

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ
ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ**

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ



Π Τ Υ Χ Ι Α Κ Η Ε Ρ Γ Α Σ Ι Α

**ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ
ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ**

**ΣΑΜΠΑΝΗ ΚΩΝ. ΒΑΣΙΛΙΚΗ
ΤΖΑΝΗ ΡΟΜ. ΕΛΕΝΑ**

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ
ΚΑΦΟΥΣΙΑΣ ΔΙΟΝΥΣΗΣ επίκουρος καθηγήτης



ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΠΑΙΔΕΙΑΣ ΔΙΑ ΒΙΟΥ ΜΑΘΗΣΗΣ & ΘΡΗΣΚΕΥΜΑΤΩΝ

ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2011

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ
ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ**

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

Π Τ Υ Χ Ι Α Κ Η Ε Ρ Γ Α Σ Ι Α

Τα Χρηματοοικονομικά εργαλεία για την αντιμετώπιση της
Χρηματοπιστωτικής κρίσης

ΣΑΜΠΑΝΗ ΚΩΝ. ΒΑΣΙΛΙΚΗ (Α.Μ. 13852)

ΤΖΑΝΗ ΡΟΜ. ΕΛΕΝΑ (Α.Μ. 13757)

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ

ΚΑΦΟΥΣΙΑΣ ΔΙΟΝΥΣΗΣ επίκουρος καθηγητής

ΕΙΣΗΓΗΤΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ
υποβάλλεται ενσωματωμένη σε κάθε αντίτυπο της πτ. εργασίας

ΤΙΤΛΟΣ ΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

καταχώρηση θέματος όπως στον πίνακα θεμάτων

ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

ΦΟΙΤΗΤΕΣ

ΕΠΩΝΥΜΟ	ΟΝΟΜΑ	ΑΡ. ΜΗΤΡ.	E-mail
ΤΖΑΝΗ	ΕΛΕΝΑ	13757	
ΣΑΜΠΑΝΗ	ΒΑΣΙΛΙΚΗ	13852	

ΕΚΘΕΣΗ ΕΓΚΡΙΣΗΣ ΕΙΣΗΓΗΤΗ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟΥ

καταχώρηση από τον εισηγητή

[Empty box for the supervisor's approval signature]

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ

[Empty box for the date]

(Σε περίπτωση ηλεκτρονικής υποβολής
δεν χρειάζεται υπογραφή)

ΥΠΟΓΡΑΦΗ

Μ Ε Σ Ο Λ Ο Γ Γ Ι 2 0 1 1

Επισήμανση

Οι διαπιστώσεις, τα αποτελέσματα, τα συμπεράσματα και οι πιθανές προτάσεις της παρούσας πτυχιακής εργασίας –εκτός των αναφορών που σημαίνονται ως λήμματα- αποτελούν προσωπικές θεωρητικές ή εμπειρικές διαπιστώσεις του σπουδαστή (σπουδάστριάς) ή της ομάδας των σπουδαστών που την επιμελήθηκαν και δεν απηχούν κατ' ανάγκη τη γνώμη του εισηγητή εκπαιδευτικού, του Εκπαιδευτικού Προσωπικού του Τμήματος Λογιστικής ή του Α.Τ.Ε.Ι. Μεσολογγίου.

Ευχαριστίες

Δρ. Διονύση Καφούσια, Οικονομολόγο καθηγητή, Προϊστάμενο του Τμ. Λογιστικής

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Σελίδα

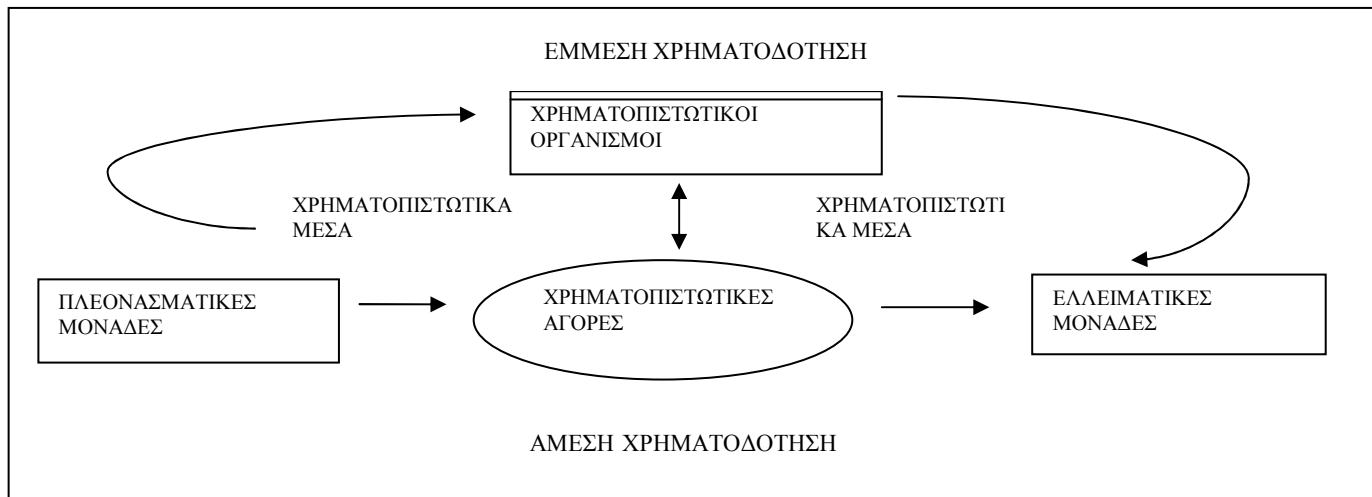
Τίτλος Κεφαλαίου

ΣΧΗΜΑΤΑ.....	7
ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	9
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.....	12
1.1 Χαρακτηριστικά του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος.....	12
1.2 Οι Συμμετέχοντες στο Χρηματοπιστωτικό Σύστημα.....	17
1.3 Ο Ρόλος και η Σημασία των Χρηματοπιστωτικών Οργανισμών.....	22
1.4 Οι Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί στο Σύγχρονο Χρηματοοικονομικό Περιβάλλον	23
1.5 Πιστωτικό Ιδρύματα (Τράπεζες).....	25
1.6 Τα Πιστωτικά Ιδρύματα στην Ελλάδα.....	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ.....	36
2.1 Εξελίξεις στο Χρηματοπιστωτικό Χώρο και Χρηματοοικονομικοί Κίνδυνοι.....	36
2.2 Εισαγωγή στα Παράγωγα.....	43
2.3 Τιτλοποίηση απαιτήσεων.....	53
2.4 Ομόλογα.....	55
2.5 Spreads.....	56
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΣΥΝΑΚΟΛΟΥΘΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	58
3.1 Η χρηματοοικονομική κρίση του δυτικού κόσμου.....	58
3.2 Το ιστορικό της χρηματοοικονομικής Κρίσης — πρώτες αντιδράσεις και προσωρινή ηρεμία.....	64
3.3 Η διεθνής οικονομική κρίση.....	74
3.4 Η ελληνική και η ευρωπαϊκή κρίση.....	80
3.5 Η ανάδειξη του ελληνικού δημοσιονομικού προβλήματος και η πορεία προς χρεοκοπία.....	84
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΑ ΔΙΑΣΩΣΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ.....	90
4.1 Δάνειο στην Ελλάδα με προϋποθέσεις.....	90
4.2 Το πακέτο μέτρων της ΕΕ με μια ματιά.....	93
4.3 Τα Ευρωπαϊκά Δημοσιονομικά Μέτρα που προτείνει η ΕΕ.....	94
4.4 ΟΟΣΑ : Η Οργάνωση της Διεθνούς Οικονομικής Διαβούλευσης.....	95
4.5 Δ.Ν.Τ.: Η Διεθνής νομισματική οργάνωση.....	100
4.6 Ευρωπαϊκή Ένωση.....	103
4.7 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.....	104
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ^ο ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ.....	109
5.1 Η μελλοντική πορεία.....	109
5.2 Η παγκόσμια οικονομία στο μέλλον.....	113
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ^ο ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	117
6.1 Συμπεράσματα.....	117
6.2 Προτάσεις.....	118
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	121
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	122

ΣΧΗΜΑΤΑ

Σχήμα 1

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα σελ.16



Πίνακας 1

Επεκτατική πολιτική 7/2007 – 8/2011 σελ.76

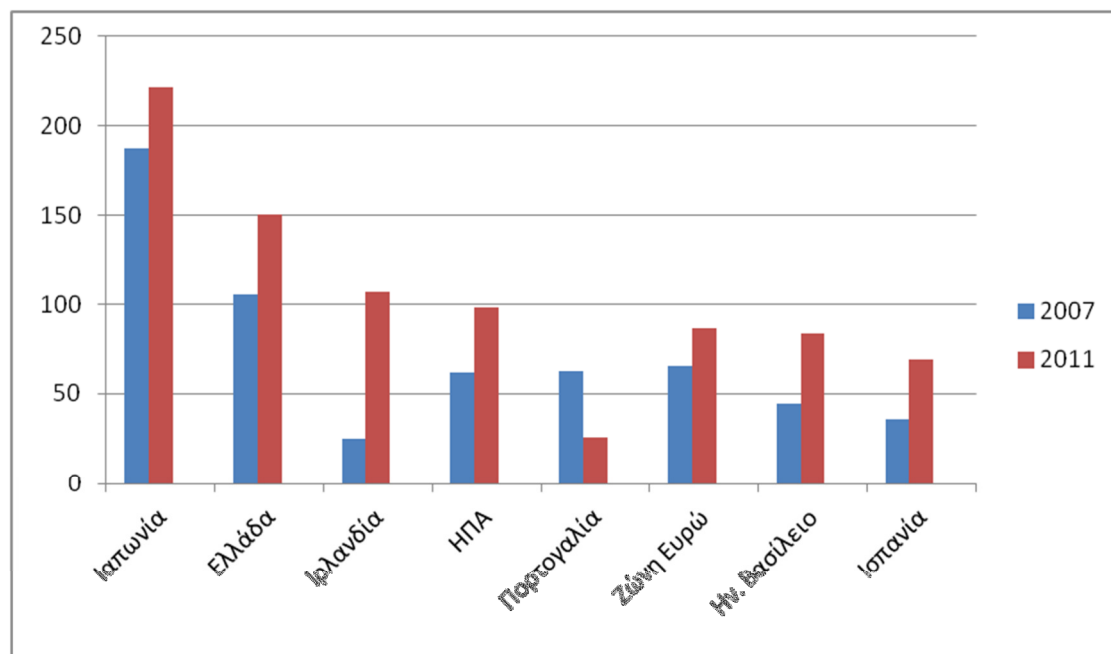
	Μείωση επιτοκίων παρέμβασης	Αύξηση του ενεργητικού της κεντρικής τράπεζας	Ύψος ενεργητικού κεντρικής τράπεζας
ΗΠΑ	-5,00%	182,9%	\$2,47 τρις
ΕΥΡΩΖΩΝΗ	-3,00%*	65,6%	€2,01 τρις
ΗΝ. ΒΑΣΙΛΕΙΟ	-5,25%	194,6%	£241,1 δις

*Ενδιάμεσα το επιτόκιο αυξήθηκε κατά 0,25% το διάστημα 7/2008 – 10/2008

Πηγή : ΕΚΤ, Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, Τράπεζα της Αγγλίας.

Διάγραμμα 2

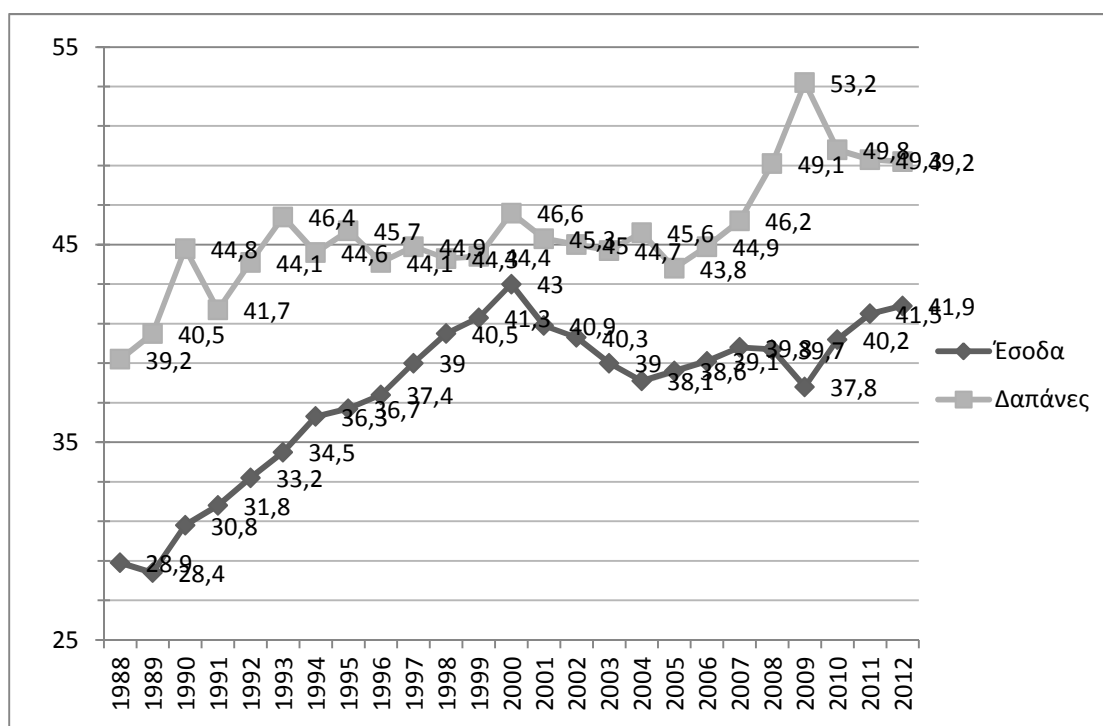
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης σελ.80



Πηγή: European Commission

Διάγραμμα 3

Έσοδα και Έξοδα Γενικής Κυβέρνησης σελ.83



Πρόλογος

Στις μέρες μας, όλοι οι πολίτες της χώρας μας ,ανεξάρτητα από την ηλικία ή την ιδιότητα τους, έχουν οικειοποιηθεί όρους όπως Δ.Ν.Τ. , spreads, τρόικα, Ε.Κ.Τ., κτλ. Είναι όροι που πλέον χρησιμοποιούνται στην καθημερινότητά μας, μονοπωλούν τα ειδησεογραφικά κανάλια και γραφεία, διδάσκονται στα σχολεία μας. Όμως τι σημαίνουν όλα αυτά;

Το κείμενο που ακολουθεί αφορά τα παραπάνω, την ανάλυση και την επεξήγηση αυτών, καθώς και όλα τα υπόλοιπα γεγονότα που τα τελευταία χρόνια απασχολούν την καθημερινότητα του Έλληνα πολίτη. Όσα θα επακολουθήσουν αποτελούν την πτυχιακή μας εργασία με θέμα : «Τα χρηματοοικονομικά εργαλεία για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης».

Η πτυχιακή εργασία αυτή διεξήχθη στην Αθήνα, τον μήνα Μάιο του τρέχοντος έτους και συντάχθηκε από την Βασιλική Σαμπάνη και την Έλενα Τζανή με την πολύτιμη βοήθεια του εισηγητή μας Δρ. Διονύση Καφούσια Οικονομολόγου και Προϊστάμενου του Τμ. Λογιστικής ΑΤΕΙ Μεσολογγίου. Για την συγγραφή της εργασίας μας απευθυνθήκαμε τόσο σε επιστημονικά βιβλία, όσο σε διαδικτυακούς ισότοπους αλλά και σε επιστημονική αρθρογραφία.

Σαμπάνη Βασιλική- Τζανή Έλενα,
Μεσολόγγι ,Μάιος 2011

Εισαγωγή

Σε ένα άρθρο με τίτλο *Τον άρτον ημών τον επιούσιον δος ημίν σήμερα* που δημοσιεύτηκε από τον οικονομολόγο καθηγητή του Τμήματος Λογιστικής Δρ. Διον. Καφούσια το 2010 και πολύ πριν η ελληνική οικονομική κρίση σχηματοποιηθεί στις σημερινές διαστάσεις διαβάσαμε ότι «... Τα τελευταία 20 χρόνια η διεθνής νομισματική επέκταση ήταν τόσο μεθυστική που μέθυσε και η ελληνική οικονομία , ειδικά με την είσοδο της στο νομισματικό πυρήνα της Ευρώπης, όταν εγκατέλειψε την ασήμαντη δραχμή της και υιοθέτησε το ευρώ. Η συγκυρία όμως ήταν ακόμα καλύτερη για την συνέχεια, με αποτέλεσμα σήμερα εννέα χρόνια μετά την ΟΝΕ, η Ελλάδα να επωφελείται ακόμα από το ισχυρό ευρώ και να υποκαθιστά τα δικά της, ελάχιστα πια, ντόπια προϊόντα με εισαγωγές από την Ευρωπαϊκή Ένωση σε τιμές που πληρώνει ο γάλλος ή ο γερμανός, αλλά και από άλλες χώρες σε ακόμα χαμηλότερες τιμές, σαν αποτέλεσμα του ισχυρού ευρώ. Παράλληλα μέσα στα σύνορα της Ελλάδας η επάρκεια φθηνού χρήματος, όπως και στην υπόλοιπη Ευρώπη και Αμερική, μετέτρεψε το διαφημιστικό τραγούδι των χρηματοπιστωτικών Σειρήνων σε Απολλώνια λύρα και σημαντική μερίδα των κυνηγών της ευκαιρίας πίστεψαν – σχεδόν διαβεβαιώθηκαν – ότι θα μπορούσαν να ζήσουν τη μαγεία της απόλαυσης , να ανέβουν κοινωνική τάξη, να παραλλάξουν το ανεργάτιστο εγώ τους αγοράζοντας σχεδόν τα πάντα σήμερα πληρώνοντας αύριο, στο μέλλον ή ποτέ. Έτσι ο δανεισμός χωρίς πολλά κριτήρια και διατυπώσεις μαζί με το όνειρο της ιδιωτικής κατανάλωσης πέρασε από την τεχνητή καλλιέργεια αισθημάτων αποστέρησης στην υποσυνείδητη επιθυμία και από κει στην συνειδητή υπερκαταναλωτική πραγματικότητα συντείνοντας έτσι, στην ψευδαίσθηση μιας οικονομικής ανάπτυξης πάνω από τα όρια της ελληνικής οικονομίας, που με κομπορρημοσύνη χαρακτηριζόταν υγιής. Το αποτέλεσμα; Τα τελευταία χρόνια η ελληνική οικονομία ακολούθησε το φρενήρη χορό της παγκόσμιας νομισματικής επέκτασης μέσα από ένα μοντέλο ανάπτυξης βασισμένο στην δανειοδοτούμενη, καταναλωτική, κρατικοδίαιτη σπατάλη και ελάχιστα αποταμιευτική οικονομία όπου το 70% των αναγκών της ήταν εισαγωγές. Από την άλλη πλευρά, η πολιτική της Γερμανίας να ισχυροποιεί το ευρώ λειτούργησε σε όλο αυτό το διάστημα σαν κρυφό σαράκι που ροκάνιζε από μέσα την ανταγωνιστικότητα και εκμηδενίζοντας σταδιακά την εξαγωγική ικανότητα των προϊόντων της ελληνικής οικονομίας, εξαιτίας υψηλών τιμών και χαμηλής ποιότητας, συγκριτικά με άλλες χώρες εκτός της ευρωζώνης». Γι αυτούς κυρίως, αλλά και για

άλλους λόγους που θα εξετάσουμε στη συνέχεια, δυστυχώς η κατάσταση της Ελλάδας έχει φτάσει σε ένα αδιέξοδο, κάνοντας καθημερινά ,μικρά βηματάκια μπρος και πάλι πίσω μένοντας ,δυστυχώς στο ίδιο κενό σημείο. Τα δύο τελευταία χρόνια γίνεται διαρκώς λόγος για την διάσωση της ελληνικής οικονομίας, έχουν παρθεί αναρίθμητα μέτρα γι αυτό μα ακόμα κανένα αποτέλεσμα. Βρισκόμαστε σ ένα φαύλο κύκλο και κάνουμε όπως ο σκύλος όταν κυνηγάει την ουρά του • δανειζόμαστε διαρκώς και αενάως για να τα δίνουμε πίσω στους πιστωτές μας και όχι για να τα επενδύσουμε στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας μας.

