι άρρηκτα συνυφασμένες τόσο με ουσιαστικούς όσο και με λειτουργικούς όρους , και συμβάλλουν στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Πέραν της ανάγκης εναρμόνισης των ρυθμιστικών και εποπτικών πλαισίων, ένα βασικό δίδαγμα από την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση είναι η ανάγκη ενδυνάμωσης του μακροπροληπτικού προσανατολισμού της ρύθμισης και της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα , καθώς επίσης και η διασφάλισης της στενή και αποτελεσματικής σύνδεσης της μακροπροληπτικής εποπτείας με την εποπτεία των μεμονωμένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων . Η κρίση ανέδειξε κατά γενική ομολογία το θέμα υποεκτίμησης του συστημικού κινδύνου στην άσκηση της μικροπροληπτικής εποπτείας .Υπάρχει ευρεία συναίνεση ως προς την ανάγκη καλύτερης κατανόησης του τρόπου με τον οποίο οι διάφορες συνιστώσες του σημερινού περίπλοκου χρηματοπιστωτικού συστήματος και της κατανομής εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος .Μια τέτοια κατανόηση συμβάλλει στον εντοπισμό των κενών και συμβάλλει στην ενδυνάμωση της μακροπροληπικης εποπτείας , με στόχο τη διασφάλιση της σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως συνόλου . Απόρροια αυτής της κατανόησης ήταν και η διασαφήνιση του ρόλου των εμπλεκόμενων αρχών και η συναντίληψη για ενίσχυση της

συμμετοχής των κεντρικών τραπεζών σε αυτή την προσπάθεια , αφού αυτές εστιάζουν στην ανάλυση των μακροοικονομικών και χρηματοοικονομικών συνθηκών .

Προκειμένου μια κεντρική τράπεζα να ασκεί με επιτυχία τη μακροπροληπτική εποπτεία , θα πρέπει να της παρέχονται τα κατάλληλα μέσα για την ανάληψη ουσιαστικής δράσης σε επίπεδο μακροπροληπτικής ρύθμισης και εποπτείας .Στην προσπάθεια της να διασφαλίσει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα , μια κεντρική τράπεζα δεν αρκεί όνο να έχει την ευθύνη του εντοπισμού και της αξιολόγησης των κινδύνων , και της έκδοσης έγκαιρων προειδοποιήσεων , αλλά θα πρέπει να έχει και την εξουσία να επιβάλλει διορθωτικά μέτρα .

Υπάρχουν σημαντικές ενέργειες σε θέματα πληροφόρησης μεταξύ μικροπροληπτικής και μακροπροληπτικής εποπτείας . Οι συνέργειες αυτές καθιστούν ιδιαίτερα ελκυστική τη διευθέτηση να ασκούνται και οι δύο εποπτείες από τον ίδιο οργανισμό . Οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να βασιστούν στην εκτεταμένη πρόσβαση που έχουν σε εποπτικά δεδομένα και πληροφορίες , ιδιαίτερα σε ό,τι αφορά τα συστημικά σημαντικά ιδρύματα , ώστε να αξιολογήσουν τους κινδύνους που απειλούν το εθνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα ως σύνολο. Επιπλέον , στον τομέα της διαχείρισης και επίλυσης κρίσεων , η χρηματοπιστωτική κρίση κατέδειξε τη σημασία της στενής αλληλεπίδρασης μεταξύ των αρμοδιοτήτων κεντρικών τραπεζών και άλλων εποπτικών αρχών, ειδικότερα όταν προκύπτει η ανάγκη παροχής ρευστότητας σε έκτακτες περιπτώσεις .

Πολύ πρόσφατο παράδειγμα χώρας που έχουν ανατεθεί εποπτικές αρχές στην κεντρική τράπεζα αποτελεί το Βέλγιο , τη σύσταση της « Επιτροπής για τους συστημικούς κινδύνους και συστημικά σημαντικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα » Η επιτροπή αυτή , που έχει αρμοδιότητα τη μικροπροληπτική εποπτεία των εν λόγω ιδρυμάτων , υπάγεται στην κεντρική τράπεζα , η οποία θα είναι υπεύθυνη για την παρακολούθηση και αξιολόγηση των στρατηγικών εξελίξεων καθώς και του προφίλ του κινδύνου του κάθε συστημικά σημαντικού χρηματοπιστωτικού ιδρύματος ξεχωριστά .

Η μεταφορά της μικροπροληπτικής εποπτείας κάτω από την ομπρέλα των κεντρικών τραπεζών μπορεί να είναι, επίσης ο πιο αποτελεσματικός τρόπος για τη διατήρηση της θεσμικής ανεξαρτησίας της εποπτείας – μια σημαντική μορφή άμυνας έναντι πολιτικών πιέσεων ή πιέσεων από ιδιώτες . Πάντοτε οι κεντρικές τράπεζες συγκαταλέγονται μεταξύ των πιο ανεξάρτητων ιδρυμάτων στις δημοκρατικές κοινωνίες, αφού απαιτείται ένας ψηλός βαθμός ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας για τη διασφάλιση της νομισματικής σταθερότητας. Η εμπειρία έχει δείξει ότι σε χώρες και τομείς όπου η αρμοδιότητα της εποπτείας δεν ασκείτο από ουσιαστικά ανεξάρτητους φορείς ήταν επιρρεπής σε πολιτικές επιδράσεις και παρεμβολές οι οποίες συνέβαλαν στη χειροτέρευση της κατάστασης .

3.5 Ευρωπαϊκή Αρχή Χρεογράφων και Αγορών (European Security and Market Authority – ESMA)

Η ESMA είναι μια ανεξάρτητη αρχή της ΕΕ που συμβάλλει στη διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης με τη διασφάλιση της λειτουργίας της ακεραιότητας, της διαφάνειας, της αποδοτικότητας και της εύρυθμης λειτουργίας των αγορών χρεογράφων, καθώς και την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών. Ειδικότερα, η ESMA προάγει την εποπτική σύγκλιση τόσο μεταξύ των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών, καθώς και με όλους τους χρηματοπιστωτικούς τομείς σε στενή συνεργασία με τις άλλες Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές που είναι αρμόδιες στον τομέα των Τραπεζών (ΕΒΑ), και των ασφαλίσεων και επαγγελματικών συντάξεων (ΕΙΟΡΑ).

Το έργο της ESMA σχετικά με τη νομοθεσία χρεογράφων συμβάλλει στην ανάπτυξη ενός ενιαίου εγχειριδίου κανόνων στην Ευρώπη. Αυτό εξυπηρετεί δύο σκοπούς: Πρώτον, διασφαλίζει τη συνεπή μεταχείριση των επενδυτών σε ολόκληρη την Ένωση, επιτρέποντας ένα επαρκές επίπεδο προστασίας των επενδυτών μέσω μιας αποτελεσματικής ρύθμισης και εποπτείας. Δεύτερον, προωθεί την ισότητα των όρων ανταγωνισμού για τους πάροχους χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, καθώς και τη διασφάλιση της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας του κόστους της εποπτείας για τις εποπτευόμενες εταιρείες. Στο πλαίσιο του ρόλου της στην μείωση του πεδίου εφαρμογής του ρυθμιστικού αρμπιτράζ, η ESMA ενισχύει τη διεθνή εποπτική συνεργασία. Σε περίπτωση που ζητηθεί, η ESMA αναλαμβάνει την εποπτεία ορισμένων οντοτήτων με πανευρωπαϊκή εμβέλεια.

Τέλος, η ESMA συμβάλλει επίσης στην οικονομική σταθερότητα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, μέσω της συμβολής της στις εργασίες του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου, το οποίο προσδιορίζει τους πιθανούς κινδύνους για το χρηματοπιστωτικό σύστημα και παρέχει συμβουλές για τη μείωση ενδεχόμενων απειλών για την οικονομική σταθερότητα της Ένωσης. Η ESMA είναι επίσης υπεύθυνη για το συντονισμό της δράσης των χρηματιστηριακών εποπτικών αρχών ή τη λήψη μέτρων έκτακτης ανάγκης .

Ενώ η ESMA είναι ανεξάρτητη, υπάρχει πλήρης λογοδοσία προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, όπου θα παρουσιάζεται ενώπιον της αρμόδιας επιτροπής γνωστή ως ECON, μετά από αίτησή τους, για επίσημες ακροάσεις. Επίσης είναι υποχρεωμένη για πλήρης αναφορά προς το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και την Ευρωπαϊκή Επιτροπής. Η Αρχή επομένως θα υποβάλει έκθεση σχετικά με τις δραστηριότητές της τακτικά σε συνεδριάσεις, αλλά και μέσω μιας ετήσιας έκθεσης.

Η Επιτροπή των Σοφών, προεδρευόμενη από τον βαρόνο Alexandre Lamfalussy, περιγράφει στην έκθεσή της 15ης Φεβρουαρίου 2001 αρκετές αδυναμίες στο νομοθετικό σύστημα για τα χρεόγραφα

και πρότεινε μια προσέγγιση τεσσάρων επιπέδων, καθώς και τη δημιουργία της CESR, προκάτοχο της ESMA, στην οποία δόθηκε ο ρόλος μιας τεχνικής συμβουλευτικής επιτροπής. Η δημιουργία της ESMA ως αρχή της ΕΕ την 1η Ιανουαρίου 2011 μέσω του κανονισμού της ESMA , έχει οδηγήσει σε ορισμένες αλλαγές σχετικά για πως λειτουργούν τα τέσσερα επίπεδα νομοθετικής διαδικασίας και αυτά περιγράφονται παρακάτω:

Επίπεδο 1: Οδηγίες και κανονισμοί, συνεχίσουν να καθορίζουν τους υψηλού επιπέδου πολιτικούς στόχους για τη συγκεκριμένη περιοχή που καλύπτει η νομοθεσία. Μερικές φορές, σε αυτό το πρώιμο στάδιο, η ESMA μπορεί να ζητήσει τεχνικές συμβουλές από την Επιτροπή προκειμένου να αναπτύσσει τη νομοθετική της πρόταση.
Επίπεδο 2: Ωστόσο, η ESMA σε αυτό το επίπεδο έχει δώσει μεγαλύτερο ρόλο στις υποστηρικτικές διαδικασίες (γνωστές ως κατ 'εξουσιοδότηση πράξεις και εκτελεστικές πράξεις). Οι κατ 'εξουσιοδότηση πράξεις που ασχολούνται περισσότερο με το ουσιαστικό περιεχόμενο της νομοθετικής απαίτησης, για παράδειγμα, που καθορίζει ποιες επιχειρήσεις πρέπει να παρέχουν πληροφορίες στις αρμόδιες αρχές, ενώ οι εκτελεστικές πράξεις είναι παρόμοιες με τα εκτελεστικά μέτρα που θέτουν σε εφαρμογή τις ουσιαστικές απαιτήσεις. Αυτό θα μπορούσε να περιλαμβάνει, για παράδειγμα, πρότυπα έντυπα, υποδείγματα και διαδικασίες για τη διαβίβαση πληροφοριών ή διαδικασιών μεταξύ των αρμόδιων αρχών.
Επίπεδο 3, στο επίπεδο αυτό η ESMA θα αναπτύξει κατευθυντήριες γραμμές και συστάσεις με σκοπό την καθιέρωση συνεπών, αποδοτικών και αποτελεσματικών εποπτικών πρακτικών στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας, καθώς και για την εξασφάλιση της κοινής, ομοιόμορφης και συνεπούς εφαρμογής του δικαίου της Ένωσης. Αν και δεν είναι νομικά δεσμευτικές, έχουν ενισχυθεί κάτω από την ESMA και οι αρμόδιες αρχές πρέπει να κάνουν τώρα κάθε δυνατή προσπάθεια για να συμμορφωθούν και να εξηγήσουν αν δεν προτίθενται να συμμορφωθούν.. Η ESMA θα λάβει και άλλα μέτρα στο πλαίσιο Επιπέδου 3 για την εξασφάλιση της εποπτικής σύγκλισης.
Επίπεδο 4: στο επίπεδο αυτό έχει εισαχθεί από τον κανονισμό μια ταχεία διαδικασία για την ίδρυση της ESMA. Σε αυτή τη βάση, η ESMA έχει τώρα ένα νέο ρόλο. Κατόπιν αιτήματος της αρμόδιας εθνικής αρχής, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, του Συμβούλιο, της Επιτροπή ή της ομάδα συμφεροντούχων, η ESMA μπορεί να ζητήσει να ξεκινήσει έρευνα για την έκδοση σύστασης προς την εθνική αρχή, εντός δύο μηνών από την έναρξη της έρευνας. Η ESMA θα πρέπει επίσης να είναι σε θέση να ξεκινήσει τις έρευνες με δική της πρωτοβουλία. Η Επιτροπή θα πρέπει επίσης να είναι σε

θέση να ακολουθήσει τις συνήθεις διαδικασίες της για την παραπομπή μιας υπόθεσης κατά του κράτους μέλους στο Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων.

Η ESMA,οι μόνιμες επιτροπές και τα δίκτυα της εργάζονται με ένα ανοικτό και διαφανή τρόπο, και με εκτενείς διαβουλεύσεις, και σε πρώιμο στάδιο, με τους συμμετέχοντες στην αγορά, τους καταναλωτές και τους τελικούς χρήστες.

3.6 Δημοσιονομική αναπροσαρμογή στις GIPSY χώρες (Ελλάδα, Ιρλανδία , Πορτογαλία , Ισπανία , Ιταλία) προκειμένου να αποφευχθεί η δημοσιονομική εκτροπή

Η δημοσιονομική αναπροσαρμογή θα είναι ιδιαίτερα δύσκολη για την Ελλάδα και την Πορτογαλία, καθώς είναι και δύο, σχετικά κλειστές οικονομίες με χαμηλά ποσοστά αποταμίευσης. Και οι δύο αυτές χώρες συνδυάζουν την ύπαρξη υψηλού εξωτερικού χρέους και χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης, τα οποία δείχνουν ότι αντιμετωπίζουν πρόβλημα φερεγγυότητας στις αγορές. Και στις δύο χώρες η δημοσιονομική προσαρμογή είναι απαραίτητη προϋπόθεση για τη συνολική βιωσιμότητα των δημοσιονομικών τους, αλλά δεν αρκεί από μόνη της. Μια απότομη περικοπή της εγχώριας κατανάλωσης (ή ένα εξωπραγματικά μεγάλο άλμα των εξαγωγών) είναι απαραίτητη για τη δημιουργία γρήγορης εξωτερικής βιωσιμότητας. Μια εσωτερική υποτίμηση (η μείωση των ονομαστικών μισθών στον ιδιωτικό τομέα) είναι αναπόφευκτη μακροπρόθεσμα. Χωρίς αυτή την προσαρμογή στον ιδιωτικό τομέα, ακόμη και η ύπαρξη μιας συνεχούς και σε μεγάλη κλίμακα παροχής δημόσιας χρηματοδότησης δεν θα εξορκίσει μια επερχόμενη χρεοκοπία.

Τα προβλήματα της Ιρλανδίας είναι διαφορετικά. Προέρχονται από τις εξαιρετικά μεγάλες απώλειες των ιρλανδικών τραπεζών, οι οποίες έχουν αναληφθεί από την εθνική κυβέρνηση, κάτι που οδηγεί σε μια έκρηξη του δημόσιου χρέους της χώρας. Με άλλα λόγια , οι απώλειες στον τραπεζικό τομέα ήταν τόσο μεγάλες που η κυβέρνηση δεν μπόρεσε να τις απορροφήσει χωρίς εξωτερική υποστήριξη. Ωστόσο, η φερεγγυότητα είναι χαρακτηριστικό της Ιρλανδίας , διότι η χώρα έχει μικρό καθαρό εξωτερικό χρέος.

Η Ισπανία αντιμετωπίζει ένα παρόμοιο πρόβλημα με την Ιρλανδία, αν και το εξωτερικό της χρέος είναι κάπως υψηλότερο , ωστόσο η δημιουργία του ήταν λιγότερο ακραία. Η κυβέρνηση της όμως πρέπει να διαθέτει επίσης φερεγγυότητα, ωστόσο περαιτέρω ζημιές στο τραπεζικό σύστημα φαίνεται αναπόφευκτες . Η Ισπανία έχει ένα πολύ χαμηλότερο χρέος και με υψηλότερο ποσοστό αποταμίευσης. Ωστόσο είναι πολύ εκτεθειμένη στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Η Ιταλία φαίνεται να έχει μια καλύτερη θέση εκκίνησης σχεδόν σε όλους τους λογαριασμούς της .

Ωστόσο , το ποσοστό της εγχώριας αποταμίευσης της έχει επιδεινωθεί σημαντικά κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας.

3.6.1 Εφαρμογή της δημοσιονομικής αναπροσαρμογής

Οποιαδήποτε δημοσιονομική εξυγίανση έχει αρνητικό αντίκτυπο στη ζήτηση μέσω του λεγόμενου «Κεϋνσιανού πολλαπλασιαστή »: έτσι , όταν οι δημόσιες δαπάνες μειώνονται , ως εκ τούτου μειώνονται το ΑΕΠ ,το εισόδημα , το ίδιο και κατανάλωση, η οποία με τη σειρά του προκαλεί μια περαιτέρω πτώση του ΑΕΠ.

Ο Κεϋνσιανός πολλαπλασιαστής άρα και η επίδραση της δημοσιονομικής προσαρμογής στο ΑΕΠ , επηρεάζονται από δύο παράγοντες : την τάση για αποταμίευση και το βαθμό απελευθέρωσης του εμπορίου . Ειδικότερα , ο πολλαπλασιαστής είναι μεγαλύτερος όταν ο δείκτης αποταμίευσης είναι χαμηλός και /ή όταν ο βαθμός απελευθέρωσης του εμπορίου είναι επίσης χαμηλός . Ακόμη , ένας χαμηλός βαθμός απελευθέρωσης του εμπορίου επίσης σημαίνει ότι οι εξαγωγές δεν μπορούν να αντισταθμίσουν αποτελεσματικά τη χαμηλή εσωτερική ζήτηση.

Η Ελλάδα αντιμετωπίζει όλα τα παραπάνω και για αυτό η περίπτωση αναπροσαρμογής της είναι ιδιαίτερα περίπλοκη καθώς στην πραγματικότητα χρειάζεται μια πολύ μεγάλη δημοσιονομική αναπροσαρμογή χωρίς την ύπαρξη κάποιας ουσιαστικής προστατευτικής βαλβίδας. Η Πορτογαλία φαίνεται να παρουσιάζει τα ίδια χαρακτηριστικά με τη διαφορά του ότι έχει χαμηλότερο χρέος και μεγαλύτερο βαθμό απελευθέρωσης του εμπορίου. Ο παρακάτω πίνακας δείχνει πως παρά τις δυσκολίες στο χρηματοοικονομικό τομέα, που χαρακτηρίζεται από ψηλά επίπεδα αποταμιεύσεων και απελευθέρωσης , κρίνεται απαραίτητη η εφαρμογή δημοσιονομικών μέτρων σε ένα ακόμα πιο χαμηλότερο κόστος από τη μείωση του ΑΕΠ. Όπως φαίνεται , από τις GIPSYs , η Ισπανία και η Ιταλία έχουν το χαμηλότερο επίπεδο δημόσιο χρέους και ελλείμματος αντίστοιχα, ενώ αποτελούν και τις χώρες με τα υψηλότερα επίπεδα αποταμιεύσεων , παρά τη σχετική πτώση τους την περίοδο με την κρίση.

Βαθμός απελευθέρωσης ανάμεσα στις GIPSYs το 2009

Χώρα	Εξαγωγές %ΑΕΠ	Εισαγωγές %ΑΕΠ	Δείκτης Απελευθέρωσης
Ελλάδα	19.0	29.8	0.49
Ιρλανδία	90.7	75.4	1.66
Πορτογαλία	27.9	35.5	0.63
Ισπανία	23.4	25.5	0.49
Ιταλία	24.0	24.4	0.48

Σημείωση: Ο Δείκτης απελευθέρωσης προσδιορίζεται από το άρθροισμα των εισαγωγών και εξαγωγών σε σχέση με το ΑΕΠ
Πηγή: European Commission Servicew (AMECO database)

Σημείο αναφοράς για το κόστος της δημοσιονομικής προσαρμογής όσον αφορά την πτώση της παραγωγής αποτελεί ο Κεϋνσιανός πολλαπλασιαστής. Για την απλούστευση της πρότασης τους οι Gros&Alcidi (2011) χρησιμοποιούν ένα απλό μακροοικονομικό μοντέλο: μια ανοικτή οικονομία, όπου η κατανάλωση εξαρτάται από το εισόδημα, οι εξαγωγές καθορίζονται από την εξωτερική ζήτηση (και ως εκ τούτου είναι εξωγενείς βραχυπρόθεσμα) και οι εισαγωγές διαφέρουν ανάλογα με το εισόδημα.

Ο παρακάτω πίνακας δείχνει τον αντίκτυπο της δημοσιονομικής προσαρμογής στην παραγωγή στις πέντε περιφερειακές χώρες της ευρωζώνης , οι οποίες πρέπει να πληρούν το κριτήριο του Μάαστριχτ του 3% του ελλείμματος σε σχέση με το ΑΕΠ .

Χώρα	ΚευνσιανόςΠολ/τής: 1/(1-c+m)=1(s+m)	Έλλειμα : (2009-3%)	Αντίκτυπο της δημοσιονομικής αναπροσραμογής στην αρχική κατασταση , %
Ελλάδα	2.5	12.4	-31.0
Ιρλανδία	1.3	11.4	-14.8
Πορτογαλία	1.7	6.4	-10.7
Ισπανία	2.0	8.1	-16.2
Ιταλία	1.5	2.2	-3.3
Γερμανία	0.6	0.4	-0.2

Σημείωση: Το οριακό ποσοστό αποταμίευσης, s, υπολογίζεται ως ο λόγος της αύξησης της ιδιωτικής αποταμίευσης σε σχέση με την αύξηση του ΑΕΠ κατά την περίοδο 2002-07 : ομοίως η οριακή ροπή προς εισαγωγή, m, υπολογίζεται ως η ο λόγος της αύξησης των εισαγωγών σε σχέση με την αύξηση του ΑΕΠ κατά την ίδια περίοδο.
Πηγή: European Commission Services (AMECO database)

Τα δεδομένα υποδεικνύουν ότι, με εξαίρεση την Ιταλίας, η προσαρμογή θα είναι τόσο μεγάλη που θα είναι πολιτικά ανέφικτη. Η απόφαση αυτή δεν θα άλλαζε ακόμη και αν λάβει κανείς υπόψη ότι η προσαρμογή θα πρέπει να διαρκέσει πολλά χρόνια και οι αριθμοί στην τελευταία στήλη θα πρέπει να διορθωθούν αναφορικά με το σωρευτικό αποτέλεσμα της αύξησης της τάσης κατά την περίοδο αυτή. Για την Ελλάδα, ακόμη και αν υποτεθεί ένα ποσοστό για την τάση ανάπτυξης της τάξης του 3% ετησίως, και τριετή προσαρμογή, η συνολική προβλεπόμενη μείωση του ΑΕΠ θα εξακολουθούσε να είναι πάνω από το 20%.

Στη βασική προσέγγιση για την αξιολόγηση της επίδρασης των φορολογικών κινήτρων, οι μεγάλοι πολλαπλασιαστές θεωρούνται «μεγεθυντές» των μέτρων δημοσιονομικής πολιτικής και ως εκ τούτου είναι ευπρόσδεκτοι. Ωστόσο, μεγάλοι πολλαπλασιαστές υποδηλώνουν επίσης ότι η συσταλτική επίδραση της δημοσιονομικής εξυγίανσης θα είναι μεγαλύτερη. Η Ελλάδα παρουσιάζει το μεγαλύτερο πολλαπλασιαστή, καθώς είναι η χώρα με τη χαμηλότερο (ακαθάριστο) ποσοστό αποταμίευσης (12% κατά μέσο όρο, σε σύγκριση με το 24% της Γερμανία,), ενώ η Ιρλανδία είναι η χώρα με το μικρότερο. Δεδομένου του συνδυασμού του μεγαλύτερου πολλαπλασιαστή και της μεγαλύτερης ανάγκης προσαρμογής, η Ελλάδα ξεχωρίζει ως η χώρα με τον μεγαλύτερο αντίκτυπο της δημοσιονομικής προσαρμογής για το ΑΕΠ. Το 2009 η Ιρλανδία είχε μια παρόμοια ανάγκη για δημοσιονομική προσαρμογή , αλλά η εκτιμώμενη επίπτωση στην παραγωγή ήταν μικρότερη, δεδομένου ότι πρόκειται για μια πολύ πιο ανοικτή οικονομία.

Συνολικά, η χρήση απλών πολλαπλασιαστών που χρησιμοποιούνται εδώ μπορεί να επιδεινώσει τη σοβαρότητα της
ύφεση που θα ακολουθήσει τη δημοσιονομική προσαρμογή . Σε αυτή την περίπτωση απαιτείται και μια αυστηρή τήρηση των κριτηρίων του Μάαστριχτ, που δείχνουν ξεκάθαρα ότι η υπόθεση για την αύξηση του ΑΕΠ μπορεί να παραμείνει θετική σε μεγάλες περιόδους δημοσιονομικής προσαρμογής. Αυτοι μπορεί να είναι οι λόγοι για τους οποίους οι χρηματοοικονομικές αγορές συνεχίζουν να αμφιβάλλουν για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών των χωρών αυτών .

3.6.2 Ξένα κεφάλαια και το αντίκτυπο ενός υψηλότερου ασφάλιστρου κινδύνου

Το αντίκτυπο των αυξανόμενων ασφάλιστρων κινδύνου , δεν αναμένεται να παραμείνει μειωμένο λόγω του κόστους χρηματοδότησης του δημοσίου χρέους , αλλά θα επηρεάσει εξίσου και το κόστος χρήσης κεφαλαίου από τον ιδιωτικό τομέα. Ένα αυξημένο ασφάλιστρο κινδύνου πάνω στο δημόσιο χρέος διαχέεται σε όλη την οικονομία, για αυτό αποτελεί και μια ακόμα αναταραχή ίση με ένα μεγάλη επιτοκιακή αύξηση για τον ιδιωτικό τομέα.

Υπάρχουν πολλές κατευθύνσεις που πρέπει να ληφθούν υπόψη προκειμένου να γίνει κατανοητό γιατί συμβαίνει αυτό, αλλά το βασικό στοιχείο είναι ο περιορισμός των πόρων για το σύνολο της οικονομίας. Αν η κυβέρνηση προσπαθεί να επιτύχει μείωση του ελλείμματος με την μείωση της μεταφοράς δαπανών ή την αύξηση των φόρων, τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις έχουν την επιλογή τότε , είτε να μειώσουν την κατανάλωση και/ή τις επενδύσεις, όπως προβλέπεται από την κεϋνσιανή επίδραση που συζητήθηκε παραπάνω, ή μπορούν να προσπαθήσουν να δανειστούν περισσότερο. Θα μπορούσε κανείς να υποστηρίξει ότι η δημοσιονομική εξυγίανση θα μπορούσε να αυξήσει τη ζήτηση

μέσω μιας θετικής μη-κεϋνσιανή επίδραση στις προσδοκίες. Ωστόσο, αυτό δεν είναι πιθανό να συμβεί στην περίπτωση της Ελλάδας, την Πορτογαλίας και ενδεχομένως και άλλων χωρών της περιφέρειας, επειδή το κανάλι μέσω του οποίου λειτουργεί η μη-κεϋνσιανή επίδραση είναι το εγχώριο επιτόκιο: Οι μειώσεις στα δημοσιονομικά ελλείμματα αναμένεται να μειώσουν το εγχώριο επιτόκιο και ως εκ τούτου την τόνωση της ζήτησης. Αυτό το κανάλι δεν λειτουργεί για την Ελλάδα, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία, η οποία πλέον εξαρτάται από επίσημη χρηματοδότησης .

Επιπλέον, υπό φυσιολογικές συνθήκες, υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης για τις κυβερνήσεις αντανακλάται στην αύξηση του κόστους χρηματοδότησης για τον ιδιωτικό τομέα, διότι στα περισσότερα οικονομικά συστήματα του δημόσιου χρέους αποτελεί το σημείο αναφοράς για τα χωρίς κίνδυνο χαρτοφυλάκια . Κάτι παρόμοιο ισχύει και για τη διεθνή αγορά κεφαλαίων στην οποία ιδιώτες δανειολήπτες, κυρίως τράπεζες, πληρώνουν συνήθως ένα υψηλότερο επιτόκιο. Για παράδειγμα, οι τιμές που χρεώνονται για την ασφάλιση της χρεοκοπίας CDS (σύμφωνο ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης) στις συμβάσεις για τις τράπεζες είναι σχεδόν πάντοτε υψηλότερες από το ποσοστό των CDS για την κύριας τράπεζας στην οποία η τράπεζα έχει την έδρα της. Αυτό σημαίνει ότι για τις τράπεζες των GIPS, το οριακό κόστος χρηματοδότησης στη διεθνή αγορά, πρέπει να αυξηθεί σημαντικά. Ωστόσο, οι τράπεζες στη ζώνη του ευρώ έχουν άλλη πηγή χρηματοδότησης: την ΕΚΤ. Με την πλήρη (απεριόριστη) πολιτική κατανομής της ΕΚΤ, οποιαδήποτε τράπεζα της ζώνης του ευρώ μπορεί να λάβει όση χρηματοδότηση επιθυμεί, αρκεί να διαθέτει επαρκείς εξασφαλίσεις. Ο τελευταίος αυτός όρος δεν είναι δύσκολο να ικανοποιηθεί αφού οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να ασφαλίσουν μόνο ένα μέρος των δανειακών χαρτοφυλακίων τους, τα οποία στη συνέχεια τα χρησιμοποιούν ως εξασφάλιση. Επιπλέον, όταν λαμβάνουν χώρα δυσχέρειες, η ΕΚΤ παραιτείται από τις απαιτήσεις της πχ όσον αφορά το ελληνικό δημόσιο χρέος (Απρίλιος 2010) και όπως συνέβη αργότερα για όλους τους τύπους των ιρλανδικών τίτλων (Μάρτιος 2011). Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο η μετακύληση των υψηλότερων ασφαλίστρων κινδύνου για το δημόσιο χρέος σε εγχώριους δανειολήπτες είναι μάλλον περιορισμένη μέχρι στιγμής.

