

ΧΡΕΟΣ, ΑΠΟΜΟΧΛΕΥΣΗ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Σταύρος Β. Θωμαδάκης

Παρουσίαση στη σειρά «Προβληματισμοί και Διάλογος για την
Ελληνική Οικονομία Σήμερα»

ALBA Graduate Business School at ACG

5 Φεβρουαρίου 2013

Με αφετηρία την χρηματο-οικονομική κρίση του 2008, οι δυτικές οικονομίες εισήλθαν σε μία εποχή έντονων πιέσεων απομόχλευσης. Αυτό συνέβη σε ένα σύστημα που είχε οδηγηθεί σε υπερ-μόχλευση κατά την περίφημη περίοδο της 'Μεγάλης Εξομάλυνσης' (Great Moderation). Τι σημαίνει απομόχλευση; Σημαίνει μία **γενικευμένη** τάση απομείωσης χρεών. Το όριο αυτής της διαδικασίας δεν είναι βέβαια, ούτε μπορεί να είναι, η πλήρης εξάλειψη των χρεών. Αυτό θα αντιστοιχούσε με την εξάλειψη του ίδιου του καπιταλισμού! Η γενική μείωση χρέους ωστόσο από ένα υψηλότερο σε ένα χαμηλότερο επίπεδο επιφέρει και αυτή σημαντικές διαταραχές. Ποιό είναι το κίνητρο για την τάση αυτή; Είναι η μεταστροφή των προσδοκιών περί μελλοντικής κερδοφορίας και η αυστηροποίηση των αγορών για νέο δανεισμό. Η απομόχλευση επομένως συνδυάζεται με γενική απομείωση των πιστωτικών ροών είτε λόγω της μειωμένης ζήτησης για νέες πιστώσεις είτε λόγω της μειωμένης προσφοράς τους.

Το θέμα της απομόχλευσης έχει απασχολήσει διάσημους οικονομολόγους από δεκαετίες. Το ενδιαφέρον κορυφώνεται σε

περιόδους κρίσης ή μεγάλης αστάθειας, διότι σε αυτές ακριβώς τις περιόδους πυροδοτούνται ισχυρά κίνητρα για απομόχλευση. Αναφέρω ενδεικτικά τους Irving Fisher στην δεκαετία του 1930, Hyman Minsky (1970-80), James Tobin (1980-90), John Geanakoplos (2010), Paul Krugman (2011) κ.ο.κ.

Στην σημερινή μου παρουσίαση θα αναφερθώ περιληπτικά στο γενικό θέμα 'απομόχλευση' και στη συνέχεια θα επικεντρωθώ στην Ελλάδα με την πελώρια επιχειρούμενη απομόχλευση του δημοσίου και τις επιπτώσεις της, βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Στο τελευταίο μέρος θα επικεντρωθώ στους τρόπους και τις πολιτικές που ενδεχομένως μπορούν, υπερβαίνοντας την απομόχλευση του δημοσίου, να επαναφέρουν την Ελλάδα στην τροχιά μιάς σταθερής, αλλά οπωσδήποτε μετρημένης ανάπτυξης, στο πλαίσιο της Ευρωζώνης.

A. Η Απομόχλευση ως Γενική Διαδικασία

Η διαδικασία προσαρμογής που επιδιώκει την απομόχλευση έχει σαφείς μακροοικονομικές επιπτώσεις: Αν η γενικευμένη απομόχλευση πραγματοποιηθεί με διαγραφή χρεών τότε συρρικνώνει το ενεργητικό των πιστωτών και τους επιβάλλει την αντίστοιχη συρρίκνωση του παθητικού τους με ζημιές στα ίδια κεφάλαιά τους. Αν πάλι η απομόχλευση πραγματοποιηθεί με τακτική ή έκτακτη αποπληρωμή τότε μεταθέτει τη χρήση ρευστότητας, άρα και τη ροή ενεργού ζήτησης, από αγαθά, υπηρεσίες ή χρηματο-οικονομικές αξίες προς αποπληρωμές υποχρεώσεων του παρελθόντος ή προς την απόφυγή συσσώρευσης νέων χρεών. Αν τέλος η απομόχλευση επιχειρηθεί με έκτακτη πώληση περιουσιακών στοιχείων ή εξασφαλίσεων δανείων

(collaterals) τότε πιέζονται οι τιμές στις κεφαλαιαγορές. Γενικά η απομόχλευση δημιουργεί πτωτική πίεση τόσο στην κίνηση των αξιών στις αγορές κεφαλαίου όσο στην οικονομική δραστηριότητα διότι σε τελική ανάλυση μείωση υποχρεώσεων ισοσταθμίζεται αναγκαστικά με μείωση απαιτήσεων. Αυτή η πίεση μπορεί εύκολα να οδηγηθεί σε γενική πτώση των τιμών (deflation).

Η απομόχλευση συνεπάγεται πάντοτε αύξηση της προτίμησης για διακράτηση ρευστότητας. Αυτό συμβαίνει τόσο από την πλευρά των πιστωτών που καταλαμβάνονται από μεγάλη αποστροφή στον κίνδυνο, όσο και από την πλευρά των οφειλετών που διακρατούν ρευστότητα επειδή δεν επιθυμούν ή φοβούνται ότι δεν μπορούν να επαναπροσφύγουν σε δανεισμό. Ήδη ορισμένοι έχουν χαρακτηρίσει την χρηματο-οικονομική κρίση που διερχόμαστε από το 2007 ως 'κρίση ισολογισμών' ανατρέχοντας στην παλαιότερη ιδέα του Hyman Minsky, ο οποίος έγραφε ότι η αύξηση των χρεών στους ισολογισμούς συσσωρεύει ένα υπερκείμενο κίνδυνο κρίσης και λειτουργεί ως υποφώσκον φορτίο στην πορεία των αγορών αξιών.

Τέλος η γενικευμένη απομόχλευση συνεπάγεται επίσης αναγκαστικά την αύξηση του σχετικού βάρους των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή κεφαλαίων μορφής equity στους ισολογισμούς αλλά και στις αγορές.

Για την διαχείριση του πλέγματος κινδύνων της γενικευμένης απομόχλευσης – που είναι βέβαια συστημικό πλέγμα λόγω της ευρείας διασύνδεσης οφειλετών και πιστωτών - οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες (με κυρίαρχο παράδειγμα την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αλλά και την ΕΚΤ στην πρόσφατη πορεία της) έχουν ακολουθήσει μία πολιτική μεγάλης μεγέθυνσης του δικού τους ισολογισμού (ενεργητικού και παθητικού) με στόχο να αντισταθμίσουν και να

εξομαλύνουν την διαδικασία απομόχλευσης/εξυγείανσης των τραπεζών παρέχοντας βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις.

Αυτή η επέμβαση έχει παρεμποδίσει αρκετά αποτελεσματικά μέχρι τώρα την εμφάνιση των πιο έντονων επιπτώσεων της απομόχλευσης, ιδίως στις ΗΠΑ. Ωστόσο, θεωρείται γενικώς ότι αυτές οι 'διευκολύνσεις' θα αποσυρθούν τελικά και αυτό αντανακλάται σε αμφίρροπες (μακροπρόθεσμες) προσδοκίες που επικρατούν στις αγορές.

Πιο συγκεκριμένα η διαδικασία της απομόχλευσης, έστω και αν επικαλύπτεται από την παρέμβαση των κεντρικών τραπεζών, διαλαμβάνει τέσσερις διακριτές βαθμίδες. Η πρώτη είναι αυτό που όλοι παρατηρούμε: η προσπάθεια των οικονομικών μονάδων να μειώσουν το επίπεδο των δανειακών υποχρεώσεων που τις βαρύνουν και να αυξήσουν τα ρευστά στοιχεία του ενεργητικού τους.