Περιμένοντας τον Μεσσία που θα μας βγάλει από τον κυκεώνα της κρίσης αξίζει να εξετάσουμε τα αίτια, την καταγωγή και πιθανούς τρόπους λύσης ενός σύγχρονου γόρδιου δεσμού όπως αυτού της κρίσης που μας ταλανίζει τα τελευταία χρόνια όπως θα δείτε να συμβαίνει στην παρούσα πτυχιακή εργασία.

Έτσι λοιπόν στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται λόγος για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, τη σημασία του και το ρόλο του και τα πιστωτικά ιδρύματα. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναφέρονται τα χρηματοοικονομικά παράγωγα, τα ομόλογα και τα spreads, Στη συνέχεια, το τρίτο κεφάλαιο αφορά την διεθνή αλλά και την ελληνική κρίση, καθώς επίσης και την ιστορική αναδρομή αυτών. Ακόμα το τέταρτο κεφάλαιο πραγματεύεται την προσπάθεια διάσωσης της Ελλάδας, τα μέτρα για την διάσωση της καθώς επίσης αναφέρονται κάποια στοιχεία για τους διεθνείς οργανισμούς όπως ο ΟΟΣΑ, το ΔΝΤ, ΕΚΤ, κτλ. Επιπρόσθετα στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται λόγος για την μελλοντική πορεία της οικονομίας και τέλος στο έκτο κεφάλαιο αναφέρονται τα συμπεράσματα που προκύπτουν από όσα έχουν προηγηθεί.

Σαμπάνη Βασιλική- Τζανή Έλενα,
Μεσολόγγι ,Ιούνιος 2011

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

1.1 Χαρακτηριστικά του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος

Είναι γνωστό ότι ο απώτερος σκοπός κάθε οικονομίας είναι η οικονομική ανάπτυξη και η οικονομική και κοινωνική ευημερία. Βάση για την οργάνωση της οικονομίας και ταυτόχρονα αφετηρία για την οικονομική ανάπτυξη αποτελούν οι δύο κύριοι τομείς οικονομικής δραστηριότητας, ο δημόσιος και ο ιδιωτικός τομέας. Το μέγεθος και η συνεισφορά καθενός από τους δύο τομείς προσδιορίζεται διαχρονικά από τις κρατούσες ιδεολογικοπολιτικές τάσεις και επιλογές. Στο σημερινό παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον κυρίαρχη επιλογή αποτελεί ο περιορισμός του δημόσιου και η ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα.

Ο δημόσιος τομέας εκφράζεται από το κράτος (δημόσιο) και από τις δημόσιες επιχειρήσεις και οργανισμούς. Ο ιδιωτικός τομέας περιλαμβάνει τα νοικοκυριά (ιδιώτες) και τις επιχειρήσεις.

Επομένως οι οικονομικές μονάδες σε κάθε οικονομία κατατάσσονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Στις οικονομικές μονάδες του δημόσιου τομέα, που εκφράζονται από το κράτος και τις δημόσιες επιχειρήσεις, και στις οικονομικές μονάδες του ιδιωτικού τομέα, που εκφράζονται από τα νοικοκυριά και τις ιδιωτικές επιχειρήσεις. Οι οικονομικές αυτές μονάδες στο τέλος κάθε οικονομικής χρήσης ή κατά τη σύνταξη του προϋπολογισμού τους εμφανίζουν θετικό υπόλοιπο (πλεόνασμα), αρνητικό υπόλοιπο (έλλειμμα) ή μηδενικό υπόλοιπο (ισοσκελισμένες ροές).

Είναι φανερό ότι οι οικονομικές μονάδες που παρουσιάζουν πλεόνασμα, κατά συνέπεια διαθέσιμα αποταμιευμένα κεφάλαια, έχουν συμφέρον να μην κρατήσουν τα κεφάλαια που τους περισσεύουν αδρανή, αλλά αντίθετα να τα μεταβιβάσουν, έναντι κάποιας αμοιβής ή απόδοσης, στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες ή σε άλλες οικονομικές μονάδες με πλεονασματική ή ισοσκελισμένη θέση, εφόσον οι προβλεπόμενες χρηματοοικονομικές εισροές αυτών για τη νέα οικονομική περίοδο υστερούν των αναμενόμενων εκροών τους.

Είναι όμως εύκολη αυτή η μεταφορά; Είναι κάθε πλεονασματική μονάδα σε θέση να ερευνήσει την αγορά ώστε να εντοπίσει τις οικονομικές μονάδες που έχουν ανάγκη κεφαλαίων; Ή αντίστροφα, μπορούν εύκολα όσες οικονομικές μονάδες χρειάζονται κεφάλαια να εντοπίσουν τις οικονομικές μονάδες που εμφανίζουν πλεόνασμα και αποταμιεύσεις;

Η απάντηση στα παραπάνω ερωτήματα είναι ότι η επικοινωνία μεταξύ των οικονομικών μονάδων δεν είναι εύκολη. Επιπλέον, ακόμα και αν η επικοινωνία

καταστεί δυνατή, στις περισσότερες περιπτώσεις δεν συμπίπτει το ύψος των αποταμιεύσεων μιας συγκεκριμένης οικονομικής μονάδας με το ύψος των κεφαλαίων που καλύπτουν τις ανάγκες κάποιας άλλης οικονομικής μονάδας ή δεν συμπίπτει το χρονικό διάστημα που οι οικονομικές μονάδες επιθυμούν να διαρκέσει η συναλλαγή.

Ένα πρόσθετο σημαντικό θέμα που αντιμετωπίζουν οι οικονομικές μονάδες είναι η εξασφάλιση του καλού τέλους της συναλλαγής που πραγματοποιούν, αφού αυτό εξαρτάται από την τήρηση των όρων που οι ίδιοι θέτουν.

Επομένως, ακόμα και αν υπάρξει η επικοινωνία και συμφωνηθεί η συναλλαγή, δεν εξασφαλίζεται η αποτελεσματική διοχέτευση των κεφαλαίων στην οικονομία.

Αποτέλεσμα όλων των παραπάνω είναι η πλημμελής χρηματοδότηση της οικονομικής δραστηριότητας και ο περιορισμός του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας και της κοινωνικής ευημερίας.

Στο σημείο αυτό παρεμβαίνει το χρηματοπιστωτικό ή χρηματοοικονομικό σύστημα (financial system), ρόλος του οποίου είναι η συγκέντρωση των πλεοναζόντων κεφαλαίων της οικονομίας και η αποτελεσματική διοχέτευσή τους σε όσες οικονομικές μονάδες χρειάζονται αυτά τα κεφάλαια για επενδυτικούς ή καταναλωτικούς λόγους.

Η αποτελεσματική κατανομή των κεφαλαίων αυτών πραγματοποιείται με τα χρηματοπιστωτικά ή χρηματοοικονομικά μέσα ή προϊόντα (financial instruments), τα οποία έχουν δημιουργηθεί και, ανάλογα με τις εξελίξεις, δημιουργούνται διαρκώς στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Παραδείγματα τέτοιων προϊόντων, τα οποία αναλύονται διεξοδικά στη συνέχεια, είναι:

- Ομολογίες (Bonds)
- Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου (Treasury Bills)
- Πιστοποιητικά Καταθέσεων (Certificates of Deposit)
- Εμπορικά ή Βιομηχανικά Ομόλογα (Commercial Papers)
- Ομολογίες επιχειρήσεων (Corporate Bonds)
- Προϊόντα Εξασφάλισης Κεφαλαίου (Capital Guarantee Products)
- Στεγαστικά Δάνεια (Mortgages), κ.ο.κ.

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα διοχετεύονται στο χρηματοπιστωτικό σύστημα μέσω των χρηματοπιστωτικών αγορών (financial markets), οι οποίες αναπτύσσονται και εξελίσσονται συνεχώς, ανάλογα με την εξέλιξη και τα χαρακτηριστικά των

χρηματοπιστωτικών προϊόντων (μέσων) που τίθενται προς μεταφορά ή προς διαπραγμάτευση σ' αυτές. Παράλληλα η ανάπτυξη των αγορών οδηγεί στη βελτίωση των χαρακτηριστικών των χρηματοοικονομικών προϊόντων αλλά και στη δημιουργία νέων προϊόντων.

Παραδείγματα χρηματοπιστωτικών αγορών αποτελούν:

- Πρωτογενής Αγορά
- Δευτερογενής Αγορά
- Χρηματαγορά
- Κεφαλαιαγορά
- Τρέχουσα Αγορά
- Προθεσμιακή Αγορά
- Εγχώρια Αγορά Συναλλάγματος
- Διεθνής Αγορά Συναλλάγματος
- Αγορά Δικαιωμάτων και Προθεσμιακών Συμβολαίων
- Διατραπεζική Αγορά κ.ο.κ.

Η μεταφορά των πλεοναζόντων κεφαλαίων μέσω των χρηματοοικονομικών αγορών μπορεί να πραγματοποιηθεί καταρχάς με άμεση επικοινωνία και διαπραγμάτευση μεταξύ αποταμιευτών και δανειζόμενων. Στην περίπτωση αυτή αναφερόμαστε σε άμεση χρηματοδότηση.

Όμως, όπως ήδη τονίσαμε πιο πάνω, η άμεση επικοινωνία αποταμιευτών και δανειζόμενων δεν είναι εύκολη, αφού συνήθως τα δύο μέρη δεν διαθέτουν τις απαιτούμενες γνώσεις, τις κατάλληλες πληροφορίες και τον απαιτούμενο χρόνο, ώστε να καταλήξουν σε μια αποτελεσματική προσέγγιση. Ή ακόμα και αν επιτύχουν την προσέγγιση δεν είναι σίγουρο ότι θα καταλήξουν σε συμφωνία, αφού στις περισσότερες περιπτώσεις τόσο οι ποσοτικές όσο και οι χρονικές τους ανάγκες διαφέρουν. Επιπροσθέτως και πιθανή συμφωνία να υπάρξει δεν διασφαλίζεται το καλό τέλος της συναλλαγής, αφού η φερεγγυότητα των αντισυμβαλλομένων δεν είναι εξασφαλισμένη.

Τα προβλήματα αυτά αποτέλεσαν τη βασική αιτία εμφάνισης και ανάπτυξης των χρηματοπιστωτικών οργανισμών (financial intermediaries) που αποτελούν το βασικό μοχλό λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί παρεμβαίνουν μεταξύ των οικονομικών μονάδων που αποταμιεύουν (πλεονασματικών οικονομικών μονάδων) και των

οικονομικών μονάδων που χρειάζονται κεφάλαια (δανειζόμενων), είτε πρόκειται για ελλειμματικές είτε για πλεονασματικές οικονομικές μονάδες, και αφού συγκεντρώσουν τα κεφάλαια των πρώτων και τα διαμορφώσουν κατάλληλα, τα διοχετεύουν με μεγάλη αποτελεσματικότητα στις δεύτερες. Στην περίπτωση αυτή αναφερόμαστε σε έμμεση χρηματοδότηση (indirect financing).

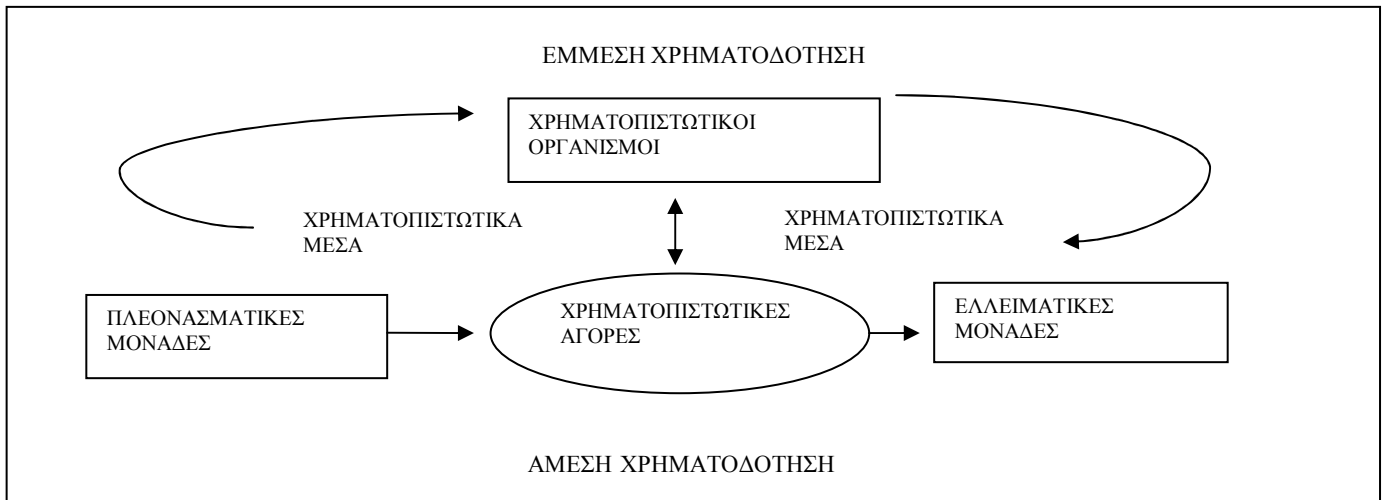
Ενδεικτικά κάποιοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί είναι:

- Πιστωτικά Ιδρύματα (Τράπεζες)
- Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ)
- Ανώνυμες Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΕΠΕΥ)
- Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης
- Εταιρείες Πρακτόρευσης Επιχειρηματικών Απαιτήσεων
- Εταιρείες forfeiting
- Οργανισμοί Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών
- Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)
- Συνεταιριστικές Τράπεζες
- Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου
- Πιστωτικές Ενώσεις
- Εταιρείες Χρηματοδότησης Κατανάλωσης— Εταιρείες Παροχής Πιστώσεων
- Τράπεζες Αμοιβαίων Κεφαλαίων
- Ενώσεις Αποταμιεύσεων και Δανείων ,κ.ο.κ.

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί δραστηριοποιούνται τόσο στις πρωτογενείς αγορές, δηλαδή στις αγορές που εμφανίζονται για πρώτη φορά τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όσο και στις δευτερογενείς αγορές, δηλαδή στις αγορές που διαπραγματεύονται υφιστάμενα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Στο Σχήμα 1 απεικονίζεται σε απλοποιημένη μορφή η ροή των κεφαλαίων εντός του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος. Από το σχήμα προκύπτει ότι οι αποταμιευτές μέσω των χρηματοπιστωτικών αγορών ή/και με την παρέμβαση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών μεταφέρουν με τη χρήση των χρηματοπιστωτικών προϊόντων κεφάλαια από τις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες της οικονομίας (αρχικοί δανειστές) στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες (τελικοί δανειζόμενοι) είτε με έμμεση είτε με άμεση χρηματοδότηση.

Σχήμα 1. Γραφική απεικόνιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος



Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί δραστηριοποιούνται στο χρηματοπιστωτικό σύστημα τόσο για λογαριασμό των πελατών τους όσο και για δικό τους λογαριασμό, ως επενδυτές ή ως κερδοσκόποι, με στόχο το κέρδος βάσει των προβλέψεών τους για την πορεία των αγορών. Ακολουθώντας την αρχή αυτή περισσότεροι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί έχουν καταστεί το χαρτοφυλάκιο τους σε επενδυτικό χαρτοφυλάκιο και χαρτοφυλάκιο συναλλαγών. Στην κατεύθυνση αυτή συνεισφέρουν και οι οδηγίες των εποπτικών αρχών που προσδιορίζουν τη μέτρηση της κεφαλαιακής επάρκειας των οργανισμών.

Συμπερασματικά, σε σχέση με το Σχήμα 1 μπορούμε να καταλήξουμε στη διαπίστωση ότι αρχικοί δανειστές, δηλαδή δανειστές πριν την παρέμβαση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, μπορεί να είναι όλοι οι φορείς της οικονομίας, δηλαδή οι επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά, το κράτος και οι δημόσιοι οργανισμοί. Οι ίδιες οικονομικές μονάδες μπορεί να είναι τελικοί δανειζόμενοι, δηλαδή δανειζόμενοι μετά την παρέμβαση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Και στις δύο περιπτώσεις η μεταφορά των κεφαλαίων μπορεί να γίνει με άμεση ή έμμεση χρηματοδότηση.

Είναι φανερό ότι στις έννοιες αρχικοί δανειστές και τελικοί δανειζόμενοι δεν περιλαμβάνονται εκείνοι οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί οι οποίοι δραστηριοποιούνται στο χρηματοπιστωτικό σύστημα μόνο για λογαριασμό και προς διευκόλυνση των πελατών τους, όπως για παράδειγμα οι ανάδοχοι στις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου επιχειρήσεων.

Όσον αφορά τους τίτλους, μέσω των οποίων πραγματοποιείται η μεταφορά των κεφαλαίων, για μεν τους δανειστές αποτελούν στοιχείο του ενεργητικού τους και

οι θέσεις που κατέχουν είναι θετικές , για δε τους δανειζόμενους οι ίδιοι τίτλοι αποτελούν στοιχείο του παθητικού τους και οι θέσεις που κατέχουν είναι αρνητικές.