Τα τραπεζικά συστήματα της Ελλάδας και της Ιρλανδία έχουν λάβει συνολικά περισσότερα από € 200 δισεκατομμύρια από εξωτερική χρηματοδότηση μέσω των συνήθων πράξεων νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Χωρίς αυτές τις τεράστιες μεταφορές, η οποίες ανήλθαν σε περίπου 50% του ΑΕΠ για την Ελλάδα και 80% για την Ιρλανδία, οι οικονομίες των δύο αυτών χωρών θα είχαν υποστεί τον ίδιο τύπο «Sudden stop» των εισροών κεφαλαίων που συνέβη στη βαλτικά κράτη, τα τραπεζικά συστήματα των οποίων δεν έχουν πρόσβαση στην αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ.

Τέτοιοι μεγάλοι αριθμοί δείχνουν ότι ενώ οι τράπεζες και στις δύο χώρες έχουν αποκοπεί από τη διατραπεζική αγορά, η ΕΚΤ έχει διαδραματίσει τον σημαντικό ρόλο του δανειστή έσχατης ανάγκης,

(αλλά όχι με τη μορφή κάποιας ποινή, δεδομένου ότι το κόστος ήταν μόνο 1% μέχρι Απρίλη του 2011). Ωστόσο, αυτό που υποτίθεται πως έπρεπε να είναι έκτακτη ανάγκη, στην πραγματικότητα κατέληξε τα προσωρινά μέτρα να αποτελούν συχνή προτειμόμενη λύση για φθηνή χρηματοδότηση. Εάν η πρόσβαση στη χρηματοδότηση της ΕΚΤ ήταν να γίνει πιο δύσκολη, οι κάτοικοι της Ελλάδος ή της Ιρλανδίας δεν θα είναι πλέον σε θέση να χρηματοδοτήσουν το τρέχον επίπεδο δαπανών, και οι οικονομίες αυτές θα αποδυναμώσουν περαιτέρω.

Υποθέτοντας ότι το ασφάλιστρο κινδύνου για τις ελληνικές τράπεζες θα είναι ίσο με εκείνο της ελληνικής κυβέρνησης έξω από την χρηματοδότηση ΕΕ / ΔΝΤ, δηλαδή περίπου 700-800 μονάδες βάσης, ο δανεισμός της ΕΚΤ προς τα ποσά του ελληνικού τραπεζικού συστήματος θα αντιστοιχεί σε μια έμμεση επιδότηση ύψους περίπου € 8 δισεκατομμύρια ή περίπου 3% του ΑΕΠ. Αυτό θα είναι περισσότερο από ό, τι η χώρα λαμβάνει από τα διαρθρωτικά ταμεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Για την Ιρλανδία, η έμμεση επιδότηση είναι ακόμη μεγαλύτερη και αξίζει περισσότερο από το 4% του ΑΕΠ, αν κάποιος εφαρμόζει ένα ασφάλιστρο κινδύνου της τάξης των 600 μονάδων βάσης σε σχέση με τη χρηματοδότηση που παρέχεται από την ΕΚΤ.

Η προσφυγή στην ΕΚΤ παραμένει μακράν η φθηνότερη πηγή κεφαλαίων για τις τράπεζες των χωρώ που ανήκουν στην περιφέρεια της ζώνης του ευρώ, αλλά αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του κινδύνου λόγω μεταβολών των στοιχείων του ισολογισμού της ΕΚΤ. Για το λόγο αυτό η ΕΚΤ έχει πρόσφατα έκανε πιο ασυτηρά τα κριτήρια επιλογής του για τις εξασφαλίσεις που δέχεται (και αναμένεται να το πράξει εκ νέου), καθώς οι τράπεζες στην περιφέρεια (και κάποιες αδύναμες τράπεζες του πυρήνα της ευρωζώνης) έχουν παρουσιάσει μια σαφή τάση να μετατρέψουν το πιο επικίνδυνο μέρος του ενεργητικού τους σε χρεόγραφα που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν ως εγγυήσεις για τη χρηματοδότηση της ΕΚΤ.

3.6.3 Οι Κεϋνσιανοί συντελεστές και το αντίκτυπο τους στην δημοσιονομική ενοποίηση

Υποθέτουμε , μια απλή ανοικτή οικονομία στην οποία η κατανάλωση εξαρτάται από το εισόδημα, οι εξαγωγές καθορίζεται από την εξωτερική ζήτηση (και ως εκ τούτου είναι εξωγενείς βραχυπρόθεσμα) και οι εισαγωγές διαφέρουν ανάλογα με τα εγχώρια εισοδήματα, οι επιπτώσεις μιας εξωγενούς αλλαγής των δημοσίων δαπανών στο ΑΕΠ μπορεί στη συνέχεια να υπολογιστεί ως ακολούθως:

$$\Delta Y = \frac{1}{1-c+m}\Delta \bar{G} \qquad (1)$$

Όπου G : αντιπροσωπεύει τις δημόσιες δαπάνες

c : η οριακή ροπή κατανάλωσης και

m : η οριακή ροπή των εισαγωγών .

Ο καθαρός κεϋνσιανός πολλαπλασιαστής δίνεται από τον τύπο 1 / (1-c + m), ή από τη σχέση 1 / (s + m), όπου s είναι η οριακή ροπή προς αποταμίευση (του ιδιωτικού τομέα). Μιλώντας με ποσοστά η εξίσωση (1) μπορεί να γραφεί ως μια σχέση μεταξύ της μεταβολής των δημοσίων δαπανών ως ποσοστό του ΑΕΠ και του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{1}{1-c+m}\left(\frac{\Delta}{Y}\ \bar{G}\right) \qquad (2)$$

Σε αυτό την πιο απλουστευμένη από τις κεϋνσιανές προσεγγίσεις , η μεταβολή των κρατικών δαπανών είναι εξωγενής και ο ίδιος πολλαπλασιαστής θα ισχύει για οποιαδήποτε άλλη αλλαγή στις εξωγενείς δαπάνες, για παράδειγμα, στις εξαγωγές ή στις επενδύσεις. Ωστόσο, υπό τις παρούσες συνθήκες είναι δύσκολο να βρεθεί κάποια σημαντική κατηγορία δαπανών που θα μπορούσαν να ομαδοποιηθούν έμμεσα ως συνέπεια της μείωσης των κρατικών δαπανών. Δεδομένου ότι οι τράπεζες σε όλη τη ζώνη του ευρώ φαίνεται ότι εξακολουθούν να διστάζουν να επεκτείνουν τις πιστώσεις, η επενδύσεις είναι πιθανό να παραμείνουν αδύναμες παντού. Επίσης, οι εξαγωγές εντός της ζώνης είναι απίθανο να αναβιώσουν, δεδομένου ότι σημαντικές αλλαγές στο κόστος της ανταγωνιστικότητας μπορούν να συμβούν μόνο μέσω των μεγάλων περικοπών των ονομαστικών μισθών, κάτι που δεν είναι στα χαρτιά προς το παρόν.

Η μεγάλη πτώση της παραγωγής όπως φαίνεται από τους απλοϊκούς πολλαπλασιαστές δείχνει ότι η δημοσιονομική ενοποίηση θα μπορούσε να είναι πολύ πιο δύσκολη από ό,τι θεωρείται έως τώρα από τον επίσημο προγράμματα αφού η πτώση της παραγωγής θα οδηγήσει σε μείωση των φορολογικών εσόδων. Αν τα φορολογικά έσοδα διαφέρουν ανάλογα με τη ζήτηση, ο πολλαπλασιαστής πρέπει να προσαρμοστεί σε κάθε στάδιο των δαπανών και να λαμβάνει υπόψη τη διαρροή η οποία περιλαμβάνει όχι μόνο την εξοικονόμηση αλλά και τις εισαγωγές, και τους φόρους. Υποθέτοντας ότι τα πρόσθετα έσοδα να αντιμετωπίζουν ένα οριακό φορολογικό συντελεστή t, ο πολλαπλασιαστής γίνεται ως εξής[1]:

[1] Εδώ υποθέτουμε ότι G= $\bar{G}$ + gY και ότι t=g

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{1}{s - t + m}(\frac{\Delta}{Y}\ \bar{G}) \qquad (3)$$

Χώρα	ΚευνσιανόςΠολ/της μαζί με φορολογία: 1/(1-c+m)=1(s+m)	Αντίκτυπο της των δημοσίων εξόδων στο έλλειμμα : (s+m)/(s+m+t)
Ελλάδα	1.4	0.5
Ιταλία	0.8	0.5
Ισπανία	1.0	0.5
Πορτογαλία	0.9	0.6
Γερμανία	0.5	0.8
Ιρλανδία	0.9	0.7

Πηγή: AMECO

Σημείωση: t υποδηλώνει το συσσωρευμένο φορολογικό επιτόκιο

Αυτός ο πολλαπλασιαστής είναι σημαντικά χαμηλότερος από εκείνο που υπολογίστηκε παραπάνω. Ωστόσο, στην περίπτωση αυτή η μεταβολή του ελλείμματος που μπορεί να επιτευχθεί από μια ελάττωση των δημόσιων δαπανών είναι επίσης μικρότερη και έχει ως εξής:

$$\frac{\Delta Def}{Y} = [1 - \frac{1}{s + t + m}](\frac{\Delta G}{Y}) = (\frac{s + m}{s + t + m})(\frac{\Delta G}{Y}) \qquad (4)$$

c : η οριακή ροπή κατανάλωσης και

m : η οριακή ροπή των εισαγωγών .

s : η οριακή ροπή αποταμίευσης του ιδιωτικού τομέα

Η εξίσωση (4) υποδηλώνει ότι η τελική επίπτωση στο έλλειμμα θα είναι μόνο ένα μέρος της μείωσης που θα επέλθει στις κρατικές δαπάνες. Αυτό με τη σειρά του σημαίνει ότι μια προσπάθεια για την περικοπή δαπανών θα μπορούσε να είναι πολύ υψηλότερη από ό,τι θεωρείται μέχρι σήμερα.

Λαμβάνοντας υπόψη τη φορολογία μπορούμε να δούμε πως ο πολλαπλασιαστής είναι χαμηλότερος, αλλά η απαιτούμενη περικοπή των δαπανών υψηλότερη. Με την υποκατάσταση της εξίσωσης (4) πίσω στην εξίσωση (3), η απαιτούμενη μείωση του ελλείμματος δίνεται από την σχέση :

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{1}{s + t + m}(\frac{\Delta G}{Y}) = \frac{1}{s + t + m}([\frac{s + m}{s + t + m}](\frac{\Delta Def}{Y})) = \frac{1}{s + m}(\frac{\Delta Def}{Y}) \qquad (5)$$

Αυτό σημαίνει ότι στην Ελλάδα προκειένου να επιτευχθεί μείωση του ελλείμματος κατά 4 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, οι δημόσιες δαπάνες θα πρέπει να μειωθούν κατά περίπου 8 ποσοστιαίες μονάδες, το οποίο αναμένεται να μειώσει την παραγωγή κατά περίπου 11%.

3.6.4 Δημοσιονομική βιωσιμότητα

Η παραδοσιακή ανάλυση βιωσιμότητας του χρέους επικεντρώνεται σε μια απλή ερώτηση: Είναι ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ συμβατός με τον διαχρονικό εισοδηματικό περιορισμό της κυβέρνησης; Η απάντηση στο ερώτημα αυτό είναι καταφατική, αν η παρουσία των αναμενόμενων πρωτογενών ελλειμμάτων, οι ρυθμοί ανάπτυξης και τα επιτόκια μπορεί να συνεχιστούν επ 'αόριστον, χωρίς να οδηγεί σε έκρηξη των επιπέδων του χρέους.

Το σκεπτικό είναι ότι αν ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ είναι, τουλάχιστον, σταθερός, ο διαχρονικός εισοδηματικός περιορισμός του προϋπολογισμού ικανοποιείται. Ένας σταθερός λόγος χρέους προς το ΑΕΠ πτουποθέτει ότι:

$$\frac{\mathrm{PD}_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}}{Y_t}\left(\frac{i_t - y_t}{1 + y_t}\right) + SF_t \qquad (1)$$

όπου το PD : το πρωτογενές έλλειμμα[1] που είναι συμβατό με το βιώσιμο χρέος

Y : είναι το ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές,

D : το κυβερνητικό χρέος

i : είναι το «σιωπηρό» επιτόκιο

y : είναι ο ονομαστικός ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ

SF : είναι η προσαρμογή αποθεμάτων-ροών και

t : ο χρόνος.

[1] Για να εξηγήσουμε τι είναι πρωτογενές έλλειμμα πρέπει πρώτα να εξηγήσουμε τον όρο πρωτογενές αποτέλεσμα. Το πρωτογενές αποτέλεσμα προκύπτει αν από το σύνολο των εσόδων μιας χώρας αφαιρεθούν οι συνολικές της δαπάνες, χωρίς όμως να περιλαμβάνονται σε αυτές ούτε οι τόκοι ούτε τα χρεολύσια που καλείται να πληρώσει η χώρα. Αντίστοιχα με τον ορισμό του ακαθάριστου οικονομικού αποτελέσματος παραπάνω, όταν το πρωτογενές αποτέλεσμα είναι θετικό αναφερόμαστε σε πρωτογενές πλεόνασμα, ενώ όταν είναι αρνητικό αναφερόμαστε σε πρωτογενές έλλειμμα.

Πρωτογενές Αποτέλεσμα = Σύνολο Εσόδων - Σύνολο Δαπανών + Χρεολύσια + Τόκοι

Όταν μία χώρα ή ένας οργανισμός έχει πρωτογενές έλλειμμα, τότε βρίσκεται σε πολύ δυσμενή οικονομική κατάσταση, καθώς δεν είναι σε θέση να αποπληρώσει ούτε τους τόκους που αντιστοιχούν στο δανεισμό του και φυσικά κατ' επέκταση ούτε τα 4 ετήσια χρεολύσια που θα έπρεπε να αποπληρώσει με βάση τη συμφωνία που έχει γίνει με τους δανειστές του.

Το στοιχείο (Dt-1/Yt) × [(i_t-yt) / (1 + yt)] αντιπροσωπεύει το λεγόμενο φαινόμενο της χιονοστιβάδας και εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη διαφορά μεταξύ επιτοκίου και ρυθμού ανάπτυξης. Η προσαρμογή αποθεμάτων-ροών περιλαμβάνει τους διάφορους παράγοντες που επηρεάζουν τις αλλαγές στην αποτίμηση του αποθέματος του χρέους .Το τελευταίο στοιχείο που έχει γίνει πολύ πιο σημαντικό σε πολλές χώρες, καθώς η παροχή υποστήριξης των κυβερνήσεων στις τράπεζες οδήγησε σε μεγάλη αύξηση του δημόσιου χρέους που δεν αντιμετωπίζεται λογιστικά σύμφωνα με το κανονικά για το έλλειμμα στοιχεία .

Διατηρήσιμο θεωρείται το επίπεδο του χρέους που επιτρέπει σε μία χώρα, στην οποία έχουν χορηγηθεί δάνεια, να καλύπτει πλήρως και επαρκώς όλες τις παρούσες και μελλοντικές δανειακές της υποχρεώσεις. Οι έννοιες «πλήρως» και «επαρκώς» αναφέρονται στο γεγονός ότι η χώρα δε θα πρέπει να καταφύγει σε επιλογές «ελάφρυνσης» από τα χρέη της ή σε κάποια μορφή αναδιάρθρωσης και θα πρέπει να αποφεύγει τη συσσώρευση καθυστερούμενων οφειλών, ενώ ταυτόχρονα θα παρουσιάζει αποδεκτά επίπεδα οικονομικής ανάπτυξης.

Παραδοσιακά η ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους βασίζεται στην μαθηματική προσέγγιση που παρέχει τις συνθήκες για μια διαδικασία, δηλαδή ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ, να μην είναι εκρηκτικός , και συνήθως εξετάζεται σε μεσοπρόθεσμα σενάρια . Καθώς αυτό παρέχει χρήσιμες ενδείξεις σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες της δυναμικής του χρέους, οι ενδείξεις αυτές στη συνέχεια χρησιμοποιούνται για την εξαγωγή πολιτικών συστάσεων, ενώ η προσέγγιση αυτή ενσωματώνει τις ελλείψεις που γίνονται ιδιαίτερα ακριβείς όταν εφαρμόζονται στο εξωτερικό χρέος ή/και σε περιόδους στρες και, συνεπώς σε υψηλά ασφάλιστρα κινδύνου.

Γενικά το υψηλό εξωτερικό χρέος μιας χώρας θεωρείται ιδιαίτερα αρνητικός δείκτης για την οικονομία της. Αυτό συμβαίνει γιατί όσο υψηλότερο είναι το χρέος μιας χώρας, τόσο δυσκολότερο είναι να διατηρηθεί και κατ' επέκταση δε θεωρείται βιώσιμο. Το αποτέλεσμα μακροπρόθεσμα μπορεί να υποβάλει τη χώρα σε ισχυρά οικονομικά σοκ και υπάρχουν πολλές πιθανότητες να απαιτηθεί κάποιας μορφής αναδιάρθρωση του χρέους προκειμένου η χώρα να μπορέσει να επανέλθει σε φυσιολογικά οικονομικά επίπεδα.

3.7 Διακυβέρνηση και μηχανισμοί χρηματοδότησης

Η διαφορά ως προς τη φύση του δημόσιου χρέους μεταξύ των μελών και αυτών που δεν αποτελούν μέλη μιας νομισματικής ένωσης έγκειται στο εξής. Τα μέλη μιας νομισματικής ένωσης εκδίδουν χρέος σε νόμισμα πάνω στο οποίο δεν έχουν κανέναν έλεγχο. Επομένως, οι χρηματοπιστωτικές αγορές επιδιώκουν να αποκτήσουν την εξουσία να επιβάλουν

χρεοκοπία σε αυτές τις χώρες. Αυτό δεν συμβαίνει σε χώρες που δεν αποτελούν μέρος μιας νομισματικής ένωσης, και έχουν διατηρήσει τον έλεγχο του νομίσματος στο οποίο εκδίδουν χρέος. Αυτές οι χώρες δεν μπορούν εύκολα να εξαναγκάζονται σε χρεοκοπία από τις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Τα μέλη μιας νομισματικής ένωσης, είναι πολύ ευαίσθητα σε κινήσεις ρευστότητας. Όταν οι επενδυτές φοβούνται πως θα αντιμετωπίσουν μια δυσκολία πληρωμής (π.χ. αδυναμία που ενεργοποιείται από μια ύφεση που οδηγεί σε αύξηση του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού), η ρευστότητα αποσύρεται από την εθνική αγορά ("SUDDEN STOP"). Αυτό μπορεί να θέσει σε κίνηση μια αλληλεπίδραση μεταξύ ρευστότητας και φερεγγυότητας στη διαχείριση κρίσεων. Μόλις μια χώρα μέλος εμπλέκεται σε μια κρίση ρευστότητας, τα επιτόκια οδηγούνται σε αύξηση. Έτσι, η κρίση ρευστότητας μετατρέπεται σε κρίση φερεγγυότητας. Οι επενδυτές μπορεί στη συνέχεια να ισχυρίζονται ότι ήταν σωστό να βγάλουν τα χρήματα από μια συγκεκριμένη εθνική αγορά. Στην περίπτωση αυτή έχουμε τη χώρα να κηρύσσει πτώχευση, επειδή οι επενδυτές φοβούνται την αφερεγγυότητα της.

Αυτή η αλληλεπίδραση μεταξύ ρευστότητας και φερεγγυότητας μπορεί να αποφευχθεί στις "stand - alone" χώρες, όπου η ρευστότητα περιορίζεται στις εθνικές αγορές χρήματος (εκεί δεν υπάρχει "sudden stop"), όπου και προσπαθεί να εξάγει σε άλλες αγορές θέτει σε κίνηση ένας μηχανισμό εξισορρόπησης, που παράγεται από την υποτίμηση του νομίσματος.

Η εγγενής αστάθεια των χρηματοπιστωτικών αγορών οδηγεί σε ένα άλλο θεμελιώδες πρόβλημα. Μπορεί να οδηγήσει σε πολλαπλές ισορροπίες, μερικοί καλές και μερικές κακές . Αυτό προκύπτει από την αυτοεκπλήρωση της φύσης των προσδοκιών της αγοράς.

Ας υποθέσουμε ότι οι αγορές εμπιστεύονται την κυβέρνηση Α. Οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να αγοράσουν δημόσια ομόλογα σε ένα χαμηλό επιτόκιο. Ένα χαμηλό επιτόκιο εσωκλείει την προσδοκία πως ο κίνδυνος χρεοκοπίας είναι χαμηλός .

Αν πάλι υποθέσουμε πως οι αγορές δεν εμπιστεύονται την κυβέρνηση Β τότε οι επενδυτές θα θέλουν να πουλήσουν δημόσια ομόλογα. Η επακόλουθη αύξηση στο επιτόκιο εσωκλείει την προσδοκία πως υπάρχει κίνδυνος χρεοκοπίας .. κάτι που την κάνει και πιο πιθανή.

Η ύπαρξη κακών ισορροπιών είναι πιθανότερη στα κράτη μέλη μια νομισματικής ένωσης , τα οποία δεν έχουν έλεγχο πάνω στην ισοτιμία με την οποία εκδίδουν το χρέος τους , σε σχέση με αυτόνομα κράτη μου έχουν πλήρη έλεγχο . Ωστόσο στις νομισματικές ενώσεις εμφανίζεται ακόμα μια επιπλοκή ,Αυτή δεν είναι άλλη από την ύπαρξη ολοκλήρωσης και μάλιστα υψηλής. Αυτό επίσης σημαίνει πως τα δημόσια ομόλογα των κρατών μελών κρατούνται μέσα στην ένωση. Για αυτό και κάποια κράτη μέλη εκτίθενται σε μια κακή ισορροπία , κάποια άλλα απολαμβάνουν μια καλή. Για τις

περισσότερες χώρες της ευρωζώνης πολλά από τα δημόσια ομόλογα διακρατούνται εκτός της χώρας που τα εκδίδει.

Ο De Grauwe(2011) υποστηρίζει πως αναφορικά με τις κακές ισορροπίες, υπάρχουν δύο χαρακτηριστικά τα οποία αξίζει να αναλυθούν. Πρώτον, οι εγχώριες τράπεζες που επηρεάζονται από την κακή ισορροπία με διαφορετικούς τρόπους. Όταν οι επενδυτές βγουν από την εγχώρια αγορά ομολόγων, το επιτόκιο των δημόσιων ομολόγων αυξάνεται. Δεδομένου ότι οι εγχώριες τράπεζες είναι συνήθως οι βασικοί επενδυτές στην εγχώρια αγορά κρατικών ομολόγων, αυτό εμφανίζεται ως σημαντική απώλεια στους ισολογισμούς τους. Επιπλέον, οι εγχώριες τράπεζες αντιμετωπίζουν χρηματοδοτικό πρόβλημα. Όπως αναφέρθηκε νωρίτερα, η εγχώρια ρευστότητα στερεύει (μειώσεις σε απόθεμα χρημάτων) κάτι που καθιστά δύσκολο στις εγχώριες τράπεζες σε περίπτωση χρεοκοπίας να προφυλάξουν τις καταθέσεις τους, εκτός και αν καταθέσουν απαγορευτικά επιτόκια. Έτσι, η κρίση του δημόσιου χρέους έχει και αντίκτυπο μια εγχώρια τραπεζική κρίση, ακόμη και αν οι εγχώριες τράπεζες ήταν υγιείς. Αυτό το χαρακτηριστικό έχει παίξει σημαντικό ρόλο στην περίπτωση της Ελλάδας και της Πορτογαλίας, όπου η κρίση του δημόσιου χρέους έχει οδηγήσει και σε μια πλήρη τραπεζική. Στην περίπτωση της Ιρλανδίας, υπήρξε ένα πρόβλημα στον τραπεζικό τομέα πριν από την κρίση του δημόσιου χρέους (το οποίο στην πραγματικότητα προκάλεσε την κρίση του δημόσιου χρέους).

Δεύτερον, έχοντας υπάρξει μια φορά σε κακή ισορροπία, τα μέλη της νομισματικής ένωσης είναι πολύ δύσκολο να χρησιμοποιούν αυτόματους σταθεροποιητές του προϋπολογισμού: Η ύφεση οδηγεί σε υψηλότερο δημόσια προϋπολογιστικά ελλείμματα και αυτό με τη σειρά του οδηγεί σε έλλειψη εμπιστοσύνης των αγορών στην ικανότητα των κυβερνήσεων να για την εξυπηρέτηση του μελλοντικού τους χρέους, προκαλώντας μια κρίση ρευστότητας και φερεγγυότητας. Το τελευταίο αναγκάζει στη συνέχεια, να θεσπίσουν προγράμματα λιτότητας εν μέσω ύφεσης. Στις αυτόνομες χώρες (Ηνωμένο Βασίλειο), αυτό δεν συμβαίνει επειδή η έλλειψη εμπιστοσύνης που δημιουργείται από αύξηση του ελλείμματος του προϋπολογισμού ενεργοποιεί ένα μηχανισμό σταθεροποίησης.

Αυτό το χαρακτηριστικό μιας νομισματικής ένωσης την καθιστά δυνητικά πολύ δαπανηρή. Οι αυτόματοι σταθεροποιητές του κρατικού προϋπολογισμού αποτελούν ένα σημαντικό κοινωνικό επίτευγμα στον ανεπτυγμένο κόσμο Αν μια νομισματική ένωση αντιμετωπίσει την επιπλοκή της καταστροφής αυτών των αυτόματων σταθεροποιητών, τότε δεν είναι σαφές εάν μια τέτοια ένωση μπορεί να διατηρηθεί σε κοινωνικό και πολιτικό επίπεδο . Επομένως, είναι σημαντικό να σχεδιάσει μια δομή διακυβέρνησης, η οποία διατηρεί τους αυτόματους σταθεροποιητές.

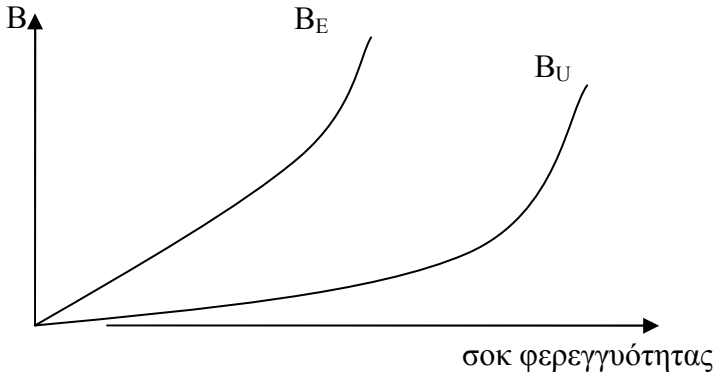
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: ένα απλό μοντέλο καλών και κακών ισορροπιών (De Grauwe 2011)

Το παρακάτω μοντέλο παρουσιάζει το πώς μπορεί να προκύψουν καλές και κακές ισορροπίες. Το σημείο εκκίνησης είναι πως υπάρχει ένα κόστος και ένα πλεονέκτημα από τη χρεοκοπία πάνω σε χρέος, κάτι που λαμβάνουν και υπόψη τους οι επενδυτές. Ας υποτεθεί πως η χώρα που συμμετέχει βρίσκεται σε κατάσταση σοκ , το οποίο αντανακλάται στη μείωση των δημόσιων εσόδων. Το τελευταίο μπορεί να αποτέλεσμα ύφεσης ή απώλεια ανταγωνιστικότητας .Στη συνέχεια θα αποκαλείται ωε σοκ φερεγγυότητας. όσο μεγαλύτερο είναι αυτό το σοκ τόσο μεγαλύτερη είναι και η απώλεια φερεγγυότητας. Ξεκινώντας από το κομμάτι του οφέλους , αυτό παρουσιάζεται στο διάγραμμα (1) .Στον οριζόντιο άξονα αναπαριστάται το σοκ φερεγγυότητας και στον κάθετο το όφελος χρεοκοπίας .Υπάρχουν πολλοί τρόποι και πολλά επίπεδα χρεοκοπίας. Για λόγους απλούστευσης εδώ θα έχει την μορφή ενός κουρέματος ενός σταθερού ποσοστού. Το πλεονέκτημα από τη χρεοκοπία σε αυτή την περίπτωση είναι ότι η κυβέρνηση μπορεί να μειώσει το βαρύ φορτίο από αυτό το μεγάλο χρέος . Σαν αποτέλεσμα , μετά τη χρεοκοπία , θα εφαρμόσει μικρότερη λιτότητα , π.χ θα μειώσει τα έξοδα και/ ή θα αυξήσει τους φόρους σε μικρότερο βαθμό από ότι αν δεν είχε χρεοκοπήσει. Δεδομένου ότι η λιτότητα είναι ιδιαίτερα ακριβή , η κυβέρνηση επωφελείται από τη χρεοκοπία .