Η δεύτερη είναι η γενικευμένη προσπάθεια των τραπεζών σε όλες τις αναπτυγμένες οικονομίες να θεραπεύσουν και να επανορθώσουν τα επίπεδα κεφαλαιακής τους επάρκειας, είτε ως αυτόνομη επιχειρηματική επιλογή είτε ως επιβαλλόμενη πολιτική από τις πιέσεις των ρυθμιστικών αρχών και των μετεξελισσόμενων κανόνων της Βασιλείας. Αυτό σημαίνει ότι οι ρυθμιζόμενες τράπεζες θα συνεχίσουν για μεγάλο διάστημα να λειτουργούν σε ένα καθεστώς συγκράτησης των πιστώσεων σε σχέση με τις αντικειμενικές απαιτήσεις για την ανάκαμψη των οικονομιών. Η, για να το πώ διαφορετικά, πιστεύω ότι η συμβολή των τραπεζών στην προώθηση ενός νέου ανοδικού οικονομικού κύκλου δεν θα είναι πρωτεύουσα, αλλά μάλλον δευτερεύουσα, δηλαδή θα εξαρτάται αυτή η ίδια από την 'έξωθεν'

δημιουργία ενός ανοδικού κύκλου ο οποίος θα υποβοηθήσει στην εξυγίανση των στοιχείων του ενεργητικού τους. Αρα, αντί να είναι μηχανισμοί για την πρωταρχική υποκίνηση της ανάκαμψης, αντί να είναι πρόδρομοι του θετικού κύκλου, πιστεύω ότι οι τράπεζες θα είναι επίδρομοι φορείς που θα ακολουθούν με υστέρηση την εξέλιξη του οικονομικού κύκλου. Αυτό ισχύει γενικά και κατά μείζονα λόγο στην Ελλάδα.

Η τρίτη βαθμίδα είναι η διαφαινόμενη μεγάλη αύξηση σε ασφαλιστικά κεφάλαια, συλλογικά είτε ατομικά, που μια πλειάδα νέων ρυθμίσεων επιδιώκει στην μεγαλύτερη περιοχή παραγωγής μόχλευσης της τελευταίας περιόδου πριν την κρίση: δηλαδή τις **αγορές παραγώγων**. Η δημιουργία θεσμών κεντρικού αντισυμβαλλόμενου και η απαίτηση για καλύψεις των κινδύνων αντισυμβαλλόμενου σε μιά σειρά από αγορές παραγώγων που έως τώρα λειτουργούσαν εξω-χρηματιστηριακά (over the counter) θα οδηγήσει σε μεγάλες νέες δεσμεύσεις κεφαλαίων για την διασφάλιση της σταθερότητας αυτών των αγορών, πιθανότατα επίσης και στην γενική τους συρρίκνωση.

Η τέταρτη βαθμίδα είναι η ταυτόχρονη προσπάθεια των κρατών με υψηλό δημόσιο χρέος να το περιορίσουν. Θυμίζω αυτό που διδασκόμαστε από τη μακρόχρονη ιστορία του κρατικού χρέους: Ο εκπεσμός του νομίσματος (μέσου πληρωμής), η διαγραφή του χρέους και η δημοσιονομική προσαρμογή είναι οι τρόποι απομόχλευσης του δημοσίου. Στο μέτρο που επιλέγεται μόνον η δημοσιονομική προσαρμογή (κάτι που ιδεολογικά τουλάχιστον επικρατεί στη λογική της Ευρωζώνης) αποσκοπείται η λύση ενός προβλήματος 'αποθέματος' (stock problem) με διαχείριση των τρεχουσών ροών (flow adjustment). Αυτό σημαίνει ότι η απομόχλευση θα είναι μακρόχρονη διαδικασία και επίσης ότι οι όροι λειτουργίας και τα σημεία ισοροπίας των αγορών

κεφαλαίου θα υποστούν μία διαρθρωτική μεταβολή. Δηλαδή, θα ενισχυθεί η προτίμηση για κεφαλαιακές επεκτάσεις μέσω ιδίων (μετοχικών) κεφαλαίων παρά μέσω δανειακών. Από την οπτική γωνία του παθητικού των οικονομικών φορέων θα αυξηθεί το σχετικό βάρος των ιδίων κεφαλαίων ενώ από την οπτική γωνία των αγορών οι ροές με μορφή equity θα αναλάβουν πιο κυρίαρχο ρόλο. Αυτό είναι προφανές για τους ιδιωτικούς φορείς αλλά πώς ένα κράτος μπορεί να εκδώσει equity στον εαυτό του; Θα επανέλθω σε αυτό το ζήτημα. Σε κάθε περίπτωση, η επίλυση του προβλήματος των stocks μόνον μέσω της διαχείρισης των flows προσδίδει μεγάλη χρονική διάρκεια στην διαδικασία, για τα υπερχρεωμένα κράτη ή άλλους φορείς.

Ας δούμε και την πλευρά των αγορών. Η επάνοδος σε πρωταγωνιστικό ρόλο των μορφών κεφαλαιοδοσίας με τη μορφή equity υπόσχεται να αναπροσανατολίσει την χρηματοοικονομική καινοτομία σ' αυτή την περιοχή και προσδοκώ ότι θα δούμε ποικιλία κατηγοριών μετοχών, δικαιωμάτων προαίρεσης (warrants) και επενδυτικών προϊόντων του τύπου equity fund και γενικότερα νέες μορφές υποχρεώσεων και απαιτήσεων που θα αναπτύσσονται στην γενική περιοχή των 'ιδίων κεφαλαίων' και των υπολειμματικών δικαιωμάτων. Αυτό με τη σειρά του θα απαιτήσει θεσμικές και οργανωτικές μεταβολές στις οργανωμένες αγορές διαπραγμάτευσης των διαφόρων μορφών equity και των παραγώγων τους.

B. Ελληνική Απομόχλευση A: Εκτοπισμός, Αποδιαμεσολάβηση και Εξωτραπεζική Ρευστότητα

Ας έλθουμε τώρα και στα Ελληνικά φαινόμενα. Εδώ η κρίση ξεκίνησε το 2009 με τον ουσιαστικό αποκλεισμό του Δημοσίου από τις διεθνείς