1.2 Οι Συμμετέχοντες στο Χρηματοπιστωτικό Σύστημα

Επεκτείνοντας την κατηγοριοποίηση των οικονομικών μονάδων, δημοσίου και ιδιωτών, βάσει του τρόπου και του στόχου της συμμετοχής τους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, μπορούμε να διακρίνουμε τους χρήστες των χρηματοπιστωτικών μέσων για άντληση ή τοποθέτηση κεφαλαίων, στις ακόλουθες κατηγορίες:

- Ιδιώτες Επενδυτές
- Επιχειρήσεις: Εθνικές και Πολυεθνικές
- Θεσμικοί Επενδυτές
- Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί
- Κεντρικές Τράπεζες

1.2.1. Ιδιώτες επενδυτές

Οι ιδιώτες συμμετέχουν κυρίως για κερδοσκοπικούς λόγους και για τη δημιουργία των κατάλληλων επενδύσεων που θα τους προφυλάξουν από μελλοντικούς οικονομικούς και συναλλαγματικούς κινδύνους. Οι επενδυτικές επιλογές των ιδιωτών σχετίζονται με θέματα όπως ο επενδυτικός ορίζοντας, η επιλογή του σωστού χρόνου (timing) της τοποθέτησης, η διασπορά και η αναδιάρθρωση των τοποθετήσεων, η ενημέρωση, ο δανεισμός ή η χρήση ιδίων κεφαλαίων για την επένδυση, η τοποθέτηση σε τρέχουσες ή προθεσμιακές αγορές, το άνοιγμα θετικής (long) ή αρνητικής (short) θέσης κ.ο.κ.

1.2.2. Επιχειρήσεις: Εθνικές και Πολυεθνικές

Οι μεγάλες επιχειρήσεις συμμετέχουν για να εξασφαλίσουν ρευστότητα με δανεισμό κεφαλαίων με τον πιο αποτελεσματικό τρόπο και με το μικρότερο δυνατό κόστος ή με άντληση κεφαλαίων από το επενδυτικό κοινό με έκδοση και πώληση νέων ή υφιστάμενων μετοχών. Παράλληλα έχουν τη δυνατότητα να τοποθετούν στην αγορά το ταμειακό τους πλεόνασμα.

1.2.3. Θεσμικοί επενδυτές

Οι θεσμικοί επενδυτές είναι εξειδικευμένοι οργανισμοί με βασικό αντικείμενο εργασιών και σημαντική δραστηριότητα, πέραν των άλλων, τη διαχείριση μεγάλου ύψους κεφαλαίων, είτε για ίδιο λογαριασμό (ίδια κεφάλαια), ή κεφάλαια για λογαριασμό τρίτων (ξένα κεφάλαια). Η διαχείριση των κεφαλαίων στηρίζεται στην κατάλληλη οργάνωση του οργανισμού και πραγματοποιείται από εξειδικευμένα στελέχη με επιστημονική γνώση των προϊόντων, των αγορών, των κινδύνων, της αντιστάθμισης κ.ο.κ. Παράλληλα η διαχείριση διέπεται από συγκεκριμένο θεσμικό πλαίσιο και κανόνες δεοντολογίας. Οι θεσμικοί επενδυτές τοποθετούνται τόσο σε προϊόντα της χρηματαγοράς όσο και σε προϊόντα της κεφαλαιαγοράς και ταυτόχρονα σε προϊόντα με μεγάλη μόχλευση και σημαντικά υψηλό κίνδυνο, όπως είναι τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Βασικά κριτήρια για την επιλογή των τοποθετήσεών τους αποτελούν ο κίνδυνος που επιθυμούν να αναλάβουν, σύμφωνα και με τις εξουσιοδοτήσεις των αρμοδίων οργάνων του οργανισμού ή των πελατών τους, η κεφαλαιακή τους επάρκεια και η ανάπτυξη προϊόντων αντιστάθμισης.

Στη χώρα μας οι θεσμικοί επενδυτές έχουν ορισθεί με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και είναι οι Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ), οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ), οι Ανώνυμες Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΕΠΕΥ) που μπορούν να διαχειριστούν κεφάλαια, τα Πιστωτικά Ιδρύματα, οι Ασφαλιστικές Εταιρείες με συγκεκριμένο ύψος ενεργητικού και τα Ασφαλιστικά Ταμεία.

1.2.4. Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί συμμετέχουν ο καθένας με το δικό του τρόπο στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου με βάση τις ανάγκες άντλησης κεφαλαίων και αξιοποίησης κατά τον καλύτερο τρόπο των διαθεσίμων τους για μεγιστοποίηση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου τους. Σημειώνεται ότι πολλοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί περιλαμβάνονται στους θεσμικούς επενδυτές.

Μια γενική αρχή που μπορεί να διατυπώσει κάποιος είναι ότι οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί προσπαθούν να μη διαφοροποιούν σε μεγάλο βαθμό τη χρονική διάρκεια των στοιχείων τοποθέτησης και άντλησης κεφαλαίων, τουλάχιστον στις περιπτώσεις που η ρευστότητα των τίτλων είναι χαμηλή και η μεταβλητότητα της τιμής και της απόδοσής τους υψηλή.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει ο τρόπος με τον οποίο συμμετέχουν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στις αγορές του οι κυριότεροι των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, δηλαδή τα πιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες).

Εκείνο που χαρακτηρίζει τη συμμετοχή των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι η μεγάλη ποικιλία των χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού τους.

Η ποικιλία αυτή δημιουργήθηκε μετά από συνεχείς διαχρονικά αλλαγές της πολιτικής διαχείρισης των στοιχείων άντλησης κεφαλαίων (στοιχείων του παθητικού) και των στοιχείων τοποθέτησης κεφαλαίων (στοιχείων του ενεργητικού) των πιστωτικών ιδρυμάτων στην προσπάθειά τους για ρευστότητα αλλά και για κερδοφορία μέσα στο συνεχώς μεταβαλλόμενο χρηματοοικονομικό περιβάλλον.

Μέχρι τη δεκαετία του 1960 τα πιστωτικά ιδρύματα ή οι εμπορικές τράπεζες, δηλαδή η κύρια μορφή των τότε πιστωτικών ιδρυμάτων, εξασφάλιζαν την αναγκαία ρευστότητα διαχειριζόμενα κυρίως τα στοιχεία του ενεργητικού τους. Αφού τα στοιχεία του παθητικού ήταν συγκεκριμένα, προσδιοριζόμενα από τις άφθονες σχεδόν σταθερού ύψους καταθέσεις. Οι καταθέσεις αυτές ήταν άτοκες ή χαμηλότοκες, με διοικητικά καθοριζόμενα επιτόκια και κατά συνέπεια με σχεδόν ανύπαρκτο ανταγωνισμό.

Με δεδομένα τα στοιχεία του παθητικού τους οι τράπεζες είχαν στραφεί στη διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού με τοποθετήσεις σε άμεσα ρευστοποιήσιμα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, κυρίως τίτλους του δημοσίου, και σε χρηματοδοτήσεις. Η ρευστότητά τους σε περιπτώσεις ανάγκης εξασφαλιζόταν και με χρήση των μέσων της νομισματικής πολιτικής και κυρίως με τη χρήση και του προεξοφλητικού επιτοκίου των κεντρικών τραπεζών.

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1960 παρατηρείται μεταβολή στην πολιτική εξασφάλισης ρευστότητας με διαχείριση των στοιχείων του παθητικού. Σημαντικό ρόλο στη στροφή αυτή έπαιξε ο περιορισμός των καταθέσεων και η αύξηση της ζήτησης για κεφάλαια, λόγω του διαρκώς βελτιούμενου διεθνώς ρυθμού ανάπτυξης, που οδήγησαν στην ανάγκη ανάπτυξης πολλών νέων, πέραν των καταθέσεων, χρηματοοικονομικών προϊόντων άντλησης κεφαλαίων, όπως των διαπραγματεύσιμων στις αγορές πιστοποιητικών καταθέσεων ή των τραπεζικών ομολόγων και παράλληλα στην ανάπτυξη των διατραπεζικών αγορών και των προϊόντων τους, όπως η δυνατότητα δανεισμού ακόμα και για διάρκεια μιας ημέρας .

Η ανάπτυξη των μέσων άντλησης κεφαλαίων, σε συνδυασμό με την ανάπτυξη των αγορών, οδήγησαν στην ανάπτυξη και μέσων τοποθέτησης κεφαλαίων, βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων, διαπραγματευόμενων και τιμολογούμενων καθημερινά στις αγορές. Τέτοια μέσα, για παράδειγμα, ήταν οι συμφωνίες επαναγοράς, τα γραμμάτια τραπεζικής αποδοχής, τα κοινοπρακτικά δάνεια κ.λπ.

Αποτέλεσμα των παραπάνω εξελίξεων, σε συνδυασμό με τη διαμόρφωση κατάλληλου θεσμικού πλαισίου απελευθέρωσης των αγορών, ήταν και η αύξηση, σε πλήθος και σε ένταση, των χρηματοοικονομικών κινδύνων, οι οποίοι έπρεπε να μετρηθούν και να ληφθούν υπόψη κατά τη λειτουργία του κάθε πιστωτικού ιδρύματος. Την ανάπτυξη των κινδύνων ακολούθησε η ανάπτυξη των εργαλείων αντιστάθμισης αυτών, δηλαδή των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, τα οποία παράλληλα χρησιμοποιήθηκαν και ως επενδυτικά εργαλεία.

Έτσι σήμερα υπάρχει ανάγκη και δυνατότητα οι τράπεζες ανάλογα με τις ανάγκες τους να διαχειρίζονται είτε τα στοιχεία του ενεργητικού είτε τα στοιχεία του παθητικού τους. Αναφερόμαστε δηλαδή σήμερα στην περίοδο διαχείρισης ενεργητικού-παθητικού των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Η διαχείριση ενεργητικού-παθητικού αναφέρεται στη συνολική πολιτική που εφαρμόζει ένα πιστωτικό ίδρυμα, όσον αφορά τη σύνθεση και αναλογία των στοιχείων του ισολογισμού του, που στοχεύει στον περιορισμό των κινδύνων και στην επίτευξη της μέγιστης επιδιωκόμενης απόδοσης. Με άλλα λόγια αφορά την επιλογή για ανάληψη ενός συγκεκριμένου επιπέδου κινδύνου, ώστε να επιτευχθεί η επιδιωκόμενη απόδοση.

Γενικά η πολιτική διαχείρισης ενεργητικού -παθητικού πρέπει να λαμβάνει υπόψη τουλάχιστον τα παρακάτω:

α) Γενικά

- Τους στόχους της τράπεζας (ανάπτυξης, κερδών, επέκτασης κ.λπ.).
- Τις εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα (αγορές, προϊόντα κ.λπ.).
- Το θεσμικό πλαίσιο (εποπτεία, κεφαλαιακή επάρκεια, υποχρεωτικές καταθέσεις κ.λπ.).
- Την ανάπτυξη του ανταγωνισμού.

β) Ειδικά

- Το είδος και το κόστος των στοιχείων του παθητικού.
- Το είδος και την απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού.

- Το χρονικό ορίζοντα των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού και την αλληλεπίδραση των λήξεων αυτών.
- Την αναγκαιότητα για χρήση συγκεκριμένων στοιχείων του παθητικού για τη χρηματοδότηση συγκεκριμένων στοιχείων του ενεργητικού, ώστε να υπάρχει ευχερέστερη και συνεπής διαχείριση.
- Το είδος και το βαθμό του κινδύνου που έχει αναληφθεί με κάθε στοιχείο του ενεργητικού και του παθητικού.
- Το γεγονός ότι οι κίνδυνοι επηρεάζουν τόσο το εισόδημα όσο και την καθαρή θέση της τράπεζας.

Με δεδομένα τα παραπάνω τα πιστωτικά ιδρύματα αναπτύσσουν και τις κατάλληλες σε κάθε περίπτωση τεχνικές για την αντιμετώπιση των κινδύνων. Με τον όρο διαχείριση των κινδύνων εννοούμε τις ενέργειες και τα μέτρα που παίρνει ένα πιστωτικό ίδρυμα, ώστε οι αρνητικές επιπτώσεις που μπορεί να επέλθουν από έναν ή περισσότερους κινδύνους να ελαχιστοποιηθούν ή να μηδενιστούν.

Επειδή προϋπόθεση για την αντιμετώπιση του κάθε κινδύνου αποτελεί η μέτρησή του, ένα σημαντικό μέρος της διαχείρισης ενεργητικού-παθητικού αποτελεί η ανάπτυξη τεχνικών μέτρησης των κινδύνων.

Επισημαίνεται εδώ ότι στην αναγκαιότητα για την ανάπτυξη της διαχείρισης ενεργητικού -παθητικού από τις ελληνικές τράπεζες έχουν οδηγήσει και κάποιες πολύ συγκεκριμένες εξελίξεις που έχουν επέλθει κατά τη δεκαετία του 1990 και επηρεάζουν άμεσα τον ισολογισμό τους. Οι εξελίξεις αυτές είναι:

- Η κατάργηση της υποχρέωσης των τραπεζών για υποχρεωτικές επενδύσεις σε τίτλους του δημοσίου, που έως τα τέλη της δεκαετίας του 1990 ανερχόταν στο 40% των καταθέσεων.
- Η κατάργηση το Μάιο του 2002 της υποχρέωσης δέσμευσης ποσοστού των καταθέσεων (11%) για τη χρηματοδότηση μόνο μικρομεσαίων επιχειρήσεων με συγκεκριμένο επιτόκιο.
- Η κατάργηση της υποχρέωσης δέσμευσης ποσοστού των καταθέσεων (1%) για τη χρηματοδότηση των ΔΕΚΟ.

Σημειώνεται ότι η χρήση των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών μέσων και από άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, όπως από τις Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου ή τις Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, και επομένως και

η ανάληψη των ιδίων κινδύνων, επιβάλλει τη χρήση μεθόδων μέτρησης και κάλυψης των κινδύνων και από αυτούς.

1.3 Ο Ρόλος και η Σημασία των Χρηματοπιστωτικών Οργανισμών

Με την παρέμβαση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών επιλύονται τα προβλήματα που αναδύονται στο χρηματοπιστωτικό σύστημα κατά την εφαρμογή της άμεσης χρηματοδότησης και ιδιαίτερα εκείνα που σχετίζονται με την ποσοτική και χρονική διαφοροποίηση των προσφερόμενων και ζητούμενων κεφαλαίων. Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί επεξεργάζονται τα προσφερόμενα ή πλεονάζοντα κεφάλαια, τόσο κατά τη διαδικασία της άντλησης όσο και κατά τη διαδικασία της πώλησης, μεταμορφώνοντάς τα σε εύχρηστα και ελκυστικά, για τους δανειστές και τους δανειζόμενους, χρηματοοικονομικά προϊόντα. Παράλληλα με την παρέμβασή τους περιορίζουν τους κινδύνους της ροής ή μεταφοράς των κεφαλαίων, ιδιαίτερα τον πιστωτικό κίνδυνο.

Στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς στρέφονται κυρίως οι κάτοχοι κεφαλαίων ή οι επενδυτές που δεν επιθυμούν να αναλάβουν τους αυξημένους κινδύνους των άμεσων τοποθετήσεων στις αγορές (πρωτογενείς ή δευτερογενείς) χρηματοπιστωτικών μέσων, μετοχών, ομολόγων ή άλλων σχετικών προϊόντων, οι οποίοι προέρχονται κυρίως από τη μεταβλητότητα των τιμών και των εισοδημάτων των αγορών αυτών και παράλληλα από την πιθανή δυσκολία μεταπώλησης των εν λόγω προϊόντων. Στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς απευθύνονται επίσης οι κάτοχοι κεφαλαίων που δεν διαθέτουν την εμπειρία και τις γνώσεις που θα τους επέτρεπαν εύκολη πρόσβαση σε εξειδικευμένες χρηματοοικονομικές αγορές. Μπορούν, για παράδειγμα, πολύ εύκολα να ανοίξουν ένα καταθετικό λογαριασμό σε μία τράπεζα ή να τοποθετήσουν το ίδιο εύκολα τα κεφάλαιά τους σε μερίδια ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Το οποίο διαχειρίζεται μια εξειδικευμένη εταιρεία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων. Δεν είναι όμως καθόλου εύκολο να διαμορφώσουν μόνοι τους ένα σύνθετο χρηματοοικονομικό προϊόν, όπως για παράδειγμα ένα προϊόν που θα εξασφαλίζει το κεφάλαιο που επενδύουν, κάτι που πολύ εύκολα κάνει ένας χρηματοοικονομικός οργανισμός.

Την ίδια στιγμή εκείνοι που έχουν ανάγκη κεφαλαίων, επιχειρήσεις ή ιδιώτες, αντί να στραφούν στους κατόχους κεφαλαίων, απευθύνονται στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, ώστε να αντλήσουν από αυτούς τα κεφάλαια που χρειάζονται, αφού η διαδικασία άντλησης είναι απλή και τα κεφάλαια προσφέρονται

σε μορφή που καλύπτει επακριβώς τις ανάγκες τους. Αποφεύγουν έτσι την πολύπλοκη διαδικασία και τους κινδύνους της απευθείας (άμεσης) χρηματοδότης από τους κατόχους κεφαλαίων.

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, λόγω του μεγέθους και της εξειδίκευσής τους, είναι σε θέση να διαμορφώσουν χρηματοοικονομικά προϊόντα άντλησης και τοποθέτησης κεφαλαίων ή χαρτοφυλάκια χρηματοοικονομικών προϊόντων τέτοια που αφενός περιορίζουν τον πιστωτικό και τους λοιπούς κινδύνους και αφετέρου αυξάνουν την απόδοση των επενδύσεων. Ο έλεγχος και η αντιμετώπιση των κινδύνων επιβάλλονται και από τις εποπτικές αρχές που θέτουν συγκεκριμένους κανόνες τόσο για τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών οργανισμών όσο και για το ύψος των κινδύνων, ανάλογα με τα ίδια κεφάλαια και τα στοιχεία του ενεργητικού τους, δηλαδή με τις επενδύσεις που μπορούν να αναλάβουν κάθε χρονική στιγμή. Με τη μέτρηση του πιστωτικού και των λοιπών κινδύνων, και ταυτοχρόνως με τους τιθέμενους κανόνες ελέγχου και παρακολούθησης αυτών, περιορίζεται ή μηδενίζεται ο κίνδυνος για τους επενδυτές και τους τελικούς χρήστες των κεφαλαίων.

Οι δυνατότητες αυτές των χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε συνδυασμό με τον αυξανόμενο, στα πλαίσια των σημερινών παγκοσμιοποιημένων αγορών, ανταγωνισμό μειώνουν το κόστος χρήσεως των κεφαλαίων (επιτόκιο ή άλλο) με προφανείς θετικές επιπτώσεις στην οικονομική ανάπτυξη.