Ένα βασικό πλεονέκτημα του μοντέλου είναι ότι προνοεί πως το όφελος από τη χρεοκοπία εξαρτάται από το αν η χρεοκοπία είναι αναμενόμενη ή όχι .Παρουσιάζονται δύο καμπύλες που αντιπροσωπεύουν το πλεονέκτημα της χρεοκοπίας. B_U είναι το πλεονέκτημα μιας μη αναμενόμενης χρεοκοπίας και B_E το πλεονέκτημα μιας αναμενόμενης από τους επενδυτές χρεοκοπία. Η καμπύλη B_U έχει ανοδική κλίση επειδή όταν συμβαίνει ένα σοκ φερεγγυότητας , το όφελος από τη χρεοκοπία μεγαλώνει και αυτό γιατί όταν το σοκ φερεγγυότητας είναι μεγάλο πχ μεγάλη μείωση στο φορολογικό εισόδημα, το κόστος της λιτότητας είναι ουσιαστικό . Η χρεοκοπία τότε γίνεται πιο ελκυστική . Ο συγγραφέας τονίζει 3 παράγοντες που επηρεάζουν τη θέση και την κυρτότητα της καμπύλης B_U :

- *Το αρχικό επίπεδο χρέους* : όσο πιο υψηλό , τόσο μεγαλύτερο το όφελος από μια χρεοκοπία
- *Η αποτελεσματικότητα του συστήματος φορολόγησης* : σε μια χώρα που δεν μπορεί να αυξήσει τη φορολογία λόγω αναποτελεσματικού φορολογικού συστήματος η χρεοκοπία φαντάζει πιο ελκυστική
- *Το μέγεθος του εξωτερικού χρέους* : όταν αυτό καταλαμβάνει μεγάλο μέρος του συνολικού τότε η πολιτική αντίσταση απέναντι στη χρεοκοπία θα είναι ολοένα και μικρότερη .Η καμπύλη B_U κινείται ανοδικά.

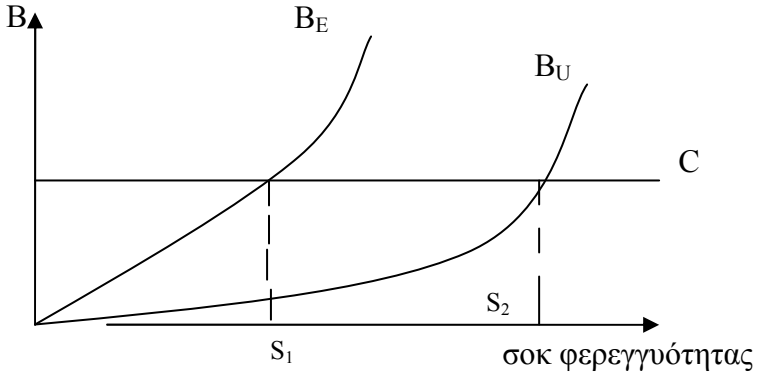
Διάγραμμα 1: Πλεονεκτήματα χρεοκοπίας μετά από ένα σοκ φερεγγυότητας



Η B_E καμπύλη, δείχνει το όφελος από μια αναμενόμενη από τους επενδυτές χρεοκοπία. Βρίσκεται πάνω από την καμπύλη B_U για τον ακόλουθο λόγο. Όταν οι επενδυτές αναμένουν μια χρεοκοπία, θα πουλήσουν τα κρατικά ομόλογα. Ως εκ τούτου, το επιτόκιο των κρατικών ομόλογων αυξάνει. Αυτό εγείρει το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού που απαιτεί ένα αυστηρότερο πρόγραμμα λιτότητας από περικοπές δαπανών και αυξήσεις φόρων. Έτσι, η χρεοκοπία γίνεται όλο και πιο ελκυστική. Για κάθε σοκ φερεγγυότητας, τα οφέλη από την χρεοκοπία θα είναι πλέον να είναι υψηλότερα από ό, τι ήταν όταν η χρεοκοπία δεν ήταν η αναμενόμενη.

Αναφορικά με το κόστος της χρεοκοπίας, αυτό προκύπτει από το γεγονός ότι, όταν η κυβέρνηση χρεοκοπεί , τότε υφίσταται μια απώλεια της υπόληψης της . Αυτή η απώλεια στη φήμη της θα δυσκολέψει την πιθανότητα η κυβέρνηση να δανειστεί στο μέλλον. Ο συγγραφέας κάνει την απλουστευτική παραδοχή ότι αυτό είναι ένα σταθερό κόστος. Στο διάγραμμα 2 σχήμα όπου θα παρουσιάζονται το σταθερό κόστος (C) με τις καμπύλες οφέλους.

Διάγραμμα 2:κόστη και πλεονεκτήματα χρεοκοπίας μετά από ένα σοκ φερεγγυότητας



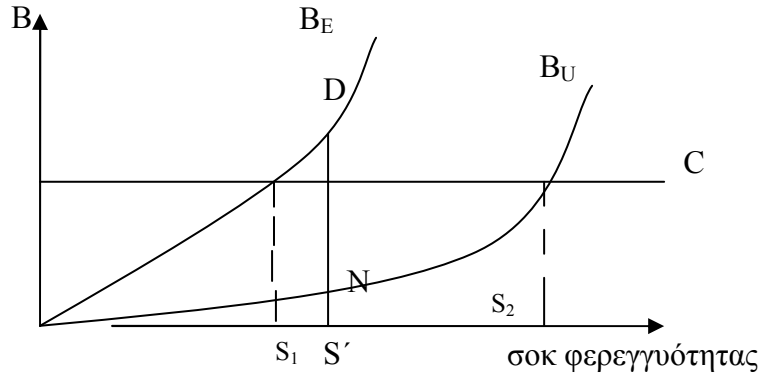
Υπάρχουν 3 είδη των παραπάνω σοκ φερεγγυότητας , ένα μικρό , ένα μεσαίο και ένα μεγάλο . Ξεκινώντας με ένα μικρό , για αυτό ισχύει ότι **$S < S_1$** (πχ της Γερμανίας ή της Ολλανδίας .Φια αυτό το είδος , το κόστος χρεοκοπίας είναι πολύ μεγαλύτερο από ότι τα οφέλη της , για αυτό τόσο η

κυβέρνηση όσο και οι επενδυτές δεν θα επιθυμούν τη χρεοκοπία. Έτσι δεν θα έχουμε ισορροπία μη χρεοκοπίας.

Προκειμένου για ένα μεγάλο σοκ φερεγγυότητας , τέτοιο ώστε $\mathbf{S<S_2}$ (πχ της Ελλάδας) , το κόστος χρεοκοπίας είναι πάντα μικρότερο από τα οφέλη της , για ατό και η κυβέρνηση τόσο και οι επενδυτές θα επωφελούνται περισσότερο από μια πιθανή χρεοκοπία.

Προκειμένου για το ενδιάμεσο στάδιο , όπου $\mathbf{S_1 < S < S_2}$ (Πχ της Ισπανίας , Πορτογαλίας ,Ιρλανδίας) , δύο ισορροπίες είναι πιθανές , και κάθε μία θα υποδηλώνει τι αναμένεται να συμβεί .Για την ανάλυση του , ο συγγραφέας υποθέτει ότι το σοκ φερεγγυότητας είναι **S΄ .**Σε αυτήν την περίπτωση έχουμε δύο πιθανές ισορροπίες : την N και την D . Το σημείο D , υποδηλώνει πως το όφελος από τη χρεοκοπία θα είναι μεγαλύτερο από ότι το κόστος , για αυτό και η κυβέρνηση θα θέλει να χρεοκοπήσει.

Από την άλλη στο σημείο N βλέπουμε ότι το όφελος της χρεοκοπίας είναι μικρότερο από το κόστος και άρα η κυβέρνηση δεν θα θέλει να χρεοκοπήσει.



Από το διάγραμμα λοιπόν έχουμε δυο πιθανές ισορροπίες , μια κακή (D) που οδηγεί στη χρεοκοπία , και μια καλή (N) .Και οι δύο είναι ισόποσα πιθανές και η επιλογή ανάμεσα τους εξαρτάται από τις προσδοκίες των επενδυτών. Αν δεν περιμένουν κάποια πιθανή χρεοκοπία , δεν θα επιλέξουν καμιά από τις δύο ισορροπίες .

Η πιθανότητα των πολλαπλών ισορροπιών είναι πολύ μικρή όταν η χώρα δεν ανήκει σε κάποια νομισματική ένωση , όταν δηλαδή μπορεί να εξυπηρετήσει το χρέος της με τη δική της ισοτιμία. Στην περίπτωση αυτή υπάρχει μόνο μια καμπύλη οφέλους .Σε αυτήν την περίπτωση , η κυβέρνηση μπορεί να αποφασίσει από μόνη της αν θα επιλέξει να χρεοκοπήσει ή όχι ,αλλά δεν θα επηρεαστεί καθόλου από τις προσδοκίες της αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Το τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης και η ο ρόλος της ΕΚΤ

4.1 Το φαινόμενο της προκυκλικότητας στις τράπεζες

Το φαινόμενο της προκυκλικότητας αποτελεί εγγενές χαρακτηριστικό του πραγματικού και ειδικότερα του χρηματοπιστωτικού τομέα μιας οικονομίας , ο οποίος έχει επηρεαστεί από την πρόσφατη κρίση. Μάλιστα, ιδιαίτερα έντονη είναι η παρουσία του φαινομένου στον τραπεζικό τομέα. Λόγω της προκυκλικότητας, οι τράπεζες έχουν μετατραπεί από μηχανισμούς περιορισμού, σε μηχανισμούς ενίσχυσης των αλλαγών που αφορούν τις διάφορες οικονομικές δραστηριότητες και επηρεάζουν δυνητικά την οικονομική σταθερότητα. Στην προκυκλικότητα μπορούν να αποδοθούν οι ατέλειες της αγοράς και οι αποκλίσεις από την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς , ενώ άλλοι παράγοντες-συμπεριλαμβανομένων της Βασιλείας ΙΙ και των λογιστικών προτύπων - μπορεί να την επιδεινώσουν .

Το κύριο χαρακτηριστικό της προκυκλικότητας είναι η υποεκτίμηση ή υπερεκτίμηση των κινδύνων στους οποίους είναι εκτεθειμένος ο τραπεζικός τομέας, η οποία οδηγεί σε σχετικά υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης κατά την ανοδική φάση του κύκλου, ενώ η ύφεση χαρακτηρίζονται από ισχυρή αποστροφή από τον κίνδυνο, κάτι που περιορίζει την παροχή των δανείων που οφείλεται στις ανησυχίες των τραπεζών σχετικά με την ποιότητα του δανειακού χαρτοφυλακίου και την πιθανότητα χρεοκοπίας . Έτσι, οι αλλαγές έχουν επέλθει στον τραπεζικό κλάδο από την μετατροπή του από έναν αποτελεσματικό μηχανισμό για την κατανομή των κονδυλίων σε έναν μηχανισμό που επιδεινώνει κυκλικές διακυμάνσεις, εμποδίζει την αποτελεσματική κατανομή των πόρων στην οικονομία και επηρεάζει δυσμενώς την αύξηση των πιστώσεων και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

4.1.1 Η προκυκλικότητα στον τραπεζικό τομέα

Είναι ευρέως γνωστό ότι ο τραπεζικός δανεισμός χαρακτηρίζεται από κυκλικότητα , δηλαδή οι τράπεζες ανταποκρίνονται στις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες. Συγκεκριμένα, κατά τη διάρκεια της ύφεσης, οι τράπεζες περιορίζουν την προσφορά πιστώσεων. Παράλληλα, κατά τη διάρκεια τέτοιων φάσεων, η ζήτηση για νέα δάνεια είναι περιορισμένη , επειδή υπάρχουν περιορισμένες εναλλακτικές επενδυτικές προτάσεις με θετική καθαρή παρούσα αξία. Με άλλα λόγια, μπορεί να παρατηρηθεί μια ταυτόχρονη μείωση τόσο της προσφοράς και της ζήτησης πιστώσεων. Σε μια σοβαρή κρίση, όπως η πρόσφατη, η μείωση της προσφοράς δανείων, τουλάχιστον αρχικά, είναι μεγαλύτερη από τη μείωση της ζήτησης, καθώς οι αιτήσεις δανείων για επενδύσεις με θετική καθαρή

παρούσα αξία τείνουν να απορρίπτονται μετά τη σημαντική αύξηση του ασφάλιστρου κινδύνου, κάτι που αντανακλά την αυξημένη αποστροφή στον κινδύνου (risk aversion).

Η προκυκλικότητα αναφορικά με τα πιστοδοτικά κριτήρια σχετίζεται με τα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών, την κεφαλαιακή τους επάρκεια και τη δομή του κεφαλαίου, την προθυμία των τραπεζών να αναλάβουν κινδύνους, την αποδοτικότητα, καθώς και με άλλους παράγοντες, όπως η αξιολόγηση του κινδύνου και οι πρακτικές διαχείρισης κινδύνων και με τη λειτουργία των αγορών χρήματος .

4.1.2 Το αντίκτυπο της προκυκλικότητας

Η προκυκλικότητας στο τραπεζικό τομέα βρίσκεται στο προσκήνιο λόγω της σημαντικής επιρροής του εν λόγω κλάδου στην οικονομική δραστηριότητα και του ρόλου του στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, η προκυκλικότητα επηρεάζει την κερδοφορία των τραπεζών και, κατά συνέπεια, των τραπεζικών δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας, οι οποίοι με τη σειρά της μπορεί να απειλήσουν τη φερεγγυότητα των τραπεζικών οργανισμών και επιχειρήσεων κατά και κατά συνέπεια την χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

4.1.3 Αίτια της προκυκλικότητας

Η προκυκλική συμπεριφορά των τραπεζών μπορεί να εξηγηθεί από τις αποκλίσεις από τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς .Σύμφωνα με αυτή την υπόθεση, οι συμμετέχοντες στην αγορά να κατέχουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και τις αξιολογηθούν λογικά, κάνοντας διάκριση μεταξύ πρόσκαιρων διαταραχών και εκδηλώσεων που μπορούν να έχουν μακροχρόνιες επιπτώσεις. Κατά συνέπεια, οι τράπεζες θα έχουν αντικυκλική συμπεριφορά και μπορούν να εκτιμήσουν την πραγματική κατάσταση της οικονομίας και τη μείωση (αύξηση) των δανείων τους με την αύξηση (μείωση) των επιτοκίων των δανείων, όταν ο οικονομικός κύκλος φθάνει στο μέγιστο (ελάχιστο) σημείο του.

Η συμπεριφορά αυτήν των αγορών μπορεί να εξηγηθεί βάση των εξής υποθέσων :

- *Υπόθεση ασσύμετρης πληροφορησης* : Αυτή η υπόθεση στηρίζεται στο γεγονός ότι δανειολήπτες έχουν περισσότερες γνώσεις από ό, τι οι δανειστές για ένα έργο. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με τη δυσμενή υπόθεση επιλογής (δηλαδή ο δανειστής δεν είναι σε θέση να ελέγχει ένα ή περισσότερα από τα βασικά χαρακτηριστικά του έργου), επηρεάζει τη συμπεριφορά των τραπεζών: οι τράπεζες είναι πρόθυμες να χορηγήσουν περισσότερα δάνεια στην ανοδική φάση του

οικονομικού κύκλου και απρόθυμες στην προς τα κάτω φάση (μειώνοντας έτσι σημαντικά το επίπεδο του ανταγωνισμού).

- *Υπόθεση κύριου-μεσάζοντα* : Μπορεί να υπάρξει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ του κύριου και του μεσάζοντα, είτε λόγω των διαφορετικών προφίλ κινδύνου ή λόγω της δυσκολίας των κύριων να βεβαιωθούν ότι ο μεσάζων ενήργησε προς το συμφέρον του ή έχει ενεργήσει μέσω μιας δυσμενούς επιλογής (Eisenhardt, 1989). Αυτή η παραδοχή οδηγεί σε φαινόμενα προκυκλικότητας όταν: (α) παράγοντες, λόγω των υψηλών κινήτρων από την κύριους (δηλαδή τα υψηλά επιδόματα), αναλαμβάνουν υπερβολικούς κινδύνους, που μπορεί να οδηγήσουν σε συστημική αστάθεια και (β) όταν δανειολήπτες υποτιμούν τον κίνδυνο ουράς, διατηρώντας με αυτό τον τρόπο τη πιθανότητα για υψηλά κέρδη , ενώ οι δανειστές κινδυνεύουν να χάσουν τα κεφάλαιά τους (Landau, 2009). Τα προβλήματα που προκύπτουν από την υπόθεση κύριου-μεσάζοντα μπορούν μόνο εν μέρει να αντιμετωπιστούν από τις δανειακές δεσμεύσεις, και ως εκ τούτου οι δανειολήπτες συνήθως δεσμεύσουν μια επιπλέον βοηθητική εγγύηση.
- *Υπόθεση free-riding*: η διαχείριση μιας τράπεζας δεν μπορεί να εξετάσει την επίδραση που έχουν οι επιλογές της στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ιδιαίτερα στην ανοδική φάση του κύκλου.

- *Υπόθεση του ηθικού κίνδυνου*: Η διαχείριση μιας τράπεζας είναι πεπεισμένη ότι, σε περίπτωση που προκύψουν σημαντικά οικονομικά προβλήματα, μπορεί να στηριχθεί σε πιθανή κρατική στήριξη
- *Υπόθεση disaster myopia*: η συμπεριφορά της διοίκησης μιας τράπεζας (αλλά και των δανειοληπτών) είναι μυωπική (Guttentag και Herring, 1986), με την έννοια ότι θεωρούν σημαντικούς μόνο τους βραχυπρόθεσμους κινδύνους, με την προϋπόθεση ότι είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν μια σημαντική ύφεση, με βάση την προηγούμενη εμπειρία, ενώ υποτιμούν την πιθανότητα μιας εξαιρετικά αρνητικού οικονομικού γεγονότος. Αυτό συμβαίνει επειδή οι τράπεζες έχουν την τάση να "ξεχνούν" τα προβλήματα στα χαρτοφυλάκια των δανείων τους, καθώς ο χρόνος περνά από την τελευταία κρίση, λόγω της σταδιακής απόσυρσης του έμπειρου προσωπικού, της χαλάρωσης των προτύπων του τραπεζικού δανεισμού και της μειωμένης ικανότητας των ενδιαφερομένων μερών (π.χ. των μετόχων, των εποπτικών αρχών, κ.λπ. .) για τον έλεγχο της διαχείρισης της τράπεζας.
- *Υπόθεση cognitive dissonance* : η διαχείριση μιας τράπεζας εμπλέκεται στη δικαιολόγηση επιλογών του παρελθόντος, ακόμη και αν έχουν αποδειχθεί λάθος.
- *Υπόθεση αντιστάθισης*

4.1.4 Παράγοντες που επηρεάζουν τη προκυκλικότητα

Η προκυκλικότητα επηρεάζεται από τους εξής παράγοντες: Πρώτον , εκείνους που σχετίζονται με την οικονομική πολιτική και τραπεζική εποπτεία, δεύτερον, εκείνους που σχετίζονται με τους κανονισμούς και πρακτικές του τραπεζικού συστήματος και τρίτον, ορισμένους άλλους παράγοντες.

4.1.4.1 Οικονομική πολιτική και τραπεζική εποπτεία.

- Η δημοσιονομική πολιτική: Η δημοσιονομική πολιτική πρέπει να είναι αντικυκλική, προκειμένου να λειτουργήσει ως σταθεροποιητής για την οικονομία. Ειδικά κατά τη διάρκεια της ύφεσης, η δημοσιονομική πολιτική (είτε από με τη μείωση των φόρων ή με την αύξηση των κυβέρνηση δαπανών) μπορεί να αυξήσει τη συνολική ζήτηση και να δώσει την απαραίτητη ώθηση για να επέλθει ανάπτυξη. Ωστόσο, η δημοσιονομική πολιτική μπορεί να να προκαλέσει το αντίθετο αποτέλεσμα, δηλαδή τη σειρά του από το να έχει αντικυκλικό αντί για προκυκλικό χαρακτήρα εάν η δημόσια οικονομία δεν κατάφερε είναι συνεπής. Πράγματι, έχει βρεθεί ότι, ενώ η δημοσιονομική πολιτική είναι αντικυκλική και δεν επηρεάζεται από οικονομικούς κύκλους στις ανεπτυγμένες χώρες, σε αναδυόμενες χώρες είναι προκυκλική. Σε μια κρίση, η τελευταία αλλά και η προηγούμενη είναι πιθανό να αντιμετωπίσουν υψηλότερο κόστος ή ακόμα και σοβαρά προβλήματα στη χρηματοδότηση του δημόσιου τους τομέα, αναγκάζοντας τις τράπεζες τους να αυξήσουν τα επιτόκια δανεισμού ή / και τη μείωση της προσφοράς δανείων, ενισχύοντας την προκυκλικότητα .
- Η Νομισματική πολιτική: Η νομισματική πολιτική μπορεί να συμβάλει σημαντικά στην ενίσχυση ή στον μετριασμό της προκυκλικότητας τους εξής τρόπους: Πρώτον, το κανάλι των επιτοκίων μέσω του οποίου επηρεάζεται η ζήτηση δανείων. Δεύτερον, το κανάλι πίστωσης, η οποία μπορεί να αναλύεται περαιτέρω ως εξής:
  - Το κανάλι του τραπεζικού δανεισμού (που αναφέρεται επίσης ως το στενό κανάλι πίστωσης), μέσω του οποίου επηρεάζονται το κόστος της χρηματοδότησης και της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών (ΕΚΤ 2009c και Cappiello2010).
  - Το κανάλι του ισολογισμού (ονομάζεται επίσης ευρύ κανάλι πίστωσης), μέσω του οποίου επηρεάζονται, οι δυνατότητες ιδιοκτησίας των δανειοληπτών ή και η αξία των υπαρχουσών εξασφαλίσεων

  Τρίτον, το κανάλι ανάληψης κινδύνων. Αυτό το κανάλι μετάδοσης μπορεί να οριστεί ως οι

επιπτώσεις των αλλαγών στα επιτόκια της πολιτικής σχετικά με τις αντιλήψεις των κινδύνων ή την ανοχή κινδύνου και λειτουργεί μέσω τριών διαύλων: α) την επίδραση των επιτοκίων στις ταμειακές ροές, τα έσοδα και τις αξίες του ενεργητικού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, β) τη σχέση μεταξύ των επιτοκίων της αγοράς και τις τιμές-στόχους των αποδόσεων, και γ) τη στρατηγική σχετικά με τις λειτουργίες επικοινωνίας , τη νομισματική πολιτική και τη λειτουργία της Κεντρικής Τράπεζας (Borio και Zhu, 2008).

- Η εποπτεία των τραπεζών. Μερικές μελέτες έχουν εξετάσει επίσης την επίδραση της εποπτικής αυστηρότητας σχετικά με τα πρότυπα του τραπεζικού δανεισμού . Ως εκ τούτου, ένα πολύ αυστηρό τραπεζική εποπτεία κατά τη διάρκεια της ύφεσης μπορεί να περιορίσουν την παροχή δανείων των τραπεζών , επιτείνοντας την προκυκλικότητας

4.1.4.2 Ρυθμιστικό πλαίσιο και πρακτικές των τραπεζών

Οι παράγοντες που σχετίζονται με το ρυθμιστικό πλαίσιο και πρακτικές των τραπεζών είναι οι ακόλουθοι :

- Βασιλεία ΙΙ
- Η εφαρμογή των λογιστικών κανόνων
- Οι εξασφαλίσεις
- Η μόχλευση
- Η ρευστότητα αγοράς και η χρηματοδοτική ρευστότητα

4.1.5 Παράγοντες που περιορίζουν την προκυκλικότητα

Έχει υποστηριχθεί πως οι ατέλειες της αγοράς θα μπορούσαν επίσης να οδηγήσουν σε μείωση της προκυκλικότητας του τραπεζικό τομέα. Γενικά η προκυκλικότητα μπορεί να μειωθεί βάση των δυο ακόλουθων δύο υποθέσεων:

• Υπόθεση Διαχείρισης κεφαλαίου: Οι τράπεζες με χαμηλό δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας κάνουν αυξημένες προβλέψεις προκειμένου να βελτιώσουν αυτό το δείκτη
• Υπόθεση φορολογικής ασπίδα: Οι διατάξεις περί φορολογικής έκπτωση από το φορολογητέο εισόδημα μπορούν να αποτελέσουν κίνητρο για τις τράπεζες ώστε να προχωρήσουν σε αύξηση τους.

4.2 Ο δρόμος για μια Ευρωπαϊκή Τραπεζική Ένωση (ΕΤΕ)

Στο επίκεντρο της σημερινής κρίσης στην ευρωζώνη βρίσκεται η αδυναμία του σημερινού πλαισίου άσκησης της νομισματικής πολιτικής προκειμένου να αποτρέψει την οικονομική αποσύνθεση και να σπάσει ο φαύλος κύκλος που δένει τις τράπεζες και τις κυβερνήσεις (οριοθέτηση ρευστότητας), ο οποίος δεν επιτρέπει αποτελεσματικές πολιτικές για να αντιμετωπιστεί σωστά ο ηθικός κίνδυνος και τα δυσμενή προβλήματα επιλογής στον τραπεζικό τομέα. Οι απαραίτητες πράξεις νομισματικής πολιτικής, είτε μέσω αντισυμβατικών πράξεων άμεσης ή έμμεσης χρηματοδότησης ενός ad hoc μηχανισμού (όπως το ESM), θα πρέπει να σταθεροποιήσουν την αγορά κρατικών ομολόγων για να σπάσει ο σύνδεσμος μεταξύ αντισυμβαλλομένου και κίνδυνου χώρας, η οποία έχει αυξηθεί τις δυσμενείς επιλογές στη διατραπεζική αγορά και μειώσει σημαντικά τα κανάλια μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Η κοινή ανάκαμψη και εκκαθάριση, από την άλλη πλευρά, θα προωθήσει περαιτέρω την εμπορική ολοκλήρωση των τραπεζών και της διεθνούς διαφοροποίησης. Προκειμένου να γίνει αυτό απαιτείται η θέσπιση κοινών κανόνων της ΕΕ και η υλοποίηση τους από μια ανεξάρτητη αρχή με την πρόσβαση σε ένα ταμείο ανάλυσης ή ένα κοινό σύστημα εγγύησης των καταθέσεων. Ο σχηματισμός ενιαίου ευρωπαικού τραπεζικού συστήματος είναι απαραίτητος, καθώς η παρατεταμένη αδυναμία της ΕΚΤ να ασκήσει ορθή νομισματική πολιτική θα μπορούσε να έχει αρνητικό αντίκτυπο στην αξιοπιστία της, και, ενδεχομένως, στις καταθέσεις της ΕΚΤ, η οποίες θα χρειαστεί να μεταφερθούν σε ένα ασφαλέστερο χαρτοφυλάκιο .Αυτό θα μπορούσε να σημάνει και το τέλος του ευρώ.

4.2.1 Οι λόγοι δημιουργίας μιας τραπεζικής ένωσης

Η οικονομική κρίση στην ευρωζώνη έχει ενταθεί δραματικά κατά το τελευταίο έτος. ο κρίση αύξησε τα προβλήματα χρηματοδότησης στον τραπεζικό τομέα, ο οποίος οδήγησε την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα να παρέμβει με μια τεράστια διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης ύψους € 524 περίπου δισ. ευρώ (καθαρός δανεισμός). Η αστάθεια στο τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης προκαλείται κυρίως από τον ηθικό κίνδυνο και τα προβλήματα δυσμενούς επιλογής.

Η πιο δύσκολη πρόκληση της δημιουργίας μιας ευρωπαϊκής ένωσης τραπεζών βρίσκεται στα βραχυπρόθεσμα μέτρα και στην ενδεχόμενη εφαρμογή τους από τις τράπεζες. Πολλές τράπεζες της ευρωζώνης , και κυρίως στις χώρες της που επηρεάζονται από την κρίση, βρίσκονται κάτω από πίεση, και η κίνηση προς την τραπεζική ένωση είναι σχεδόν βέβαιο ότι θα έχει σημαντικές επιπτώσεις. Ωστόσο, ακριβώς επειδή οι τράπεζες είναι κάτω από τέτοια πίεση είναι αναγκαία μια έγκαιρη και συγκεκριμένη δράση. Βασικό για μια τέτοια ενέργεια είναι να ελαχιστοποιηθεί το κόστος για τους

φορολογούμενους. Απαραίτητο βήμα θα πρέπει να είναι η δημιουργία μιας ευρωπαϊκής εποπτικής αρχής που θα διασφαλίσει την ανάπτυξη της μελλοντικής ένωσης τραπεζών. Παράλληλα, η δυνατότητα να αξιολογηθεί γρήγορα η πραγματική κεφαλαιακή θέση των τραπεζών είναι πολύ σημαντική για το τραπεζικό σύστημα που θα δημιουργηθεί.