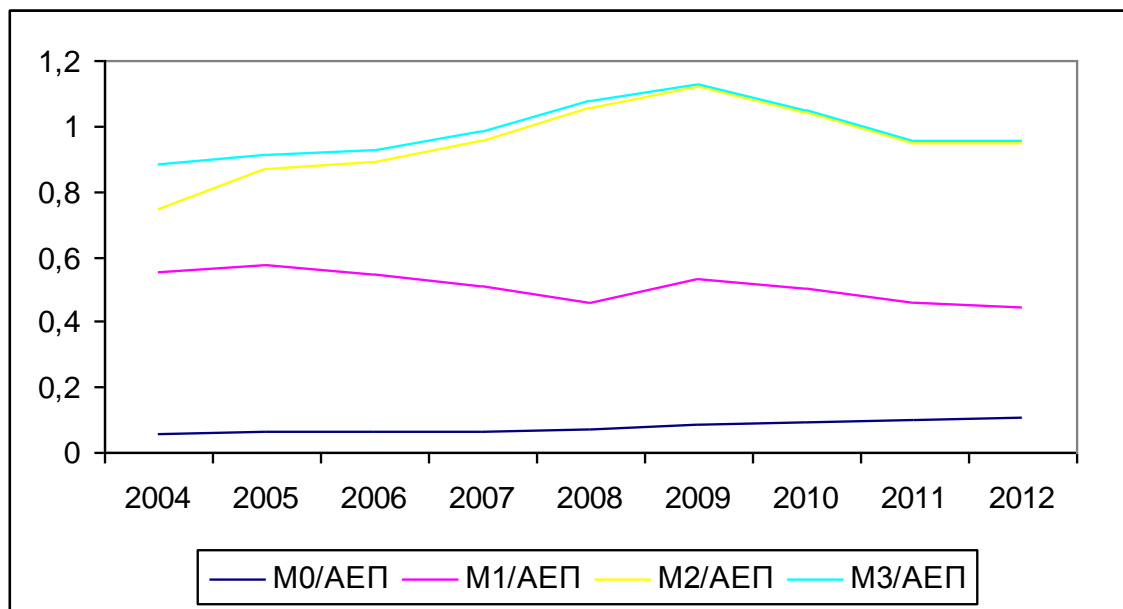
αγορές. Το πρωταρχικό πρόβλημα που μας οδήγησε στο Μνημόνιο Ι ήταν πρόβλημα χρηματοδότησης του Δημοσίου και όσοι υποστηρίζουν (εκ των υστέρων) εναλλακτικές λύσεις οφείλουν να απαντούν και στον τρόπο με τον οποίο η χρηματοδότηση του Δημοσίου και κατ' επέκταση της οικονομίας θα μπορούσε τότε να συνεχισθεί ομαλά.

Με τα συνοπτικά διαγράμματα που ακολουθούν θέλω να επισημάνω σημαντικές πλευρές του (βραχυπρόθεσμου) προβλήματος χρηματοδότησης εστιαζόμενος στο εγχώριο πιστωτικό σύστημα. Στα διαγράμματα ενυπάρχουν τρεις παραδοχές: Πρώτον, το πιστωτικό σύστημα είναι ο κατ'εξοχήν πυλώνας της εγχώριας ιδιωτικής χρηματοδότησης (περιορισμένος ρόλος του χρηματιστηρίου και άμεσων αγορών τίτλων). Δεύτερον, η καταθετική βάση είναι ο κατ'εξοχήν πυλώνας του εγχώριου τραπεζικού τομέα. Τρίτον το πλέγμα πιστώσεων και καταθέσεων είναι αλληλοτροφοδοτούμενο (δηλαδή Κ – Π αλλά και Π-Κ).

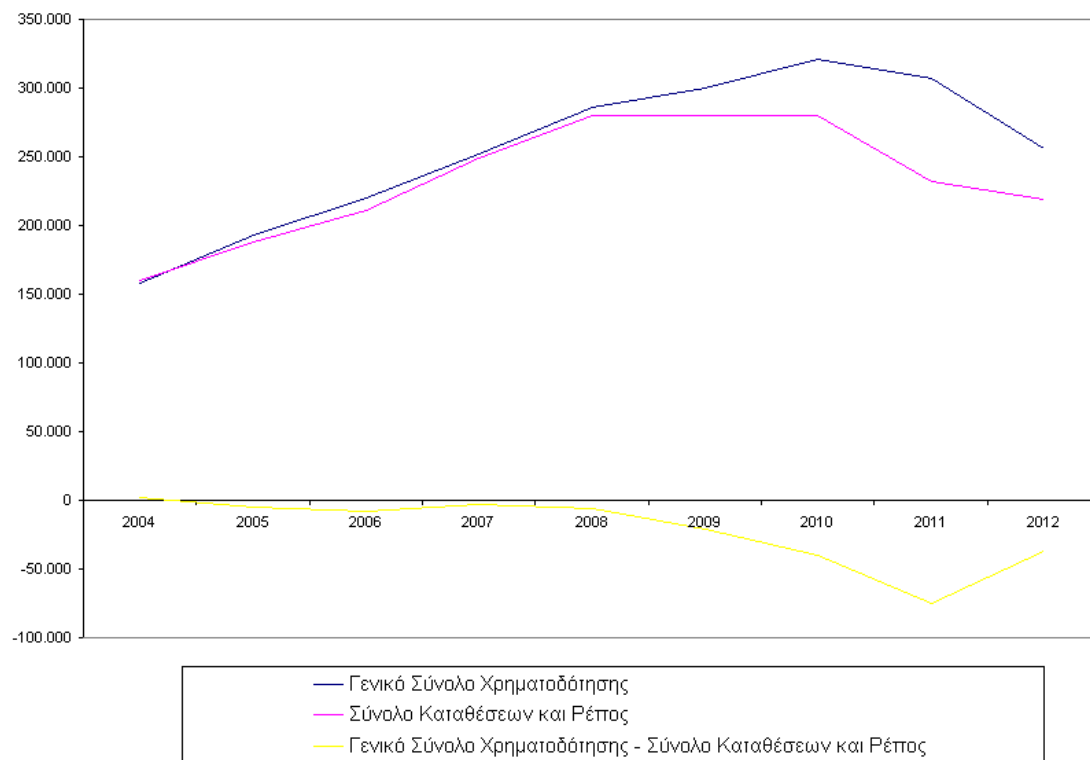
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Η ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

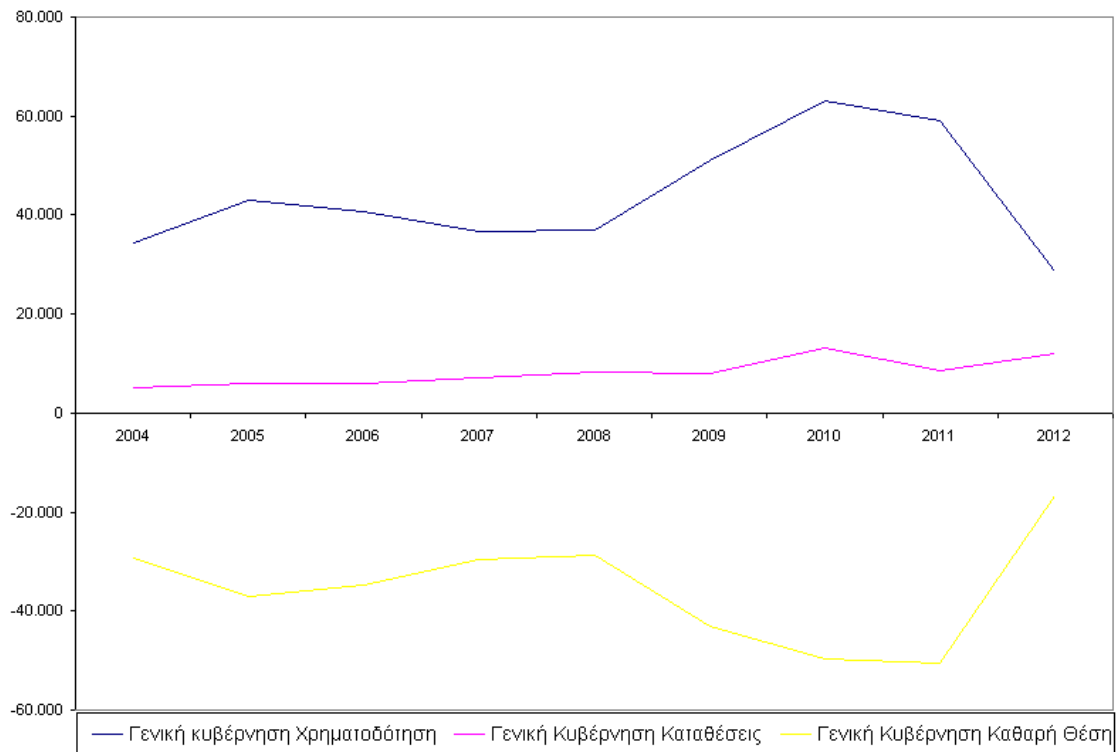
Μεγέθη και σύνθεση της προσφοράς χρήματος