Η αναγκαιότητα των χρηματοπιστωτικών οργανισμών για την οικονομική ανάπτυξη δεν σταματά εδώ, αφού ο ρόλος τους στη διαμόρφωση της πολιτικής προσφοράς χρήματος σε μια οικονομία είναι καθοριστικός.

Η μορφή των χρηματοπιστωτικών οργανισμών που δραστηριοποιούνται μια οικονομία σχετίζεται με το θεσμικό πλαίσιο, το βαθμό απελευθέρωσης των αγορών και το βαθμό ανάπτυξης της οικονομίας.

1.4 Οι Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί στο Σύγχρονο Χρηματοοικονομικό Περιβάλλον

Τα τελευταία χρόνια το χρηματοοικονομικό περιβάλλον, στο οποίο κατά κύριο λόγο δραστηριοποιούνται οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, μεταβάλλεται με γρήγορο ρυθμό και χαρακτηρίζεται από τον έντονο ανταγωνισμό, την απελευθέρωση και διεθνοποίηση των αγορών, την ανάπτυξη της τεχνολογίας, την εμφάνιση νέων εξειδικευμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων και τη θεαματική ανάπτυξη των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Οι μεταβολές αυτές έχουν οδηγήσει και

στην τροποποίηση του θεσμικού πλαισίου που διέπει τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών οργανισμών και των πιστωτικών ιδρυμάτων, ώστε να υπάρχει η ευχέρεια αξιοποίησης του συνόλου των δυνατοτήτων που παρέχουν σήμερα οι αγορές. Ειδικά στη χώρα μας το θεσμικό πλαίσιο στο χρηματοπιστωτικό χώρο προσαρμόζεται στις απαιτήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης και εξελίσσεται παράλληλα με αυτό των λοιπών κρατών-μελών.

Η ταυτόχρονη εξέλιξη αφορά τόσο στα προσφερόμενα προϊόντα και υπηρεσίες όσο και στα θέματα που σχετίζονται με τη φερεγγυότητα, την κεφαλαιακή επάρκεια και τη διαχείριση των αναλαμβανόμενων κινδύνων από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

Μεταξύ των βασικών αλλαγών που έχουν επέλθει στον ευρωπαϊκό αλλά και στο διεθνή χρηματοπιστωτικό χώρο είναι η απελευθέρωση της προσφοράς προϊόντων, υπηρεσιών και δραστηριοτήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα, με επίκεντρο την απελευθέρωση της εμπορικής τραπεζικής (commercial banking) και της επενδυτικής τραπεζικής (investment banking). Σήμερα αναφερόμαστε πλέον σε τράπεζες πολλαπλών δραστηριοτήτων (universal banking), δηλαδή σε τράπεζες ή γενικότερα σε πιστωτικά ιδρύματα που έχουν τη δυνατότητα δραστηριοποίησης στην προσφορά όλων των προϊόντων και υπηρεσιών του χρηματοπιστωτικού χώρου, αρκεί αυτό να αποτελεί επιλογή τους και να έχει γίνει τυπικά αποδεκτό από τις εποπτεύουσες αρχές με την έγκριση ή με τροποποίηση του καταστατικού τους. Παράλληλα δίνεται η δυνατότητα και στα λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αναλαμβάνουν εργασίες που έως πρόσφατα αποτελούσαν αποκλειστικό προνόμιο των εμπορικών τραπεζών ή γενικά των τραπεζών.

Οι παραπάνω αναφερόμενες δυνατότητες θεσμοθετούνται και περιγράφονται στις σχετικές Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και κυρίως στην οδηγία 2006/48/EK που αναφέρεται στην ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων και η οποία αντικατέστησε τις οδηγίες 77/780/ΕΟΚ και 89/646/ΕΟΚ, γνωστές και ως πρώτη και δεύτερη τραπεζική οδηγία, αντίστοιχα, στις οποίες στηρίχθηκε η λειτουργία των πιστωτικών ιδρυμάτων της Ευρωπαϊκής Ένωσης για δύο περίπου δεκαετίες.

Ιδιαίτερα σημαντικές για τη θεσμική κάλυψη των παραπάνω δυνατοτήτων είναι και οι οδηγίες 2006/49/EK 14.06.2006, σχετικά με την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων και 2004/39/EK, γνωστή ως MiFID, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, με τις

οποίες τροποποιήθηκαν οι οδηγίες 85/611/ΕΟΚ, 93/6/ΕΟΚ¹ και καταργήθηκε η οδηγία 93/22/ΕΟΚ που αναφερόταν στις επενδυτικές υπηρεσίες και τις Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ).

Οι οδηγίες έχουν ενσωματωθεί στο ελληνικό δίκαιο με σχετικούς νόμους με σημαντικότερους το ν.360 1/1.8.2007, που αναφέρεται στην ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα και στην επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών, και το ν. 3606/ 17.8.2007, που αναφέρεται στις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων

Οι σημαντικές εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό χώρο επηρεάζουν και τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που αναλαμβάνουν τα πιστωτικά ιδρύματα, τόσο κατά τη διαδικασία άντλησης κεφαλαίων όσο και κατά τη διαδικασία επένδυσης των κεφαλαίων αυτών, αφού οι παραδοσιακοί κίνδυνοι διαφοροποιούνται και ταυτόχρονα αναπτύσσονται και προστίθενται νέοι κίνδυνοι, οι καλούμενοι κίνδυνοι αγοράς.

1.5 Πιστωτικά Ιδρύματα

Στην συνέχεια εξετάζουμε τις σημαντικότερες μορφές χρηματοπιστωτικών οργανισμών, όπως εμφανίζονται σε ανεπτυγμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα, όπως αυτά των Η.Π.Α. ή της Ιαπωνίας αλλά κυρίως της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αρχίζοντας από τα πιστωτικά ιδρύματα που αποτελούν τον κυριότερο αντιπρόσωπο αυτών.

1.5.1 Έννοια του Πιστωτικού Ιδρύματος

Τα πιστωτικά ιδρύματα αποτελούν τον κύριο χρηματοοικονομικό οργανισμό σε κάθε οικονομία. Το πρώτο πιστωτικό ίδρυμα που ιδρύθηκε στην Ελλάδα ήταν η Ιονική Τράπεζα (1834) και ακολούθησε η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία ιδρύθηκε το 1841².

Πέραν της ανωτέρω, έχουν επιχειρηθεί διάφορες προσεγγίσεις στον ορισμό της τράπεζας ή της τραπεζικής επιχείρησης.

Μια πρώτη προσέγγιση δέχεται ότι τράπεζα είναι η επιχείρηση που κατά κύριο επάγγελμα ενεργεί πιστωτικές εργασίες. Μια άλλη προσδιορίζει την τράπεζα

¹ αναφερόταν στην επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ

² Ουσιαστικά, το θεσμικό πλαίσιο για τα πιστωτικά ιδρύματα στη χώρα μας άρχισε να διαμορφώνεται με το νόμο 5076/1931 «περί Ανωνύμων Εταιρειών και Τραπεζών». Στο άρθρο 10 παρ. Ι του νόμου αυτού ορίζεται ότι: «Τράπεζα είναι οι επιχειρήσεις αίτινες, ανεξαρτήτως ετέρου σκοπού αυτών, δέχονται κατ' επάγγελμα καταθέσεις χρημάτων ή άλλων αξιών»

ως την επιχείρηση που προβαίνει στη συγκέντρωση κοινωνικής αποταμίευσης και τη διοχετεύει με κέρδος προς διάφορους κλάδους της οικονομίας.

Στην καταργηθείσα Πρώτη Τραπεζική Οδηγία³ ως Πιστωτικό Ίδρυμα ορίζεται:

«Επιχείρηση, η δραστηριότητα της οποίας συνίσταται στο να δέχεται καταθέσεις ή άλλα επιστρεπτέα κεφάλαια από το κοινό και να χορηγεί πιστώσεις για λογαριασμό της». Στην ίδια οδηγία ορίζεται ότι άδεια λειτουργίας Πιστωτικού Ιδρύματος είναι:

«Πράξη οποιασδήποτε μορφής των αρχών από την οποία απορρέει η δυνατότης ίδρυσης και λειτουργίας του Πιστωτικού Ιδρύματος».

Η οδηγία αυτή έθετε και τις βάσεις ελεύθερης εγκατάστασης των πιστωτικών ιδρυμάτων ορίζοντας ότι κάθε πιστωτικό ίδρυμα που έχει πάρει άδεια λειτουργίας σε ένα κράτος-μέλος μπορεί να εγκατασταθεί ελεύθερα σε όλες τις χώρες-μέλη.

Σήμερα, το βασικό πλαίσιο ίδρυσης και λειτουργίας των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, κατ'εφαρμογή των σχετικών οδηγιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τίθεται με το νόμο 3601/01.08.2007, με τον οποίο το πλαίσιο λειτουργίας των πιστωτικών ιδρυμάτων προσαρμόζεται στους κανόνες της Επιτροπής της Βασιλείας (Βασιλεία II). Στο νόμο αυτό ορίζεται ότι:

«Πιστωτικό Ίδρυμα είναι η επιχείρηση, η δραστηριότητα της οποίας συνίσταται στην αποδοχή καταθέσεων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων από το κοινό και στη χορήγηση δανείων ή λοιπών πιστώσεων για λογαριασμό της, καθώς και το ίδρυμα ηλεκτρονικού χρήματος».

Στον ίδιο νόμο ορίζεται ότι η χρήση του όρου «τράπεζα» ή οποιασδήποτε ξενόγλωσσης απόδοσής του στην επωνυμία ή το διακριτικό τίτλο επιχείρησης επιτρέπεται μόνο σε πιστωτικά ιδρύματα, εκτός εάν το είδος της δραστηριότητας της επιχείρησης, όπως αυτή προκύπτει από το καταστατικό της και όπως πρέπει παράλληλα να υποδηλώνεται στην επωνυμία και στο διακριτικό τίτλο της επιχείρησης, αποκλείει τον κίνδυνο σύγχυσης του κοινού.

Επίσης ορίζεται ότι οι αμιγείς πιστωτικοί συνεταιρισμοί, που λαμβάνουν άδεια λειτουργίας από την Τράπεζα της Ελλάδος ως πιστωτικά ιδρύματα, δύνανται να χρησιμοποιούν στην επωνυμία τους τον όρο «Συνεταιριστική Τράπεζα».

Παρά τη διαφορετική τους αφετηρία, όλες οι προσεγγίσεις συγκλίνουν στο ότι η τραπεζική επιχείρηση δραστηριοποιείται κατά κύριο λόγο στην εμπορία χρήματος και ότι η δραστηριοποίηση και σε άλλες χρηματοοικονομικές εργασίες δεν

³ Πρόκειται για την οδηγία 77/780/ΕΟΚ

διαφοροποιεί το κύριο χαρακτηρισμό της. Δεν είναι όμως δυνατόν να καλύψουν την έννοια της σύγχρονης τράπεζας ή του σύγχρονου πιστωτικού ιδρύματος που πέραν της αποδοχής καταθέσεων δραστηριοποιούνται σε ένα ευρύ φάσμα εργασιών και υπηρεσιών. Και αυτό γιατί σήμερα οι δραστηριότητες όλων των οργανισμών που δραστηριοποιούνται στο χώρο της παροχής πίστης και της κίνησης κεφαλαίων στο μεγαλύτερο μέρος τους μπορεί να ταυτιστούν. Δηλαδή οι συνεχώς και με διαρκώς αυξανόμενο ρυθμό μεταβαλλόμενες συνθήκες στο οικονομικό περιβάλλον δεν έχουν αφήσει ανεπηρέαστο και το τραπεζικό σύστημα. Οι τράπεζες και γενικότερα οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί περιορίζουν σταδιακά τις παραδοσιακές τους λειτουργίες και στρέφονται σε νέες δραστηριότητες ή σε δραστηριότητες που μέχρι πρότινος αποτελούσαν προνόμιο συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών οργανισμών. Στη στροφή αυτή συμβάλλει καθοριστικά η συνεχής ελυσσόμενη τεχνολογία, το αναπροσαρμοσμένο θεσμικό πλαίσιο και τα συνεχώς εμφανιζόμενα νέα χρηματοοικονομικά εργαλεία. Έτσι οι τράπεζες διευρύνουν συνεχώς τις δραστηριότητές τους οι οποίες καλύπτουν όλο το φάσμα της διοχέτευσης κεφαλαίων στην οικονομία. Όπως ήδη έχουμε αναφέρει, σήμερα μιλάμε για την τράπεζα πολλαπλών δραστηριοτήτων.

Η τάση αυτή στο θεσμικό πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και παράλληλα και στο ελληνικό διαμορφώνεται με την καθιέρωση του όρου «Χρηματοδοτικό Ίδρυμα». Ως χρηματοδοτικό ίδρυμα ορίζεται η επιχείρηση η οποία δεν είναι πιστωτικό ίδρυμα και της οποίας η κύρια δραστηριότητα συνίσταται στην απόκτηση συμμετοχών ή στην άσκηση μιας ή περισσότερων από τις δραστηριότητες των πιστωτικών ιδρυμάτων πλην της αποδοχής καταθέσεων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων, δραστηριότητα η οποία παραμένει αποκλειστικά στην αρμοδιότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων (τραπεζών).

Στην Ελλάδα σήμερα η προσαρμογή του χρηματοοικονομικού χώρου και του τραπεζικού συστήματος στις διεθνείς εξελίξεις είναι σχεδόν πλήρης, ακολουθώντας και τις επικρατούσες στο διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον συνθήκες οι οποίες σε μεγάλο βαθμό διαμορφώνονται από τις προτάσεις της Επιτροπής της Βασιλείας και τις συνθήκες στην Ευρωπαϊκή Ένωση που διαμορφώνονται από τις οδηγίες του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και εξειδικεύονται με αποφάσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Η έννοια, η ίδρυση, η λειτουργία και οι εργασίες των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα έχουν αφετηρία την οδηγία 2006/48/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου

και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2006, που αναφέρεται στους όρους και προϋποθέσεις ανάληψης και άσκησης δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων. Με την οδηγία αυτή καταργήθηκε η οδηγία 2000/12/EK, η οποία είχε αντικαταστήσει τη δεύτερη τραπεζική οδηγία⁴.

Σημαντική για τη λειτουργία των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι και η οδηγία 2006/49/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων, η οποία τροποποίησε την οδηγία 89/647/ΕΟΚ για το δείκτη φερεγγυότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων και παράλληλα την Οδηγία 93/6/ΕΟΚ.

Οι διατάξεις και οι γενικές αρχές των οδηγιών 2006/48/EK και 2006/49/EK ενσωματώθηκαν στην ελληνική τραπεζική νομοθεσία με το ν.3601/1.8.2007 για την ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα και την επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Παράλληλα, με το νόμο αυτό αντικαταστάθηκαν και αναθεωρήθηκαν ισχύουσες διατάξεις της τραπεζικής νομοθεσίας (ν. 5076/1931, 1665/1951, 2076/1992, Π.Δ. 267/995). Με τη συγκέντρωση όλων των σχετικών διατάξεων στο νόμο αυτό διευκολύνεται το έργο τόσο των τραπεζών όσο και των εποπτικών αρχών.

Η ολοκλήρωση της ενσωμάτωσης στο ελληνικό δίκαιο των διατάξεων των οδηγιών 2006/48/EK και 2006/49/EK και η εξειδίκευση της εφαρμογής των διατάξεων του ν.3601/2007 σε θέματα ιδίων κεφαλαίων και κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων έγινε με σειρά πράξεων του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος. Με τον τρόπο αυτό διαμορφώθηκε το νέο θεσμικό πλαίσιο με υιοθέτηση ουσιαστικά των αρχών που θέτει η Επιτροπή της Βασιλείας. Το νέο αυτό πλαίσιο είναι γνωστό ως Βασιλεία II (Basel II).

Οι πράξεις αυτές του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος είναι οι ακόλουθες:

- ΠΔ/ΤΕ 2587/20.8.2007, για τον ορισμό των Ιδίων Κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα. (Ισχύς από την ημέρα δημοσίευσης στο ΦΕΚ). Με την πράξη αυτή καταργήθηκαν οι ΠΔ/ΤΕ 2053/1992 και 2228/ 1993.
- ΠΔ/ΤΕ 2596/20.8.2007, για την εποπτεία και τον έλεγχο των μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων των πιστωτικών ιδρυμάτων. (Ισχύς έως

4 Πρόκειται για τη δεύτερη τραπεζική οδηγία 89/646/ΕΟΚ

31.12.2007. Με την πράξη αυτή καταργήθηκαν οι ΠΔ/ΤΕ 2246/1993 και 2279/ 1993)

- ΠΔ/ΤΕ 2588/20.8.2007, για τον υπολογισμό των Κεφαλαιακών Απαιτήσεων έναντι του Πιστωτικού Κινδύνου σύμφωνα με την Τυποποιημένη Προσέγγιση. (Ισχύς από την ημέρα δημοσίευσης στο ΦΕΚ). Με την πράξη αυτή καταργήθηκαν οι ΠΔ/ΤΕ 2054/1992 και 2523/ 1992.
- ΠΔ/ΤΕ 2589/20.8.2007, για τον υπολογισμό των Κεφαλαιακών Απαιτήσεων έναντι του πιστωτικού κινδύνου σύμφωνα με την Προσέγγιση Εσωτερικών Διαβαθμίσεων. (Ισχύς από την ημέρα δημοσίευσης στο ΦΕΚ).
- ΠΔ/ΤΕ 2593/20.8.2007, για τον υπολογισμό σταθμισμένων ανοιγμάτων για θέσεις σε τιλοποίηση. (Ισχύς από την ημέρα δημοσίευσης στο ΦΕΚ). ΠΔ/ΤΕ 2591/20.8.2007, για τον υπολογισμό των Κεφαλαιακών Απαιτήσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων για τον κίνδυνο αγοράς. Με την πράξη αυτή καταργήθηκε η ΠΔ/ΤΕ 2396/1997.
- ΠΔ/ΤΕ 2594/20.8.2007: Κίνδυνος αντισυμβαλλομένου. (Ισχύς από 1. 1. 1998).
- ΠΔ/ΤΕ 2590/20.8.2007: Ελάχιστες Κεφαλαιακές Απαιτήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων για το λειτουργικό κίνδυνο. (Ισχύς από 1.1.1998).
- ΠΔ/ΤΕ 2595/20.8.2007 σχετικά με τον καθορισμό των κριτηρίων που πρέπει να διέπουν τη Διαδικασία Αξιολόγησης Επάρκειας Εσωτερικού Κεφαλαίου (ΔΑΕΕΚ) των πιστωτικών ιδρυμάτων και της Διαδικασίας Εποπτικής Αξιολόγησης (ΔΕΛ) από την Τράπεζα της Ελλάδος⁵.
- ΠΔ/ΤΕ 2592/20.8.2007, για τη δημοσιοποίηση εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων στοιχείων και πληροφοριών σχετικά με την κεφαλαιακή τους επάρκεια και τους κινδύνους που αναλαμβάνουν καθώς και τη διαχείριση αυτών.