Το σκεπτικό για μια ένωση τραπεζών που θα συμπληρώνει μια νομισματική ένωση είναι απλό. Η Οικονομική και Νομισματική Ένωση της Ευρώπης (ΟΝΕ), κατασκευάστηκε βάση δύο αξόνων: ένα νομισματικό πυλώνα με βάση την ανεξάρτητη και προσανατολισμένη στη σταθερότητα της ευρωζώνης , Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), καθώς και ενός φορολογικού πυλώνα προσανατολισμένο στη δημοσιονομική πειθαρχία με μια μικρή έμφαση στο συντονισμό. Από το 2008 υπάρχει μια ισχυρή συσχέτιση μεταξύ τραπεζών και της κρίσεις φερεγγυότητας. Ειδικά, αλλά όχι μόνο στην Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ισπανία και την Ιταλία, τα κυρίαρχα προβλήματα φερεγγυότητας έχουν επηρεάσει τις τράπεζες και τις ανησυχίες των τραπεζών περί φερεγγυότητας. Αυτή η συσχέτιση έχει δημιουργεί δύο φαύλους κύκλους που η ΕΚΤ δεν μπορεί να καταστείλει, επειδή μια ομοσπονδιακή κεντρική τράπεζα δεν μπορεί να λάβει εντολή να βοηθήσουν συγκεκριμένα κράτη ή τράπεζες και επειδή η ΕΚΤ δεν μπορεί παράλληλα να αντιμετωπίσει τις ανησυχίες φερεγγυότητας και να μείνει προσηλωμένη στον πρωταρχικό της στόχο .

Ο βασικός σκοπός μιας πολιτικής τραπεζών είναι να εξασφαλίζει την ομαλή λειτουργία της τραπεζικής διαμεσολάβησης η οποία ασκείται από το τραπεζικό σύστημα . Προκειμένου να είναι αυτό εφικτό η πολιτική αυτή πρέπει να έχει ως στόχο της μείωση της κρίσης των τραπεζών και όταν έχει ξεσπάει η κρίση , να είναι σε θέση να προστατεύει όλο το τραπεζικό σύστημα. Προκειμένου να εξασφαλισθεί μια σωστή διαχείριση της κρίσης , η τραπεζική πολιτική πρέπει να στηρίζεται σε τέσσερις πυλώνες :

- Σε ένα βασικό νομικό ρυθμιστικό πλαίσιο ,που σκοπό έχει την σωστή οργάνωση των τραπεζών και την ενίσχυση τους στην αντιμετώπιση της κρίσης και της μείωσης των πιθανών απωλειών .
- Στην τραπεζική εποπτεία , προκειμένου να εξασφαλίσει τη σωστή διαχείριση των αναλαμβανόμενων κινδύνων .
- Στην αρχή ανάλυσης της τραπεζικής εξουσίας και ικανότητας
- Στην εξασφάλιση των καταθέσεων

Οι 4 παραπάνω πυλώνες συνδέονται άμεσα μεταξύ τους και για να είναι αποτελεσματικοί πρέπει να συνοδεύονται με μια αποτελεσματική και ισχυρή πολιτική αρχή .

Η ΕΕ έχει ένα πιο ολοκληρωμένο πλαίσιο πολιτικής τραπεζικής από οποιαδήποτε άλλη υφιστάμενη περιφερειακή ρύθμιση, αλλά ακόμα κι έτσι τα περισσότερα μέσα πολιτικής παραμένουν σε εθνικό επίπεδο. Η εποπτεία είναι ως επί το πλείστον εθνική, ακόμα και αν η δημιουργία της Ευρωπαϊκής

Αρχής Τραπεζών (European Banking Authority - EBA) το 2011 έχει ενισχύσει το συντονισμό και τους μηχανισμούς διαμεσολάβησης . Ωστόσο , η επίλυση της κρίσης είναι η εθνική: πολλά κράτη μέλη δεν έχουν ακόμη θεσπίσει ένα ειδικό καθεστώς εξυγίανσης για τις τράπεζες, και ο συντονιστικός ρόλος της EBA σε αυτόν τον τομέα δεν έχει δοκιμαστεί και η πολιτική ρευστότητας των τραπεζών ασκείται σε επίπεδο ευρωζώνης από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, αλλά και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες διατηρούν τη δυνατότητα να συμμετάσχουν στην επείγουσα παροχή ρευστότητας (Emergency Liquidity Assistance - ELA) σε εθνικό επίπεδο και μάλιστα πρόσφατα τους δόθηκε η επιπλέον διακριτική ευχέρεια για την αξιολόγηση των εξασφαλίσεων .

Λαμβάνοντας υπόψη αυτή την κατανομή των ευθυνών, ένα μακροπρόθεσμο όραμα για μια ευρωπαϊκή ένωση τραπεζών θα πρέπει να περιλαμβάνει τα ακόλουθα βασικά δομικά στοιχεία:

- Ένα ευρωπαϊκό ρυθμιστικό πλαίσιο των τραπεζών.
- Ευρωπαϊκή εποπτεία. Αυτή καθίσταται αναγκαία τόσο από την ανάγκη αποτελεσματικής εποπτείας των τραπεζικών πράξεων που τώρα πια πραγματοποιούνται σε διασυνοριακή βάση, καθώς και για την αντιμετώπιση των κινήτρων των εθνικών εποπτικών αρχών να παραβλέψουν την ανάληψη υπερβολικών κινδύνων από τις τράπεζες που βρίσκονται στη δικαιοδοσία τους, εφόσον η ασφάλεια των καταθέσεων μεταφέρεται στο ευρωπαϊκό επίπεδο.
- Ευρωπαϊκή ασφάλιση των καταθέσεων. Το πρόγραμμα θα χρηματοδοτείται από τις εισφορές των συμμετεχουσών τραπεζών. Ωστόσο, η ασφάλεια των καταθέσεων δεν μπορεί ποτέ να καλύψει όλα τα πιθανά σενάρια κινδύνου, ο οποίος είναι ο λόγος που πρέπει τουλάχιστον έμμεσα να υποστηρίζεται από μια δεύτερη, εγγενώς δημοσιονομική γραμμή άμυνας.
- Η ευρωπαϊκή αρχή εξυγίανσης.

4.2.1.1 Ο ηθικός κίνδυνος

Ο ηθικός κίνδυνος είναι αποτελεί σημαντικό θέμα που απασχολεί τον τραπεζικό τομέα, αλλά αρκετά ανεξερεύνητο όταν συνδέονται με ζητήματα χρηματοοικονομικής σταθερότητας αναφορικά με την άσκηση της νομισματικής πολιτικής . Οι Blundell-Wignall & Atkinson (2011) πρόσφατα προσπάθησαν να καθιερώσουν μια σαφή σχέση μεταξύ της κερδοφορίας (απόδοση - σε - ίδια κεφάλαια) και του μέγεθους της τράπεζας, ιδίως σε περιόδους κρίσης. Οι τράπεζες έχουν σταδιακά αποκτήσει τεράστια μερίδια στο χρέος και τις δραστηριότητες των εθνικών κυβερνήσεων, κυρίως με τη χρήση των ευρωομολόγων.

Παρά τις δημόσιες δηλώσεις, η ΕΚΤ έχει χρησιμοποιήσει ένα μακροπρόθεσμο πρόγραμμα αναχρηματοδότησης , ωστόσο ζητήματα όπως ο ηθικός κίνδυνος και η αδυναμία να διαχωριστούν

τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένων από τον κίνδυνο για τη χώρα στην εκτίμηση του κινδύνου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

4.2.1.2 Το πρόβλημα δυσμενούς επιλογής και οι τράπεζες.

Η διακοπή της βαθιάς αλληλεξάρτησης μεταξύ των τραπεζών και των κυβερνήσεων θα επανεκκινήσει τις δραστηριότητες στη διατραπεζική αγορά και θα αποκαταστήσει ένα σωστά οργανωμένο δημοσιονομικό πλαίσιο. Ένας μηχανισμός που θα αξιολογεί την ποιότητα του κινδύνου του αντισυμβαλλομένου μπορεί αποτελεσματικά να ελαχιστοποιήσει τη δυσμενή επιλογή. Ο μηχανισμός αυτός μπορεί να είναι αποτελεσματικός μόνο με τη εφαρμογή μιας μαζικής νομισματικής πολιτικής.Οι παρεμβάσεις για την παροχή ρευστότητας πρέπει να είναι περιορισμένες και στη διακριτική ευχέρεια των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και περιορίζεται.

Για να σπάσει το πρώτο μέρος της σχέσης μεταξύ τραπεζών και κυβερνήσεων και για να γίνει επανεκκίνηση της διατραπεζικής αγοράς, η ΕΚΤ θα πρέπει να σταθεροποιήσει την αγορά κρατικών ομολόγων. Απεριόριστη ρευστότητα για τη χρηματοδότηση των τραπεζών έχει αποδειχθεί δαπανηρή και τελικά επιζήμια για το ίδιο το τραπεζικό σύστημα. Μια πιο σταθερή αγορά κρατικών ομολόγων θα δώσει στις τράπεζες μεγαλύτερη ικανότητα στην αξιολόγηση του κινδύνου της χώρας που έχει απομειώσει τον κίνδυνο της λειτουργίας τους μέχρι σήμερα.

Με καμία παρέμβαση για τη σταθεροποίηση των αγορών κρατικών ομολόγων, η δυσμενής επιλογή θα συνεχίσει να επηρεάζει αρνητικά η διατραπεζική αγορά, αλλά επίσης να επηρεάσει την εμπιστοσύνη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων για τη σταθερότητα του όλου συστήματος, και πιο συγκεκριμένα την αξιοπιστία της ΕΚΤ , οι δράσεις της οποίας πρέπει να είναι αποτελεσματική και πραγματικά ανεξάρτητη από τους στόχους της δημοσιονομικής πολιτικής των εθνικών κυβερνήσεων .

4.2.1.3 Οι τέσσερις δομικοί πυλώνες

Η επίβλεψη των τραπεζών είναι ζωτικής σημασίας. Στην κατανομή των εποπτικών αρμοδιοτήτων σε μεγάλο βαθμό οδηγεί ο βαθμός συγκέντρωσης σε άλλους τομείς. Ένα θέμα που έχει συζητηθεί ακόμη σε μεγάλο βαθμό είναι οι ανησυχίες περί του αριθμού των τραπεζών που πρέπει να καλύπτονται από την κοινή εποπτεία, με προτάσεις που κυμαίνονται από 20 και 6000 τράπεζες. Σαφώς, ο αριθμός των ατόμων που ανήκει στο προσωπικό που βρίσκεται στην ΕΚΤ δεν μπορεί να εποπτεύει όλες τις ευρωπαϊκές τράπεζες άμεσα. Ωστόσο, η πραγματική επιλογή δεν είναι μεταξύ 20 και 6000 τραπεζών. Οι μεγαλύτερες 200 τράπεζες αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το 95 τοις

εκατό των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών στη ζώνη έχει η ΕΚΤ, αλλά η εποπτεία των μικρότερων τραπεζών ανατίθεται στις εθνικές αρχές.

Η σημασία της ασφάλισης των καταθέσεων φαίνεται κάπως να βρίσκεται σε πρώτη γραμμή φροντίδας. Τα κεφάλαια που χρηματοδοτούν τα συστήματα εγγύησης των καταθέσεων ασφαλίζουν τους καταθέτες κατά την αποτυχία ενός ενιαίου, μικρού χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, αλλά είναι πολύ ανεπαρκή στην περίπτωση μιας συστημικής κρίσης.

Η οργάνωση της ανάλυσης περιλαμβάνει συμβιβασμούς. Η λογική της συγκεντρωτικής ανάλυσης είναι επιτακτική όταν η εποπτεία είναι συγκεντρωτική, αλλά η πλήρης συγκέντρωση απαιτεί σημαντικές αλλαγές στην εθνική αφερεγγυότητα, στην εργασία και στους φορολογικούς νόμους. Ωστόσο, η ειδική λειτουργία των τραπεζών δείχνει ότι θα πρέπει να εγκατασταθούν διαφορετικοί μηχανισμοί προκειμένου να είναι σε θέση να διατηρήσουν τα τμήματα των τραπεζών που παρέχουν ζωτικές λειτουργίες για την ευρύτερη οικονομία. Ακόμη , τα διάφορα εθνικά συστήματα παρέχουν διάφορες εξουσίες στις αρμόδιες αρχές για τον έλεγχο των χρηματοδοτικών ιδρυμάτων σε ένα ειδικό πλαίσιο ανάλυσης. Ορισμένες χώρες δεν έχουν καν ρητό πλαίσιο εξυγίανσης των τραπεζών. Η πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για μια νέα οδηγία αποσκοπεί, επομένως, στην εναρμόνιση των πλαισίων της ΕΕ σχετικά με την ανάλυση, και τη δημιουργία κανόνων για την επίλυση των διασυνοριακών τραπεζών.

Ωστόσο, δεν θα είναι αρκετό ένα πλήρως εναρμονισμένο σύστημα κανόνων που εσωκλείουν την ανάλυση αν εξακολουθεί να ασκείται σε εθνικό επίπεδο αναφορικά με μια τραπεζική ένωση. Ακόμη και με πλήρως εναρμονισμένους κανόνες, οι εθνικές αρχές μπορούν να εφαρμόζουν διαφορετικές ερμηνείες . Μπορούν να διανέμουν τις απώλειες μεταξύ των πιστωτών και των φορολογουμένων με διαφορετικό τρόπο. Ένας κοινός ευρωπαϊκός δημοσιονομικός μηχανισμός θα δημιουργήσει το κίνητρο για τις εθνικές αρχές να στρέψουν τα βάρη πάνω στον ευρωπαίο φορολογούμενο. Υπάρχουν πολλές επιλογές προκειμένου να λειτουργήσει σωστά το παραπάνω πλαίσιο :

i. *Ένα ευρωπαϊκό ταμείο ανάλυσης*, προκειμένου να καλύψει τα ενδεχόμενα κόστη από μια διατραπεζική κρίση
ii. *Μια εκ των προτέρων συμφωνία καταμερισμού του βάρους ,* που θα διευθετεί κατά πόσο κομμάτι του χρέους θα πληρώνεται από την φορολογία της χώρας που βρίσκεται η τράπεζα και κατά πόσο από τη φορολογία των υπόλοιπων κρατών μελών .
iii. *Ο ESM ως ένας υποστηρικτικός δημοσιονομικός μηχανισμός*
iv. *Ένα ενδεχόμενο πανευρωπαϊκό σύστημα φορολόγησης ,*το οποίο μπορεί να οδηγήσει στην ανάληψη κεφαλαίων για την επίλυση των τραπεζικών προβλημάτων

4.3 Βασιλεία ΙΙΙ και ανακεφαλαιοποίηση των ευρωπαϊκών τραπεζών

Οι απαιτήσεις που εισάγονται από τη Βασιλεία ΙΙΙ, θα οδηγήσουν σε υψηλότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και επαρκείς πόρους παροχής ρευστότητας . Αυτό θα καταστήσει απαραίτητη την υιοθέτηση νέων στρατηγικών και καινοτόμων λύσεων για τη βελτιστοποίηση των ισολογισμών και τη διατήρηση της κερδοφορία των τραπεζών. Ως εκ τούτου, οι τράπεζες θα αναγκαστούν να επανεξετάσουν το προϊόν και τις στρατηγικές χρηματοδότησης που ωθούνται από επιθυμία τους για την χάραξη πολιτικής αναφορικά με την ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού τομέα.

Οι νέοι κανονισμοί της Βασιλείας ΙΙΙ θα τροποποιήσουν και θα συμπληρώσουν τους κανόνες της Βασιλείας ΙΙ. Σκοπός τους είναι να προωθήσουν ένα πιο σταθερό τραπεζικό τομέα, ώστε με τη βελτίωση της ικανότητας των τραπεζών να απορροφούν τους κραδασμούς και με τη μείωση του κινδύνου που ενυπάρχει στα χαρτοφυλάκια που κατέχουν οι τράπεζες, να προχωρήσουν στην εξάλειψη των συστημικών κινδύνων που απειλούν τον τραπεζικό τομέα. Η προώθηση ενός πιο σταθερού τραπεζικό τομέα, ωστόσο, θα επηρεάσει αναπόφευκτα την κερδοφορία του. Συγκεκριμένα, θα επηρεαστούν δραστηριότητες που ενέχουν υψηλότερο κίνδυνο όπως ο δανεισμός και οι επενδύσεις ιδιωτικού μετοχικού κεφαλαίου.

Μια άμεση συνέπεια των κανονισμών της Βασιλείας ΙΙΙ, φαίνεται να αποτελεί η έμμεση διάκριση μεταξύ των δραστηριοτήτων «εμπορικού δανεισμού» και «ειδικού δανεισμού / επένδυσης», που προκαλείται από την εξέλιξη της προσαρμοσμένης απόδοσης του κινδύνου στο πλαίσιο της Βασιλείας ΙΙΙ. Αυτό αναμένεται να οδηγήσει σε μερική αποδιαμεσολάβηση στον τραπεζικό τομέα. Οι τράπεζες αναγκάζονται να επιλέξουν μεταξύ της αποδοχής χαμηλότερων αποδόσεων, επενδύοντας στην καινοτομία των προϊόντων, ή τη βελτιστοποίηση του ισολογισμού με τις νέες απαιτήσεις, οι οποίες μπορεί να οδηγήσουν σε μια άμβλυνση του μεγέθους των χαρτοφυλακίων και/ή ορισμένων δραστηριοτήτων που εκτελούν οι τράπεζες. Επιπλέον, οι αναλυτές έχουν υπολογίσει πως η συμμόρφωση των τραπεζών με τους νέους κανόνες της Βασιλείας ΙΙΙ για την αύξηση της ποιότητας και της συνοχής του ελάχιστου κεφαλαίου που πρέπει να διατηρούν πρέπει να αγγίζει το δις € 100.

4.3.1 Ρυθμιστικό πλαίσιο

Η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία έχει ως αποστολή την ανάπτυξη διεθνών προτύπων για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Η Επιτροπή της Βασιλείας δεν είναι ένας ρυθμιστής, αλλά είναι μια διεθνής επιτροπή των ρυθμιστικών και εποπτικών αρχών. Δεν μπορεί η ίδια να επιβάλει νόμους ή κανονισμούς, για αυτό και οι κανόνες της Βασιλείας είναι ένα σύνολο αρχών

που οι χώρες που λαμβάνουν μέρος δεσμεύονται για την εφαρμογή της. Εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τα πρότυπα της Βασιλείας ΙΙΙ θα υλοποιηθούν μέσω ενός συνδυασμού μιας νέας οδηγίας και μιας νέας ρύθμισης (που μαζί αναφέρονται ως το οδηγία κεφαλαιακών απαιτήσεων IV, ή CRD IV), που δημοσιεύθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις 20 Ιουλίου 2011. Η CRD IV με τη σειρά της θα απαιτήσει την περαιτέρω εφαρμογή της στους τοπικούς νόμους των διαφόρων ευρωπαϊκών χωρών.

Έχει καταστεί σαφές ότι υπάρχουν ορισμένες βασικές διαφορές μεταξύ της Βασιλείας ΙΙΙ και της RCD IV. Επιπλέον, RCD IV επαφίεται στην Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών προκειμένου να αναπτύξει ορισμένα πρότυπα (για παράδειγμα, τη φύση της απαιτούμενης υποτίμησης του κεφαλαίου για να χαρακτηριστεί ως πρόσθετο κεφάλαιο Tier 1). Η εφαρμογή της Βασιλείας ΙΙΙ αναμένεται να αρχίσει την 1η Ιανουαρίου 2013. Αξίζει να σημειωθεί ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει δηλώσει ότι τα κράτη μέλη της ΕΕ είναι ελεύθερα να προετοιμάσουν την πλήρη εφαρμογή της Βασιλείας ΙΙΙ, με την επιβολή αυστηρότερων προτύπων νωρίτερα από το προβλεπόμενο χρονοδιάγραμμα για την εφαρμογή τους.

4.3.2 Ανακεφαλαιοποίηση μέσω υβριδικών εκδόσεων χρέους

Η Βασιλεία ΙΙΙ / CRD IV επιβάλλει σημαντικές αλλαγές σε ό,τι μπορεί να θεωρηθεί ως εποπτικό κεφάλαιο. Τα ποσοστά των υποδιαιρέσεων των απαιτούμενων κεφαλαίων θα αυξηθούν, αρχής γενομένης από την 1η Ιανουαρίου 2013. Την 1η Ιανουαρίου 2015, η ελάχιστη κεφαλαιακή απαίτηση του 8% των σταθμισμένων στοιχείων ενεργητικού μιας τράπεζας πρέπει να αποτελείται από (τουλάχιστον) 4,5% κοινών μετοχών του Tier 1, δηλαδή καταβεβλημένο κοινό μετοχικό κεφαλαίο της τάξης του 1,5% μπορεί να αποτελείται από επιπλέον κεφαλαίο Tier 1 και 2% Tier 2.

Η Βασιλεία ΙΙΙ περιλαμβάνει τον ορισμό του τι αποτελεί κεφαλαίο Tier 1 και Tier 2. Επειδή θα υπάρχει ένα όριο στο ποσό των τραπεζών που θα είναι σε θέση (ή επιθυμούν) να προσελκύσουν Tier 1 κοινές μετοχές, τα μέρη διερευνούν τις δυνατότητες της έκδοσης κανονιστικών υβριδικών κεφαλαίων / κεφαλαίου εκτάκτου ανάγκης που θα μπορούσε να χαρακτηρισθεί ως συμπληρωματικό Tier 1 και Tier 2, προκειμένου να επισπευτεί έτσι η διαδικασία της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών.

Δεδομένου ότι τα υβριδικά μέσα αν και έχουν σχεδιαστεί για να κάνουν χρήση της διαφοράς που υπάρχει μεταξύ των στοιχείων που μπορούν να θεωρηθούν ως κεφάλαιο για κανονιστικούς σκοπούς και ως κεφάλαιο για φορολογικούς σκοπούς, μπορεί ακόμα να αντιμετωπίζονται ως χρέος. Αν δεν έχουν εξαλειφθεί οι διαφορές μεταξύ των αντίστοιχων φορολογικών καθεστώτων που ισχύουν για το υβριδικό χρέος, οι τράπεζες σε μια χώρα μπορεί να αντιμετωπίσουν υψηλότερο κόστος

χρηματοδότησης κατά την έκδοση υβριδικών μέσων από τις τράπεζες σε άλλες χώρες, τα οποία θα ήταν αντίθετη προς το επίπεδο που η Βασιλεία ΙΙΙ προτίθεται να επιτύχει .

Το υβριδικό χρέος παρέχει δυνατότητες για μια ταχεία ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Χρησιμοποιείται ως ενδεχόμενο κεφάλαιο που μπορεί να μετατρέψει αυτόματα μια χαμηλή κεφαλαιοποίηση των τραπεζών σε μια πολύ υψηλά κεφαλαιοποιημένη τράπεζες. Στη συνέχεια, το κόστος της ανακεφαλαιοποίησης θα βαρύνειτον επενδυτή και όχι το φορολογούμενος. Μόλις η τράπεζα έχει κεφάλαιό και απαλλαχθεί από την παρουσία του χρέους, αναμένεται ότι θα είναι σε καλύτερη θέση ώστε να αντλήσει πρόσθετα κεφάλαια. Οι πρόσθετη συγκέντρωση χρημάτων, ωστόσο, θα είναι επιτυχής και ουσιαστική μόνο εάν τα περιουσιακά στοιχεία της τράπεζας θεωρούνται ασφαλή, σταθερά και έχουν αξία.

Η συμμόρφωση με τη Βασιλεία ΙΙΙ, με τρόπο που θα διευθετεί την ανακεφαλαιοποίηση της και θα διατηρεί την οικονομική προστιθέμενη αξία των δραστηριοτήτων της, θα αποτελεί μια σημαντική πρόκληση για τράπεζες και χρηματοοικονομικούς συμβούλους, ιδίως όσον αφορά το διάστημα μέχρι την εφαρμογή του κανονισμού.

4.4 Χρηματοοικονομικές φούσκες και τράπεζες

Ακολουθεί η παρουσίαση ενός μακροοικονομικό μοντέλο με χρεοκοπημένες τράπεζες που μπορεί να χρησιμεύσει ως πλαίσιο για την ανάλυση του συστημικού κινδύνου όσον αφορά την ενδογενή συσσώρευση και διαλεύκανση των οικονομικών ανισορροπιών. Το μοντέλο χρησιμοποιείται για να εξετάσει το ρόλο που παίζουν ου φούσκες στις τιμές των χαρτοφυλακίων όταν αυτές συμβάλλουν στην παραγωγή ευρείας ή συστηματικής χρηματοοικονομικής αστάθειας.

Το είδος της οικονομίας που παρουσιάζεται στο μοντέλο, είναι αυτό μιας οικονομίας στην οποία οι πιστωτικοί περιορισμοί έχουν δημιουργήσει ένα «πλεόνασμα αποταμίευσης» . Αυτό ωθεί τα πραγματικά επιτόκια σε πολύ χαμηλά επίπεδα και δίνει τη δυνατότητα στις αποτιμήσεις των χαρτοφυλακίων να παρεκκλίνουν από τις βασικές αρχές. Η κύρια συμβολή του μοντέλου είναι να δείξει τον αντίκτυπο αυτών των τιμών των φουσκών των περιουσιακών στοιχείων στο συστημικό κίνδυνο και πως σε μεγάλο βαθμό εξαρτάται από τους οικονομικούς παράγοντες στους οποίους εκτίθενται σε αυτές οι φυσαλίδες. Όταν οι τράπεζες διαθέτουν ανοίγματα σε υπερτιμημένες χαρτοφυλάκια , η καθαρή θέση και η φερεγγυότητά τους είναι σε κίνδυνο από τη διόρθωση των τιμών. Όταν μια φούσκα στις τιμές των καταρρέει, εξαφανίζει τα ίδια κεφάλαια του τραπεζικού συστήματος προκαλώντας εκτεταμένη οικονομική αστάθεια - πτωχεύσεις τραπεζών και μια σοβαρή συρρίκνωση των δανείων προς την πραγματική οικονομία. Η κατάρρευση της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων

είναι το κύριο κανάλι μέσω του οποίου η οικονομική αστάθεια μεταδίδεται στην πραγματική οικονομία. Ως αποτέλεσμα, παρατηρείται πτώση των επενδύσεων, της απασχόλησης και της πραγματικής δραστηριότητας .

Το μοντέλο δείχνει ότι διαφορετικές εκθέσεις σε τράπεζικές φυσαλίδες είναι ένας σημαντικός λόγος για τον οποίο η «Dot Com Bubble» δεν οδηγεί σε κρίση του τραπεζικού συστήματος, ενώ η «Subprime Bubble» οδηγεί.

Η ανάλυσή της ΕΚΤ διαπιστώνει ότι η έκθεση των τραπεζών σε υπερτιμημένα περιουσιακά στοιχεία (και ως εκ τούτου, ο συστημικός κίνδυνος) είναι υψηλότερη όταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πιστεύουνε ότι θα διασωθούν σε περίπτωση που παρουσιαστούν ζημιές. Αυτό ενισχύει τον βαθμό της υπερτίμησης του ενεργητικού και συμπυκνώνει την έκθεση της φούσκας στα χέρια των τραπεζών, με αποτέλεσμα ο συστημικός κίνδυνος να αυξάνεται. .

4.4.1 Το μοντέλο (Kosuke Aoki – Kalin Nikolov)

Η οικονομία αποτελείται από τρία είδη πρακτόρων . Υπάρχει μια σειρά απείρως επαναλαμβανόμενων ζωντανών επιχειρηματιών και μια σειρά απείρως επαναλαμβανόμενων ζωντανών εργατών με πιθανότητα 1 , και μια σειρά απείρως επαναλαμβανόμενων τραπεζιτών που έχουν πεπερασμενο αριθμό ζωών και να πεθάνουν με πιθανότητα 1-γ σε κάθε περίοδο, δεδομένου ότι στην προηγούμενη περίοδο ήταν ζωντανοί.

Υποθέτουμε ότι στην οικονομία μας, μόνο οι τράπεζες μπορούν να επιβάλουν αποπληρωμή του χρέους. Συνεπώς, όλες οι δανειοληπτικές και δανειοδοτικές δραστηριότητες θα είναι μεταξύ τράπεζας - διαμεσολαβητή. Οι τραπεζίτες θα είναι ουδέτεροι απέναντι στον κίνδυνο και ζωντανοί για ένα στοχαστικό χρονικό διάστημα. Μόλις τραπεζίτες λάβουν ένα σοκ τέλους στη ζωή τους , ρευστοποιούν το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού τους και καταναλώνουν την καθαρή θέση τους πριν από την έξοδο. Αυτό το σοκ χτυπά με πιθανότητα $1 - \gamma$.

Οι τράπεζες μεγιστοποιούν την ακόλουθη λειτουργία :

$$U^B = E_t \sum_{t=0}^{\infty} (\beta\gamma)^t c_t^B \qquad (1)$$

βάση των περιορισμών που επεξηγούνται παρακάτω.