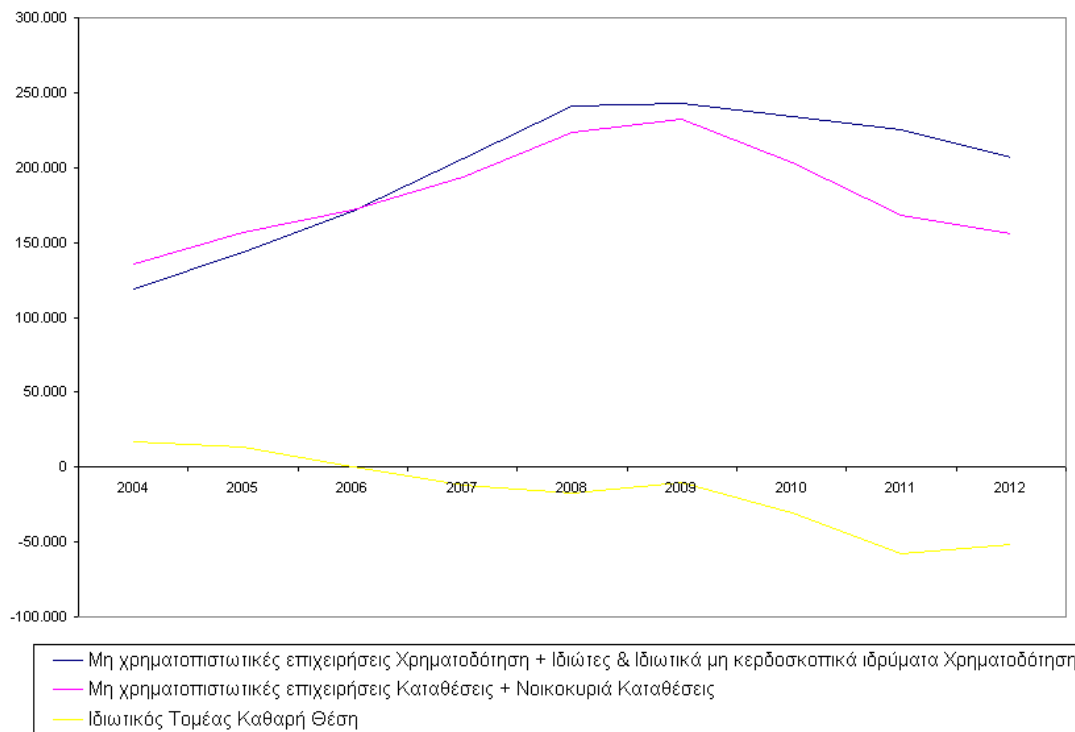
Χρηματοδότηση και Καταθέσεις κατοίκων εσωτερικού και εξωτερικού



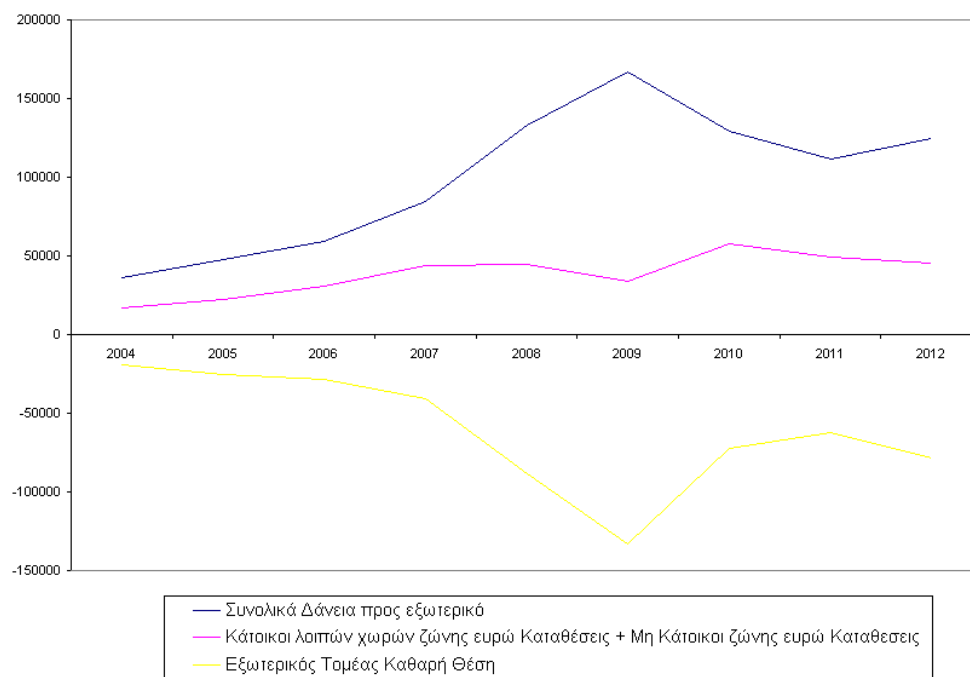
Καθαρή θέση τομέων προς το εγχώριο πιστωτικό σύστημα (εκ. €) – Δημόσιο



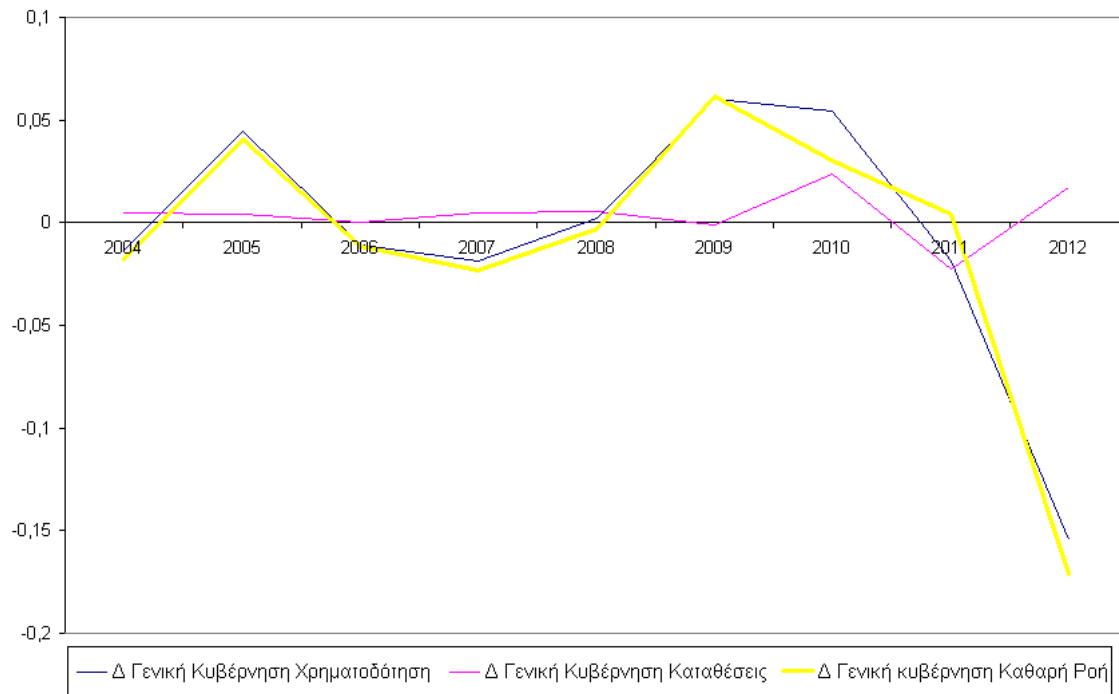
Καθαρή θέση τομέων προς το εγχώριο πιστωτικό σύστημα (εκ. €) – Ιδιωτικός Τομέας