Τις εργασίες των πιστωτικών ιδρυμάτων επηρεάζει και η οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου που αναφέρεται στις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, η οποία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το ν. 3606/2007. Στο νόμο ορίζεται ότι οι διατάξεις του, πέραν των Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ), εφαρμόζονται και στις οργανωμένες αγορές, στους

⁵ Ισχύς από 1.1.1998. Με την πράξη αυτή συμπληρώθηκε η ΠΔ/ΤΕ 2577/9.3.2006

διαχειριστές αγοράς, στις Ανώνυμες Εταιρείες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης (ΑΕΕΔ), καθώς και στα πιστωτικά ιδρύματα, εφόσον παρέχουν μία ή περισσότερες επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες, όπως αυτές ορίζονται στο νόμο αυτό.

1.6 Τα Πιστωτικά Ιδρύματα στην Ελλάδα

1.6.1 Ελληνικά Πιστωτικά Ιδρύματα - Γενικά Στοιχεία και Προσφερόμενες Υπηρεσίες

Όπως αναφέραμε ήδη η ίδρυση και λειτουργία των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα διέπεται από τις διατάξεις του ν. 3601/2007. Σύμφωνα με άρθρο 5, παρ. 1 του νόμου αυτού, τα πιστωτικά ιδρύματα ιδρύονται υποχρεωτικά με τη νομική μορφή της ανώνυμης εταιρείας, με εξαίρεση τις συνεταιριστικές τράπεζες που ιδρύονται με τη νομική μορφή των αστικών συνεταιρισμών (ν. 1667/86 και άρθρο 5 του ν. 3601/2007).

Το ελάχιστο αρχικό μετοχικό κεφάλαιο των πιστωτικών ιδρυμάτων που ιδρύονται στην Ελλάδα ανέρχεται σήμερα σε ευρώ 18.000.000. Το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να καλύπτεται από μετρητά και λοιπά στοιχεία. Εάν το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο δεν καλύπτεται ολοσχερώς με μετρητά, η Τράπεζα της Ελλάδος ορίζει κατά περίπτωση τα λοιπά στοιχεία με τα οποία μπορεί αυτό να καλύπτεται και καθορίζει την απαιτούμενη αναλογία των μετρητών προς τα εν λόγω στοιχεία, λαμβάνοντας υπόψη τα ισχύοντα κριτήρια για την επάρκεια της ρευστότητας και τη φερεγγυότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων. Στη συνέχεια, κατά τη λειτουργία του, το απαιτούμενο ύψος των εποπτικών κεφαλαίων του κάθε πιστωτικού ιδρύματος προσδιορίζεται καθημερινά βάσει των αναλαμβανόμενων κινδύνων και των κανόνων της κεφαλαιακής επάρκειας που τίθενται από τις εποπτικές αρχές.

Στο άρθρο 4, ν. 3601/2007 ορίζεται η απαγόρευση σε νομικά ή φυσικά πρόσωπα που δεν αποτελούν πιστωτικά ιδρύματα να δραστηριοποιούνται στην κατ' επάγγελμα αποδοχή καταθέσεων χρημάτων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων από το κοινό.

Επίσης ορίζεται ότι απαγορεύεται η κατ' επάγγελμα χορήγηση δανείων ή λοιπών πιστώσεων, εφόσον δεν έχει παρασχεθεί προς το σκοπό αυτό ειδική άδεια της Τράπεζας της Ελλάδος, πλην περιπτώσεων που επιτρέπεται από ειδικές διατάξεις της νομοθεσίας.

Εξαιρέσεις ορίζονται στην περίπτωση χορήγησης δανείων ή λοιπών πιστώσεων, των πιστωτικών καρτών συμπεριλαμβανομένων, μεταξύ συνδεδεμένων επιχειρήσεων, όπως αυτές ορίζονται στο άρθρο 42 του ν. 2190/1920, καθώς και στην περίπτωση χορήγησης δανείων ή λοιπών πιστώσεων που χορηγούνται από επιχειρήσεις προς φυσικά ή νομικά πρόσωπα για την αγορά αγαθών ή υπηρεσιών που διατίθενται από την ίδια την παρέχουσα την πίστωση το δάνειο επιχείρηση.

Όσον αφορά στις χορηγητικές εργασίες είχαν αρχικά επιτραπεί με το ν. 2937/2001 σε φορείς πέραν των πιστωτικών ιδρυμάτων, μετά από τη λήψη σχετικής άδειας από την Τράπεζα της Ελλάδος, η κατ' επάγγελμα χορήγηση δανείων ή πιστώσεων προς το κοινό, αυξάνοντας έτσι τον ανταγωνισμό στο χρηματοοικονομικό χώρο.

Η εξειδίκευση της λειτουργίας των φορέων αυτών έγινε με την ΠΔ/ΤΕ 2485/2002 με την οποία ρυθμίζονται οι διαδικασίες και οι προϋποθέσεις ίδρυσης των Εταιρειών Παροχής Πιστώσεων (ΕΠΠ).

Τα προϊόντα και οι υπηρεσίες που μπορούν να προσφέρουν τα πιστωτικά ιδρύματα αναφέρονται αναλυτικά στην τραπεζική οδηγία 2006/48/EK, στο ν.3601 /2007 και στην Οδηγία 2004/39/EK.

Σύμφωνα με το άρθρο 11 του ν. 3601/2007 οι δραστηριότητες που μπορούν καλύψουν τα πιστωτικά ιδρύματα είναι οι εξής:

1. Αποδοχή καταθέσεων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων.
2. Χορήγηση δανείων ή λοιπών πιστώσεων συμπεριλαμβανομένων και των πράξεων πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων.
3. Χρηματοδοτική μίσθωση (Leasing).
4. Πράξεις διενέργειας πληρωμών και μεταφοράς κεφαλαίων.
5. Έκδοση και διαχείριση μέσων πληρωμής (πιστωτικών και χρεωστικών καρτών, ταξιδιωτικών και τραπεζικών επιταγών).
6. Εγγυήσεις και αναλήψεις υποχρεώσεων.
7. Συναλλαγές για λογαριασμό του ιδίου ιδρύματος ή της πελατείας του σε:
 - Μέσα χρηματαγοράς (αξιόγραφα, πιστοποιητικά καταθέσεων, κ.λπ.)
 - Συνάλλαγμα
 - Προθεσμιακά συμβόλαια χρηματοπιστωτικών τίτλων ή χρηματοπιστωτικά δικαιώματα
 - Συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίων και συναλλάγματος
 - Κινητές αξίες

- Συμμετοχές σε εκδόσεις τίτλων και παροχή συναφών υπηρεσιών περιλαμβανομένων ειδικότερα και των υπηρεσιών αναδόχου εκδόσεων τίτλων.
8. Παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις, όσον αφορά τη διάρθρωση του κεφαλαίου, τη βιομηχανική στρατηγική και συναφή θέματα και συμβουλών, καθώς και υπηρεσιών στον τομέα της συγχώνευσης και της εξαγοράς επιχειρήσεων.
 9. Συμμετοχές σε εκδόσεις τίτλων και παροχή συναφών υπηρεσιών περιλαμβανομένων ειδικότερα και των υπηρεσιών αναδόχου εκδόσεων τίτλων.
 10. Μεσολάβηση στις διατραπεζικές αγορές.
 11. Διαχείριση χαρτοφυλακίου ή παροχή συμβουλών για τη διαχείριση χαρτοφυλακίου.
 12. Φύλαξη και διαχείριση κινητών αξιών.
 13. Εμπορικές πληροφορίες περιλαμβανομένων και των υπηρεσιών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας πελατών.
 14. Εκμίσθωση θυρίδων.
 15. Έκδοση ηλεκτρονικού χρήματος.
 16. Όλες τις επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες καθώς και τις παρεπόμενες υπηρεσίες, όπως αυτές εξειδικεύονται στο ν. 3606/2007 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, με τον οποίο ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο η οδηγία 2004/39/EK, γνωστή ως MiFID, και ο οποίος αντικατέστησε το ν. 2076/92.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούν να καλύψουν όλες τις δραστηριότητες που καλύπτει μια ΕΠΕΥ, κάτι που καθίσταται σαφές και στο ν. 3606/2007 όπου ορίζεται ότι πεδίο εφαρμογής του, πέραν των ΕΠΕΥ, αποτελούν και τα πιστωτικά ιδρύματα. Ουσιαστικά, η εξέλιξη αυτή συνεισφέρει στην κατεύθυνση ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού οργανισμού με δυνατότητα προσφοράς του συνόλου των χρηματοπιστωτικών μέσων και υπηρεσιών, τον οποίο σε πολλά σημεία της εργασίας ορίζουμε ως τράπεζα πολλαπλών δραστηριοτήτων. Η δυνατότητα αυτή υφίσταται ταυτόχρονα σε όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης που έχουν υιοθετήσει τις σχετικές οδηγίες.

Στην Οδηγία 2006/48/EK αναφέρεται ο κατάλογος δραστηριοτήτων των πιστωτικών ιδρυμάτων τη Ευρωπαϊκής Ένωσης που απολαμβάνουν αμοιβαίας

αναγνώρισης, ο οποίος αποτελεί ουσιαστικά αναπαραγωγή της καταργηθείσας δεύτερης τραπεζικής οδηγίας (οδηγία 89/646/ΕΟΚ). Ο κατάλογος περιλαμβάνει τις ακόλουθες δραστηριότητες:

1. Αποδοχή καταθέσεων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων.
2. Χορήγηση πιστώσεων συμπεριλαμβανομένων μεταξύ των άλλων χορηγήσεις για:
 - Καταναλωτική πίστη,
 - Ενυπόθηκη πίστη,
 - Πράξεις αναδόχου εισπράξεως απαιτήσεων (factoring) με ή χωρίς δικαίωμα αναγωγής,
 - Χρηματοδότηση των εμπορικών συναλλαγών (συμπεριλαμβανομένου του forfeiting).
3. Χρηματοδοτική μίσθωση (leasing).
4. Πράξεις πληρωμής.
5. Έκδοση και διαχείριση μέσων πληρωμής (πιστωτικών καρτών, ταξιδιωτικών επιταγών και πιστωτικών επιστολών).
6. Εγγυήσεις και αναλήψεις υποχρεώσεων.
7. Συναλλαγές για λογαριασμό του ιδίου του ιδρύματος ή της πελατείας του σε:
 - Μέσα της χρηματαγοράς (επιταγές, γραμμάτια, ομόλογα καταθέσεων κ.λπ.),
 - Αγορές συναλλάγματος,
 - Χρηματοπιστωτικά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ή δικαιώματα προαίρεσης,
 - Μέσα σχετικά με συνάλλαγμα και επιτόκια,
 - Κινητές αξίες.
8. Συμμετοχές σε εκδόσεις τίτλων και παροχή συναφών υπηρεσιών.
9. Παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις, όσον αφορά τη διάρθρωση του κεφαλαίου, τη βιομηχανική στρατηγική και συναφή θέματα και συμβουλές, καθώς και υπηρεσιών στον τομέα της συγχώνευσης και της εξαγοράς επιχειρήσεων.
10. Μεσολάβηση στις διατραπεζικές αγορές.

11. Διαχείριση χαρτοφυλακίου ή παροχή συμβουλών για τη διαχείριση χαρτοφυλακίου.
12. Φύλαξη και διαχείριση κινητών αξιών.
13. Εμπορικές πληροφορίες.
14. Εκμίσθωση θυρίδων.

Από την παράθεση των δύο καταλόγων προκύπτει σαφώς ότι με τον 3601/2007 έχει ενσωματωθεί στο ελληνικό θεσμικό πλαίσιο, όπως έχει συμβεί με αντίστοιχους νόμους σε κάθε χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η Οδηγία 2006/48, η οποία αντικατέστησε τη δεύτερη τραπεζική οδηγία.

1.6.2. Τυπικά Στοιχεία και Όροι ίδρυσης Πιστωτικών Ιδρυμάτων

Ο ν. 3601/1.8.2007 ορίζει ότι τα πιστωτικά ιδρύματα επιτρέπεται να ιδρύονται και να λειτουργούν μόνο με τη μορφή της ανώνυμης εταιρείας ή με τη μορφή αμιγούς πιστωτικού συνεταιρισμού και ότι τα πιστωτικά ιδρύματα που ιδρύονται και λειτουργούν στην Ελλάδα οφείλουν να έχουν και την πραγματική κεντρική διοίκησή τους στην Ελλάδα.

Παράλληλα, στον ίδιο νόμο, αναφέρονται και οι ακόλουθες βασικές προϋποθέσεις και ενέργειες για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας σε ένα πιστωτικό ίδρυμα από την Τράπεζα της Ελλάδος:

- Υποβολή σχετικής αίτησης στην Τράπεζα της Ελλάδος από εξουσιοδοτημένη ιδρυτική επιτροπή. Η αίτηση συνοδεύεται από σχέδιο καταστατικού και από μελέτη που κατ ελάχιστον περιλαμβάνει στοιχεία για το επιχειρηματικό πρόγραμμα του πιστωτικού ιδρύματος, προσδιορισμό των εργασιών και υπηρεσιών που προσφέρει, αναφορά στη διοικητική δομή με έμφαση σε θέματα που σχετίζονται με τον εσωτερικό έλεγχο και την κεφαλαιακή επάρκεια, το χρονοδιάγραμμα υλοποίησης των διαφόρων σταδίων της λειτουργίας του και κανονισμούς πολιτικής ασφάλειας πληροφοριακών συστημάτων, καθώς και το πλαίσιο της οργανωτικής του δομής, του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου, περιλαμβανομένων των λειτουργιών της Εσωτερικής Επιθεώρησης, Διαχείρισης Κινδύνων και Κανονιστικής Συμμόρφωσης.
- Κατάθεση εγγυητικής επιστολής πιστωτικού ιδρύματος, εφόσον ζητηθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος, ισόποσης με το αρχικό κεφάλαιο μετοχικό κεφάλαιο του από ίδρυση πιστωτικού ιδρύματος.

- Γνωστοποίηση στην Τράπεζα της Ελλάδος της ταυτότητας των μετόχων, φυσικών ή νομικών προσώπων, με ποσοστό συμμετοχής ίσο ή μεγαλύτερο του 5% του μετοχικού κεφαλαίου του υπό ίδρυση πιστωτικού ιδρύματος καθώς και το ποσοστό της συμμετοχής των δέκα μεγαλύτερων μετόχων και το ποσοστό συμμετοχής ή των δικαιωμάτων ψήφου καθενός στο πιστωτικό ίδρυμα καθώς και των φυσικών προσώπων που ασκούν, μέσω γραπτών ή άλλων συμφωνιών ή μέσω κοινής δράσης, τον έλεγχο του πιστωτικού ιδρύματος.
- Γνωστοποίηση στην Τράπεζα της Ελλάδος δύο τουλάχιστον προσώπων, υπεύθυνων για τον καθορισμό του προσανατολισμού της δραστηριότητας του πιστωτικού ιδρύματος και τα οποία θα συμμετέχουν, ως μέλη, στο Διοικητικό Συμβούλιο του πιστωτικού ιδρύματος, των λοιπών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των επικεφαλής των λειτουργιών του πιστωτικού ιδρύματος, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στις ισχύουσες αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος περί των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου των πιστωτικών ιδρυμάτων.
- Υποβολή, σύμφωνα με το νόμο και μετά από απαίτηση της Τράπεζας της Ελλάδος, δήλωσης για την προέλευση των χρηματικών μέσων των μετόχων με συμμετοχή άμεσα ή έμμεσα ποσοστού 1% στο μετοχικό κεφάλαιο του πιστωτικού ιδρύματος.

Ειδικά στην περίπτωση μετατροπής υφιστάμενου εν λειτουργία νομικού προσώπου σε πιστωτικό ίδρυμα, ποσοστό τουλάχιστον 80% του ενεργητικού τού υπό μετατροπή νομικού προσώπου, θα πρέπει να είναι συνολικά τοποθετημένο σε μετρητά, καταθέσεις, τίτλους διαπραγματεύσιμους σε οργανωμένες αγορές και βραχυπρόθεσμα δάνεια ή λοιπές πιστώσεις που έχουν χορηγηθεί με τραπεζικά κριτήρια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ

2.1 Εξελίξεις στο Χρηματοπιστωτικό Χώρο και Χρηματοοικονομικοί Κίνδυνοι

Το χρηματοοικονομικό περιβάλλον κατά τις τελευταίες δεκαετίες μεταβάλλεται με γρήγορο ρυθμό και χαρακτηρίζεται από την απελευθέρωση και παγκοσμιοποίηση των αγορών του, την ανάπτυξη και χρήση της νέας τεχνολογίας, την ανάπτυξη νέων εξειδικευμένων και πολύπλοκων χρηματοοικονομικών προϊόντων, τον εκσυγχρονισμό των υφιστάμενων και την εμφάνιση νέων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, την ανάπτυξη των υφιστάμενων και τη δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών αγορών, τον έντονο ανταγωνισμό και τη θεαματική ανάπτυξη των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Κατά τον Κ. Αγγελόπουλο Χρ. Παναγιώτη: « επίκεντρο των προσφερόμενων σήμερα, χρηματοοικονομικών προϊόντων από όλους σχεδόν τους οργανισμούς του χρηματοοικονομικού χώρου, πιστωτικά ιδρύματα ή άλλους, είναι τα επενδυτικά προϊόντα που αφενός εξασφαλίζουν το υπενδεδυμένο κεφάλαιο και αφετέρου προσφέρουν απόδοση που ακολουθεί το σύνολο ή μεγάλο ποσοστό της θετικής εξέλιξης της αγοράς στην αγορά⁶ »

Μια επιγραμματική αναφορά στα σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα, στις σύγχρονες χρηματοοικονομικές αγορές και στους συνεχώς αναπτυσσόμενους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς μπορεί καταρχάς να αποδώσει το μέγεθος των συντελούμενων μεταβολών.