Σε κάθε περίοδο η τράπεζα έχει καθαρή θέση (n_t). Συλλέγει καταθέσεις (d_t) από τους αποταμιευτές .Στη συνέχεια δανείζει στους δανειολήπτες (b_t) , αγοράζει φυσαλίδες ($\mu_t m_t^b$) , ή καταναλώνει (c_t^b) . Υποθέτουμε ότι η διαμεσολάβηση είναι εντελώς ανέξοδη. Ο ισολογιστικός περιορισμός της τράπεζας δίνεται από τη σχέση :

$$c_t^b + b_t + \mu_t m_t^b = n_t + d_t \qquad (2)$$

Η εξέλιξη της καθαρής της θέσης δίνεται από τη σχέση :

$$n_{t+1} = R_t^l b_t + \mu_{t+1} m_t^b - R_t^d d^t \qquad (3)$$

όταν η φυσαλίδα σπάει, και από τη σχέση :

$$n_{t+1} = R_t^l b_t + \rho_{t+1} m_t^b - R_t^d d^t \qquad (4)$$

όταν δεν σκάει.

Η ρ_{t+1} είναι το κλάσμα της επενδυτικής φυσαλίδας των τραπεζών ,την οποία εγγυάται η κυβέρνηση. Στην περίπτωση που η φυσαλίδα καταρρέει , η κυβέρνηση μεταφέρει αυτή τη χρηματοδότηση στην τράπεζα προκειμένου να τα βγάλουν πέρα με τις προκύπτουσες απώλειες. Η παράμετρος ρ_{t+1} είναι ένα απλό μέσο συλλογής των εμφανών ή των σιωπηρών εγγυήσεων που δίνει μια κυβέρνηση.

Βάση των Gertler και Karadi (2009), οι τράπεζες θα κατηγοριοποιούνται βάση ενός μοντέλου περιορισμένων δεσμεύσεων. Πιο συγκεκριμένα , ο τραπεζίτης μπορεί να διαφοροποιήσει κατά 1 – λ το κλάσμα των καταθέσεων. Από τη στιγμή που διαφοροποιείται , καταναλώνει τη χρηματοδότηση , κλείνει την τράπεζά του και παραμένει ανενεργός μέχρι τον θάνατο του. Η αποταμιευτές μπορεί να ανακτήσουν το υπόλοιπο λ κλάσμα των καταθέσεων. Δεδομένου ότι η αποταμιευτές αναγνωρίζουν το κίνητρο του τραπεζίτη να διαφοροποιεί κεφάλαια, θα περιορίσουν το ποσό της κατάθεσης με το διαμεσολαβητή, σύμφωνα με τον ακόλουθο περιορισμό δανεισμού:

$$(1-\lambda) d_t \le V(n_t) \qquad (5)$$

Η αριστερή πλευρά της ανίσωσης είναι η αξία όταν ο τραπεζίτης διαφοροποιεί , ενώ η δεξιά όταν δεν διαφοροποιεί . Υποθέτουμε επίσης ότι η τράπεζα δεν κάνει short (m_t) και μεγιστοποιεί την πρώτη σχέση βάση όλων των επόμενων .

4.4.2 Η βέλτιστη συμπεριφορά της τράπεζας

Η συνάρτηση αξίας της τράπεζας αναπαριστάται ως ακολούθως :

$$V(n_t) = \max_{c_t, d_t, b_t, m_t} \{c_t^b + \beta E_t[\gamma V(n_{t+1}) + (1-\gamma) n_{t+1}]\} \qquad (6)$$

όπου $V(n_t)$ είναι η αξία της τράπεζας με καθαρή θέση (n_t) η οποία διαλέγει τις βέλτιστες κατανάλωση , καταθέσεις ,φυσαλίδες και δάνεια. Αυτή η αξία είναι ίση με την τρέχουσα κατανάλωση και την αναμενόμενη μελλοντική μειωμένη αξία της καθαρής θέσης της τράπεζας $\beta E_t[\gamma V(n_{t+1}) + (1-\gamma) n_{t+1}]\}$. Αυτή η αξία περιλαμβάνει την συνεχόμενη αξία του να είσαι τραπεζίτης – αυτό συμβαίνει μόνο αν ο τραπεζίτης επιβιώνει με πιθανότητα γ . Με πιθανότητα 1 – γ , ο τραπεζίτης λαμβάνει ένα σοκ θανάτου και καταναλώνει όλη του την καθαρή θέση την επόμενη περίοδο .

Εξαιτίας της ουδετερότητας στον κίνδυνο , μπορούμε να μαντέψουμε ότι η αξία της τράπεζας είναι μια γραμμική συνάρτηση της καθαρής θέσης (n_t) και θα δίνεται από τη σχέση :

$$V(n_t) = \varphi_t n_t \qquad (7)$$

Όταν $R_t^l > R_t^d$, ο πιστωτικός περιορισμός (5) δεσμεύεται και κ κατανάλωση αναβάλλεται μέχρι το θάνατο. Στην συνέχεια με τη σχέση (5) να δεσμεύεται , οι καταθέσεις δίνονται από τη σχέση

$$d_t = \frac{\varphi_t}{1-\lambda} n_t \qquad (8)$$

όπου το κλάσμα αναπαριστά την μόχλευση της τράπεζας.
Σχετικά με την επιλογή της τράπεζας για τις φυσαλίδες και τα δάνεια ισχύει ότι ,

$$E_t[(1-\gamma+\gamma\varphi_{t+1})\frac{\mu_{t+1}}{\mu_t}] \le E_t[(1-\gamma+\gamma\varphi_{t+1})]R_t^l \qquad (9)$$

Αν ισχύει η παραπάνω ανισότητα τότε η τράπεζα δεν θα επενδύσει σε φυσαλίδες ($m_t^b = 0$). Όταν οι τράπεζες επενδύουν στις φυσαλίδες πρέπει να διατηρούν την ισότητα . Η σχέση (6) , βάση των (7),(8) και (9) γίνεται :

$$\varphi_t = \frac{\beta \mathrm{E}_t[(1-\gamma) + \gamma \mathrm{E}_t \varphi_{t+1}] R_t^l}{1 - \beta \mathrm{E}_t[(1-\gamma) + \gamma \mathrm{E}_t \varphi_{t+1}] \frac{R_t^l - R_t^d}{1-\lambda}} \qquad (10)$$

Η παραπάνω σχέση δηλώνει πως η αξία μιας μονάδας της καθαρής θέσης για ένα τραπεζίτη ισούται με την αξία των αποδόσεων των δανείων (αριθμητής) , ενισχυμένη από τη μόχλευση (παρονομαστής) .Επίσης από τη σχέση καταλαβαίνουμε πως η φ_t αποτελεί μια αύξουσα συνάρτηση του επιτοκίου $R_t^l - R_t^d$.

4.5 Η ΕΚΤ και ο ρόλος της στην διακυβέρνηση της κρίσης

Απαραίτητη προϋπόθεση για τη σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος είναι η ύπαρξη ενός δανειστή έσχατης ανάγκης. Αυτό δίνει μια εγγύηση στους κατόχους καταθέσεων ότι τα μετρητά θα είναι πάντα διαθέσιμα, και τους εφησυχάζει για μεγάλο χρονικό διάστημα. Το θετικό στοιχείο σχετικά με αυτή την εναλλακτική είναι ότι όταν οι καταθέτες είναι σίγουρη για την ύπαρξη της, τότε σπάνια την επικαλούνται .

Η λύση για τα προβλήματα διάχυσης του τραπεζικού συστήματος είναι ακριβώς η ίδια όπως και για μια νομισματική ένωση. Η διάχυση μεταξύ των αγορών κρατικών ομολόγων μπορεί να σταματήσει μόνο αν υπάρχει μια κεντρική τράπεζα η οποία είναι πρόθυμη να παίξει το ρόλο του δανειστή έσχατη ανάγκη, δηλαδή πρόθυμη να εγγυηθεί ότι τα μετρητά θα είναι πάντα διαθέσιμα προκειμένου να πληρωθούν οι κάτοχοι ομολόγων. Το μόνο θεσμικό όργανο στην ευρωζώνη που μπορεί να εκτελέσει αυτόν τον ρόλο είναι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ). Μέχρι πρόσφατα, η ΕΚΤ έχει πραγματοποιήσει αυτό το ρόλο, είτε άμεσα με την αγορά κρατικών ομολόγων, ή έμμεσα με την αποδοχή κρατικών ομολόγων ως εγγύηση στην παροχή ρευστότητας προς το τραπεζικό σύστημα. Ωστόσο, κατέστησε σαφές ότι δεν θέλει να συνεχίσει να το κάνει. Στην πραγματικότητα, από την έκρηξη της ελληνικής κρίσης το Μάιο 2010, η ΕΚΤ έχει μειώσει τον ισολογισμό της κατά σχεδόν € 200 δισεκατομμύρια μειώνοντας έτσι τη ρευστότητα και την παροχή της στο σύστημα.

Αυτή η μείωση έγινε, ενώ η κρίση κλιμακώθηκε, και οι κυβερνήσεις προσπαθούσαν να βρουν τα χρήματα για να στηρίξουν την Ελλάδα. Η απροθυμία της ΕΚΤ να αναλάβει τις ευθύνες της ως

δανειστής έσχατης ανάγκης είναι ο πιο σημαντικός παράγοντας που εξηγεί γιατί οι δυνάμεις της διάχυσης στις αγορές κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης δεν έχουν σταματήσει να υπάρχουν.

Οι λόγοι για τους οποίους η ΕΚΤ δεν θα πρέπει να έχει την ευθύνη του δανειστή της έσχατης ανάγκης στις αγορές κρατικών ομολόγων είναι οι εξής :

i. Η ύπαρξη απωλειών
ii. ο Ηθικός κίνδυνος
iii. ο πληθωρισμός
iv. Οι ESM/EFSF δεν επαρκούν
v. θεώρημα διαχωρισμού

Πολλά έχουν διατυπωθεί για την αγορά κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ και την πιθανότητα να χάσει χρήματα . Η παροχή ρευστότητα από την ΕΚΤ έχει τη μορφή εξασφαλίσεων , και είναι απαραίτητη η ύπαρξη ενός τέτοιου μηχανισμού προκειμένου να εμπνέει εμπιστοσύνη στις αγορές και να μπορεί να παρέχει σταθερότητα. Ωστόσο ,αν και υπάρχει η πιθανότητα απωλειών αυτό δεν πρέπει να σταματήσει την ΕΚΤ από το να παρέχει ρευστότητα καθώς αυτό που έχει σημασία είναι παροχή σταθερότητας και όχι η κερδοφορία της.

Όπως και σε όλους τους ασφαλιστικούς οργανισμούς έτσι και η ΕΚΤ αντιμετωπίζει Ηθικό κίνδυνο. Αυτός ο κίνδυνος έγκειται στο ότι αν η ΕΚΤ παρέχει συνεχώς στήριξη ρευστότητας , τότε και οι πιθανοί οφειλέτες θα εκδίδουν συνεχώς χρέος αντίστοιχα και για τις τράπεζες. Ο τρόπος αντιμετώπισης του ηθικού κινδύνου είναι η θέσπιση κανονισμών που θα θέτουν περιορισμούς στις κυβερνήσεις σχετικά με την έκδοση χρέους , και στις τράπεζες σχετικά με την ανάληψη κινδύνων .Ιδανικά , η ΕΚΤ θα πρέπει να παίζει το ρόλο του έσχατου δανειστή όταν οι τράπεζες αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας και όχι όταν αντιμετωπίζουν προβλήματα φερεγγυότητας.

Το επόμενο ζήτημα έχει να κάνει με την αγορά ομολόγων και τη δημιουργία πληθωρισμού., καθώς με την αγορά ομολόγων η ΕΚΤ δημιουργεί χρηματικό απόθεμα το οποίο μπορεί να οδηγήσει σε πληθωρισμό.

Η απόφαση της ΕΚΤ να εγκαταλείψει τον ρόλο του δανειστή έσχατης ανάγκης στην αγορά κρατικών ομολόγων ανάγκασαν τα μέλη της ευρωζώνης να δημιουργήσουν υποκατάστατα όργανα - το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) και τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ΕΜΣ). Το πρόβλημα με αυτά τα ιδρύματα είναι ότι ποτέ δεν θα έχουν την απαραίτητη αξιοπιστία προκειμένου να σταματήσουν τις δυνάμεις της διάχυσης, διότι δεν μπορεί να εγγυηθούν ότι τα μετρητά θα είναι πάντα διαθέσιμα για να πληρώσουν τους κατόχους ομολόγων. Μόνο μια κεντρική τράπεζα που μπορεί να δημιουργήσει απεριόριστα ποσά μετρητών μπορεί να παράσχει την εν λόγω

εγγύηση. Επιπλέον, το EFSF και ο ESM έχουν σχεδιαστεί για να λύσουν το διπλό πρόβλημα ρευστότητας και φερεγγυότητας.

Καλύτερα να διαχωριστούν οι δύο λειτουργίες. Η παροχή ρευστότητας θα πρέπει να γίνεται από μια κεντρική τράπεζα και η διακυβέρνηση του ηθικού κινδύνου από άλλο φορέα, ο οποίος θα ασκεί εποπτεία . Αυτή ήταν η προσέγγιση που υιοθετήθηκε στο πλαίσιο της στρατηγικής για τον τραπεζικό τομέα: η κεντρική τράπεζα αναλαμβάνει την ευθύνη του δανειστή της έσχατης ανάγκης, διασφαλίζοντας έτσι απεριόριστη παροχή ρευστότητας σε περιόδους κρίσης, ανεξάρτητα από τι αντίκτυπο έχει αυτό στον ηθικό κίνδυνο Η εποπτική αρχή αναλαμβάνει την εποπτεία των τραπεζών.

Αυτό θα πρέπει επίσης να είναι ο σχεδιασμός διακυβέρνησης εντός της ευρωζώνης. Η ΕΚΤ θα αναλάβει την ευθύνη του δανειστή της έσχατης ανάγκης στις αγορές κρατικών ομολόγων. Μια διαφορετική και ανεξάρτητη αρχή θα αναλάβει την ευθύνη της ρύθμισης και της εποπτείας της δημιουργίας του χρέους από τις εθνικές κυβερνήσεις. Και οι δύο λειτουργίες θα πρέπει να πραγματοποιούνται χωριστά. Η πυροσβεστική υπηρεσία που είναι υπεύθυνη τόσο για την κατάσβεση της πυρκαγιάς και η τιμωρία είναι απίθανο να είναι μια καλή πυροσβεστική υπηρεσία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : Ο ρόλος της ΕΚΤ , το EFSF και ο ESM

5.1 Η λειτουργία του EFSF και ο ρόλος της ΕΚΤ

Η ΕΚΤ αποτελεί ενεργό και καθοριστικό όργανο για την αντιμετώπιση κρίσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Με τις δραστηριότητές της, συμβάλλει στην παροχή επείγουσας στήριξης στο τραπεζικού συστήματος. Η ΕΚΤ ήταν επίσης ενεργά στη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Διευκόλυνσης(EFSF), καθώς και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM).

Η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Διευκόλυνσης (EFSF) είχε αντίθετα αποτελέσματα , και τελικά επέτρεψε στην κρίση να εξαπλωθεί και φουντώσει . Στην αρχή , έδωσε την εντύπωση πως η κρίση θα μπορούσε να περιορισθεί σε ένα μικρό αριθμό μικρών χωρών, αυτή η πεποίθηση όμως ήταν λάθος Το EFSF απείλησε με τη λειτουργία του να καθυστερήσει την αναπόφευκτη αποδοχή από την ΕΚΤ να γίνει ο δανειστής έσχατης ανάγκης της ευρωζώνης, προκειμένου η κρίση να τεθεί υπό έλεγχο. Προκειμένου να γίνει αυτό κρίθηκε σκόπιμο το EFSF και μελλοντικά ο ESM , να έχουν τη μορφή τράπεζας της οποίας η χρηματοδότηση θα γίνεται και μέσω της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας . Η δημιουργία του EFSF θεωρήθηκε ως μια λύση, μαζί με τη συγχρηματοδότηση ΔΝΤ, προκειμένου η κρίση να περιοριστεί σε μερικές μικρές χώρες της περιφέρειας, λύση ωστόσο που δεν μπορούσε να διατηρηθεί.

Η τρέχουσα έκδοση της συνθήκης ίδρυσης του ESM προβλέπει την αναχρηματοδότηση του μέσω της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Στο πλαίσιο αυτής της προσέγγισης δεν υπάρχει κανένας κίνδυνος για τη σταθερότητα των τιμών, καθώς η ΕΚΤ θα μπορούσε να διαχειριστεί ακόμα τη ρευστότητα, ενώ η «EFSF / ESM-τράπεζα» θα υπόκεινται στους ίδιους κανόνες όπως όλες τις άλλες τράπεζες. Σε αυτό το πλαίσιο επειδή η ΕΚΤ θα δέχεται μόνο εξασφαλίσεις υψηλής ποιότητας , θα μπορούσε να σταματήσει στη συνέχεια τις αγορές κρατικών ομολόγων των χωρών της περιφέρειας αμέσως.

Η κρίση χρέους έχει δημιουργήσει μια απροσδόκητη κατάσταση, η οποία έχει επιτευχθεί από απρογραμμάτιστες ,σχετικά με θέματα πολιτικής ,ενέργειες. Σε αυτό όπως αναφέρθηκε παραπάνω συνετέλεσε και η δημιουργία τον Μάιο του 2010 ,του Ευρωπαϊκού Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Διευκόλυνσης (EFSF), αρχικά σχεδιασμένου να διαρκέσει τρία χρόνια. Όταν κατέστη σαφές ότι η κρίση θα είναι μεγαλύτερη και θα διαρκέσει περισσότερο, το EFSF διευρύνθηκε και αποφασίστηκε να γίνει μόνιμο με τη δημιουργία ενός μηχανισμού διάδοχου του , του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας (ESM). Παράλληλα, η ΕΚΤ επέκτεινε το ρόλο της, δρώντας στην πραγματικότητα

συμπληρωματικά με το EFSF.

Το EFSF Οι απέτυχε για τους παρακάτω λόγους . Αρχικά , το EFSF υπήρξε ανεπαρκής απάντηση στην κρίση. Δεύτερον, το ίδιο το EFSF είχε γίνει ένα κανάλι διάχυσης της κρίσης . Τρίτον, το EFSF είχε νόημα μόνο ως ένας τρόπος για να προστατευτεί την ΕΚΤ από το να εμπλακεί πάρα πολύ βαθειά στην κρίση, αλλά αυτό ήταν μια προσπάθεια καταδικασμένη σε αποτυχία. Τέταρτον, η ΕΚΤ έχει χρησιμοποιήσει το EFSF ως πρόσχημα για να απορρίψει το ρόλο του δανειστή έσχατης ανάγκης. Πέμπτον, η ιδέα να μετατραπεί το EFSF σε τράπεζα με πρόσβαση στο δανεισμό της ΕΚΤ μπορεί ήταν ένας τρόπος που θα θέσει τέλος σε μια κρίση που απειλεί την ίδια την ύπαρξή του.

Το EFSF συνετέλεσε στη διάχυση της κρίσης καθώς αποτελεί ένα de facto ευρωομόλογο. Η ευρωζώνη δανείζεται συλλογικά προκειμένου να ξανά δανείσει σε μια χώρα που υπάρχει η πιθανότητα να χρεοκοπήσει. Μόλις μια χώρα χάνει την πρόσβαση στην αγορά, είναι μάλλον απίθανο ότι θα ανακτήσει την πρόσβαση χωρίς σημαντικό κούρεμα του χρέους της. Ο δανεισμός από το EFSF απλώς αυξάνει το δημόσιο χρέος το οποίο οι αγορές έχουν ήδη θεωρούν πολύ μεγάλο

Το EFSF ως λειτουργεί ως εξής. Όταν η Ελλάδα αποφασίστηκε να διασωθεί, όλες οι άλλες 16 χώρες δανείστηκαν. Όταν η Ιρλανδία αποφασίστηκε να διασωθεί, όλες οι υπόλοιπες 15 χώρες δανείστηκαν κοκ. Καθώς ο Πίνακας 1 κινείται προς τα κάτω, ο αριθμός των χωρών που πρέπει να δανειστούν ελαττώνεται. Πιθανά μεγάλα ισπανικά και ιταλικά χρέη είναι μια άμεση απειλή και μειώνουν την ικανότητα να δανείζονται από τους μεγαλύτερους χρηματοδότες του EFSF, τη Γαλλία και τη Γερμανία.

Πίνακας 1: Δημόσιο Χρέος 2010 (€ δις)

	Εθνικά Χρέη	Σωρευτικά Χρέη
Ελλάδα	329	329
Ιρλανδία	148	477
Πορτογαλία	161	639
Ισπανία	642	1281
Ιταλία	1843	3123
Βέλγιο	341	3464
Γαλλία	1591	5055
Αυστρία	206	5261
Ολλανδία	370	5631
Γερμανία	2062	7693
Ευρωζώνη		7844

Τον Ιούλιο του 2011 έγινε αποδεκτό το EFSF να παρεμβαίνει στις δευτερογενείς αγορές εκτός από τον απευθείας δανεισμό προς τις κυβερνήσεις. Η απόφαση αυτή είναι απολύτως κατανοητή και ελήφθη όταν οι πολιτικοί άρχισαν να καταλαβαίνουν ότι δεν είναι αρκετός για όλες τις ανάγκες χρηματοδότησης και ότι το σύνολο του αποθέματος του χρέους είναι υπό απειλή. Ωστόσο , ζητώντας από το EFSF να αναλάβει αυτό το έργο , αυτό ενίσχυσε το δεύτερο κανάλι της διάχυσης.

Το τρίτο κανάλι της διάχυσης περιλαμβάνει τις τράπεζες. Μόλις οι αγορές καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι η χώρα θα οδηγηθεί σε παύση πληρωμών, τότε ζητούν ποιοι από τους επενδυτές που θα αντιμετωπίσουν περικοπές. Αποδεικνύεται ότι οι τράπεζες κατέχουν μεγάλα ποσά των δημόσιων χρεών, επειδή παραδοσιακά τα κρατικά ομόλογα θεωρούνται ασφαλή. Το συμπέρασμα είναι ότι η χρεοκοπία μιας χώρας θα ταρακουνήσει τις τράπεζες, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό. ενώ το αποτέλεσμα θα είναι ένας θανατηφόρος φαύλος κύκλος. Για παράδειγμα, η γαλλική κυβέρνηση δανείζεται για να βοηθήσει την Ελλάδα, αλλά κάποιες γαλλικές τράπεζες κατέχουν σημαντικά ποσά ελληνικών ομολόγων - και προφανώς η κυβέρνηση "ζήτησε" από τις αρχές τους να μην τα πωλούν. Για τις αγορές, αυτό σημαίνει ότι, όταν (όχι αν) χρεοκοπήσει η Ελλάδα, η Γαλλία κινδυνεύει να υποστεί απώλειες από τις εγγυήσεις του EFSF και πρέπει να προβεί σε ανακεφαλαιοποίηση μερικών τραπεζών της. Έτσι η Γαλλία σύρεται σε μια κατάσταση κρίσης.

Τα επιχειρήματα και τα στοιχεία που παρουσιάστηκαν μέχρι στιγμής οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η κρίση μπορεί να πάψει να υφίσταται από την ΕΚΤ. Το EFSF είναι ένας μηχανισμός που παρέχει η ΕΚΤ, ώστε να μην ενεργεί ως δανειστής έσχατης ανάγκης. Προφανώς, κάθε κεντρική τράπεζα δικαίως ανησυχεί σχετικά με τον ηθικό κίνδυνο που δημιουργείται όταν νομισματοποιείται το δημόσιο χρέος. Η λύση σε αυτό το πρόβλημα είναι η επίτευξη δημοσιονομικής πειθαρχίας.

Η ΕΚΤ φαίνεται να ανησυχεί για τις απώλειες που μπορεί να υποστεί ως αποτέλεσμα των παρεμβάσεων της. Αυτό είναι κατανοητό, αλλά δεν υπάρχουν αδιάσειστα επιχειρήματα. Μια κεντρική τράπεζα αποτελεί μέρος του δημόσιου τομέα, έτσι ώστε δυνατές απώλειες που εμφανίζονται, να έχουν μεγάλη σημασία για τον φορολογούμενο. Ένας πολύπλοκος παράγοντας εντός της ευρωζώνης είναι ο κίνδυνος μεταφοράς από τις απείθαρχες χώρες προς τις πειθαρχημένες χώρες.

Η ΕΚΤ χρειάζεται κάποιες διαβεβαιώσεις προκειμένου να λειτουργήσεις ως δανειστής έσχατης ανάγκης και. Για το λόγο αυτό η πρόταση Gros και Mayer ότι το EFSF πρέπει να λειτουργήσει ως μια τράπεζα είναι ενδιαφέρουσα. Η ιδέα είναι ότι ως τράπεζα, το EFSF θα μπορούσε να δανειστεί από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και ως εκ τούτου να παρέχει ασφάλεια στα κυρίαρχα ομολόγων της Ευρωζώνης. Έτσι οι απώλειες θα είναι του EFSF, και όχι της ΕΚΤ. Με αυτό τον τρόπο η ΕΚΤ θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι έτσι δεν είναι ένας δανειστή έσχατης ανάγκης, καθώς παρέχει μόνο τα δάνεια προς το EFSF, που είναι υπεύθυνο .

Ως τράπεζα, το EFSF θα μπορούσε να αναλάβει να κάνει αυτό που κάνει ήδη, δηλαδή να αγοράζει ομόλογα στη δευτερογενή αγορά. Για αυτή την ιδέα για να λειτουργήσει, όμως, το EFSF θα πρέπει να έχει μια δύναμη ανάλογη με τα μεγέθη του Πίνακα 1, και πολύ περισσότερο στην πιθανή περίπτωση μιας μεγάλης τραπεζικής κρίσης. Στην πράξη, αυτό σημαίνει ότι η ΕΚΤ θα πρέπει να συμφωνήσει εκ των προτέρων να παρέχει σχεδόν απεριόριστες ποσότητες στο EFSF.

Μια καλύτερη, και πολύ φθηνότερη διαδικασία θα είναι για το EFSF να εγγυηθεί όλα τα δημόσια χρέη, και όχι απαραίτητα για την πλήρη ονομαστική τους αξία. Με απεριόριστη υποστήριξη από την ΕΚΤ, μια τέτοια εγγύηση θα απαιτούσε σχεδόν καθόλου εξαγορές ομολόγων και θα μπορούσε να θεωρηθεί από τις αγορές ως εντελώς αξιόπιστη. Αυτό θα περιορίσει και τις πιθανές ζημιές στα ήδη αγορασμένα ομόλογα.

5.2 Ο ρόλος της ΕΚΤ

Ο ρόλος και η δράση της ΕΚΤ στηρίζεται στην χρόνια διαμάχη των οικονομολόγων και των μονεταριστών . Οι οικονομολόγοι πιστεύουν πως δίνουν έμφαση στον κυρίαρχο ρόλο που πρέπει να παίζει μια οικονομική διακυβέρνηση στην οργάνωση και τον τρόπο λειτουργίας μιας νομισματικής ένωσης . Από την άλλη , οι μονεταριστές πως τα χρήματα θα συμπεριλάβουν και την δημοσιονομική προσαρμογή. Οι δύο παραπάνω θέσεις διαφέρουν και ως προς τον χρονικό ορίζοντα. Οι μονεταριστές εστιάζουν βραχυχρόνια με την ΕΚΤ να παίζει το ρόλο του δανειστή έκτακτης ανάγκης ενώ οι οικονομολόγοι εστιάζουν μακροπρόθεσμα.

Αποστολή της ΕΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών ως πρωταρχικός στόχος της νομισματικής της πολιτικής, αλλά και η διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Η ανεξαρτησία της κάθε κεντρικής τράπεζας είναι αναγκαία για την εκπλήρωση αυτής της εντολής. Η Τράπεζα πρέπει να διατηρεί τον έλεγχο όλων των μέσων, τα οποία επιτρέπουν την ομαλή διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής. Ανορθόδοξες μέθοδοι είναι απαραίτητες για να διασφαλιστεί ένας ορθόδοξος μηχανισμός μετάβασης, δηλαδή τα επιτόκια, και να λειτουργήσει σωστά. Ωστόσο, εάν η ΕΚΤ επρόκειτο να αγοράσει χρέος από τα κράτη μέλη, τα οποία στη συνέχεια θα χρεοκοπήσουν, θα μπορούσε να χάσει την ικανότητά της να ενεργεί βάση δικής της εντολή της. Η ΕΚΤ πρέπει να αντισταθεί ως εκ τούτου στις διάφορες πιέσεις από τα κράτη μέλη και τις χρηματοπιστωτικές αγορές προκειμένου να γίνει ανεξάντλητος αγοραστής έσχατης ανάγκης δημοσίου χρέους. Ο φόβος των οικονομολόγων δεν είναι αβάσιμος, καθώς μπορούμε να δούμε από τον ισχυρισμό των μονεταριστών πως σε χώρες που μπορούν να εκδίδουν χρέος στο δικό τους νόμισμα, οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να παρέχουν πάντοτε τη ρευστότητα στον κυρίαρχο προκειμένου να αποφύγει τη χρεοκοπία. Αυτό

μπορεί να οδηγήσει μελλοντικά σε πληθωρισμό. Ωστόσο παρέχει και προστασία από πιθανή χρεοκοπία αλλά προστατεύει και από την πίεση της αγοράς .

Η βαθύτερη αιτία για την απροθυμία της ΕΚΤ να αποτελέσει ένα δανειστή έσχατης ανάγκης στην αγορά κρατικών ομολόγων έχει να κάνει με το επιχειρηματικό της μοντέλο. Μοντέλο , η τήρηση του οποίου αποτελεί ένα από τα κύρια μελήματα της ΕΚΤ και αυτό δεν είναι άλλο από την υπεράσπιση της ποιότητας του ισολογισμού. Πρόκειται δηλαδή, για μια ανησυχία για την αποφυγή απωλειών και μέλημα ώστε να δείχνει μια θετική καθαρή θέση ακόμη και αν αυτό οδηγεί σε μια πιθανή οικονομική αστάθεια.