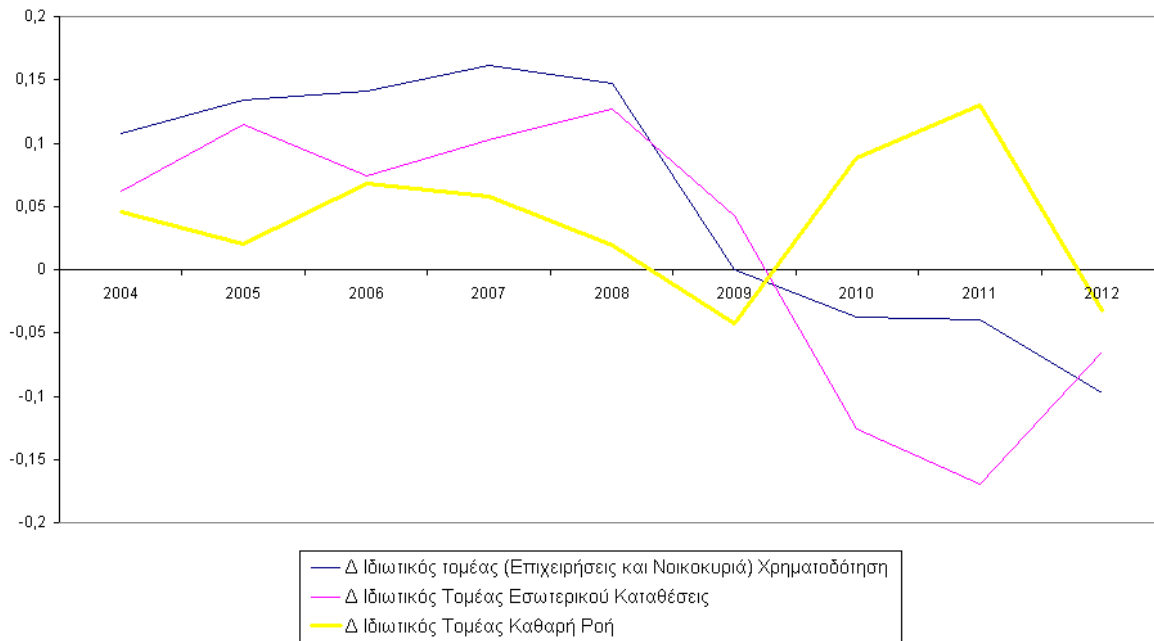
Καθαρή θέση τομέων προς το εγχώριο πιστωτικό σύστημα (εκ. €) – Εξωτερικός Τομέας



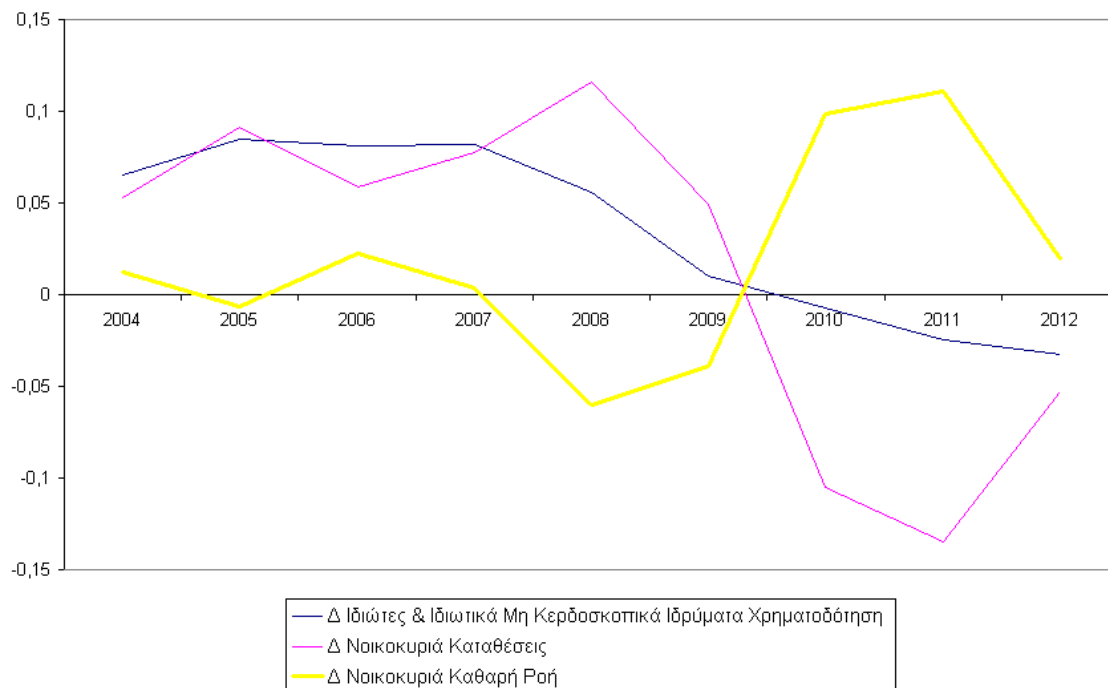
Συνεισφορά στην εξωτραπεζική ρευστότητα (Δχρηματοδότησης [ΔΧ], Δκαταθέσεων [ΔΚ]) τομέων της οικονομίας Ροές/ΑΕΠ – Δημόσιο



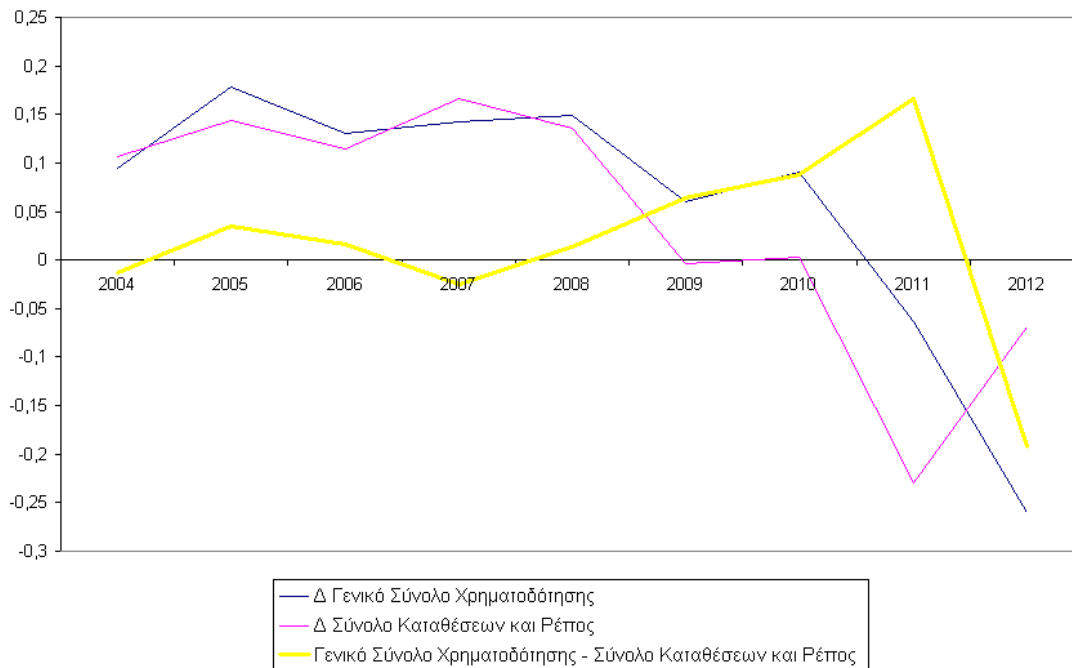
Συνεισφορά στην εξωτραπεζική ρευστότητα (ΔΧ, ΔΚ) τομέων της οικονομίας Ροές/ΑΕΠ – Ιδιωτικός Τομέας