Αναφερόμαστε σήμερα σε δεκάδες νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα που διευκολύνουν την άντληση ή την επένδυση κεφαλαίων, όπως Εμπορικά ή Βιομηχανικά Γραμμάτια (Commercial Paper), Χρεόγραφα Υψηλού Κινδύνου (Junk Bonds), Γραμμάτια Τραπεζικής Αποδοχής (Banker Acceptances), Διατραπεζικά Κεφάλαια (Federal Funds), Κεφάλαια Overnight, Κεφάλαια Συναλλάγματος (Διατραπεζικά ή Ιδιωτικά), Ευρωδολάρια (Eurodollars), Ευρωνομίσματα (Eurocurrencies), Χρεόγραφα του Δημοσίου (Treasury Bills, Treasury Notes, Treasury Bonds), Ομόλογα χωρίς Τοκομερίδιο (Zero Coupon Bonds), Ομόλογα Κυμαινόμενου Επιτοκίου (FRNs), Ομόλογα Σταθερού Τοκομεριδίου (Fixed Coupon Bonds), Τιμαριθμοποιημένα Ομόλογα (Index Linked Bonds), Αποταμιευτικά

⁶ Από το βιβλίο του : Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (2005) ,β' έκδοση

Ομόλογα, Προμέτοχα, Ομόλογα Τύπου Μπαλλαντίρ, Ομόλογα με ρήτρα Ξένων Νομισμάτων, STRIPS, Άυλοι Τίτλοι, Ομόλογα Ευρωγιέν, Ομόλογα Samurai, Μετοχές (Stocks), Συμφωνίες Επαναγοράς (Repos), Συμφωνίες Επαναπώλησης (Reverse Repos), Τραπεζικά Ομόλογα, Ομολογιακά Δάνεια, Δημοτικά Ομόλογα (Municipal Bonds), Κοινοπρακτικά Δάνεια (Syndicated Loans), Συμφωνίες Εγγύησης Έκδοσης Χρεογράφων (NFIs), Management Buyouts (MBOs), Κυλιόμενα Κεφάλαια (Sinking Funds), Δάνεια δύο Επιτοκίων, Πιστοποιητικά Καταθέσεων (Certificates of Deposits CDs), Synthetic Deposits, Synthetic Loans, Μέρηδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων, Underwritings, RUFs, κ.λπ.

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, είτε χρησιμοποιούνται για επένδυση είτε για άντληση κεφαλαίων, διακινούνται στις χρηματοοικονομικές αγορές. Όσο πιο οργανωμένη και ανεπτυγμένη είναι μια αγορά, τόσο πιο αποτελεσματική είναι η διακίνηση των προϊόντων. Τέτοιες αγορές είναι η Χρηματαγορά, η Κεφαλαιαγορά, η Διατραπεζική Αγορά του Ευρώ, η Εγχώρια Αγορά Συναλλάγματος, η Διεθνής Αγορά Συναλλάγματος, η Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων (Η.Δ.Α.Τ), η Πρωτογενής Αγορά, η Δευτερογενής Αγορά, η Αγορά Επιτοκίων, η Αγορά του EURIBOR, η Αγορά του LIBOR, η Αγορά Στεγαστικών Δανείων (Mortgage Market), η Αγορά Άμεσης Χρηματοδότησης, η Αγορά Έμμεσης Χρηματοδότησης, η Χρηματιστηριακή Αγορά, η Αγορά Παραγώγων Χρηματοοικονομικών Προϊόντων (Financial Derivatives Market), η Αγορά Εμπορευμάτων (Commodities Market), κ.λπ.

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα διακινούνται στις αγορές, στα πλαίσια της έμμεσης ή της άμεσης χρηματοδότησης, αφού δημιουργηθούν ή διαμορφωθούν καταλλήλως από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, ώστε να καταστεί εύκολη και ταχεία η μεταφορά των κεφαλαίων. Τέτοιοι οργανισμοί είναι οι τράπεζες (Πιστωτικά Ιδρύματα), οι Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ), οι Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης, οι Εταιρείες Πρακτορείας Επιχειρηματικών Απαιτήσεων (Factoring Companies), οι Εταιρείες Forfaiting, οι Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Venture Capital Companies), οι Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), οι Συνεταιριστικές Τράπεζες, οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, οι Πιστωτικές Ενώσεις (Credit Unions), οι Εταιρείες Χρηματοδότησης Κατανάλωσης (Sales and Consumer Finance Companies), οι Εταιρείες Αμοιβαίων Αποταμιεύσεων (Mutual Saving Banks), τα Συνταξιοδοτικά Ταμεία, οι Ασφαλιστικές Εταιρείες, οι Εταιρείες Joint Venture, κ.λπ.

Βασικά στοιχεία των συντελούμενων μεταβολών είναι η ανάπτυξη διαδικασιών και θεσμών για την εύκολη και ταχεία πρόσβαση στις αγορές κάθε ενδιαφερόμενου (επενδυτή ή δανειζόμενου) και η τιμολόγηση των χρηματοοικονομικών προϊόντων στις αγορές. Έννοιες, όπως απόδοση στη λήξη (yield to maturity), επιτόκιο Euribor, επιτόκιο Libor, Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ), αποτελούν το αποτέλεσμα ή το μέσο της τιμολόγησης.

Σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη και τον εκσυγχρονισμό του χρηματοπιστωτικού συστήματος και στην προώθηση των εξελίξεων σ' αυτό διαδραματίζει και το νέο θεσμικό πλαίσιο που αποτελεί είτε τροποποίηση του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου ανάπτυξη νέου, βασισμένου στα νέα δεδομένα. Κύρια θέματα του νέου θεσμικού πλαισίου αποτελούν η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και η δυνατότητα ελεύθερης ή χωρίς πολλές διατυπώσεις εγκατάσταση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε όλες τις χρηματοοικονομικά ανεπτυγμένες χώρες, άσχετα με τη χώρα ίδρυσής τους. Δίδεται έτσι η δυνατότητα αξιοποίησης του συνόλου των ευκαιριών που παρέχουν σήμερα οι αγορές και ανάπτυξης του ανταγωνισμού. Ειδικά στη χώρα μας το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των πιστωτικών ιδρυμάτων προσαρμόζεται στις απαιτήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης και κινείται παράλληλα με αυτό των λοιπών κρατών-μελών.

Η κοινή αυτή πορεία αφορά τόσο τα προσφερόμενα προϊόντα και τις υπηρεσίες όσο και την αντιμετώπιση προβλημάτων φερεγγυότητας και επάρκειας κεφαλαίων των χρηματοπιστωτικών οργανισμών και παράλληλα την αντιμετώπιση των χρηματοοικονομικών κινδύνων.

Η απελευθέρωση της προσφοράς χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών και η δυνατότητα παροχής τους από κάθε χρηματοπιστωτικό οργανισμό, με επίκεντρο την απελευθέρωση της εμπορικής τραπεζικής (Commercial) και επενδυτικής τραπεζικής (Investment Banking), τόσο στον ευρωπαϊκό όσο και στο διεθνή χρηματοοικονομικό χώρο, δημιούργησε τη νέα δομή των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, αυτό που σήμερα ονομάζουμε Τράπεζα Πολλαπλών Δραστηριοτήτων (Universal Banking). Ο όρος αυτός προσδιορίζει το χρηματοοικονομικό οργανισμό, τράπεζα ή άλλον, που έχει τη δυνατότητα να δραστηριοποιηθεί στην προσφορά όλων των προϊόντων και υπηρεσιών του χρηματοοικονομικού χώρου, αρκεί αυτό να αποτελεί επιλογή του και να έχει γίνει τυπικά αποδεκτό από τις εποπτεύουσες αρχές. Δηλαδή παρέχεται η δυνατότητα σε κάθε χρηματοπιστωτικό οργανισμό να αναλαμβάνει εργασίες, που έως πρόσφατα αποτελούσαν αποκλειστικό προνόμιο των

εμπορικών τραπεζών, και στις τράπεζες να επεκτείνουν τη δραστηριότητά τους σε εργασίες πέραν της εμπορικής τραπεζικής.

Σημαντική, όπως και πιο πάνω αναφέραμε, είναι και η εξέλιξη που αφορά τη δυνατότητα εγκατάστασης των πιστωτικών ιδρυμάτων σε χώρες διαφορετικές από τη χώρα καταγωγής τους. Τα εμπόδια εγκατάστασης σταδιακά παραμερίζονται, ιδιαίτερα στις αναπτυγμένες χρηματοοικονομικά χώρες. Στις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης η ελευθερία εγκατάστασης είναι πλήρης.

Πιο συγκεκριμένα, οι μεταβολές στο χρηματοοικονομικό χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ελευθερία εγκατάστασης, προσφορά κάθε χρηματοοικονομικού προϊόντος και υπηρεσίας) προσδιορίζονται από τις σχετικές οδηγίες (τραπεζικές ή άλλες), όπως η 77/780/ΕΟΚ⁷ ή η 89/646/ΕΟΚ⁸, οι οποίες έχουν ενσωματωθεί στο Ελληνικό Δίκαιο με το νόμο 2076/90. Άλλες οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης σχετικές με τη λειτουργία, την ελευθερία εγκατάστασης και την κεφαλαιακή επάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι η οδηγία 93/22/ΕΟΚ, που αφορά τις επενδυτικές υπηρεσίες και τις Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ) και η οδηγία 93/6/ΕΟΚ που αφορά την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των Ε.Π.Ε.Υ.

Τα προϊόντα και οι υπηρεσίες που μπορούν να προσφέρουν τα πιστωτικά ιδρύματα αναφέρονται αναλυτικά στη δεύτερη τραπεζική οδηγία, 89/646/ΕΟΚ, στο ν.2076/90 και στην οδηγία 93/22/ΕΟΚ.

Οι σημαντικές αυτές εξελίξεις στο χρηματοοικονομικό χώρο έχουν επηρεάσει και τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που αντιμετωπίζουν σήμερα οι αγορές και οι δραστηριοποιούμενοι σ' αυτές, επενδυτές ή δανειζόμενοι, αφού οι παραδοσιακοί κίνδυνοι διαφοροποιούνται και αναπτύσσονται νέοι κίνδυνοι, οι κίνδυνοι αγοράς.

Θεωρητικά κίνδυνος είναι κάθε απόκλιση ή διασπορά γύρω από την αναμενόμενη τιμή και χρηματοοικονομικός κίνδυνος κάθε απόκλιση από την αναμενόμενη απόδοση. Επειδή η θετική απόκλιση δεν απασχολεί ιδιαίτερα κανέναν, αφού αποτελεί κέρδος, έστω και μη αναμενόμενο, ως χρηματοοικονομικός κίνδυνος, παραδοσιακός ή αγοράς, ορίζεται η πιθανότητα εμφάνισης ζημιάς λόγω δυσμενών

⁷ Περί του συντονισμού των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων που αφορούν την ανάληψη και την άσκηση της δραστηριότητας του πιστωτικού ιδρύματος

⁸ Περί του συντονισμού των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων που αφορούν την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας του πιστωτικού ιδρύματος και την τροποποίηση της οδηγίας 77/780/ΕΟΚ

εξελίξεων στην αγορά αντίθετων με τη θέση, θετική ή αρνητική, που κατέχει κάποιος επενδυτής ή δανειζόμενος.

Οι παραδοσιακοί χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι, που δημιουργούνται από την παραδοσιακή διαμεσολαβητική λειτουργία χρηματοοικονομικών αγορών και χρηματοπιστωτικών οργανισμών, δηλαδή ο κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk) και ο πιστωτικός κίνδυνος (credit risk), καθίστανται περισσότερο πολύπλοκοι και χρήζουν ιδιαίτερης μέτρησης, διαχείρισης και αντιμετώπισης.

Στους κινδύνους αυτούς σήμερα έχουν προστεθεί οι κίνδυνοι αγοράς, δηλαδή οι κίνδυνοι που δημιουργήθηκαν από την απελευθέρωση των αγορών. Οι κυριότεροι από τους κινδύνους αυτούς είναι ο κίνδυνος συναλλάγματος (foreign exchange risk), ο κίνδυνος επιτοκίων (interest rate risk) και στις δύο βασικές του μορφές, δηλαδή κίνδυνος επενδυτικής θέσης ή τιμών και κίνδυνος εισοδήματος, ο κίνδυνος ρευστοποίησης, ο κίνδυνος διακανονισμού και ο κίνδυνος χρηματιστηρίου (stock exchange risk). Οι σημαντικότερες εξελίξεις, από τις οποίες προήλθαν οι νέοι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι, είναι:

- Η μεταβολή στο διεθνές σύστημα διαμόρφωσης των ισοτιμιών των διαφόρων νομισμάτων με τη μετάβαση, στη δεκαετία του 1970, από το σύστημα των σταθερών ισοτιμιών ή σύστημα Bretton-Woods στο σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών, όπου ο καθοριστικός παράγοντας πλέον για τη διαμόρφωση των τιμών των νομισμάτων είναι η αγορά και οι δυνάμεις της. Ο κίνδυνος, τον οποίο δημιούργησε η εξέλιξη αυτή, είναι ο κίνδυνος συναλλάγματος. Όσον αφορά τη χώρα μας, ο κίνδυνος συναλλάγματος έγινε αισθητός από τα πιστωτικά ιδρύματα πρόσφατα, δεκαετία 1990, όταν τους επιτράπηκε η διαχείριση του συναλλάγματος που κατείχαν. Θα πρέπει εδώ να υπογραμμιστεί ότι με την εφαρμογή και χρήση του ενιαίου νομίσματος, ο κίνδυνος συναλλάγματος στις συναλλαγές μεταξύ των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης εκμηδενίζεται.
- Η απελευθέρωση των αγορών από διοικητικές ή κανονιστικές παρεμβάσεις, κυρίως όσον αφορά το ύψος και το είδος (σταθερό ή κυμαινόμενο) των επιτοκίων και την τιμολόγηση των χρηματοοικονομικών προϊόντων, κυρίως με την ανάπτυξη των δευτερογενών αγορών. Οι εξελίξεις αυτές οδήγησαν στον κίνδυνο των επιτοκίων. Ο κίνδυνος επιτοκίων έγινε ιδιαίτερα αισθητός μετά την πρώτη πετρελαϊκή κρίση και την έξαρση των πληθωριστικών

τάσεων, όταν τα επιτόκια γνώρισαν δραματικές διακυμάνσεις και η αστάθεια των χρηματοοικονομικών αγορών της περιόδου εκείνης είναι η μεγαλύτερη που γνώρισε η οικονομία από τη μεγάλη ύφεση και μετά.

- Η κατάργηση των περιορισμών των χρηματοπιστωτικών οργανισμών και ιδιαίτερα των πιστωτικών ιδρυμάτων των σχετικών με τη δυνατότητα προσφοράς κάθε μορφής χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών (Τράπεζα Πολλαπλών Δραστηριοτήτων ή Universal Banking). Οι κίνδυνοι που προκύπτουν από κατάργηση των περιορισμών αυτών, σε συνδυασμό με την ανάπτυξη των αγορών (π.χ. δευτερογενής αγορά, κεφαλαιαγορά), την ανάπτυξη νέων προϊόντων (π.χ. τιτλοποίηση δανείων ή προϊόντα σταθερού τοκομεριδίου) και την τιμολόγηση των προϊόντων στις αγορές (διαδικασία mark to market), σχετίζονται τόσο με την επενδυτική θέση ή την αξία των χαρτοφυλακίων ή ακόμα και με νέες μορφές πιστωτικού κινδύνου, όπως ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου ή ο κίνδυνος διακανονισμού ή παράδοσης.
- Η αλματώδης ανάπτυξη νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Η ανάπτυξη οφείλεται τόσο στην απελευθέρωση των εργασιών των πιστωτικών ιδρυμάτων όσο και στην ανάγκη για δημιουργία νέων πηγών άντλησης κεφαλαίων και νέων μορφών επενδύσεων. Τα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα μπορεί να εμπεριέχουν, ανάλογα με την φύση τους, κάθε μορφή κινδύνου, παραδοσιακού ή αγοράς.
- Η πολυπλοκότητα αγορών και προϊόντων προσέθεσε και το λειτουργικό κίνδυνο που κυρίως αφορά τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Τα αποτελέσματα του κινδύνου αυτού για μια σειρά από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς ήταν ιδιαίτερα επώδυνα. Ο λειτουργικός κίνδυνος προέρχεται από ακατάλληλα ή ανεπαρκή συστήματα ελέγχου μηχανογραφικών εφαρμογών, διοίκησης και από ανθρώπινα λάθη ή απάτες.

Μια πιο εκτενής παρουσίαση των κινδύνων θα περιελάμβανε κινδύνους, όπως ο νομικός κίνδυνος, ο κίνδυνος χώρας, ο κλαδικός κίνδυνος, οι εξωτερικοί κίνδυνοι, οι περιβαλλοντικοί κίνδυνοι, κ.λπ.

Θα πρέπει εδώ να επισημανθεί ότι κάποια κοινή σε όλες τις περιπτώσεις κατάταξη των κινδύνων σε κατηγορίες, όσον αφορά τη σημασία τους αλλά και τον αριθμό των κατηγοριών, είναι σχεδόν αδύνατη, αφού εξαρτάται από την οπτική γωνία από την οποία προσεγγίζεται. Έτσι, διαφορετικά θα κατατάξει τους κινδύνους ο

θεωρητικός μελετητής, διαφορετικά ο τραπεζίτης και διαφορετικά το εποπτικό ή ελεγκτικό όργανο ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Διαφορετική είναι και η σημασία που θα δώσει ο καθένας από τους παραπάνω στην κάθε κατηγορία κινδύνων.

Σημαντική σε πολλές περιπτώσεις είναι και η συσχέτιση των κινδύνων. Για παράδειγμα ένας κλάδος με υψηλό κίνδυνο οδηγεί σε πιστωτικό κίνδυνο ή ο περιβαλλοντικός κίνδυνος μπορεί να οδηγήσει σε απώλεια εισοδήματος σε επενδύσεις που δεν τον έχουν λάβει υπόψη. Η ταχεία ανάπτυξη των κινδύνων δημιούργησε με τη σειρά της την ανάγκη μέτρησης, διαχείρισης και αντιστάθμισης αυτών.

Η μέτρησή τους επιτυγχάνεται με συγκεκριμένες μεθόδους οι οποίες ανταποκρίνονται στα χαρακτηριστικά του κάθε κινδύνου και οι οποίες διαρκώς επεκτείνονται.

Ο πιστωτικός κίνδυνος μετράται με μεθόδους credit scoring ή κατάταξης δανειζόμενων σε κατηγορίες ανάλογα με την πιθανότητα να μην καλύψουν τις υποχρεώσεις τους. Με βάση την πιθανότητα ανά κατηγορία υπολογίζεται στη συνέχεια η αναμενόμενη ζημιά.

Ο κίνδυνος ρευστότητας μετράται και αντιμετωπίζεται με μεθόδους υπολογισμού ανοιγμάτων ή διαμόρφωση.