Όταν η ΕΚΤ είχε συσταθεί, κρίθηκε αναγκαίο για το εν λόγω οργάνου να εκδώσει μετοχές που θα διακρατούνται από τις κυβερνήσεις της ΕΕ. Έτσι πάρθηκε η απόφαση να εμπεριέχει κεφάλαιο από τα κράτη μέλη της ευρωζώνης και μάλιστα να προβαίνει και σε αυξήσεις αυτού του διακρατούμενου κεφαλαίου προκειμένου να ασκεί τις δραστηριότητες της. Στην πραγματικότητα η επιμονή της ΕΚΤ να διαθέτει επαρκή ίδια κεφάλαια βασίζεται σε μια θεμελιώδη παρεξήγηση σχετικά με τη φύση των κεντρικών τραπεζών καθώς οι κεντρικές τράπεζες , δεν χρειάζονται καθόλου κεφάλαια για την υποστήριξη των δραστηριοτήτων τους. Οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να ζήσουν χωρίς ίδια κεφάλαια, επειδή δεν μπορούν να χρεοκοπήσουν. Η μόνη υποστήριξη που χρειάζεται η κεντρική τράπεζα είναι η πολιτική στήριξη που εγγυάται τη νομική φύση της προσφοράς χρήματος που εκδίδεται από την κεντρική τράπεζα. Αυτή η πολιτική υποστήριξη δεν χρειάζεται καμία συμμετοχή στο ΜΚ .

Ο Paul De Grauwe υποστηρίζει πως αυτά δεν θα αποτελούσαν πρόβλημα αν η επιμονή της ΕΚΤ σχετικά με τη διατήρηση θετικών ιδίων κεφαλαίων δεν ερχόταν σε είναι σε σύγκρουση με την ευθύνη της για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Ακόμη χειρότερα, αυτή η επιμονή έχει γίνει μια πηγή της οικονομικής αστάθειας. Για παράδειγμα, προκειμένου να προστατεύσει τα ίδια κεφάλαιά της, η ΕΚΤ επέμεινε στην απόκτηση κυριαρχίας αναφορικά με τις εκμεταλλεύσεις των κρατικών ομολόγων της. Με τον τρόπο αυτό, έκανε τα ομόλογα πιο επικίνδυνα για τους ιδιώτες κατόχους τους, οι οποίοι αντέδρασαν με την πώληση των ομολόγων αυτών. Αυτό σημαίνει επίσης ότι αν η ΕΚΤ αναλάβει τις ευθύνες του δανειστή της έσχατης ανάγκης, θα πρέπει να εγκαταλείψει την αξίωση της κυριαρχίας για τα κρατικά ομόλογα που αγοράζει στην αγορά. Μάλιστα , υποστηρίζει πως το σωστό επιχειρηματικό μοντέλο για την ΕΚΤ θα είναι να συνδυάζει τόσο τη διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας όσο τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών ,ακόμα και αν αυτό οδηγεί σε απώλειες.

5.3. Ο ESM και η ΕΚΤ

Ο ESM ή αλλιώς όπως τον αποκαλούν το Ευρωπαϊκό ταμείο διάσωσης ,εκτός από την παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας στα κράτη μέλη του έχει επιφορτισθεί και με δύο ακόμα καθήκοντα :

α) Να μπορεί να προχωράει στην απευθείας ανακεφαλαιοποίηση των προβληματικών τραπεζών

β) Η αγορά κρατικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά προκειμένου να αποτρέψει μελλοντική αποσταθεροποίηση των ομολογιακών επιτοκίων .

Ωστόσο , έχουν διατυπωθεί σοβαρές αμφιβολίες κατά πόσο ο ESM θα συμβάλλει στην αποσταθεροποίηση των κρατικών αγορών ομολόγων και αυτό γιατί σε μια πιθανή ενδεχόμενη πιθανή αγορά κρατικών ομολόγων κάποιου κράτους μέλους θα μειωθούν οι χρηματοοικονομικοί πόροι του .

Ο λόγος δεν είναι δύσκολο να γίνει κατανοητός. Προβλέψεις για τη στιγμή που ο ESM θα ξεμείνει από μετρητά λένε πως θα αναγκαστεί να σταματήσει την παρέμβασή του, και άρα οι τιμές των ομολόγων θα συντριβούν . Προκειμένου να αποφευχθούν μεγαλύτερες απώλειες, θα υπάρξει το κίνητρο να μεταφερθούν οι πωλήσεις ομολόγων και να γίνουν σύντομα , αντί να περιμένει έως ότου πραγματοποιηθούν απώλειες. Έτσι, οι παρεμβάσεις από τον ESM θα πυροδοτήσουν κρίσεις αντί να τις αποφύγουν.

Ο μόνος τρόπος για να σταθεροποιηθούν οι αγορές κρατικών ομολόγων είναι η συμμετοχή της ΕΚΤ, είτε έμμεσα, δίνοντας μια τραπεζική άδεια στον ESM, έτσι ώστε να μπορεί να χρησιμοποιεί τους πόρους της ΕΚΤ είτε με άμεσες παρεμβάσεις από την ΕΚΤ. Αλλά οι Ευρωπαίοι ηγέτες δεν μπόρεσαν ή ήταν απρόθυμοι να κάνουν αυτό το απαραίτητο βήμα προκειμένου για τη σταθεροποίηση της Ευρωζώνης.

Η ΕΚΤ είναι το μόνο όργανο που μπορεί να αποτρέψει τον πανικό στις αγορές κρατικών ομολόγων από χώρες πιέζουν σε μια κακή ισορροπία, γιατί ως δημιουργός και πάροχος χρήματος έχει μια ανεξάντλητη δυνατότητα να αγοράζει κρατικά ομόλογα. Το γεγονός ότι οι πόροι είναι άπειροι είναι το κλειδί για να είναι σε θέση να σταθεροποιήσει τις τιμές ομολόγων. Αυτό αποτελεί και το μόνο τρόπο για να αποκτήσουν αξιοπιστία στην αγορά.

Η Τράπεζα Sarasin ζητά να έχει ο ESM πρόσβαση στην ΕΚΤ. Σε πρόσφατο άρθρο της υποστηρίζει πως τρέχουσα ομπρέλα διάσωσης είναι πολύ μικρή για να την Ιταλία και την Ισπανία. Ο μετασχηματισμός του ταμείου σε μια τράπεζα θα αυξήσει τη δύναμη του, η οποία θα βοηθήσει να ηρεμήσει τις αγορές .Ακόμα η ΕΚΤ θα συμμετέχει σε ένα μέρος των λειτουργιών του ESM. Αρχικά , σε συνεργασία με το ΔΝΤ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα πιστοποιούν κατά πόσο υπάρχει μια απειλή για τη σταθερότητα της ευρωζώνης και θα προχωρούν σε μια ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους. Ακόμα το προσωπικό της ΕΚΤ θα συμμετέχει στις διαπραγματεύσεις του ESM σχετικά με ένα

μακροοικονομικό πρόγραμμα προσαρμογής αλλά και στις εποπτικές δραστηριότητες του. Βάση της παραπάνω πρότασης λειτουργίας του ESM με καθεστώς τράπεζας προκύπτει πως ο ESM θα λειτουργεί βάση των κανόνων που διέπουν της τράπεζες και η ΕΚΤ θα λαμβάνει μόνο υψηλής ποιότητας εξασφαλίσεις από αυτόν. Έτσι η ΕΚΤ , θα περιοριστεί μόνο στο βασικό της ρόλο που είναι η κεντρική παροχή χρήματος και διασφάλισης της σταθερότητας των τιμών , δρώντας ως δανειστής έκτακτης ανάγκης μόνο όταν αυτό κριθεί απαραίτητο.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

Πίνακας 1: Βασικές Διαφορές στη Λειτουργία της ΕΚΤ

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ΕΚΤ	
ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ	**ΕΠΟΠΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ**
-6 μέλη του ειδικού συμβουλίου, συμπεριλαμβανομένου του προέδρου και του αντιπροέδρου **-17 Διοικητές από εθνικές κεντρικές τράπεζες**	-Πρόεδρος και Αντιπρόεδρος εκλεγμένοι από το συμβούλιο Διακυβέρνησης -4 αντιπρόσωποι της ΕΚΤ -17 αντιπρόσωποι από εθνικές κεντρικές τράπεζες ή άλλες εθνικές αρχές -Απαραίτητα 9 αντιπρόσωποι από κράτη μέλη εκτός Ευρωζώνης
Θέματα	**Θέματα**
-Λήψη Αποφάσεων **-Εξουσιοδότηση στη λήψη αποφάσεων στο εποπτικό συμβούλιο**	-Ετοιμασία Αποφάσεων -Λήψη αποφάσεων αν αυτό έχει επιτραπεί από το Συμβούλιο Διακυβέρνησης

Πηγή: Beck&Gros(2012):"Monetary Policy and Banking Supervision" , CEPS

Πίνακας ΙΙ: Η ΕΚΤ Βασίζεται στους Ευρωπαϊκούς Μηχανισμούς

Υπάρχοντα Προγράμματα Παροχής Χρηματοπιστωτικής Βοήθειας		
(€ δις)	**EFSF**	**ESM**
Χρηματοδοτική Ικανότητα	400	500
Προορισμένη Χρηματοδότηση για:		
Ιρλανδία	17.7	
Πορτογαλία	26	
Ελλάδα	144.6	
Ισπανία	100	
Κύπρος*	10	
Συνολικές Δεσμεύσεις	**302**	
Ανώτατο όριο δέσμευσης	**700**	
Διαθέσιμες Χρηματοδοτήσεις	**398**	
***εκτιμημένο , όχι επίσημο**		

Πηγή: BNP Paribas βασισμένη στον EFSF

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : Η περίπτωση της Ελλάδας

6.1 Δημοσιονομική Αναπροσαρμογή και το Μνημόνιο

Το μέγεθος του ελληνικού δημοσιονομικού προβλήματος ήταν γνωστό ήδη από τα τέλη του 2009, όταν το έλλειμμα είχε ξεπεράσει το 12% του ΑΕΠ και έδειχνε ότι η ελληνική οικονομία έμπαινε σε περίοδο κρίσης , δεδομένου και του υψηλού δημοσίου χρέους .Τα μέτρα που πρότεινε η κυβέρνηση με τον Προϋπολογισμό και το με το Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης το 2010 ,δεν έπεισαν τις αγορές αλλά και τους διεθνείς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς σχετικά με την αντιμετώπιση του προβλήματος .Η δυσκολία αναχρηματοδότησης του δημοσίου χρέους άρχισε με την άνοδο των spreads , με αποτέλεσμα η κυβέρνηση να ζητήσει στήριξη από την ΕΕ , την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το ΔΝΤ . Ωστόσο παρά τη συμφωνία , τα spreads άρχισαν να μειώνονται μόνο μετά την έγκριση του μνημονίου συνεργασίας , παραμένοντας ωστόσο σε υψηλά επίπεδα.

6.1.1 Τα δημοσιονομικά μέτρα για τη μείωση του ελλείμματος και του χρέους

Το πρόγραμμα προσαρμογής που συμφωνήθηκε για την Ελλάδα περιλαμβάνει μια σειρά μέτρων που στόχο έχουν την μείωση των εξόδων και την αύξηση των εσόδων, αλλά και μέτρα που αφορούν την κοινωνική ασφάλιση και άλλες μεταρρυθμίσεις. Ωστόσο η Ελλάδα , λόγω της κατάστασης στην οποία βρισκόταν , καλούταν να ακολουθήσει ένα πρόγραμμα προσαρμογής πολύ μεγάλο και πρωτοφανές για χώρα της Ευρωζώνης. Η συνολική δημοσιονομική προσαρμογή την περίοδο 2010-2013 αναμένεται από το ΔΝΤ σε 11,1 μονάδες του ΑΕΠ και θα προέλθει κατά 5,2 μονάδες από την περικοπή δαπανών , κατά 4 μονάδες από την αύξηση των φορολογικών εσόδων και κατά 1,8 μονάδες από διαθρωτικές μεταρρυθμίσεις σχετικά με τις δαπάνες και τα έξοδα .Τα μέτρα αυτά αναμένεται να μετατρέψουν το πρωτογενές έλλειμμα ,ως ποσοστό του ΑΕΠ , σε πρωτογενές πλεόνασμα με μείωση και ρτου δημοσίου χρέους .

6.2 Η Ελλάδα και η δημοσιονομική κρίση στην ευρωζώνη

Τα αίτια της απώλειας δημοσιονομικού ελέγχου της Ελλάδας είναι κοινά για τιε περισσότερες χώρες και συνδέονται με την υπερκυκλική δημοσιονομική πολιτική κατά την περίοδο έξαρσης της οικονομικής δραστηριότητας που προηγήθηκε της χρηματοοικονομικής κρίσης . Ωστόσο , η ιδιαίτερη σοβαρότητα της κατάστασης της Ελλάδας οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της οικονομίας της , των πολιτικών θεσμών και της πολιτικής που ακολούθησε. Η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών της , όπως και άλλων χωρών μπορεί να αποκατασταθεί με διάφορες μεθόδους,

όπως τα επώδυνα δημοσιονομικά μέτρα (αύξηση φορολογίας και/ή περικοπή των δημοσίων δαπανών), ή μείωση του πραγματικού δημοσίου χρέους (μέσω αύξησης του πληθωρισμού) , η ανάπτυξη της οικονομίας , η διάσωση από τρίτους ή η χρεοκοπία. Ωστόσο , η σχέση κόστους/ωφέλειας αυτών των επιλογών διαφέρει από χώρα σε χώρα.

Για τα κράτη μέλη της ευρωζώνης , οι παραπάνω επιλογές περιπλέκονται εξαιτίας των νομικών και θεσμικών περιορισμών που επιβάλει η ιδιότητα του εκάστοτε κράτους μέλους. Εντούτοις , αν ένα κράτος μέλος της ευρωζώνης αντιμετωπίζει δημοσιονομικά προβλήματα , είναι βέβαιο , πως είναι προς το συμφέρον του να τα αντιμετωπίσει εντός ευρωζώνης παρά εκτός και εφαρμόζοντας ανεξάρτητη εθνική νομισματική πολιτική.

Οι Buiter&Rahbari (2010) υποστηρίζουν πως η πιο άμεση απειλή για την Ελλάδα θα προέλθει από το τραπεζικό της σύστημα. Η Ελλάδα δεν έχει ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα , η οποία μπορεί να υποχρεώσει την ελληνική κυβέρνηση να δουλέψει όπως νομίζει η τελευταία. Οι ελληνικές εμπορικές τράπεζες αντλούν το μεγαλύτερο μέρος της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης τους από την ΕΚΤ και το ευρωσύστημα , χρησιμοποιώντας ως εξασφαλίσεις κυρίως τίτλους του ελληνικού δημοσίου . Όταν μειώνεται η αξία του δημοσίου χρέους στη δευτερογενή αγορά, μειώνεται και η αξία , με βάση τις τιμές της αγοράς, των εχεγγύων που παρέχουν οι ελληνικές τράπεζες στην ΕΚΤ και το ευρωσύστημα • και ενεργοποιείται ο μηχανισμός κάλυψης διαφορών αποτίμησης (margin calls) . Οι ανάγκες χρηματοδότησης τους πιθανώς να αυξηθούν εξαιτίας των αναλήψεων καταθέσεων οι οποίες μπορεί να γενικευθούν – τόσο από καταθέσεις πάνω από το όριο του συστήματος εγγύησης καταθέσεων όσο και από καταθέσεις κάτω από το όριο, εφόσον αμφισβητείται η φερεγγυότητα του εθνικού συστήματος εγγύησης καταθέσεων .

6.2.1 Τα αίτια των δημοσιονομικών προβλημάτων

Τα βασικά αίτια των δημοσιονομικών προβλημάτων έχουν τέσσερις κοινές αιτίες :

1. υπερκυκλικός χαρακτήρας της δημοσιονομικής πολιτικής κατά την περίοδο άνθησης της οικονομικής δραστηριότητας .
2. Το άμεσο δημοσιονομικό κόστος της χρηματοοικονομικής κρίσης, δηλαδή τα δημοσιονομικά μέτρα για την ενίσχυση της κρίσης και του χρηματοοικονομικού συστήματος
3. Η παγκόσμια ύφεση , που οδήγησε στην αύξηση δημοσίων δαπανών και τη μείωση ορισμένων δημοσίων εσόδων

4. Το σπάσιμο της φυσαλίδας στις τιμές ορισμένων περιουσιακών στοιχείων , και η ομαλοποίηση από υπερβολικά υψηλά επίπεδα των κερδών και των αμοιβών στο χρηματοοικονομικό τομέα , τα οποία είναι πιθανό να οδηγήσουν διαρκή επιβράδυνση της ανοδικής τάσης των δημοσίων εσόδων σε σχέση με το ΑΕΠ.

Στην Ελλάδα , μια σειρά παραγόντων που αφορούν ειδικά τη χώρα προστέθηκαν στα κοινά αίτια των δημοσιονομικών προβλημάτων , με αποτέλεσμα να εισέλθει στην ύφεση με ένα ήδη μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα . Αξίζει να σημειωθεί πως τα βασικά προβλήματα της Ελλάδας οφείλονται στον υπερμεγέθη δημόσιο τομέα και στον κακό φοροεισπρακτικό μηχανισμό . Αυτές οι αδυναμίες επιτείνονται από τη διευρυνόμενη έλλειψη ανταγωνιστικότητας μεγάλου μέρους της βιομηχανίας της .

6.2.2 Η αποκατάσταση της βιωσιμότητας των δημοσίων οικονομικών

Οι Buiter-Rahbari (Οκτ.2010) υποστηρίζουν πως υπάρχουν έξι τρόποι για τη μείωση του νομισματικού χρέους:

- Η λήψη σκληρών δημοσιονομικών μέτρων
- Η αυξημένη προσφυγή στα έσοδα από την έκδοση χρήματος από την κεντρική τράπεζα (έσοδα εκδοτικού προνομίου – seigniorage). Η δυνατότητα προσφυγής στο seigniorage εξαρτάται από τον βαθμό στον οποίο η κεντρική τράπεζα είναι ανεξάρτητη και έχει δεσμευτεί για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών .
- Η μείωση του επιτοκίου του δημόσιου χρέους
- Ο υψηλότερος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ
- Η αθέτηση των υποχρεώσεων για την εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους. Η αθέτηση περιλαμβάνει κάθε είδους μη συμμόρφωση με τους αρχικούς όρους του χρέους
- Η παροχή στήριξης

Πίνακας Ι : Σύνθεση των Δημοσιονομικών μέτρων της Συμφωνίας (% ΑΕΠ)

	2010	2011	2012	2013	Σωρευτικά
Σύνολο	2,5	4,1	2,4	2,0	11,1
Έσοδα	0,5	3,0	0,8	-0,3	4,0
Ειδικοί φόροι	0,2	0,3	0,1		0,6
ΦΠΑ	0,3	0,9	0,2		1,5
ΦΕΦΠ		0,2	0,0		0,2
ΦΕΝΠ		0,4			0,4
Φόροι Περιουσίας		0,8	0,1	0,0	0,9
Λοιπά		0,4	0,3	-0,3	0,4
Δαπάνες	*2.0*	*1,1*	*1,7*	*0,5*	*5,3*
Μισθοί	0,5	0,2	0,3	0,2	1,2
Συντάξεις	0,8	0,3	0,1	0,1	1,3
Κοινωνικές Παροχές	0,2	0,0	0,2		0,4
Κατανάλωση	0,3	0,4	0,2	0,2	1,1
Επιδοτήσεις			0,7		0,7
Επενδύσεις	0,2	0,2	0,2		0,7
Διαρθρωτικές Αλλαγές				1,8	1,8

Πηγή: ΔΝΤ(2010) Ελλάδα: Staff report on Request for Stand-By Arrangement

6.3 Μέτρα στήριξης της ΕΚΤ/ΔΝΤ/ ΕΕ

Στις αρχές Μαίου 2010 , οι αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου υπερέβησαν το 10%, και τα περιθώρια αποδόσεων των πενταετών CDs ξεπέρασαν τις 900 μονάδες βάσης , ενώ υπήρχε σημαντική αβεβαιότητα σχετικά με την προθυμία των αγορών να καλύψουν τις εναπομένουσες ανάγκες χρηματοδότησης του δημοσίου χρέους της χώρας, ακόμη και με αυτά τα πολύ υψηλά επιτόκια . Παράλληλα , τα περιθώρια αποδόσεων μεταξύ των δεκαετών ομολόγων του γερμανικού δημοσίου και των κρατικών ομολόγων του ισπανικού , του πορτογαλικού και του ιρλανδικού διαμορφώθηκαν σε επίπεδα που είχαν να παρατηρηθούν από το 1990, εν μέσω ανησυχίας αναφορικά με την κατάσταση των δημοσίων οικονομικών και του χρηματοοικονομικού τομέα σε αυτές τις χώρες. Για την αντιμετώπιση αυτών των ζητημάτων ανακοινώθηκαν τρεις δέσμες μέτρων :

Πρώτον , η ΕΕ και το ΔΝΤ ανακοίνωσαν την παροχή στήριξης στην Ελλάδα ύψους €110 δις . Στη συνέχεια , δημιουργήθηκε , δεύτερο , ομοειδές αλλά μεγαλύτερο πακέτο στήριξης για τα υπόλοιπα κράτη μέλη της ευρωζώνης , το λεγόμενο EFSF , το οποίο μπορεί να αντλήσει €440 δις διακρατικών από τα κράτη μέλη της ευρωζώνης , καθώς και από μια περαιτέρω υπερεθνική διευκόλυνση από την ευρωπαϊκή επιτροπή ύψους €60 δις . Για τη συμπλήρωση του EFSF το ΔΝΤ ήταν διατεθειμένο να διαθέσει έως €250 δις . Τρίτον , η ΕΚΤ παρέσχε τη δική της στήριξη για να αποφευχθούν σημαντικές διαταράξεις στην αγορά, ώστε να εξαλειφθεί το ενδεχόμενο αθέτησης των υποχρεώσεων για την εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους ,καθώς θεωρούσε ότι η εν λόγω αθέτηση δεν δικαιολογείται από τα βασικά οικονομικά μεγέθη , και για να αποφευχθεί μια ακόμα τραπεζική κρίση στην ευρωζώνη όπου πολλές τράπεζες είχαν προβεί σε άγνωστα αλλά δυνητικώς σημαντικά ανοίγματα στις χώρες που αντιμετωπίζουν δημοσιονομικά προβλήματα

Πίνακας ΙΙΙ Οι προβλέψεις των ΕΕ / ΕΚΤ / ΔΝΤ για την Ελλάδα

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2020
ΑΕΠ πραγματικό (% μεταβολή)	-2,0	-4,5	-3,0	1,1	2,1	2,1	2,7	3,0
ΑΕΠ αποπληθωριστής (%)	1,5	2,2	1,6	0,4	0,8	1,2	0,6	1,8
ΑΕΠ ονομαστικό (€ δις)	235	229	226	229	236	244	252	315
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-11,0	-10,5	-8,2	-7,1	-6,6	-5,5	-4,4	-
Ονομαστικό επιτόκιο δημ.χρέους (%)	4,8	4,9	4,6	5,0	5,4	5,7	5,7	5,9
Επιτόκιο 10ετούς Γερμ.Ομολόγου (μβ)	-	225	275	350	350	350	350	350
Περιθώριο Ελληνικού Επιτοκίου (μβ)	-	550	525	350	300	300	300	250
Δαπάνες για τόκους (€δις) Δαπάνες για τόκους (%ΑΕΠ)	12,4 5,3	14,6 6,4	15,1 6,7	17,3 7,5	19,7 8,3	21,2 8,7	21,4 8,5	23,7 7,5
Πρωτογενείς Δαπάνες (% ΑΕΠ)	47,9	43,5	44,0	41,7	38,5	33,2	32,2	30,5
Έσοδα Γεν. Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	37,8	40,4	43,1	42,8	42	39,3	38,5	36,5
Πρωτογενές Ισοζύγιο (% ΑΕΠ)	-10,1	-3,2	-0,9	1	3,5	6	6,3	5,9
Ισοζύγιο Γεν. Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	-15,4	-10,5*	-7,5	-6,5	-4,8	-2,6	-2,1	-1,6
Ισοζύγιο Γεν. Κυβέρνησης (€ δισ.)	-36,2	-22	-16,9	-14,9	-11,3	-6,3	-5,3	-5,0
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)	127	143	153	159	158	154	151	130
Δημόσιο Χρέος (€ δισ.)	298	327	345	364	373	375	381	409

* Μετά την πρόσφατη αναθεώρηση των στοιχείων της Eurostat (26.04.2011). Σημειώσατε ότι οι προβλέψεις για τον ρυθμό ανάπτυξης του 2011 και 2012 φαίνεται να έχουν ήδη αναθεωρηθεί προς τα κάτω στο -3,8% και 0,8% αντίστοιχα, από τον αρχικό -3% και 1,1%, που εμφανίζεται στον Πίνακα.
Πηγή : EC/ECB/IMF Adjustment programme, Eurobank EFG Research

6.3.1 Παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας στην Ελλάδα

Οι λεπτομέρειες του κοινού προγράμματος στήριξης της Ελλάδας από την ευρωζώνη και το ΔΝΤ παρουσιάστηκαν στις 9 Μαΐου 2010 . Η ευρωζώνη και το ΔΝΤ συμφώνησαν να παρέχουν €110 δις με

τη μορφή αρχικά τριετών δανείων . Από αυτό το ποσό τα €80 δις προέρχονται από τα κράτη μέλη της ευρωζώνης σύμφωνα με τα μερίδια τους στο καταβεβλημένο κεφάλαιο της ΕΚΤ , ενώ τα υπόλοιπα καταβάλλονται από το ΔΝΤ . Τα δάνεια θα εξοφληθούν σε χρήματα και το πρόγραμμα υποδήλωνε πως η Ελλάδα δεν θα χρειαζόταν να προσφύγει στις αγορές έως το 2012.Τα επιτόκια των δανείων μεταβλητού επιτοκίου ήταν το Euribor τριών μηνών συν 300 μονάδες βάσης , για διάρκεια έως τρία έτη (και 400 μονάδες για μεγαλύτερη διάρκεια). Στα δάνεια σταθερού επιτοκίου , το Euribor τριών μηνών αντικαθίσταται με το επιτόκιο των πράξεων ανταλλαγής για τη διάρκεια του δανείου , ενώ τόσο τα δάνεια σταθερού επιτοκίου όσο και τα δάνεια μεταβλητού επιτοκίου επιβαρύνονται εφάπαξ κατά 5 μονάδες για τα λειτουργικά έξοδα. Επιπλέον , η Ελλάδα υπέγραψε σκληρούς όρους τους οποίους διαπραγματεύτηκε και εφαρμόζει το ΔΝΤ .Σε αντάλλαγμα για την εξωτερική βοήθεια η Ελλάδα συμφώνησε να προσχωρήσει σε δημοσιονομική αναπροσαρμογή ύψους €30 δις ευρώ (12,5% του ΑΕΠ του 2009) σε βάθος τριετίας . Αυτά τα περιοριστικά μέτρα προστέθηκαν σε όσα είχαν ήδη ανακοινωθεί νωρίτερα εντός του 2010λ τα οποία ανέρχονται σε 6% του ΑΕΠ . Ο αρχικός στόχος για το έλλειμμα ήταν να μειωθεί στο 3% του ΑΕΠ ως το 2014 , μεταθέτοντας κατά δύο χρόνια την προθεσμία που είχε συμφωνηθεί προηγουμένως με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Ο κύριος όγκος των μέτρων επικεντρώθηκε στους ίδιους τομείς με όλα τα προηγούμενα προγράμματα λιτότητας , επιβάλλοντας υψηλότερους έμμεσους φόρους (πχ αύξηση του ΦΠΑ από 21% σε 23% κτλ) και περαιτέρω περικοπές σε μισθούς και συντάξεις αλλά και στην απασχόληση στο δημόσιο τομέα. Μεγαλύτερη σημασία έχει ότι ψηφίστηκε αλλαγή του δημοσίου συστήματος συντάξεων με την οποία η ελάχιστη ηλικία συνταξιοδότησης αυξήθηκε στα 60 χρόνια . Το πρόγραμμα περιελάμβανε επίσης τη μεταρρύθμιση της αγοράς εργασίας • την ιδιωτικοποίηση μιας σειράς δημοσίων επιχειρήσεων • και τη μεταρρύθμιση του φοροεισπρακτικού μηχανισμού. Τέλος , για την στήριξη της Ελλάδος , δημιουργήθηκε αρχικά ένα ειδικό ταμείο ύψους €10 δις .