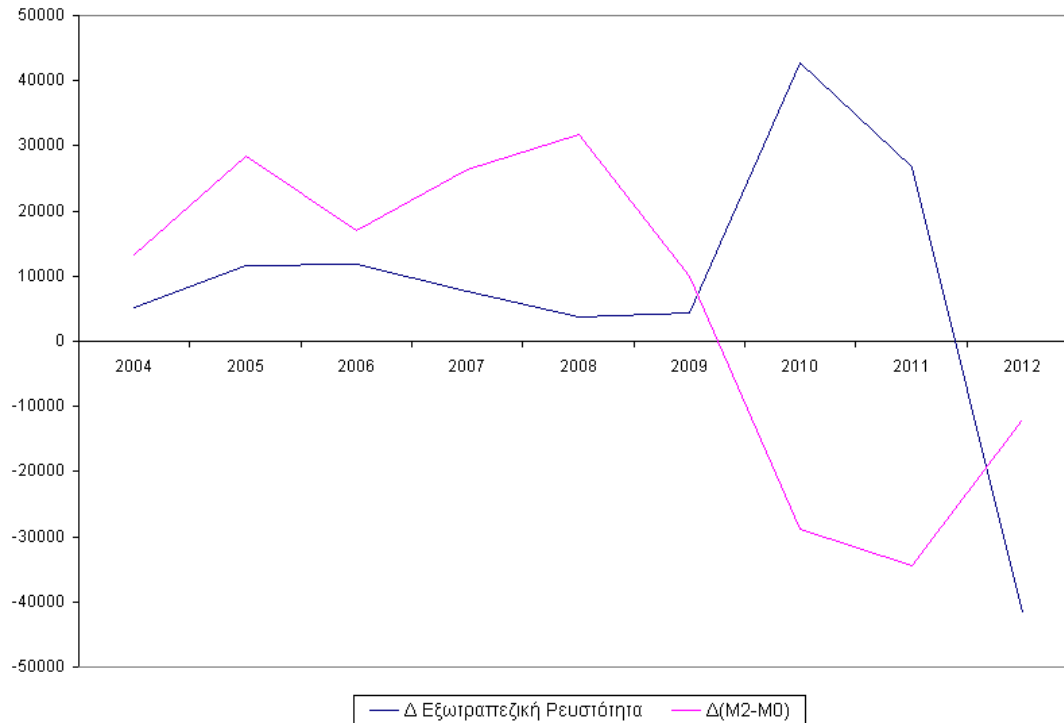
Συνεισφορά στην εξωτραπεζική ρευστότητα (ΔΧ, ΔΚ) τομέων της οικονομίας Ροές/ΑΕΠ – Νοικοκυριά



Χρηματοπιστωτικές Ροές (Καταθέσεις Κατοίκων Εσωτερικού και Εξωτερικού) Ροές/ΑΕΠ



Τραπεζική και Εξωτραπεζική Ρευστότητα (Ροές, εκ. €)



(ΠΗΓΕΣ: Τράπεζα της Ελλάδος, Ισολογισμοί Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων και Ισοζύγιο Πληρωμών Σταύρος Β. Θωμαδάκης «Χρηματοδοτικός Αποκλεισμός και η Ανάδυση της Εξωτραπεζικής Ρευστότητας» ΚΕΠΕ, ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ, Ιούνιος 2012, σελ. 65-77)

Συμπεράσματα

A. Το αρχικό σοκ στην οικονομία εκδηλώνεται με την μεταστροφή πιστώσεων των τραπεζών προς το Δημόσιο (το 2009) και τον απότομο εκτοπισμό των ιδιωτικών πιστώσεων, πράγμα που στη συνέχεια τροφοδοτεί μεγάλη προτίμηση για εξωτραπεζική ρευστότητα (και εκροές καταθέσεων προς 'ακίνητες' δεξαμενές)

B. Εμφανίζεται ισχυρή αποδιαμεσολάβηση και ισχυρή συσσώρευση εξω-τραπεζικής ρευστότητας (σπάει ο μηχανισμός Πιστώσεις –

Καταθέσεις και αυτο-τροφοδοτείται η συρρίκνωση πιστώσεων). (Το όνειρο του αντι-τραπεζικού λαϊκισμού;)

Γ. Το αφανές υπόβαθρο των διαγραμμάτων είναι η διάβρωση της κεφαλαιακής επάρκειας η οποία ενισχύεται από την ύφεση και την μετατροπή 'υγειών' σε 'επισφαλείς' τοποθετήσεις. Η σχέση συρρίκνωσης της ρευστότητας και της ύφεσης (υψηλοί πολλαπλασιαστές) είναι εμφανής φαύλος κύκλος.

Δ. Η ιδιωτική οικονομία πάσχει από έλλειψη **ενεργού** ρευστότητας αφού εικάζεται ότι η εξωτραπεζική ρευστότητα είτε ακινητοποιείται (στο εσωτερικό ή το εξωτερικό) είτε εσχάτως απορροφάται από την αύξηση των φόρων και την μείωση του ελλείμματος, δηλαδή την διαδικασία απο-μόχλευσης του Δημοσίου, το οποίο λειτουργεί πλέον ως απορροφητήρας και όχι ως διαχύτης ρευστότητας στο εγχώριο σύστημα.

Ε. Υψηλό κόστος κεφαλαίου το οποίο ακυρώνει ωφέλειες από μείωση κόστους εργασίας. Παρόλο που οι τράπεζες δεν θα γίνουν ο μηχανισμός ώθησης του ανοδικού κύκλου, η βελτίωση της ρευστότητάς τους μπορεί να αυξήσει την προσφορά βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων κίνησης και να υποστηρίξει την ανάκαμψη της οικονομίας.

Γ. Αναπτυξη και Χρηματοδότηση

Σε μακροπρόθεσμη προοπτική εκείνο που απαιτείται δεν είναι η απλή επανενεργοποίηση αλλά η τροποποίηση, η αναδιάταξη, ο εκσυγχρονισμός του παραγωγικού δυναμικού. Αυτή είναι η 'ανάπτυξη' που διαφέρει από την απλή ανάκαμψη: η μετατροπή της οικονομίας μέσω νέας διάταξης των παραγωγικών συντελεστών, νέων

επενδύσεων, νέων δράσεων. Αυτή όμως απαιτεί χρηματοδότηση μακράς προθεσμίας – ‘υπομονητική χρηματοδότηση’ όπως την έχω ονομάσει παλαιότερα. Η επένδυση σε νέες δραστηριότητες, κλάδους, τεχνολογίες και προϊόντα θα απαιτήσει ταυτόχρονη επέκταση υποδομών και δικτύων που θα στηρίξουν την νέα επιχειρηματικότητα. Μεταξύ αυτών πελώρια σημασία θα έχουν οι ‘άυλες υποδομές’ (ποιότητα παιδείας, υγείας, δημόσιας διαχείρισης, δικαιοσύνης, συμμόρφωσης με νόμους, κ.α.). Η χρηματοδότηση μιας τέτοιας ανάπτυξης δεν είναι συμβατή με νέα χρέη, είτε ιδιωτικά είτε δημόσια, για τουλάχιστον τρεις λόγους.