Για τη μέτρηση του κινδύνου επιτοκίων χρησιμοποιούνται οι μέθοδοι Modified Duration (Τροποποιημένος Δείκτης Διάρκειας) και Convexity, με τις οποίες μετράται ο κίνδυνος θέσης ή τιμών και η ανάλυση των ανοιγμάτων με την οποία μετράται ο κίνδυνος μεταβολής του εισοδήματος.

Η ανάλυση της ευαισθησίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών αποτελεί τη βάση για τη μέτρηση του συναλλαγματικού κινδύνου.

Η μέτρηση του κινδύνου χρηματιστηρίου ή χαρτοφυλακίου επιτυγχάνεται με μεθόδους, όπως ο υπολογισμός της τυπικής απόκλισης, του BETA ή του CAPM της επένδυσης (χαρτοφυλακίου) ή της μετοχής.

Παράλληλα, έχουν αναπτυχθεί και μέθοδοι για τη συνολική μέτρηση όλων των κινδύνων, όπως η μέθοδος Value at Risk (VAR) και η μέθοδος Total risk management.

Το επόμενο βήμα μετά την αναγνώριση και μέτρηση των χρηματοοικονομικών κινδύνων είναι η αντιστάθμιση και η διαχείριση αυτών. Η αντιστάθμιση αλλά και η

διαχείριση των κυριότερων χρηματοοικονομικών κινδύνων επιτυγχάνεται κυρίως με τη χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών Προϊόντων (Financial Derivatives)

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα εμφανίστηκαν και αναπτύχθηκαν παράλληλα με την εμφάνιση και ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών κινδύνων, δηλαδή κυρίως κατά τις δεκαετίες 1980 και 1990, αφού ο αρχικός τους σκοπός ήταν η αντιστάθμιση (hedging) των κινδύνων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Στη συνέχεια αξιοποιήθηκαν από τις επιχειρήσεις, τα πιστωτικά ιδρύματα και τους επενδυτές για την εκμετάλλευση των διαφορών των τιμών ή του ύψους επιτοκίων στις αγορές (arbitrage), την αξιοποίηση των συγκριτικών πλεονεκτημάτων των επιχειρήσεων στις διάφορες αγορές με σκοπό τη μείωση του κόστους δανεισμού και τέλος για κερδοσκοπία.

Στην περίπτωση που τα παράγωγα χρησιμοποιούνται ως κερδοσκοπικά επενδυτικά εργαλεία με τη μόχλευση που εμπεριέχουν δημιουργούν τις προϋποθέσεις για πολύ υψηλά κέρδη, πολλαπλάσια του υπενδεδυμένου κεφαλαίου, αλλά και για πολύ υψηλές ζημιές. Έχει δηλαδή δημιουργηθεί σήμερα ένας επιπλέον χρηματοοικονομικός κίνδυνος, ο κίνδυνος Παραγώγων Χρηματοοικονομικών Προϊόντων .

2.2 Εισαγωγή στα Παράγωγα

2.2.1. Χρηματοοικονομικά Προϊόντα

Η δημιουργία, η λειτουργία και η εφαρμογή των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, βασίζεται, όπως και το όνομά τους δηλώνει, στην ύπαρξη κάποιων άλλων, ήδη υφιστάμενων, χρηματοοικονομικών προϊόντων υποκείμενων τίτλων, όπως μετοχές, ομόλογα, συνάλλαγμα, δάνεια, δείκτες οργανωμένων αγορών, επιτόκια, εμπορεύματα, κ.λπ.

Πιο συγκεκριμένα, τα παράγωγα προϊόντα είναι συμβόλαια τα οποία βασίζονται ή των οποίων η αξία προκύπτει από ένα υποκείμενο τίτλο (μέσο). Η αξία των παραγώγων προϊόντων υφίσταται, επειδή έχουν αξία οι υφιστάμενοι υποκείμενοι τίτλοι και η μεταβολή της αξίας τους έχει άμεση σχέση και ακολουθεί τη μεταβολή της αξίας των υποκείμενων προϊόντων.

Τα πλέον συνήθη χρηματοοικονομικά παράγωγα, μπορούν να ταξινομηθούν σε μία ή σε συνδυασμό περισσότερων από τις παρακάτω κατηγορίες:

1. Προθεσμιακά Συμβόλαια
2. Μελλοντικά Συμβόλαια ή συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης

3. Δικαιώματα Προαίρεσης

4. Ανταλλαγές.

5. Λοιπά παράγωγα

6. Πιστωτικά παράγωγα.

Υποκείμενος τίτλος, στον οποίο βασίζεται η δημιουργία κάποιου παραγώγου, μπορεί να είναι οιοδήποτε χρηματοοικονομικό προϊόν της χρηματαγοράς ή της κεφαλαιαγοράς, καθώς και επιτόκια, δείκτες ή νομίσματα. Δηλαδή κάθε μία από τις παραπάνω γενικές κατηγορίες περιλαμβάνει σειρά παραγώγων προϊόντων, που η λειτουργία τους είναι κοινή, με διαφοροποίηση μόνο ως προς την αντιμετώπιση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του κάθε συγκεκριμένου υποκείμενου τίτλου.

Τα χρηματοοικονομικά παράγωγα δεν αποτελούν κάποια νέα ιδέα. Οι πρώτες αναφορές για τη χρήση τους συναντώνται σε κείμενα των Αρχαίων Ελλήνων. Για παράδειγμα, η πρώτη αναφορά που έχουμε για το πρώτο συμβόλαιο δικαιώματος προαίρεσης υπάρχει στα κείμενα του Αριστοτέλη και ανάγεται πριν από περίπου 2.500 χρόνια με πρώτο εμπνευστή τους το Θαλή το Μιλήσιο. Συγκεκριμένα η πρώτη αναφορά που έχουμε για τη χρήση τέτοιων προϊόντων μας έρχεται από τα "Πολιτικά του Αριστοτέλη" (Βιβλίο I, κεφάλαιο 11) όπου ο Θαλής ο Μιλήσιος αναφέρεται να προβλέπει την αυξημένη σοδειά του επόμενου έτους και έτσι αποφάσισε την αγορά του δικαιώματος χρήσης των ελαιοτριβείων. Η σιγουριά του αυτή, οι αντίθετες προβλέψεις των συμπολιτών του και η ευρηματικότητά του τον βοήθησαν να συνάψει συμφωνίες με τους ιδιοκτήτες των ελαιοτριβείων βάσει των οποίων εξασφάλισε, έναντι ενός μικρού κόστους που κατέβαλε κατά το κλείσιμο της συμφωνίας, το δικαίωμα αποκλειστικής μελλοντικής χρήσης των ελαιοτριβείων. Η συμφωνία προέβλεπε ότι ο Θαλής δεν ήταν υποχρεωμένος να χρησιμοποιήσει τα ελαιοτριβεία εάν εκείνος έτσι αποφάσισε. Εξήντησε δηλαδή και την πιθανότητα μεγάλης ζημιάς στην περίπτωση που οι προβλέψεις του δεν ήταν σωστές. Εάν δηλαδή η παραγωγή δεν ήταν τελικά η αναμενόμενη, και μπορούσε να αφήσει να λήξει το συμβόλαιό του χωρίς να ζητήσει την τήρηση των όρων του και χωρίς να είναι υποχρεωμένος να το κάνει, περιορίζοντας έτσι τη ζημία του στο ύψος του αρχικού ποσού που είχε καταβάλει στους ιδιοκτήτες των ελαιοτριβείων για την απόκτηση του δικαιώματος χρήσης ελαιοτριβείων. Η πρόβλεψη του Θαλή όμως επαληθεύθηκε και είχε πια το δικαίωμα πλέον να παραχωρήσει τη χρήση των ελαιοτριβείων στους ελαιοπαραγωγούς σε τιμή που αυτός όριζε, καθώς είχε εξασφαλίσει εκ των προτέρων την αποκλειστική τους χρήση. Έτσι, πριν από 2.500 περίπου χρόνια, ο Θαλής

δημιούργησε και εξάσκησε το πρώτο γνωστό στην ιστορία συμβόλαιο δικαιώματος προαίρεσης. Ο Θαλής, συνήψε τις συμφωνίες αυτές πολύ χρόνο πριν από την ελαιοκομική περίοδο και σε αρνητικό περιβάλλον προβλέψεων με ιδιοκτήτες των ελαιοτριβείων πρόθυμους να του παραχωρήσουν τη χρήση τους έναντι του χαμηλού τιμήματος που κατέβαλε και καθώς δεν ήταν σε θέση να γνωρίζουν το μέγεθος της ελαιοπαραγωγής προτίμησαν να εξασφαλίσουν ένα ελάχιστο εισόδημα. Με τη δυνατότητα της αποκλειστικής χρήσης των ελαιοτριβείων που είχε εξασφαλίσει ο Θαλής, μπορούσε να αποκομίσει σημαντικά κέρδη, καθώς πλέον αυτός όριζε τη τιμή παραχώρησης της χρήσεως τους, ενώ ταυτόχρονα οι ζημίες του θα περιορίζονταν στο ποσό που είχε καταβάλει στους ιδιοκτήτες των ελαιοτριβείων για την αποκλειστική τους χρήση, σε περίπτωση που η πρόβλεψή του σχετικά με την παραγωγή δεν επαληθευόταν, καθώς σ' αυτή την περίπτωση θα άφηνε απλώς τη συμφωνία να λήξει χωρίς να ασκήσει το δικαίωμα χρήσης των ελαιοτριβείων.

Σήμερα ένας πολύ μεγάλος αριθμός παραγώγων τα οποία διαπραγματεύονται είναι απλού τύπου. Διάφορες όμως παραλλαγές στις βασικές οικονομικές δομές είχαν ως αποτέλεσμα την εμφάνιση πιο περίπλοκων και σύνθετων χρηματοοικονομικών παραγώγων για την αντιμετώπιση των νέων αναγκών και των οποίων η κατανόηση και διαχείριση είναι πιο επίπονη. Γι' αυτά τα προϊόντα η μέτρηση και διαχείριση κινδύνου μπορεί να είναι πολύ πιο περίπλοκη, αυξάνοντας σημαντικά την πιθανότητα πραγματοποίησης απρόβλεπτων ζημιών.

Οι δυσκολίες, θεωρητικές ή πρακτικές, που εμφανίζουν τα παράγωγα συντέλεσαν στην ανάπτυξη ειδικών υπηρεσιών σε κάθε χρηματοπιστωτικό οργανισμό, αλλά και στις μεγάλες επιχειρήσεις, σχετικών με τη χρήση των προϊόντων αυτών. Οι υπηρεσίες αυτές μπορεί να προσφέρονται από τους υφιστάμενους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς με την ανάπτυξη σχετικών τμημάτων, για παράδειγμα από τα πιστωτικά ιδρύματα ή από νέους οργανισμούς, τους διαπραγματευτές παραγώγων, που ιδρύονται για το σκοπό αυτό.

2.2.2. Χρήση και Σημασία των Παραγώγων

Η πρόκληση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων δεν αφήνει σήμερα αδιάφορο κανέναν από τους συμμετέχοντες στις σύγχρονες χρηματοοικονομικές αγορές.

Αναφέραμε ήδη ότι οι τράπεζες, οι λοιποί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και οι επενδυτές αντιδρώντας στην εμφάνιση των χρηματοοικονομικών κινδύνων ανέπτυξαν μια σειρά χρηματοοικονομικών προϊόντων σχεδιασμένων έτσι, ώστε να

ελέγχουν και να διαχειρίζονται τους κινδύνους αυτούς που υπέβρισκαν στο νέο χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Το πρώτο προϊόν που υιοθέτησαν, σχετιζόμενο με τον πρώτο σε σειρά εμφάνιση κίνδυνο, ήταν απλά προθεσμιακά συμβόλαια επί νομισμάτων, όπου ο ένας αντισυμβαλλόμενος υποχρεούται να αγοράσει και ο άλλος να πωλήσει μια προκαθορισμένη ποσότητα ξένου νομίσματος σε συγκεκριμένη ισοτιμία σε μια προσυμφωνημένη μελλοντική ημερομηνία. Η σύναψη τέτοιων προθεσμιακών συμβολαίων έδινε τη δυνατότητα στους χρήστες τους να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο των μεγάλων διακυμάνσεων των ισοτιμιών. Κατά συνέπεια, τα χρηματοοικονομικά παράγωγα σχεδιάστηκαν αρχικά για την αποτελεσματική αντιμετώπιση και αντιστάθμιση συγκεκριμένων κινδύνων.

Στην πραγματικότητα, η αντιστάθμιση των χρηματοοικονομικών κινδύνων ήταν το κλειδί της μεγάλης τους ανάπτυξης. Στη συνέχεια χρησιμοποιήθηκαν τόσο για μεταφορά των κινδύνων όσο και για επένδυση αλλά και για κερδοσκοπία.

2.2.3. Αντιστάθμιση των Χρηματοοικονομικών Κινδύνων

Πρόκειται για τον κύριο λόγο της καταρχήν εμφάνισης, της δημιουργίας και της ανάπτυξης των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Στις σημερινές ταχέως μεταβαλλόμενες συνθήκες είναι πολύ σημαντικό κάθε επενδυτική κίνηση ή στρατηγική να μπορεί να προσαρμοσθεί, ανάλογα με την ανοικτή κάθε φορά θέση, θετική ή αρνητική, σε κάθε πιθανή μελλοντική εξέλιξη στις αγορές χρήματος, κεφαλαίου, συναλλάγματος, επιτοκίων κ.τ.λ. Για παράδειγμα, κάποιος Έλληνας που έχει υποχρεώσεις δανεισμό ή πιστώσεις - πληρωτέες σε δολάρια Η.Π.Α. , μπορεί με τη χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων ή με τη διαμόρφωση κάποιων στρατηγικών με αυτό να περιορίσει ή να μηδενίσει το συναλλαγματικό κίνδυνο, δηλαδή τον κίνδυνο που προέρχεται από μια πιθανή ανατίμηση του έναντι του εγχωρίου νομίσματος. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί με τη χρήση όλων των κατηγοριών παραγώγων.

Μπορεί για παράδειγμα να κάνει χρήση των προθεσμιακών συμβολαίων συναλλάγματος, κλειδώνοντας έτσι μια ισοτιμία για το χρόνο της συναλλαγής (αποπληρωμής), ή των δικαιωμάτων προαίρεσης αποκτώντας το δικαίωμα να αγοράσει δολάρια σε συγκεκριμένη τιμή, κατά το χρόνο που πρέπει να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του, χωρίς όμως να είναι και υποχρεωμένος, αντίθετα με το προθεσμιακό συμβόλαιο, να μπορεί να πραγματοποιήσει την αγορά των δολαρίων, εφόσον αυτό δεν είναι συμφέρον. Εναλλακτικά μπορεί να κάνει χρήση συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης ή ανταλλαγών. Οι τρόποι αντιστάθμισης του κινδύνου με

τη χρήση παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων αποτελούν σήμερα κυρίαρχη καθημερινή πρακτική, ακολουθούμενη από όλους τους εμπλεκόμενους στις αγορές, επιχειρήσεις ή ιδιώτες, επενδυτές ή δανειζόμενους, αρκεί αυτοί να έχουν την δυνατότητα εύκολης και γρήγορης πρόσβασης στις αναπτυγμένες χρηματοπιστωτικές αγορές.

2.2.4. Μεταφορά των Κινδύνων

Με τη χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων παρέχεται παράλληλα η δυνατότητα στους κατέχοντες θέσεις, θετικές ή αρνητικές, επενδυτές ή άλλους, να μεταφέρουν τον κίνδυνο σε κάποιον που είναι διατεθειμένος να τον αναλάβει είτε έναντι κάποιας αμοιβής είτε στα πλαίσια των επενδυτικών του επιλογών. Για παράδειγμα, κάποιος επενδυτής που κατέχει ένα χαρτοφυλάκιο από μετοχές μπορεί να αγοράσει ένα δικαίωμα προαίρεσης πώλησης μετοχών, επειδή εκτιμά ότι η τιμή των μετοχών θα μειωθεί ή μπορεί να πουλήσει ένα δικαίωμα μελλοντικής εκπλήρωσης σε μετοχές. Τον κίνδυνο μείωσης των τιμών των συγκεκριμένων μετοχών τον αναλαμβάνουν αντίστοιχα ο πωλητής του δικαιώματος ή ο αγοραστής του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης που οι εκτιμήσεις τους διαφέρουν από αυτές των πρώτων. Εκτιμούν δηλαδή ότι οι τιμές των μετοχών θα έχουν ανοδική πορεία.

2.2.5. Επενδύσεις σε Παράγωγο

Ανάλογα με το βαθμό του κινδύνου που θέλουν να αναλάβουν οι επενδυτές, ιδιώτες ή θεσμικοί, μπορούν να επιλέξουν το κατάλληλο για τη θέση τους παράγωγο προϊόν ή τον κατάλληλο συνδυασμό παραγώγων προϊόντων, ώστε να αυξήσουν την απόδοση της επένδυσής τους.

Ιδιαίτερα στις σύγχρονες συνθήκες διαχείρισης ενεργητικού-παθητικού οι επενδυτές μπορούν με τη χρήση των προϊόντων αυτών να διαμορφώσουν τις πλέον κατάλληλες στρατηγικές για να αυξήσουν την απόδοσή τους μέσω των πλέον κερδοφόρων επενδύσεων.

Έτσι, με τη χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων οι επενδυτές μπορούν στις επενδυτικές τους επιλογές να προσθέσουν δυνατότητες για τις μέγιστες πιθανές θετικές αποδόσεις με τη χαμηλότερη δυνατή χρήση κεφαλαίων, που συνήθως ισούται με κάποιο ασφάλιστρο ή με κάποιο περιθώριο. Αυτός είναι και ο βασικός λόγος που χρησιμοποιούν τα παράγωγα οι κερδοσκόποι.

2.2.6. Οφέλη από την ανάπτυξη των παραγώγων

Με την ανάπτυξη των παραγώγων, πέραν των ανωτέρω αναφερόμενων σημαντικών χρήσεων, οι αγορές και οι επενδυτές ωφελούνται περαιτέρω, αφού η χρήση τους, ιδιαίτερα των προθεσμιακών συμβολαίων και των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, αποκαλύπτει τις πιθανές μελλοντικές τιμές των υποκείμενων τίτλων, οι οποίες σε πολλές περιπτώσεις δεν διαφέρουν από τις τιμές που τελικά θα διαμορφωθούν. Διευκολύνεται έτσι η οικονομική λειτουργία και η διαδικασία του προγραμματισμού.