Όσον αφορά στο πρόγραμμα για την Ελλάδα :

€29,7 δις δόθηκαν στους επενδυτές με τη μορφή εξασφαλίσεων του EFSF , και πρόκειται για το PSI ως μέρους της ανταλλαγής χρέους (Παράρτημα Ι)

€4,8 δις δόθηκαν στους επενδυτές προκειμένου να αντισταθμίσουν τους δεδουλευμένους τόκους από την ανταλλαγή χρέους

€44,8 δις ήταν απαραίτητα για την ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών , από τα οποία τα €25 δις χρησιμοποιήθηκαν για την κάλυψη των απωλειών των τραπεζών ως συνέπεια του PSI

Η Ελλάδα αναμένεται να έχει ένα έλλειμμα της τάξης των €15,1 δις στο τέλος του 2012 , από το οποίο μόνο τα €3,4 δις είναι το πρωτογενές έλλειμμα και το υπόλοιπο τόκοι στο ΔΝΤ

Υπάρχουν και μερικά πρόσθετα στοιχεία της τάξης των €6,9 δις , μεταξύ των οποίων και η συνεισφορά της Ελλάδας στον ESM

Αυτοί οι παράγοντες , σε συνδυασμό με €3,2 δις της προγραμματισμένης ιδιωτικοποίησης εσόδων το 2012 και €1,2 δις της συμμετοχής του επίσημου τομέα , συμβάλλουν στα €35 δις της αναμενόμενης αύξησης του χρέους .

Το ύψος της στήριξης της χώρας μας από τους εταίρους μας είναι όντως πρωτόγνωρο. ως τώρα έχουμε λάβει βοήθεια σχεδόν €150 δις. (μέσω διακρατικών δανείων και στήριξης μέσω του EFSF, εκ των οποίων περίπου €20 δις. έχουν χρησιμοποιηθεί αποκλειστικά για πρωτογενείς ανάγκες του προϋπολογισμού, €25 δις. προορίζονται για τη σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος από το κόστος της αναδιάρθρωσης χρέους, €30 δις. για τις ανάγκες της ανταλλαγής του Ελληνικού χρέους και περίπου €70 δις. αντικατέστησαν υφιστάμενες υποχρεώσεις εξυπηρέτησης δημοσίου χρέους, εξασφαλίζοντας χαμηλότερο κόστος και μεγαλύτερη διάρκεια αποπληρωμής. Άλλα €90 δις. πρόκειται να εκταμιευτούν μέχρι τα τέλη του 2014. Συγκεκριμένα, η νέα χρηματοδότηση παρέχεται με όρους ιδιαίτερα ευνοϊκούς (επιτόκιο που είναι ανάλογο με το μακροχρόνιο επιτόκιο με το οποίο δανείζεται το EFSF και που δεν αποκλίνει σημαντικά από το μακροχρόνιο μέσο επιτόκιο των γερμανικών ομολόγων, ενώ είναι 3-3½ μονάδες χαμηλότερο από το τρέχον μέσο κόστος δανεισμού της Ισπανίας και της Ιταλίας, χώρες οι οποίες συμμετέχουν στη χρηματοδοτική στήριξη της Ελλάδας). Παράλληλα η διάρκεια αποπληρωμής είναι εξαιρετικά μακροχρόνια, με τις ανάγκες πληρωμής χρεολυσίων να είναι σημαντικά περιορισμένες μέχρι το τέλος της δεκαετίας συγκριτικά με €38 δις., κατά μέσο όρο, που πληρώναμε ετησίως την περίοδο 2008-2010.

Ομοίως, η επιτυχής ολοκλήρωση της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους (PSI), η οποία κα ήταν ανέφικτη χωρίς την αποφασιστική στήριξη της ΕΕ και του ΔΝΤ, εξασφαλίζει μία μείωση του ελληνικού δημοσίου χρέους κατά 50 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ (ήτοι περισσότερο από €100 δις.), χαμηλά επιτόκια στα νέα ομολόγα (2% για την τριετία 2012-2014), και μηδενικές υποχρεώσεις πληρωμής χρεολυσίων στα νέα ομόλογα για ολόκληρη τη δεκαετία.

Το τρίτο σκέλος της χρηματοδοτικής στήριξης από τους εταίρους μας, αφορά την άντληση άνω των €130 δις. ρευστότητας για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα μέσω του ευρωσυστήματος. Κατά συνέπεια, η συνολική άμεση και έμμεση χρηματοδοτική στήριξη από τους εταίρους μας προσεγγίζει τα €450 δις. ι 2,2 σχεδόν φορές το ελληνικό ΑΕΠ (περιλαμβάνοντας τα €90 δις. που αναμένεται να εκταμιευτούν έως το 2014 καθώς και την εκτιμώμενη μείωση του χρέους από το PSI).

Πίνακας ΙΙΙ: Η διάρθρωση των πολιτικών του Μνημονίου:(ΙΙ) Η ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ

1ΟΣ Πυλώνας-Διαρθρωτικές αλλαγές	⟩	i. Πάταξη φοροδιαφυγής ii. Βελτίωση λειτουργικότητας δημόσιας διοίκησης iii. Εξυγίανση τοπικής αυτοδιοίκησης& δημ.επιχειρήσεων iv. Ενίσχυση της επιχειρηματικότητας v. Αποτελεσματικό δικαστικό σύστημα vi. Πιο ευέλικτη αγορά εργασίας
2ος Πυλώνας-Χρηματοπιστωτικό Σύστημα	⟩	i. Ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών για αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους ii. Εξυγίανση/σταθεροποίηση πηγών ρευστότητας iii. Ομαλοποίηση συνθηκών δανεισμού στην οικονομία
3ος Πυλώνας – Δημοσιονομική Προσαρμογή	⟩	i. Επίτευξη πρωτογενούς ελλείμματος σε εύλογο χρονικό διάστημα για να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους και η επανάκτηση πρόσβασης του ελληνικού δημοσίου στις κεφαλαιαγορές, που αποτελεί και την ουσιαστική προυπόθεση για την απαγκίστρωση της χώρας από το ΜΝΗΜΟΝΙΟ

6.3.2 Μέτρα παροχής χρηματοπιστωτικής βοήθειας από την ΕΚΤ

Καθώς μόνο η υπερεθνική διευκόλυνση ύψους €60 δις είχε εγκριθεί στις 10 Μαΐου και καθώς και ακόμη αυτή η μικρή διευκόλυνση δεν είχε τεθεί σε ισχύ , υπήρχε ο κίνδυνος η μετάδοση διαταράξεων από την Ελλάδα να δημιουργήσει κρίση ρευστότητας και χρηματοδότησης στα υπόλοιπα κράτη μέλη της ευρωζώνης , ιδίως στην Πορτογαλία , στην Ισπανία και στην Ιρλανδία , αλλά και πιθανώς στην Ιταλία και σε άλλες χώρες. Αυτό σήμαινε , πως μόνο η ΕΚΤ είχε τα μέσα να παρέμβει και να διαφυλάξει τα κράτη μέλη της ευρωζώνης που διέτρεχαν κίνδυνο αδυναμίας εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους τους εξαιτίας της διάχυσης της κρίσης .

Η ΕΚΤ ανέλαβε πρωτοβουλία και ανακοίνωσε μια σειρά αλλαγών πολιτικής , η σημαντικότερη και πιο αξιοσημείωτη των οποίων ήταν η δέσμευση της να αγοράσει κρατικούς τίτλους απευθείας από τις δευτερογενείς αγορές. Επρόκειτο για πρωτοφανή απόκλιση τόσο από την προηγούμενη πρακτική της όσο και από την προηγούμενη αντίληψη της αναφορικά με την ενδεδειγμένη συμπεριφορά μιας ανεξάρτητης κεντρικής τράπεζας . Στο πλαίσιο του νεοδημιουργηθέντος Προγράμματος για τις αγορές τίτλων , η ΕΚΤ μπορεί να αγοράσει οποιοδήποτε δημόσιο ή ιδιωτικό τίτλο απευθείας από τις

δευτερογενείς αγορές. Στη συνέχεια , η ΕΚΤ κατέβαλε μεγάλη προσπάθεια για να εξηγήσει ότι αυτή η κίνηση δεν ισοδυναμούσε με ποσοτική χαλάρωση , καθώς θα απορροφούσε την πλεονάζουσα ρευστότητα. Βάση αυτής της πρακτική δηλαδή θα αντικαθιστούσε τις καταθέσεις μιας ημέρας με καταθέσεις μιας εβδομάδας .

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι
Επιλογές των επενδυτών στο ελληνικό πρόγραμμα

ΜΟΡΦΗ	Α Εθελοντική μετακύλιση των ομολόγων στη λήξη τους	Β Εθελοντική μετακύλιση με περιορισμένα θετικά κίνητρα	Γ Εθελοντική ανταλλαγή χρέους με ανανέωση της έκθεσης σε ελληνικά ομόλογα συν υποχρεωτικά κίνητρα
Βαθμός συμμετοχής επενδυτών	Ανεπίσημη διαδικασία, απευθύνεται στο εσωτερικό της χώρας-μέλους	Περισσότερο επίσημη διαδικασία	Όλοι οι δανειστές πρέπει να συμμετέχουν υποχρεωτικά
ΘΕΤΙΚΑ	Μειώνεται ο κίνδυνος περαιτέρω πιστωτικής υποβάθμισης της Ελλάδας	Εξασφαλίζεται η ευρύτερη συμμετοχή των δανειστών και αποτρέπεται η εκδήλωση περαιτέρω πιστωτικών υποβαθμίσεων	Προοπτική πολύ μεγάλης συμμετοχής των επενδυτών
	Μειώνεται ο κίνδυνος περαιτέρω μετάδοσης της πιστωτικής κρίσης	Επίσημη (γραπτή) δέσμευση για τη μετακύλιση του χρέους	
		Η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα μπορεί να υπολογιστεί εκ των προτέρων	
ΑΡΝΗΤΙΚΑ	Οι επενδυτές που θα συμμετέχουν πρώτοι στην εθελοντική μετακύλιση δεν έχουν κάποια εξασφάλιση σχετικά με τη συμμετοχή άλλων επενδυτών στη συνέχεια	Δεν υπάρχει κάποια εξασφάλιση σχετικά με τον αριθμό των δανειστών που θα συμμετάσχουν	Η υποχρεωτική συμμετοχή των δανειστών θα προκαλέσει την πιστοληπτική υποβάθμιση του ελληνικού Δημοσίου σε καθεστώς επιλεκτικής χρεοκοπίας (selective default)
	Η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα δεν είναι δυνατόν να καθοριστεί εκ των προτέρων	Μεγαλύτερος κίνδυνος για πιστωτική αξιολόγηση σε επίπεδο χρεοκοπίας (default)	Αυξάνεται ο κίνδυνος μετάδοσης της κρίσης σε άλλες χώρες-μέλη. Οι επενδυτές θα αρχίσουν να λειτουργούν προληπτικά και σε άλλες αγορές για να αποφύγουν παρόμοιες εξελίξεις
		Μεγαλύτερος κίνδυνος για μετάδοση της κρίσης σε άλλες χώρες-μέλη της ευρωζώνης	
		Η περίοδος παραμονής της Ελλάδας σε καθεστώς χρεοκοπίας μπορεί να είναι πολύ μεγάλη	

Πηγή : *Financial Times*, 15.6.2011, p. 4

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ : Ανταλλαγή του ελληνικού δημοσίου χρέους

Τον Μάρτιο και τον Απρίλιο του 2012 , η Ελλάδα προχώρησε στην ανταλλαγή ομολόγων ονομαστικής αξίας €199,2 δις , από τα €205,6 δις που προσφέρθηκαν για ανταλλαγή , η οποία κατά τους μελετητές ήταν και η μεγαλύτερη αναδιάρθρωση χρέους που έλαβε χώρα στην ιστορία. Οι κάτοχοι των νέων ομολόγων έλαβαν μια ίδια δέσμη τεσσάρων χρηματοοικονομικών οργάνων .

1. «Σημειώσεις Πληρωμής PSI»: 15 τοις εκατό της ονομαστικής αξίας των ομολόγων που ανταλλάσσονται με τη μορφή ομόλογων ωριμότητας ενός έτους και δύο ετών των ομολόγων του EFSF (η Ελλάδα πληρώνει πίσω στο EFSF το 2042)
2. «Νέα ελληνικά ομόλογα»: 31,5 τοις εκατό της ονομαστικής αξίας των ομολόγων που ανταλλάσσονται με τη μορφή 20 νέων αγγλικού δικαίου ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με διάρκεια μεταξύ 2023 και 2042, με κουπόνι από 2 τοις εκατό ετησίως για την περίοδο 2013-2015, 3 τοις εκατό ανά έτος για την περίοδο 2016-2020, 3,65 τοις εκατό ανά έτος το 2021, και 4,3 τοις εκατό ανά έτος το 2022 και μετά
3. «Εγγυήσεις στο ΑΕΠ»: ένα σύνολο από τα αποσπώμενους από το ΑΕΠ τίτλους που πληρώνουν το πολύ 1 τοις εκατό ετησίως από την ονομαστική αξία του ανεξόφλητου υπολοίπου των νέων ελληνικών ομολόγων, εξαρτάται από την επίτευξη προκαθορισμένων στόχων στο ονομαστικό επίπεδο του ΑΕΠ (αύξηση από € 210 δισεκατομμύρια το 2014 σε € 266,5 δισεκατομμύρια το 2020) και πραγματικούς στόχους αύξησης του ΑΕΠ (τιμές μεταξύ 2,3 και 2,9 τοις εκατό κατά τη διάρκεια του 2014-2020 και 2 τοις εκατό μετά το 2020).
4. «Σημειώσεις δεδουλευμένων τόκων PSI»: εξαμηνιαία τοκομερίδια χρέος στο EFSF για να καλύψει τους δεδουλευμένους τόκους από την τελευταία πληρωμή τόκων μέχρι την ανταλλαγή χρέους, οι οποίοι ανήλθαν στην πραγματικότητα στα € 4,8 δισεκατομμύρια (η Ελλάδα πληρώνει πίσω στο EFSF από το 2037).

Ως εκ τούτου, υπήρξε μια μείωση της τάξης του 53,5 τοις εκατό της ονομαστικής ονομαστικής αξίας των επιλεγμένων ομολόγων και τα νέα ομόλογα φέρουν ένα ελαφρώς χαμηλότερο επιτόκιο από τις αρχικές ομολογίες, ακόμη και κατά την εξέταση των εγγυήσεων του ΑΕΠ. Οι ZETTELMEYER, Trebesch και Gulati (2012) εκτιμούν ότι σε όρους καθαρής παρούσας αξίας, από την πλευρά της ελληνικής κυβέρνησης, η μείωση του χρέους ανήλθε σε 60,2 τοις εκατό της ονομαστικής αξίας των ομολόγων, η οποία είναι περίπου 120 δις €, ή 54,5 τοις εκατό του ΑΕΠ.

Ωστόσο, σύμφωνα με το ΔΝΤ (2012a) η αναδιάρθρωση προκάλεσε ζημιές της τάξεως των € 25 περίπου δισ. ευρώ για τις εγχώριες τράπεζες, οι οποίες θα πρέπει να καλύπτονται από την ελληνική κυβέρνηση από τον επίσημο δανεισμό.

Οι ελληνικές συμμετοχές κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες , οι οποίες ανήλθαν σε € 56,5 δισεκατομμύρια, σύμφωνα με το μνημόνιο πρόσκλησης ανταλλαγής χρέους, εξαιρέθηκαν από την ανταλλαγή του χρέους.

Ο παρακάτω πίνακας συνοψίζει τα αποτελέσματα από την ανταλλαγή χρέους :

Κυβερνητικό Δίκαιο& είδος τίτλου	Ονομαστική Αξία που διακρατείται από τον ιδιωτικό τομέα (€δις)	Holdouts (%)
Ελληνικό Δίκαιο – ομόλογα δημοσίου	177,3	0,0
Ελληνικό Δίκαιο- τίτλοι εγγυήσεων	6,7	4,3
Αγγλικό Δίκαιο – δημόσιες εγγυήσεις	19,9	44,1
Ιταλικό και Ιαπωνικό Δίκαιο – δημόσιες εγγυήσεις	1,2	20,6
Ελβετικό Δίκαιο – ένα κυβερνητικό ομόλογο	0,5	100,0
Σύνολο	205,6	3,1

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο ESM ήρθε να αντικαταστήσει τον EFSF στην εξασφάλιση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας στην ευρωζώνη και στην παροχή χρηματοπιστωτικής στήριξης στα κράτη μέλη της που αντιμετώπιζαν χρηματοοικονομικά προβλήματα. Ο ESM χορηγεί πιστωτικές διευκολύνσεις στα κράτη μήλη του κάτω από αυστηρούς όρους με τη μορφή δανειοδότησης προκειμένου να αντιμετωπίσουν δημοσιονομικές δυσκολίες ή χρηματοπιστωτική βοήθεια για την ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ακόμη η στήριξη από τον ESM Μπορεί να γίνει μέσω της αγοράς κρατικών ομολόγων στη πρωτογενή αγορά ή αν κριθεί από την ΕΚΤ αναγκαίο την αγορά κρατικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά. Τις λειτουργίες και τη δράση του ESM συνοδεύει μια ισχυρή συνθήκη ίδρυσης ενώ την διοίκηση του και την εφαρμογή της πολιτικής του εγγυώνται το Συμβούλιο των Διοικητών και το Συμβούλιο των Διευθυντών .Ωστόσο όλες οι λειτουργίες του ESM καθορίζονται από κάποιες αρχές που διέπουν τη διαχείριση αλλά και την ανοχή του στον κίνδυνο με την ύπαρξη τριών γραμμών άμυνας για την αντιμετώπιση τόσο των χρηματοοικονομικών όσο και των μη χρηματοοικονομικών κινδύνων.

Στο Κεφ.2 παρουσιάζεται ένα μοντέλο σχετικά με το βέλτιστο μέγεθος του ESM και τη συμπεριφορά των χωρών του πυρήνα και της περιφέρειας της ευρωζώνης όταν κάποιο κράτος μέλος λόγω δυσχερειών ζητήσει χρηματοπιστωτική βοήθεια ή βρεθεί στα πρόθυρα χρεοκοπίας . Το μοντέλο παρουσιάζει την πιθανή συμπεριφορά των Core και Periphery χωρών σε κάποιο τέτοιο πιθανό ενδεχόμενο και αναπτύσσει τις λειτουργίες μέγιστης απόδοσης καθορίζοντας μια σειρά από εφικτές τιμές σχετικά με το εύρος του συνολικού μεγέθους του ESM.

Αν το κόστος μιας πιθανής χρεοκοπίας είναι ιδιαίτερα υψηλό , ή πιθανότητα της periphery να μην έχει πρόσβαση σε εξωγενείς πιστώσεις είναι ιδιαίτερα υψηλή , και οι πιθανές επιπτώσεις στον βασικό κορμό είναι εμφανείς , καθώς και αυτός και το periphery έχουν ως στόχο τη συνεισφορά στον ESM . Σχετικές βαθμονομήσεις και αναλύσεις ευαισθησίας έδειξαν ότι το βέλτιστο μέγεθος του ESM πρέπει να βρίσκεται μεταξύ του τρέχοντος και δύο φορές του προσυμφωνημένου .

Η ανάγκη ύπαρξης του ESM είναι εμφανής από το ότι η Ευρωπαϊκή Οικονομική και Νομισματική Κοινότητα (European Economic and Monetary Union - EMU) είναι μια νομισματική ένωση χωρίς μια πλήρη και ενοποιημένη πολιτική συνοχή . Αυτό συνεπάγεται ότι οι κυβερνήσεις των κρατών μελών της EMU είναι υπεύθυνες για τη διατήρηση της καλής κατάστασης και βιωσιμότητας των δικών τους δημοσιονομικών , τη σταθερότητα του εθνικού τους χρηματοοικονομικού συστήματος και την ανταγωνιστικότητα των εθνικών τους οικονομιών . Μια αδυναμία στην εκπλήρωση των παραπάνω , μπορεί να οδηγήσει σε αρνητικές και αναποτελεσματικές διαχύσεις μεταξύ των μελών της EMU .

Έχει αποδειχθεί ότι ο ESM μπορεί να είναι ωφέλιμος για τις χώρες του πυρήνα καθώς μπορούν να παρουσιαστούν φαινόμενα διάχυσης μεταξύ των χωρών της ΟΝΕ σε περίπτωση χρεοκοπίας , καθώς και ότι τα οφέλη μπορούν να υπερβαίνουν το κόστος που συνδέεται με τον ESM.

Η επιθυμία και το βέλτιστο μέγεθος του ESM που προκύπτει εξαρτάται από την πιθανότητα ενός «sudden stop» προς την περιφέρεια, μια πιθανή απώλεια παραγωγής που πραγματοποιείται σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων, το κόστος ευκαιρίας των καταβεβλημένου κεφαλαίου, τα φαινόμενα διάχυσης από την περιφέρεια προς τον πυρήνα, και την αποστροφή του καταναλωτή στον κίνδυνο .

Όπως έχει προαναφερθεί ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) θα αναλάβει με όσα μέχρι τώρα αποτελούσαν αντικείμενο του μηχανισμού Ευρωπαϊκής Διευκόλυνσης και Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility – EFSF) και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης (European Financial Stabilization Mechanism –EFSM) παρέχοντας όπου είναι αναγκαίο, χρηματοπιστωτική βοήθεια στα κράτη μέλη της ευρωζώνης . Η συνθήκη ίδρυσης του ESM τέθηκε σε ισχύ στις 27 Σεπτεμβρίου 2012 ενώ η εγκαθίδρυση του πραγματοποιήθηκε στις 8 Οκτώβριου 2012 ενώ στην επικύρωση του προχώρησαν και τα 17 κράτη έλη της ευρωζώνης .

Ο ESM και το EFSF δεν μπορούν να χρηματοδοτούν όλες τις χώρες με το ίδιο τρόπο που ως τώρα έχουν χρηματοδοτήσει την Πορτογαλία , την Ιρλανδία και την Ελλάδα (GIP), καθώς δεν θα είναι σε θέση να έχουν επαρκή χρηματοδότηση και την αγορά ομολόγων σε τέτοια έκταση ώστε να υπάρξει σταθεροποίηση στην αγορά . Και αυτό γιατί μια δανειοδοτική ικανότητα της τάξης των €700δις θα είναι επαρκής μόνο για την χρηματοδότηση μικρών periphery χωρών όπως οι παραπάνω .Μάλιστα τα υπάρχοντα προγράμματα για την παροχή χρηματοπιστωτικής συνδρομής στις παραπάνω χώρες είναι της τάξης των €400δις από τα οποία μόνο της Ελλάδας είναι €200δις . Αυτό βοηθά να γίνει κατανοητό πως αν χρειαστούν χρηματοδότηση χώρες όπως η Ισπανία και η Ιταλία τότε το ποσό που θα χρειαστούν θα είναι πολλαπλάσιο αυτού της Ελλάδος .Επομένως για την αντιμετώπιση ενός τέτοιου ενδεχομένου , μια σχετική μικρή αύξηση στο αποθεματικό δεν θα αποδώσει τα επιθυμητά αποτελέσματα .

Το EFSF δημιουργήθηκε προκειμένου να δανείζει χρήματα στις χώρες της ευρωζώνης που αντιμετώπιζαν χρηματοοικονομικές δυσκολίες . Την δανειοδοτική του δραστηριότητα εγγυούνταν οι υπόλοιπες χώρες της ευρωζώνης. Δημιουργήθηκε ως ένας ιδιωτικός οργανισμός υπό το καθεστώς της νομοθεσίας του Λουξεμβούργου με πολύ μικρό κεφάλαιο σχετικά με τις δανειοδοτικές και δανειοληπτικές του ικανότητες ενώ οι δραστηριότητες του θα καθορίζονταν από το Eurogroup . Ο ESM έχει μερικά χαρακτηριστικά τα οποία τον διαφοροποιούν από το EFSF . Ο ESM δεν αποτελεί

ένα ιδιωτικό οργανισμό αλλά ένα μόνιμο διεθνή οργανισμό , του οποίου την ίδρυση εγγυάται συνθήκη που έχει υπογραφεί από τις χώρες μέλη της ευρωζώνης , με δομή παρόμοια με αυτή των υπόλοιπων διεθνών οργανισμών . Ακόμα ο ESM έχει ένα εγκεκριμένο καταβεβλημένο κεφάλαιο της τάξης των €80δις , το οποίο του δίνει τη δυνατότητα και την επάρκεια να αντιμετωπίζει ο ίδιος διάφορους κινδύνους που προκύπτουν .

Η ενιαία οικονομική διακυβέρνηση της ευρωζώνης είναι πολύ σημαντική για την επιβίωση και την έξοδο από την κρίση . Από τις αρχές του 2011 μέχρι σήμερα τα μεγάλα οικονομικά γεγονότα που απασχόλησαν τους κύριους πιστωτές της ευρωζώνης οδήγησαν την Ευρώπη σε νέα κατεύθυνση . Γερμανία και Γαλλία συνεργάστηκαν προκειμένου να ενισχυθεί το ευρώ ως νόμισμα ,συμβάλλοντας τόσο στη δημιουργία εμπιστοσύνης σε αυτό αλλά και με το συντονισμό της οικονομικής πολιτικής στη δημιουργία δημοσιονομικής σταθερότητας κατά μήκος ολόκληρης της ευρωζώνης . Έτσι τέθηκε και η συζήτηση για μα πιο ισχυρή ευρωπαϊκή οικονομική διακυβέρνηση περισσότερο συλλογικού παρά διακυβερνητικού χαρακτήρα βασισμένη σε κανόνες , που ως στόχο θα είχε το συντονισμό της οικονομικής πολιτικής των κρατών μελών της ευρωζώνης και την αποφυγή ανεπιθύμητων ανισορροπιών τόσο στο δημόσιο όσο και στον ιδιωτικό τομέα .

Προκειμένου να ασκείται μια υγιής οικονομική διακυβέρνηση στην ευρωζώνη είναι απαραίτητη η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού πλαισίου διαχείρισης της κρίσης , το οποίο πρέπει να έχει τρεις βασικούς άξονες : α) την πρόληψη, β) την μείωση και γ)την εξομάλυνση την κρίσης Αναφορικά με τη μείωση της κρίσης , οι μέθοδοι και τα μέτρα που λήφθηκαν συνήθως απαιτούσαν μεγάλα κόστη και έγειραν σοβαρές διαφωνίες μεταξύ των κρατών μελών. Ο EFSF και ο ESM μαζί με την ΕΚΤ κατάφεραν να πείσουν τις αγορές πως δεν θα αφήσουν να συμβεί μια πιθανή χρεοκοπία κάπου κράτους μέλους τους. Έγινε δηλαδή κατανοητό πως μόνο μια ισχυρή διακυβέρνηση θα συμβάλλει στην έξοδο από την κρίση και στην εξασφάλιση της σταθερότητας .

Σημαντικά μέσα για την επίλυση των προβλημάτων της ευρωζώνης ήταν η δημιουργία μιας μεγάλης ενωτικής τραπεζικής ένωσης αλλά και τα ενωτικά ομόλογα. Στην έκδοση αυτών των ομολόγων μπορούν να συμμετάσχουν όλα τα κράτη μέλη εκτός αν κάποια δεν το επιθυμούν , κάνοντας έτσι την ποιότητα τους να διαφέρει ανάλογα με τους συμμετέχοντες σε αυτά. Ωστόσο αυτή η πρακτική Μπορεί να οδηγήσει σε μια αξιολογημένη ως ΑΑΑ ένωση εκδοτών ομολόγων αφού οι χαμηλά αξιολογημένοι εκδότες δεν θα αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο απαξίωσης των υπολειπόμενων "κόκκινων ομολόγων τους "των οποίων το ενδεχόμενο χρεοκοπίας είναι αρκετά μεγάλο .

Η παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας θα πρέπει να ξεπερνάει το πλαίσιο της παροχής προσωρινής βοήθειας ρευστότητας και να χορηγείται μέχρι την αποκατάσταση της βιωσιμότητας του χρέους και την ομαλή είσοδο στις κεφαλαιαγορές . Για αυτό το λόγο τα διάφορα προγράμματα

μακροοικονομικής προσαρμογής θα πρέπει να διασφαλίζουν τη βιωσιμότητα και τα χρηματοοικονομικά κενά και να παρέχουν το πλαίσιο της αναδιάρθρωσης του χρέους όταν είναι απαραίτητο. Πρακτικά όταν δεν επιτυγχάνεται εύκολα η βιωσιμότητα , ο οφειλέτης θα πρέπει να μπορεί να διαπραγματεύεται περαιτέρω τους όρους με τους πιστωτές του και να γίνονται οι ανάλογες και απαραίτητες αλλαγές στους όρους και τις συνθήκες του προγράμματος .Το να συμπεριληφθεί η βιωσιμότητα του χρέους μέσα στους όρους του πακέτου της χρηματοπιστωτικής βοήθειας είναι ουσιώδες καθώς υποδηλώνει πως ο ESM δεν θα αναλάβει μόνος του αυτό το κόστος και πως θα αποφευχθεί κάθε αναταραχή λόγω μειωμένης αξιοπιστίας του προγράμματος .