Πρώτος, η προβλέψιμη για σημαντικό διάστημα διεθνής πίεση για απομόχλευση που μειώνει τη βούληση και δανειστών και οφειλετών για νέα αύξηση της μόχλευσης, όπως ανέπτυξα στο πρώτο μέρος. Ειδικά στην Ελλάδα, η πρόσφατη εμπειρία του αποκλεισμού από την αγορά λόγω υπερχρέωσης δεν θα ξεχασθεί εύκολα και η μακροπρόθεσμη πίστη προς τη χώρα θα είναι για μεγάλο διάστημα ακριβότερη και αυστηρότερη ούτως ή άλλως.

Δεύτερος, στο μέτρο που η ανάπτυξη θα στηριχθεί σε νέα και όχι προϋπάρχοντα παραγωγικά στοιχεία, η θεμελιώδης αβεβαιότητα των αποδόσεων θα είναι υψηλή και οι υποψήφιοι δανειστές θα επιβάλλουν, *ceteris paribus*, όχι μόνον υψηλότερα επιτόκια αλλά και κυρίως αυστηρότερες εξασφαλίσεις. Αυτό όμως θα τροχοπεδίζει συνεχώς την αναπτυξιακή διαδικασία γιατί θα θέτει σε αμφισβήτηση ιδιοκτησιακά δικαιώματα και καθεστώτα. Αντίθετα αυτού του τύπου η ανάπτυξη είναι απολύτως συμβατή με χρηματοδότηση συμμετοχικής μορφής, δηλαδή *equity*, όπου όλοι οι κεφαλαιοδότες θα έχουν κίνητρο να επιτύχει η διαδικασία τις υψηλότερες δυνατές αποδόσεις,

αλλά και θα αποδέχονται εκ των προτέρων την αβεβαιότητα. Με λίγα λόγια, η ανάπτυξη θέλει κεφάλαια με μορφή equity.

Τρίτος, η Ελληνική υπερχρέωση δεν είναι μόνον ποσοτική επιβάρυνση με τόκους και χρεωλύσια. Έχει και ένα άλλο, πιο βαθύ αλλά κρίσιμο χαρακτηριστικό που πολλές αναλύσεις το αγνοούν: το χρέος δεν είναι κλασικό χρέος αλλά κινδυνώδες (risky debt) και επομένως έχει λάβει κατά ένα μέρος τα χαρακτηριστικά της equity. Εξηγούμαι. Οσο χρέος έχει απομείνει στην αγορά αποτιμάται περίπου στα 35-40% της ονομαστικής αξίας. Ενσωματώνει δηλαδή αβεβαιότητα και αρνητικές προσδοκίες, όπως φαίνεται και από τα υψηλά περιθώρια που παρατηρούνται. Το χάσμα μεταξύ ονομαστικής και αγοραίας αξίας του δημόσιου χρέους είναι τεράστιο. Αν, επομένως έλθει εξ ουρανού κάποια βελτίωση της Ελληνικής οικονομίας, και των οικονομικών στοιχείων του Δημοσίου αυτή θα ωφελήσει τους ομολογιούχους που θα δούν μεγάλη ανατίμηση των τίτλων τους.

Πριν χρόνια ο καθηγητής μου Stewart Myers έγραφε ότι ακριβώς για το λόγο αυτό το υπερκείμενο κινδυνώδες χρέος είναι μέγα αντικίνητρο στην ανάληψη κερδοφόρων επενδύσεων από τους μετόχους μιας εταιρίας, διότι οι προσδοκώμενες προστιθέμενες αξίες (net present values) ωφελούν τους δανειστές και όχι τους μετόχους. Το ίδιο ισχύει και εδώ. Αυτός είναι και λόγος να αποφύγει το Δημόσιο να γίνει το ίδιο φορέας επιχειρηματικής δραστηριότητας της οποίας οι αποδόσεις θα μετατρέπονται σε αξιακές ωφέλειες για τους δανειστές. Οι επενδύσεις σε υποδομές – όπως ανέφερα – θα δημιουργούν κυρίως οφέλη για άλλους (πολίτες, ιδιωτικές επιχειρήσεις) όχι για το δημόσιο καθαυτό. Βέβαια όλα τα στρεβλά κίνητρα μπορούν να απαλειφθούν με διαγραφή χρέους. Αρα η διαγραφή είναι στρατηγικά επιβεβλημένη και, κατά τη γνώμη μου, προβλέψιμη. Μάλιστα την θεωρώ ευκολότερη

τώρα που τα δύο τρίτα του δημόσιου χρέους έχουν ουσιαστικά μετατραπεί σε 'πολιτικόν χρέος', δηλαδή σε χρέος που υπόκειται ευθέως σε πολιτικούς υπολογισμούς και μη-αγοραίους διακανονισμούς.

Ενας 'αντισταθμιστικός' τρόπος να επιτύχεις απομόχλευση είναι η αναχρηματοδότηση με ίδια (μετοχικά) κεφάλαια, equity. Για τις ιδιωτικές εταιρίες αυτή είναι εφικτή και σημαντική επιλογή. Είναι όμως για το κράτος; Μπορεί το Δημόσιο να πουλήσει equity; Το κράτος δεν είναι εταιρία ακριβώς επειδή δεν ανήκει σε μετόχους που αντλούν μερίσματα αλλά σε πολίτες που ρυθμίζουν τη λειτουργία και το μέλλον του με δημοκρατικές διαδικασίες και αντλούν πολλαπλές κοινωνικές ωφέλειες. Η 'εθνική κυριαρχία' δεν ταυτίζεται νομικά, πολιτικά, ή φιλοσοφικά αν θέλετε, με την μετοχική ιδιοκτησία. Το μεγάλο περιουσιακό στοιχείο του κράτους είναι η εξουσία του να νομοθετεί και να εφαρμόζει τους νόμους. Σε τελική ανάλυση, η οικονομική του δύναμη και η 'δημόσια κυριαρχία' συσσωματώνονται στην ικανότητά του να αντλεί φόρους. Ενα κράτος χωρίς φοροληπτική ικανότητα ακυρώνεται.

Υπάρχει ωστόσο και μία άλλη προφανής και σημαντική πλευρά του ζητήματος. Το κράτος διαθέτει, πέρα από την δημόσια φορολογική του δύναμη, εκμεταλλεύσιμη περιουσία ιδιωτικού χαρακτήρα: γη, ακίνητα, εταιρίες, δικαιώματα σε ανεκμετάλλευτους πλουτοπαραγωγικούς πόρους, δικαιώματα σε μελλοντικές μη-φορολογικές προσόδους από κρατικές υποδομές κ.ο.κ. Ολα αυτά μπορούν προφανώς να αποτελέσουν τη βάση για την άντληση equity. **Η αποκρατικοποίηση είναι μία μόνον υποκατηγορία αυτών των δυνατοτήτων.** Αφορά εκείνα τα περιουσιακά στοιχεία που είναι άμεσα εμπορεύσιμα, λόγω χάριν μετοχές σε λειτουργούσες εταιρίες

(ΟΠΑΠ, ΔΕΗ, ΕΥΔΑΠ κλπ). Η στρατηγική που ακολουθείται σήμερα από το ΤΑΙΠΕΔ, υπό την πίεση της Τρόϊκας, είναι να γίνουν πωλήσεις που θα χρησιμοποιηθούν για την απόσβεση χρέους. Αυτό ισχύει για τα περιουσιακά στοιχεία που είναι νομικά ελεύθερα και άμεσα εμπορεύσιμα. Μάλιστα το ΤΑΙΠΕΔ επιδίδεται σε ένα αγώνα ταχύτητας να ξεκαθαρίσει νομικά τα ιδιοκτησιακά δικαιώματα σε διάφορες κατηγορίες περιουσίας ώστε να τις κάμει άμεσα εμπορεύσιμες. Με δεδομένη την στενότητα εξωτερικής χρηματοδότησης αυτό είναι μεν θεμιτό αλλά καθόλου επαρκές και στρατηγικά ελλιπές.

Εμφανίζεται ένα σοβαρό ζήτημα στρατηγικής ενδογένειας, ως εξής. Αυτή τη στιγμή οι προοπτικές ανάπτυξης της Ελλάδας είναι μεν μεγάλες λόγω της καταστροφής κεφαλαίων που έχει προηγηθεί αλλά είναι προοπτικές **υπό συνθήκη**. Αν υποθέσουμε ότι οι γενικές μεταρρυθμίσεις της οικονομίας πετυχαίνουν να δημιουργήσουν ένα φιλικό περιβάλλον για την αναδιάταξη των παραγωγικών δομών, οι αξίες τόσο των υπαρχόντων περιουσιακών στοιχείων (assets in place) όσο και κυρίως των νέων ευκαιριών μεγέθυνσης (growth opportunities) θα πολλαπλασιασθούν. Με ευκαιρίες μεγέθυνσης εννοώ αυτό που οι χρηματο-οικονομολόγοι ονομάζουμε 'real options', δηλαδή ευκαιριών που υπάρχουν υπό συνθήκη και οι οποίες **θα απαιτήσουν μελλοντικές ενδιάμεσες ενέργειες για να καρποφορήσουν**. Οι ευκαιρίες αυτές είναι πάρα πολλές στην σημερινή κατάσταση αλλά οι απαιτούμενες ενδιάμεσες ενέργειες για την αξιοποίησή τους έχουν ένα ιδιαίζον χαρακτηριστικό: **δεν εξαρτώνται μόνον από ιδιωτικές αλλά και από δημόσιες αποφάσεις και πολιτικές**.

Επομένως, στο μέτρο που το δημόσιο δεν θα έχει αποξενωθεί από την ιδιοκτησία αυτών των ευκαιριών θα έχει ισχυρά κίνητρα (και

ωφέλειες) για την ολοκλήρωση των μεταρρυθμίσεών του. Αυτή η ενδογένεια εισαγάγει μία λογική διαφορετική από την απλή πώληση των σημερινών εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων. Η ίδια αυτή ενδογένεια κατατείνει πολύ περισσότερο στην λογική της δημιουργίας ενός ή περισσότερων equity funds που θα περιλαμβάνουν δημόσια περιουσία και στα οποία θα επιχειρηθεί η πώληση μεριδίων ή καλύτερα δικαιωμάτων προαίρεσης (warrants), διατηρώντας όμως και μερίδια ή δικαιώματα στην ιδιοκτησία του δημοσίου. Έτσι θα είναι ευκολότερο να ευθυγραμμισθούν τα κίνητρα των ιδιωτών επενδυτών με τα κίνητρα του δημοσίου για όλες τις μελλοντικές ενέργειες που θα απαιτούνται, που θα είναι συνδυασμός δημόσιων και ιδιωτικών δράσεων και που δεν μπορούν πρακτικά να πραγματοποιηθούν εκ των προτέρων, δηλαδή τώρα. Αντίθετα η ολική αποξένωση του δημοσίου από τα δικαιώματά του μπορεί να αφήσει βαθμούς ελευθερίας σε μελλοντικούς πολιτικούς διαχειριστές να ανατρέψουν τις μεταρρυθμίσεις.

Την ίδια λογική θα μπορούσαν παρεμπιπτόντως να ακολουθήσουν και οι τράπεζες μετατρέποντας επιχειρηματικά δάνεια σε μετοχές και δημιουργώντας Special Purpose Vehicles που θα αναμιγνύουν χαρακτηριστικά equity fund και venture capital. Αυτό θα σήμαινε εκκαθάριση του ενεργητικού τους και θα έδινε μεσοπρόθεσμους βαθμούς ελευθερίας στις επιλογές τους.

Θεσμικά αυτές οι στρατηγικές επιλογές θα απαιτήσουν σημαντικές παρεμβάσεις σε δύο τουλάχιστον πεδία. Το ένα είναι το πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης των νέων σχημάτων, αλλά και των εταιριών που θα περιλαμβάνονται σε αυτά, με ουσιαστικό στόχο τον έλεγχο της παραπληροφόρησης και των συγκρούσεων συμφερόντων. Το άλλο είναι το πεδίο της δημιουργίας μηχανισμών δημόσιας

διαπραγμάτευσης αξιών αυτών των σχημάτων συλλογικής επένδυσης, ώστε να υπάρχει μία συνεχής και διαφανής επιμέτρηση της τιμής τους και των επιπτώσεων των ενδιαμέσων ενεργειών και πολιτικών. Και τα δύο αυτά πεδία εμπλέκουν σε ένα νέο και διευρυμένο ρόλο το Χρηματιστήριο Αξιών και την εποπτεία της κεφαλαιαγοράς. Η προστασία της ομαλότητας της αγοράς και η παρεμπόδιση φαινομένων στρέβλωσης των τιμών θα έχουν βαρύνουσα σημασία λόγω των πολλαπλών αβεβαιοτήτων που θα χαρακτηρίζουν αυτές τις αξιές.

Η κατοχή δικαιωμάτων προαίρεσης θα επιτρέπει την επιλεκτική άσκησή τους για συγκεκριμένες εταιρίες, ομάδες εταιριών (που ενδέχεται να έχουν στρατηγικές μεταξύ τους εξωτερικότητες) ή άλλων περιουσιακών στοιχείων του fund που θα εκπληρούν τις συνθήκες για ανάπτυξη με την πάροδο του χρόνου και με την εκπλήρωση των απαιτούμενων ενδιάμεσων ενεργειών. Τα κεφαλαιακά κέρδη από τις εξαγορές αυτών των εταιριών θα ενισχύουν τη ρευστότητα των funds, δημιουργώντας ενάρετους κύκλους και θετικές εξωτερικότητες για τις υπόλοιπες συμμετέχουσες εταιρίες και περιουσιακά στοιχεία.

Γενικότερα ο σχεδιασμός των αναπτυξιακών σχημάτων πρέπει να λάβει σοβαρά υπόψη του την σημερινή κατάσταση όπου οι προοπτικές έχουν πολύ περισσότερο τον χαρακτήρα των real options, δηλαδή των προοπτικών υπό συνθήκη, παρά τον χαρακτήρα απλών προσδοκιών ανόδου υπάρχουσών αξιών.

Οι αξίες διαμορφώνονται πάντοτε μέσα σε συγκεκριμένο θεσμικό περιβάλλον και τώρα βρισκόμαστε στο μεταίχμιο μιας μεγάλης αλλαγής στο περιβάλλον αυτό. Αν η αλλαγή δεν πετύχει η Ελλάδα είναι καταδικασμένη σε μακρόχρονη ύφεση λόγω της προβλεπόμενης

ανεπάρκειας χρηματοδότησης. Αν η αλλαγή πετύχει η προοπτική μεγάλων ευκαιριών θα πυροδοτήσει ιδιωτικές αλλά και δημόσιες ωφέλειες για το κοινωνικό σύνολο.