Ωστόσο , ο δρόμος για την επιβίωση προϋποθέτει δραστικές λύσεις μέσω τριών αξόνων ,αυτών της Μεταρρύθμισης ,της Αναθέρμανσης και της Ανακατανομής ,ενώ ουσιώδη για αυτό το λόγο είναι και τα 6 σενάρια επιβίωσης αυτά της Austeria , Draghia , Bondia , Europhilia , Switzerland , America , Inflationia και Krugmania . Ακόμη , σημαντικό βήμα προς αυτή την κατεύθυνση ήταν και η απόφαση για την έκδοση των ευρωομολόγων . Τα ομόλογα αυτά πωλούνται σε επενδυτές , δηλαδή τράπεζες , συνταξιοδοτικά ταμεία , ασφαλιστικές εταιρείες , ξένα κρατικά ταμεία επενδύσεων κτλ. Είναι εμπορεύσιμα στις αγορές κεφαλαίων , όπου αξιολογείται διαρκώς η συνολική ποιότητα και η πιστοληπτική ικανότητα των κρατικών δανειοληπτών, Εν τούτοις, τα ευρωομόλογα , ως χαρτοφυλάκιο , είναι λιγότερο ευάλωτα στις αξιολογήσεις των διεθνών οίκων αξιολόγησης , επειδή αντανακλούν ένα σταθμικό μέσο όρο τίτλων . Έτσι , τα ιδιωτικά ομόλογα της Ένωσης συμβάλλουν στην ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής Αγοράς ομολόγων . Η έκδοση των ευρωομολόγων είχε δύο βασικούς στόχους , την τόνωση των επενδύσεων και την οικονομική ανάπτυξη. Η βασική αδυναμία τους είναι πως τα οικονομικά εύρωστα κράτη της ευρωζώνης έπρεπε να πληρώσουν το χρέος των οικονομικά αδύναμων κρατών . Αμφιβολίες αναγεννήθηκαν και στο κατά πόσο ο προϋπολογισμός της ένωσης θα μπορούσε να χρηματοδοτήσει , δεδομένου ότι πάντα πρέπει να είναι ισοσκελισμένος. Αν και οι υπάρχουν πολλοί υποστηρικτές αυτών των ομολόγων ωστόσο έρχονται αντιμέτωποι και με ισχυρές αντιπροτάσεις κυρίως από τις ισχυρότερες χώρες του ευρώ .

Στο Κεφ.4 αναλύθηκαν τα φαινόμενα που πλήττουν το τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης και ιδιαίτερα ο ρόλος της ΕΚΤ. Ειδικότερη αναφορά έγινε στο φαινόμενο της προκυκλικότητας και το αντίκτυπο της ενώ αναφέρθηκαν και οι οικονομικές πολιτικές –δημοσιονομικές και νομισματικές , που συμβάλλουν στη μείωση της , με την κατάληξη τελικά στο συμπέρασμα της δημιουργίας μιας ενιαίας τραπεζικής ένωσης για την αντιμετώπιση της . Ο βασικός σκοπός μιας πολιτικής τραπεζών είναι να εξασφαλίζει την ομαλή λειτουργία της τραπεζικής διαμεσολάβησης η οποία ασκείται από το τραπεζικό σύστημα . Προκειμένου να είναι αυτό εφικτό η πολιτική αυτή πρέπει να έχει ως στόχο της

μείωση της κρίσης των τραπεζών και όταν έχει ξεσπάει η κρίση , να είναι σε θέση να προστατεύει όλο το τραπεζικό σύστημα.

Στο επίκεντρο της σημερινής κρίσης στην ευρωζώνη βρίσκεται η αδυναμία του σημερινού πλαισίου άσκησης της νομισματικής πολιτικής προκειμένου να αποτρέψει την οικονομική αποσύνθεση και να σπάσει ο φαύλος κύκλος που δένει τις τράπεζες και τις κυβερνήσεις (οριοθέτηση ρευστότητας), ο οποίος δεν επιτρέπει αποτελεσματικές πολιτικές για να αντιμετωπιστεί σωστά ο ηθικός κίνδυνος και τα δυσμενή προβλήματα επιλογής στον τραπεζικό τομέα. Οι απαραίτητες πράξεις νομισματικής πολιτικής, είτε μέσω αντισυμβατικών πράξεων άμεσης ή έμμεσης χρηματοδότησης ενός ad hoc μηχανισμού (όπως το ESM), θα πρέπει να σταθεροποιήσουν την αγορά κρατικών ομολόγων για να σπάσει ο σύνδεσμος μεταξύ αντισυμβαλλομένου και κίνδυνου χώρας, η οποία έχει αυξηθεί τις δυσμενείς επιλογές στη διατραπεζική αγορά και μειώσει σημαντικά τα κανάλια μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Η κοινή ανάκαμψη και εκκαθάριση, από την άλλη πλευρά, θα προωθήσει περαιτέρω την εμπορική ολοκλήρωση των τραπεζών και της διεθνούς διαφοροποίησης. Προκειμένου να γίνει αυτό απαιτείται η θέσπιση κοινών κανόνων της ΕΕ και η υλοποίηση τους από μια ανεξάρτητη αρχή με την πρόσβαση σε ένα ταμείο ανάλυσης ή ένα κοινό σύστημα εγγύησης των καταθέσεων. Ο σχηματισμός ενιαίου ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος είναι απαραίτητος, καθώς η παρατεταμένη αδυναμία της ΕΚΤ να ασκήσει ορθή νομισματική πολιτική θα μπορούσε να έχει αρνητικό αντίκτυπο στην αξιοπιστία της, και, ενδεχομένως, στις καταθέσεις της ΕΚΤ, η οποίες θα χρειαστεί να μεταφερθούν σε ένα ασφαλέστερο χαρτοφυλάκιο .Αυτό θα μπορούσε να σημάνει και το τέλος του ευρώ.

Στο Κεφ.4 αναπτύχθηκε ακόμη και ένα μοντέλο σχετικά με τις χρηματοοικονομικές φούσκες που πλήττουν την οικονομία αλλά ιδιαίτερα το τραπεζικό σύστημα . Συγκεκριμένα το μοντέλο χρησιμοποιείται για να εξετάσει το ρόλο που παίζουν οι φούσκες στις τιμές των χαρτοφυλακίων όταν αυτές συμβάλλουν στην παραγωγή ευρείας ή συστηματικής χρηματοοικονομικής αστάθειας .

Αναφορικά με το ρόλο της ΕΚΤ έγινε ιδιαίτερα κατανοητό πως εκείνη θα πρέπει να έχει το ρόλο του έσχατου δανειστή αλλά και το ρόλο του πυροσβέστη στην εξασφάλιση της ρευστότητας αλλά και της σταθερότητας στην ευρωζώνη .Αποτελεί δηλαδή προϋπόθεση για τη σταθεροποίηση του τραπεζικού συστήματος η ύπαρξη ενός δανειστή έσχατης ανάγκης. Αυτό δίνει μια εγγύηση στους κατόχους καταθέσεων ότι τα μετρητά θα είναι πάντα διαθέσιμα, και τους εφησυχάζει για μεγάλο χρονικό διάστημα. Το θετικό στοιχείο σχετικά με αυτή την εναλλακτική είναι ότι όταν οι καταθέτες είναι σίγουρη για την ύπαρξη της, τότε σπάνια την επικαλούνται . Ωστόσο η παροχή ρευστότητας θα πρέπει να γίνεται από μια κεντρική τράπεζα και η διακυβέρνηση του ηθικού κινδύνου από άλλο φορέα, ο οποίος θα ασκεί εποπτεία . Αυτή ήταν η προσέγγιση που υιοθετήθηκε στο πλαίσιο της

στρατηγικής για τον τραπεζικό τομέα: η κεντρική τράπεζα αναλαμβάνει την ευθύνη του δανειστή της έσχατης ανάγκης, διασφαλίζοντας έτσι απεριόριστη παροχή ρευστότητας σε περιόδους κρίσης, ανεξάρτητα από τι αντίκτυπο έχει αυτό στον ηθικό κίνδυνο Η εποπτική αρχή αναλαμβάνει την εποπτεία των τραπεζών. Αυτό θα πρέπει επίσης να είναι ο σχεδιασμός διακυβέρνησης εντός της ευρωζώνης. Η ΕΚΤ θα αναλάβει την ευθύνη του δανειστή της έσχατης ανάγκης στις αγορές κρατικών ομολόγων. Μια διαφορετική και ανεξάρτητη αρχή θα αναλάβει την ευθύνη της ρύθμισης και της εποπτείας της δημιουργίας του χρέους από τις εθνικές κυβερνήσεις. Και οι δύο λειτουργίες θα πρέπει να πραγματοποιούνται χωριστά. Η πυροσβεστική υπηρεσία που είναι υπεύθυνη τόσο για την κατάσβεση της πυρκαγιάς και η τιμωρία είναι απίθανο να είναι μια καλή πυροσβεστική υπηρεσία.

Ο ρόλος και η δράση της ΕΚΤ στηρίζεται στην χρόνια διαμάχη των οικονομολόγων και των μονεταριστών . Οι οικονομολόγοι πιστεύουν πως δίνουν έμφαση στον κυρίαρχο ρόλο που πρέπει να παίζει μια οικονομική διακυβέρνηση στην οργάνωση και τον τρόπο λειτουργίας μιας νομισματικής ένωσης . Από την άλλη , οι μονεταριστές πως τα χρήματα θα συμπεριλάβουν και την δημοσιονομική προσαρμογή. Οι δύο παραπάνω θέσεις διαφέρουν και ως προς τον χρονικό ορίζοντα. Οι μονεταριστές εστιάζουν βραχυχρόνια με την ΕΚΤ να παίζει το ρόλο του δανειστή έκτακτης ανάγκης ενώ οι οικονομολόγοι εστιάζουν μακροπρόθεσμα.

Αποστολή της ΕΚΤ είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών ως πρωταρχικός στόχος της νομισματικής της πολιτικής, αλλά και η διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Η ανεξαρτησία της κάθε κεντρικής τράπεζας είναι αναγκαία για την εκπλήρωση αυτής της εντολής. Η Τράπεζα πρέπει να διατηρεί τον έλεγχο όλων των μέσων, τα οποία επιτρέπουν την ομαλή διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής. Ανορθόδοξες μέθοδοι είναι απαραίτητες για να διασφαλιστεί ένας ορθόδοξος μηχανισμός μετάβασης, δηλαδή τα επιτόκια, και να λειτουργήσει σωστά. Ωστόσο, εάν η ΕΚΤ επρόκειτο να αγοράσει χρέος από τα κράτη μέλη, τα οποία στη συνέχεια θα χρεοκοπήσουν, θα μπορούσε να χάσει την ικανότητά της να ενεργεί βάση δικής της εντολή της. Η ΕΚΤ πρέπει να αντισταθεί ως εκ τούτου στις διάφορες πιέσεις από τα κράτη μέλη και τις χρηματοπιστωτικές αγορές προκειμένου να γίνει ανεξάντλητος αγοραστής έσχατης ανάγκης δημοσίου χρέους. Ο φόβος των οικονομολόγων δεν είναι αβάσιμος, καθώς μπορούμε να δούμε από τον ισχυρισμό των μονεταριστών πως σε χώρες που μπορούν να εκδίδουν χρέος στο δικό τους νόμισμα, οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να παρέχουν πάντοτε τη ρευστότητα στον κυρίαρχο προκειμένου να αποφύγει τη χρεοκοπία. Αυτό μπορεί να οδηγήσει μελλοντικά σε πληθωρισμό. Ωστόσο παρέχει και προστασία από πιθανή χρεοκοπία αλλά προστατεύει και από την πίεση της αγοράς .

Στο κεφάλαιο 6 γίνεται μια αναφορά στην Ελλάδα και στη δημοσιονομική προσαρμογή που έχει λάβει χώρα και στο μνημόνιο . Γίνεται αντιληπτό πως τα αίτια της απώλειας δημοσιονομικού ελέγχου

της Ελλάδας είναι κοινά για τιε περισσότερες χώρες και συνδέονται με την υπερκυκλική δημοσιονομική πολιτική κατά την περίοδο έξαρσης της οικονομικής δραστηριότητας που προηγήθηκε της χρηματοοικονομικής κρίσης . Ωστόσο , η ιδιαίτερη σοβαρότητα της κατάστασης της Ελλάδας οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της οικονομίας της , των πολιτικών θεσμών και της πολιτικής που ακολούθησε. Η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών της , όπως και άλλων χωρών μπορεί να αποκατασταθεί με διάφορες μεθόδους, όπως τα επώδυνα δημοσιονομικά μέτρα (αύξηση φορολογίας και/ή περικοπή των δημοσίων δαπανών), ή μείωση του πραγματικού δημοσίου χρέους (μέσω αύξησης του πληθωρισμού) , η ανάπτυξη της οικονομίας , η διάσωση από τρίτους ή η χρεοκοπία. Ωστόσο , η σχέση κόστους/ωφέλειας αυτών των επιλογών διαφέρει από χώρα σε χώρα.

Τα βασικά αίτια των δημοσιονομικών προβλημάτων έχουν τέσσερις κοινές αιτίες :

5. υπερκυκλικός χαρακτήρας της δημοσιονομικής πολιτικής κατά την περίοδο άνθησης της οικονομικής δραστηριότητας .
6. Το άμεσο δημοσιονομικό κόστος της χρηματοοικονομικής κρίσης, δηλαδή τα δημοσιονομικά μέτρα για την ενίσχυση της κρίσης και του χρηματοοικονομικού συστήματος
7. Η παγκόσμια ύφεση , που οδήγησε στην αύξηση δημοσίων δαπανών και τη μείωση ορισμένων δημοσίων εσόδων
8. Το σπάσιμο της φυσαλίδας στις τιμές ορισμένων περιουσιακών στοιχείων , και η ομαλοποίηση από υπερβολικά υψηλά επίπεδα των κερδών και των αμοιβών στο χρηματοοικονομικό τομέα , τα οποία είναι πιθανό να οδηγήσουν διαρκή επιβράδυνση της ανοδικής τάσης των δημοσίων εσόδων σε σχέση με το ΑΕΠ.

Στην Ελλάδα , μια σειρά παραγόντων που αφορούν ειδικά τη χώρα προστέθηκαν στα κοινά αίτια των δημοσιονομικών προβλημάτων , με αποτέλεσμα να εισέλθει στην ύφεση με ένα ήδη μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα . Αξίζει να σημειωθεί πως τα βασικά προβλήματα της Ελλάδας οφείλονται στον υπερμεγέθη δημόσιο τομέα και στον κακό φοροεισπρακτικό μηχανισμό . Αυτές οι αδυναμίες επιτείνονται από τη διευρυνόμενη έλλειψη ανταγωνιστικότητας μεγάλου μέρους της βιομηχανίας της .

Ο ESM,εκτός από την παροχή χρηματοπιστωτικής βοήθειας στα κράτη μέλη του έχει επιφορτισθεί και με δύο ακόμα καθήκοντα :

α) Να μπορεί να προχωράει στην απευθείας ανακεφαλαιοποίηση των προβληματικών τραπεζών

β) Η αγορά κρατικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά προκειμένου να αποτρέψει μελλοντική αποσταθεροποίηση των ομολογιακών επιτοκίων. Ωστόσο , έχουν διατυπωθεί σοβαρές αμφιβολίες κατά πόσο ο ESM θα συμβάλλει στην αποσταθεροποίηση των κρατικών αγορών ομολόγων. Ο λόγος δεν είναι δύσκολο να γίνει κατανοητός. Προβλέψεις για τη στιγμή που ο ESM θα ξεμείνει από

μετρητά λένε πως θα αναγκαστεί να σταματήσει την παρέμβασή του, και άρα οι τιμές των ομολόγων θα συντριβούν

Ο μόνος τρόπος για να σταθεροποιηθούν οι αγορές κρατικών ομολόγων είναι η συμμετοχή της ΕΚΤ, είτε έμμεσα, δίνοντας μια τραπεζική άδεια στον ESM, έτσι ώστε να μπορεί να χρησιμοποιεί τους πόρους της ΕΚΤ είτε με άμεσες παρεμβάσεις από την ΕΚΤ. Αλλά οι Ευρωπαίοι ηγέτες δεν μπόρεσαν ή ήταν απρόθυμοι να κάνουν αυτό το απαραίτητο βήμα προκειμένου για τη σταθεροποίηση της Ευρωζώνης.

Η ΕΚΤ είναι το μόνο όργανο που μπορεί να αποτρέψει τον πανικό στις αγορές κρατικών ομολόγων από χώρες πιέζουν σε μια κακή ισορροπία, γιατί ως δημιουργός και πάροχος χρήματος έχει μια ανεξάντλητη δυνατότητα να αγοράζει κρατικά ομόλογα. Το γεγονός ότι οι πόροι είναι άπειροι είναι το κλειδί για να είναι σε θέση να σταθεροποιήσει τις τιμές ομολόγων. Αυτό αποτελεί και το μόνο τρόπο για να αποκτήσουν αξιοπιστία στην αγορά .

Βιβλιογραφία

Ελληνική Βιβλιογραφία

Γκίκας Α. Χαρδούβελης , Χρήστος Βλ. Γκόρτσος : «Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα» , Ελληνική Ένωση Τραπεζών (Ιούνιος 2011)Σαπουντζόγλου

Ελληνική Ένωση Τραπεζών , «Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2010» , Ιούνιος 2011

Ελληνική Δημοκρατία , Υπουργείο Οικονομικών : Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2012-2015 , Αθήνα - Ιούνιος 2011

Καραμούζης, Χαρδούβελης , «Από τη διεθνή κρίση , στην κρίση της ευρωζώνης και της Ελλάδος:τι μας επιφυλάσσει το μέλλον».εκδόσεις Λιβάνη . Αθήνα 2011

Μυλωνάς Π. (Μάιος 2011), "Ελληνική Οικονομιά " , Εθνική Τράπεζα Ελληνική Δημοκρατία , Υπουργείο Οικονομικών : Εισηγητική Έκθεση Προϋπολογισμού 2012 , Αθήνα - Νοέμβριος 2011

Πεντότης Γ. : «Τραπεζική οικονομική» , Μπένου Γ., 2009

Ξένη Βιβλιογραφία:

Allen F. (Wharton School , University of Pensylvania) , Gale D. (New York University) , (1999) , « Bubbles, Crisis , and Policy» , Oxford Review of Economic Policy , Vol. 15 , NO3

Angeloni, C., & Wolff, G.B. (2012), *Are banks affected by their holdings of government debt*, Bruegel workingpaper, 2012/07

Angelini P., Clerc L., Cúrdia V., Gambacorta L., Gerali A., Locarno A., Motto R., Roeger W., Van den Heuvel S. and Vlček J. (2011): "Basel III: long-term impact on economic performance and fluctuations", *BIS Working Papers*, No 338.

Alogoskoufis G. (JANUARY 2012) , "Greece's Sovereign Debt Crisis: Retrospect and Prospect" , Greece Paper No.54 Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe , Hellenic Observatory, European Institute

Alexander, K. (2010), “Market Impact of Orderly Sovereign Default”, in Euro Area-governance. Ideas for crisis management reform, European Parliament, September.

Athanasoglou P. , Daniilidis I. , (October 2011) , “Procyclicality in the banking industry: causes, consequences and response” . Working Paper 139 , Bank of Greece ,

Bank of Greece (2010b): “Monetary Policy 2009-2010”.

BCBS (Basel Committee on Banking Supervision) (2009), *Report and Recommendations of the Crossborder Bank Resolution Group*, Bank for International Settlements, Basel, September
Bank of Greece (2010a): “Financial Stability Report”, July.
Boone, L., P. Ghezzi and C. Keller (2010), “Greece adjustment challenge. External support increasingly likely”, *Barclays Capital Economic Research*, February 2010.

Belke A, DIW Berlin and University of Duisburg-Essen , DIRECTORATE GENERAL FOR INTERNAL POLICIES POLICY DEPARTMENT A: economic and scientific policies economic and monetary affairs : Change of guard from Trichet to Draghi - Watch or not to watch money under political constraints , (September 2011) , European Parliament

Belke, A. (2011a): Το ελληνικό χρέος θα αυξηθεί βραχυπρόθεσμα, Interview, The
Sunday Eleftherotypia, Greece, September 4.

Blanchard O , Dell’Ariccia G. , Mauro P. , "Rethinking Macroeconomic Policy" , IMF (02/2012)

Bloomberg news (2012) ‘Europe Pushed by IMF’s Lagarde to Consider Greek Debt Write-Off’, 25 September

Buchheit, L. and M. Guti (2010), “How to Restructure Greek Debt”, mimeo
Moody’s Investors Service: Rating Action , Moody’s assigns Aaa/Prime-1 rating to European Stability Mechanism (ESM); Negative outlook , Global Credit Research (October 2012)

Cerisier F. (14 September 2012) , “Focus 1 Outright Monetary Transactions: conditions for use” , BNP PARIBAS

Collignon S. , Scuola Superiore Sant'Anna, Pisa, with the assistance of Alessandro CARETTONI, Piero Esposito, Christian A. Mongeau O. and Gualotto R., Centro Europa Ricerche (CER), Rome . DIRECTORATE GENERAL FOR INTERNAL POLICIES POLICY DEPARTMENT A: economic and scientific policies economic and monetary affairs "EUROBONDS: The financial Equivalent of the single Currency" , Briefing Note (March 2011) , European Parliament

Collignon S. , "The ECB, the ESM and Stability Bonds: A Way Out of the Crisis" , European Parliament

Darvas , Zsol, " The Greek Debt Trap: An escape plan " , November 2012 , Bruegel Police Contribution

Darvas, Zsolt, Christophe Gouardo, Jean Pisani-Ferry and André Sapir (2011) 'A comprehensive approach to the euro-area debt crisis: background calculations', *Working Paper* 2011/05, Bruegel

De Grauwe, P. (2011), A less punishing, more forgiving approach to the debt crisis in the eurozone, , CEPS Policy Brief No. 230, CEPS, Brussels,

Directorate general for internal policies policy department A: economic and scientific policy , Monetary Dialogue December 2011 , "The ECB, the EFSF and the ESM - Roles, Relationships and Challenges", European Parliament

De Grauwe P. (August 2011) , "Only a more active ECB can solve the euro crisis", CEPS Police Brief No250 , CEPS , Brussels

De Grauwe P (April 2011) , " The Governance of a fragile Eurozone" , University of Leuven and CEPS

De Haan, J., Mink M. (2012), "Contagion during the Greek Sovereign Debt Crisis", Working Paper No. 335, De Nederlandsche Bank.

European Central Bank (2012, April), *Analysing government debt sustainability in the Euro Area*, ECB Monthly Bulletin

European Commission (2012) 'The Second Economic Adjustment Programme for Greece', *Occasional Papers* 94,
Exadaktylos T. , Zahariadis N. (2012) , «Policy Implementation and Political Trust: Greece in the afe of Austerity» , Greece Paper No,65 , Hellenic Observatory European Institute,

Fuest C. , will the reform of the institutional framework restore fiscal stability in the eurozone? , CESifo Forum 2/2011

Gros D.(March 2010) , «Adjustment Difficulties in the GIPSY Club », Working Paper Series No 326 , CEPS , Brussels

Gros D. and Mayer T., (March 2012) "Liquidity in times of crisis: Even the ESM needs it " , CEPS policy brief No.265 , Centre for European Policy Studies, Brussels

Gros, D. and T. Mayer (2010), "How to deal with sovereign default in Europe: Towards a European Monetary Fund", CEPS Policy Brief No. 202, Centre for European Policy Studies, Brussels

Gros D. and Alcidi C. (May 2011) "Adjustment Difficulties and Debt Overhangs in the Eurozone Periphery" CEPS Policy Brief No.347 . Centre for European Policy Studies, Brussels

Gros D Thorsten B.,., Dirk Schoenmaker (June 2012) , "Banking Union instead of Eurobonds – disentangling sovereign and banking crises" , DSF POLICY BRIEFS

Gros, D. and T. Mayer (2011), "Refinancing the EFSF via the ECB", CEPS Commentaries, Centre for European Policy Studies, Brussels,
Mody (A.) and Sandri (D.) (2011) "The eurozone crisis: how banks and sovereigns came to be joined at the hip", IMF *Working Paper* /11/269.

Gros, D., Roth, F. (2010): The financial crisis and citizen trust in the European Central Bank, CEPS
WYPLOSZ C. , "The ECB, the EFSF (and the ESM)" , European Parliament

Gros D. , and Mayer T. , (March 2012) , “Liquidity in times of crisis: Even the ESM needs it” , CEPS Policy Brief No.265 , Centre for European Policy Studies, Brussels

Gros, D. (2010c), Adjustment Difficulties in the GIPSY Club, CEPS Working Document No. 326, CEPS Working Document No. 326.

Gros, D. and Th Mayer (May 2010), “Financial Stability beyond Greece: On the need for a European Financial Stability Fund”, Commentary, CEPS, Brussels

Gros, D. (December 2010b), “The seniority conundrum: Bail out countries but bail in private, short-term creditors?”, CEPS Commentary, CEPS, Brussels,

Gros, D. (December 2010) CEPS Director, “All together now? Arguments for a
big-bang solution to eurozone problems”, Commentary, CEPS, Brussels
Gros, D. (March 2010), “Adjustment Difficulties in the GIPSY Club” , CEPS Working Document No. 326 , CEPS , Brussels

Gros D. , Thorsten B. and (December 2012) , “Monetary Policy and Banking Supervision: Coordination instead of separation”, CEPS Police Brief No286 , CEPS , Brussels

Gros D. and Alcidi C. (May2011) , «Adjustment Difficulties and Debt
Overhangs in the Eurozone Periphery» , Working Paper Series No 347 , CEPS , Brussels

Gros, D. and Th Mayer (May2010), “Financial Stability beyond Greece:
Making the most of the European Stabilisation Mechanism”, Commentary, CEPS, Brussels

Gros D. & Schoenmaker D. (June 2012) , “Cleaning up the mess: Bank resolution in a systemic crisis”, Commentary , CEPS, Brussels

Gros D. and Mayer T. (February 2011), “Debt reduction without default?” , CEPS policy Brief No. 233 , Centre for European Policy Studies, Brussels

HSBC (2011): How to solve the euro's problems – and why failure threatens anotherGreat Depression, Economics Global, September 30.

IMF (2011b), \Review of the Flexible Credit Line and Precautionary Credit Line", November 2011, International Monetary Fund.

IMF (2011a), \The Fund's Financing Role: Reform Proposals on Liquidity and Emergency Assistance", October 2011, International Monetary Fund.

IMF (2012a), \Revisiting the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries", January 2012, International Monetary Fund.

IMF (2012b), \World Economic Outlook", April 2012, International Monetary Fund.

Juncker, J. C. and Tremonti, G. (2010) 'E-Bonds Would End the Crisis', *Financial Times*, 5 December

Kalin Nikolov & Kosuke Aoki (November 2012) , « Bubbles, Banks and Financial Stability» , Working Paper Series No 1495 , European Central Bank –Macro prudential Research Network

Kalka P.(June 2012) , " EU summit on 29 June 2012 – evaluations and interpretations " , Institute for Western Affairs

Kapoor S. , Managing Director , "Re-Define Policy Maker Brief for Euro Group Finance Ministers - An Optimal Design for the European Stabilization Mechanism (ESM) " Working Document No. 334/July 2010, Brussels

Kappy D. , (August 2012) , " The optimal size of the European Stability Mechanism: A cost-benefit analysis , DNB Working Paper No. 349

Kopf, C. (2011), "Restoring financial stability in the euro area", CEPS Policy Brief, Centre for European Policy Studies, Brussels

McDonne T. , «The Euro Crisis: Causes and Solutions» , TASC Discussion Paper, July 2012

Kopf, C. (2011), “Restoring financial stability in the euro area”, CEPS Policy Brief, Centre for European Policy Studies, Brussels

Merler, S., Pisani-Ferry, J. (2012), Sudden stops in the Euro Area", Bruegel
Policy Contribution, Issue 2012/06, March 2012.

Micossi S. (with Jacopo Carmassi and Fabrizia Peirce), March 2011 , “On the Tasks of the European Stability Mechanism” , CEPS Policy Brief No.235 , Centre for European Policy Studies, Brussels

Monokroussos P. , (October 2012) , Greece Macro monitor , “Fiscal sustainability scenarios and the need for additional debt-reducing operations . ” , Eurobank Research

Pagratis S. , «ECB’S response to the financial crisis 2007-2011; non standard policy measures and the cost of funding

Pisani-Ferry J. , Sapir A., Veron N.s and Guntram B. Wolff (June 2012) , “What kind of european banking union? ”, Bruegel Policy Contribution

Pisani-Ferry J. , Merler S. (March 2012) , “Sudden stops in the Euro area”, Bruegel Policy Contribution

Pisani-Ferry J. (September 2012) , “The euro crisis and the new impossible trinity”, Bruegel Policy

Pisani-Ferry J. , Merler S. (July 2012) . “The simple macroeconomics of North and south in EMU”, Bruegel Policy Working Paper

Rogoff K. , Reinhart C. , (August 2011) , " From Financial Crash to Debt Crisis" , Economic Review 101

Rubio E., Senior Research Fellow at Notre Europe , “What European budget for post-crisis Europe?”, July 2012

Schoenmaker, D. (2012), "Banking Supervision and Resolution: The European Dimension", Law and Financial Markets Review 6,

Standard & POOR'S (July 2012) : The Tide May Be Turning For Eurozone Sovereigns Following The June 29 Summit ,www.standardandpoors.com/ratingsdirect

Thorsten B.(2012) "Banking Union for Europe- Risks and challenges" , CEPR

Wang P. , Miao J. (January 2012) , «Banking Bubbles and Financial Crisis» , Departtment of Economics ,Boston and Hong Kong University

Verhofstadt, G., J. Delors and R. Prodi (2011), "Europe must make a plan for reform, not a pact", *Financial Times*, 3 March.Eurosystem

Διαδικτυακοί Ιστότοποι :

http://www.esm.europa.eu/

http://ec.europa.eu/index_en.htm

www.european-council.europa.eu

www.naftemporiki.gr

http://www.nbb.be/pub/home.htm

http://www.hdgf.gr/

http://www.fdic.gov/

http://www.guardian.co.uk/