Επίσης, τα παράγωγα προσθέτουν ρευστότητα στις αγορές, αφού μια επένδυση στους υποκείμενους τίτλους θα απαιτούσε πολλαπλάσια κεφάλαια, ενώ με τη χρήση των παραγώγων δεσμεύεται ένα ελάχιστο ποσό που αντιστοιχεί μόνο στο περιθώριο ή στο ασφάλιστρο, που στις περισσότερες των περιπτώσεων ανέρχονται σε ένα μικρό ποσοστό της αξίας του υποκείμενου τίτλου.

Σημαντικά είναι και τα οφέλη που προκύπτουν από τη μείωση του κόστους των συναλλαγών και από τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των αγορών.

Επιπροσθέτως η ευρεία χρήση των παραγώγων ευνοεί το σύνολο της οικονομίας, αφού συντελεί στον έλεγχο των υποκείμενων τίτλων και στη βελτίωση της τιμολόγησής τους στις υποκείμενες αγορές.

2.2.7. Εισαγωγή στην Έννοια των Παραγώγων

Οι βασικές κατηγορίες των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια, τα μελλοντικά συμβόλαια ή συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, τα δικαιώματα προαίρεσης και οι ανταλλαγές

Στο σημείο αυτό γίνεται μια εισαγωγική προσέγγιση στα βασικά χαρακτηριστικά και στις διαφορές των παραπάνω τεσσάρων κατηγοριών παραγώγων. Η πρώτη βασική διάκριση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων είναι ότι εκ των τεσσάρων κατηγοριών τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα δικαιώματα προαίρεσης είναι διαπραγματεύσιμα κυρίως σε οργανωμένες αγορές και έχουν τυποποιημένα χαρακτηριστικά διαμορφούμενα από τις αγορές στις οποίες τίθενται προς διαπραγμάτευση, με αποτέλεσμα να είναι γνωστά εκ των προτέρων στους επενδυτές. Για παράδειγμα, περιγράφονται με ακρίβεια τα χαρακτηριστικά των υποκείμενων τίτλων, οι ενέργειες που γίνονται στη λήξη του συμβολαίου, από ποιον γίνονται οι ενέργειες αυτές, οι ώρες διαπραγμάτευσης του κάθε προϊόντος, το ύψος του συμβολαίου, κ.λπ. Τα χαρακτηριστικά αυτά και η διαπραγμάτευση στην

οργανωμένη αγορά προσδίδουν στα συγκεκριμένα προϊόντα μεγάλη εμπορευσιμότητα και ρευστότητα.

Αντίθετα, τα παράγωγα που περιλαμβάνονται στις δύο άλλες μεγάλες κατηγορίες (προθεσμιακά συμβόλαια και ανταλλαγές) αλλά και τα λοιπά παράγωγα, κινούνται κυρίως εκτός οργανωμένων αγορών και τα χαρακτηριστικά τους διαμορφώνονται από τους αντισυμβαλλόμενους, έτσι ώστε να καλύπτουν επακριβώς τις ανάγκες τους. Θα μπορούσε για παράδειγμα ένα τέτοιο προϊόν να διαμορφωθεί από μια τράπεζα μετά από υποβολή αιτήματος από πελάτη της, ώστε να καλύψει πλήρως τις εξειδικευμένες ανάγκες του. Πιο συγκεκριμένα τα βασικά χαρακτηριστικά των παραγώγων είναι:

2.2.8. Προθεσμιακά Συμβόλαια

Τα προθεσμιακά συμβόλαια (forward contracts) είναι συμβόλαια των οποίων οι όροι διαμορφώνονται εκτός οργανωμένων αγορών, βάσει των αναγκών των αντισυμβαλλόμενων, και υποχρεώνουν τον ένα εξ αυτών να αγοράσει μια συγκεκριμένη αξία, όπως συνάλλαγμα εμπόρευμα ή τίτλο, από το δεύτερο αντισυμβαλλόμενο, σε προκαθορισμένη τιμή σε μία μελλοντική ημερομηνία. Παράλληλα, το ίδιο συμβόλαιο υποχρεώνει το δεύτερο αντισυμβαλλόμενο να παραδώσει το υποκείμενο του συμβολαίου σύμφωνα με τους όρους αυτού.

Δηλαδή ένα προθεσμιακό συμβόλαιο αποτελεί συμφωνία μεταξύ δύο μερών, του αγοραστή και του πωλητή του, για μια αγοραπωλησία που θα πραγματοποιηθεί στο μέλλον σε τιμή που συμφωνείται σήμερα.

Η φερεγγυότητα ή γενικότερα η ικανότητα του κάθε αντισυμβαλλομένου να καλύψει τους όρους του συμβολαίου εξετάζεται και εκτιμάται από τον άλλο αντισυμβαλλόμενο, ενώ η εξειδίκευση, η καταγραφή και η υλοποίηση των όρων του συμβολαίου είναι αποκλειστικά θέμα των δύο μερών. Με τη διαδικασία αυτή τα αντισυμβαλλόμενα μέρη αναλαμβάνουν και τον κίνδυνο αθέτησης, ο οποίος είναι αυξημένος σε σχέση με τα συμβόλαια τα οποία διακινούνται σε οργανωμένες αγορές.

Επομένως, τα προθεσμιακά συμβόλαια διαμορφώνονται και υλοποιούνται με βάση τις ανάγκες των αντισυμβαλλομένων, δεν έχουν σταθερή μορφή, δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές και στις συμφωνίες για το περιεχόμενο του συμβολαίου συμμετέχουν απευθείας τα ενδιαφερόμενα μέρη, καθορίζοντας, ανάλογα με τις ανάγκες τους, την τιμή, το χρονικό ορίζοντα, την ποσότητα και κάθε άλλο αναγκαίο όρο που κρίνεται απαραίτητος για το καλό τέλος του συμβολαίου.

Τα χαρακτηριστικά αυτά των προθεσμιακών συμβολαίων δεν επιτρέπουν ουσιαστικά την επαναδιαπραγματεύσή τους σε οργανωμένη ή σε δευτερογενή αγορά. Η εκπλήρωση των όρων τους εξαρτάται κυρίως από την πιστοληπτική ικανότητα των δύο μερών, χωρίς την κάλυψη των εγγυήσεων που μπορεί να προσφέρει μια οργανωμένη αγορά και επομένως εμφανίζουν αυξημένους κινδύνους με κυριότερο τον πιστωτικό κίνδυνο

2.2.9. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Όπως και τα προθεσμιακά συμβόλαια, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ή μελλοντικά συμβόλαια είναι συμβόλαια που υποχρεώνουν τον έναν από τους αντισυμβαλλόμενους να αγοράσει και να παραλάβει και τον άλλο να παραδώσει ένα συγκεκριμένο προϊόν ή αξία σε μια ημερομηνία στο μέλλον και σε καθορισμένη στο συμβόλαιο τιμή. Η κύρια διαφορά τους έγκειται στο γεγονός ότι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι τυποποιημένα προϊόντα, όσον αφορά την τιμή, το μέγεθος ή την ποσότητα, τη διάρκεια, κ.λπ., και διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, τα Χρηματιστήρια Παραγώγων. Παράλληλα, η δημιουργία και η διαπραγματεύσή τους υπόκεινται σε συγκεκριμένους κανόνες που θεσπίζονται από τις αγορές αυτές.

Τα χαρακτηριστικά αυτά, σε συνδυασμό με τη λειτουργία σε κάθε οργανωμένη αγορά του Οργανισμού Εκκαθάρισης Συναλλαγών, την απαιτούμενη κατάθεση, και από τους δύο αντισυμβαλλομένους, ενός ελάχιστου περιθωρίου και την καθημερινή εκκαθάρισή τους, περιορίζουν ή και μηδενίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο, δηλαδή τον κίνδυνο αθέτησης των όρων τους. Το ασφάλιστρο υπολογίζεται ως ποσοστό επί της συνολικής αξίας του συμβολαίου, π.χ. 20% της τρέχουσας αξίας του. Το περιθώριο αυτό λειτουργεί ως δικλείδα ασφαλείας έναντι πιθανού πιστωτικού ή κάποιου άλλου κινδύνου και παράλληλα δεν καθιστά αναγκαία την κατάθεση ολόκληρου του ποσού του συμβολαίου.

Είναι φανερό ότι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης δημιουργήθηκαν από την ανάγκη κάλυψης ή μείωσης των αδυναμιών των προθεσμιακών συμβολαίων οι οποίες μπορούν να καταταγούν στις δύο παρακάτω κατηγορίες:

1. Ανυπαρξία δυνατότητας κινήσεων κατά τη διάρκεια του συμβολαίου, π.χ. διακοπή, και αναμονή έως τη λήξη του για την εμφάνιση των αποτελεσμάτων και την εκπλήρωση των όρων του.

2. Ύπαρξη αυξημένων κινδύνων και ιδιαίτερα πιστωτικού κινδύνου, αφού δεν υπάρχουν διαδικασίες για τη μείωση της πιθανότητας μη τήρησης των όρων του συμβολαίου από κάποιον αντισυμβαλλόμενο.

Αντίθετα, το καλό τέλος των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης διευκολύνεται από την καθημερινή αποτίμηση της επένδυσης με την οποία εξαλείφεται η πιθανότητα μη τήρησης των όρων του συμβολαίου. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης κατατάσσονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες:

1. Εκκαθάρισης μετρητοίς ή εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα
2. Παράδοσης υποκειμένων τίτλων

Ένα επιπλέον βασικό χαρακτηριστικό των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης είναι η δυνατότητα που παρέχουν στον κάθε αντισυμβαλλόμενο να εγκαταλείψει τη θέση του ανοίγοντας αντίθετη θέση.

2.2.10. Δικαιώματα Προαίρεσης

Τα δικαιώματα προαίρεσης είναι συμβόλαια που παρέχουν στον κάτοχό τους το δικαίωμα να προβεί στο μέλλον, μόνον εφόσον το επιθυμεί, σε μια συναλλαγή με προκαθορισμένους όρους.

Πιο συγκεκριμένα, παρέχουν στον κάτοχο ή αγοραστή του συμβολαίου, δηλαδή στον πρώτο αντισυμβαλλόμενο, τη δυνατότητα, χωρίς να τον υποχρεώνουν, να αγοράσει ή να πουλήσει το υποκείμενο του δικαιώματος σε προκαθορισμένη τιμή και εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος ή στο τέλος του διαστήματος αυτού. Ο δεύτερος αντισυμβαλλόμενος είναι ο πωλητής του συμβολαίου, ο οποίος, εφόσον ο κάτοχος αποφασίσει την εφαρμογή των όρων του συμβολαίου, δηλαδή την αγορά ή πώληση του υποκειμένου τίτλου, είναι υποχρεωμένος να τηρήσει τους όρους αυτούς. Ο υποκείμενος τίτλος μπορεί να είναι κάποιο χρηματοοικονομικό προϊόν, όπως μετοχή, συνάλλαγμα, χρεόγραφο, επιτόκιο ή κάποιο εμπόρευμα, όπως χρυσός, αγροτικό προϊόν, μέταλλευμα κ.ο.κ.

Τα δικαιώματα προαίρεσης είναι τυποποιημένα προϊόντα, όσον αφορά τη διάρκεια, το ποσό, την τιμή και το συνολικό ύψος και, όπως και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, δημιουργούνται και διαπραγματεύονται κυρίως σε οργανωμένες αγορές παραγώγων. Τα χαρακτηριστικά αυτά των δικαιωμάτων προαίρεσης επιτρέπουν τη διαπραγμάτευσή τους και στη δευτερογενή αγορά.

Η κύρια διαφορά των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και των δικαιωμάτων προαίρεσης έγκειται στη δυνατότητα που παρέχουν τα δικαιώματα

προαίρεσης στον κάτοχό τους να μην ασκήσει το συμβόλαιό του, χωρίς καμία επίπτωση γι' αυτόν, ενώ ο κάτοχος του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης πρέπει να τηρήσει τους όρους του συμβολαίου ή να εγκαταλείψει τη θέση του με αντίθετο συμβόλαιο.

Τα δικαιώματα προαίρεσης μπορεί να διαπραγματεύονται και εκτός οργανωμένων αγορών κυρίως μεταξύ επιχειρήσεων ή μεταξύ επιχειρήσεων και τραπεζών με όρους και χαρακτηριστικά που διαμορφώνουν οι αντισυμβαλλόμενοι οι οποίοι αναλαμβάνουν και τον πιστωτικό κίνδυνο.

2.2.11. Ανταλλαγές

Οι ανταλλαγές είναι συμφωνίες μεταξύ δύο πλευρών που αφορούν την ανταλλαγή στο μέλλον μιας σειράς εισροών ή εκροών (κεφαλαίων ή αξιών) με όρους που συμφωνούνται. Με άλλα λόγια οι ανταλλαγές είναι χρηματοοικονομικές συναλλαγές βάσει των οποίων δύο οικονομικές μονάδες συμφωνούν να ανταλλάξουν μεταξύ τους στο μέλλον χρηματοοικονομικά μέσα, όπως συνάλλαγμα ή μια χρηματοοικονομική ροή ή μια σειρά χρηματοοικονομικών ροών που συνδέονται με κάποιο χρηματοπιστωτικό μέσο, όπως για παράδειγμα τόκους δανείων.

Οι ανταλλαγές δεν είναι τυποποιημένα προϊόντα και κινούνται κυρίως εκτός οργανωμένων αγορών. Σήμερα στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου έχουν αναπτυχθεί πολλοί τύποι ανταλλαγών και συνεχώς αναπτύσσονται νέοι με γρήγορο ρυθμό. Τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της κάθε ανταλλαγής διαμορφώνονται από τα ενδιαφερόμενα μέρη σύμφωνα με τις ανάγκες τους και τη διαπραγματευτική τους δυνατότητα.

Μπορούμε όμως να διακρίνουμε κάποιες βασικές κατηγορίες ανταλλαγών, οι οποίες αποτελούν τη βάση για την ανάπτυξη περισσότερο σύνθετων ή εξειδικευμένων προϊόντων. Οι βασικές αυτές κατηγορίες είναι:

- Ανταλλαγές Νομισμάτων
- Ανταλλαγές Επιτοκίων
- Ανταλλαγές Πιστωτικού Κινδύνου
- Ανταλλαγές Αξιών ή Απαιτήσεων
- Ανταλλαγές Υποχρεώσεων,
- Ανταλλαγές Προθεσμιακών Συμβολαίων

2.2.12. Προθεσμιακές Συμφωνίες Επιτοκίων

Τα κυριότερα εκ των παραγώγων που δεν εμπίπτουν εύκολα σε μία από τις παραπάνω κατηγορίες είναι οι Προθεσμιακές Συμφωνίες Επιτοκίων. Ένα άλλο σημαντικό προϊόν της κατηγορίας αυτής είναι το δικαίωμα προαίρεση επί συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωση

Γενικά οι συμμετέχοντες στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό σύστημα, αναλαμβάνοντας και τους κινδύνους που αυτό εμπερικλείει, διαμορφώνουν ανάλογα με τις ανάγκες τους παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα που αποτελούν συνδυασμούς χαρακτηριστικών διαφόρων συμβολαίων. Τα προϊόντα αυτά είναι γνωστά ως μικτά παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (hybrids)

2.3 Τιτλοποίηση Απαιτήσεων

Τιτλοποίηση είναι η διαδικασία βάσει της οποίας δάνεια ή γενικότερα χρηματοδοτήσεις και συναφή στοιχεία του ενεργητικού τραπεζών και λοιπών επιχειρήσεων ομαδοποιούνται και τυποποιούνται, ώστε να αποτελέσουν τη βάση για δημιουργία τίτλων ή χρεογράφων ικανών να πουληθούν στην αγορά σε ενδιαφερόμενους επενδυτές. Δημιουργείται έτσι μία εναλλακτική πηγή άντλησης κεφαλαίων για το πιστωτικό ίδρυμα ή την επιχείρηση, χαμηλότερου ίσως κόστους σε σχέση με άλλες μορφές άντλησης κεφαλαίων.

Παράλληλα, η τιτλοποίηση απαιτήσεων αποτελεί ιδιαίτερα αποτελεσματικό εργαλείο τόσο της πολιτικής διαχείρισης Ενεργητικού-Παθητικού των τραπεζών όσο και της πολιτικής διαχείρισης των αναλαμβανόμενων από το πιστωτικό ίδρυμα κινδύνων, αφού με την αξιοποίησή της επιτυγχάνονται στόχοι, όπως:

- Βελτίωση της κεφαλαιακής επάρκειας του πιστωτικού ιδρύματος, αφού μπορεί να αφαιρεθούν από το ενεργητικό τοποθετήσεις με υψηλή στάθμιση έναντι των κινδύνων.
- Βελτίωση της ρευστότητας του πιστωτικού ιδρύματος, με άντληση μεγάλου ύψους κεφαλαίων και παράλληλα κάλυψη κάποιου ανοίγματος ή κάποιας θέσης η οποία δεν ευνοεί την πολιτική του. Η ρευστότητα βελτιώνεται τόσο με την άντληση των κεφαλαίων όσο και με την επιλογή των μη αναγκαίων στοιχείων του ενεργητικού.
- Βελτίωση της κερδοφορίας με αναδιάρθρωση των τοποθετήσεων ή θέσεων από την πλευρά του ενεργητικού, σε συνδυασμό με τη χρήση φθηνότερων κεφαλαίων.

- Διαχείριση των κινδύνων αγοράς, επιτοκίων, συναλλάγματος, θέση: χαρτοφυλακίου κ.ο.κ. στα πλαίσια κάθε φορά της σχετικής πολιτικής του πιστωτικού ιδρύματος.

Με την προϋπόθεση ύπαρξης κατάλληλων συνθηκών, τιτλοποίηση απαιτήσεων μπορεί να πραγματοποιήσουν και λοιπές, πέραν των πιστωτικών ιδρυμάτων, επιχειρήσεις. Οι κατάλληλες συνθήκες σχετίζονται με την ύπαρξη επεξεργάσιμων στοιχείων του ενεργητικού, π.χ. ασφάλιστρα, τηλεπικοινωνίες κ.ο.κ., καθώς και με την ικανοποιητική πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης.

Πρωτεύοντα ρόλο στη διαδικασία της τιτλοποίησης διαδραματίζει ειδική επιχείρηση, η αποκαλούμενη Εταιρεία Ειδικού Σκοπού. Η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού αγοράζει το πωλούμενο ενεργητικό, διαμορφώνει τους όρους της τιτλοποίησης, προωθεί τις διαδικασίες αυτής και διαθέτει τους τίτλους στο επενδυτικό κοινό. Δηλαδή το προς τιτλοποίηση ενεργητικό πωλείται προ της δημιουργίας των τίτλων στην Εταιρεία Ειδικού Σκοπού.

Η διαδικασία τιτλοποίησης απαιτήσεων είναι αρκετά σύνθετη. Διαγραμματικά τα βασικά στάδια που ακολουθούνται για την υλοποίηση της τιτλοποίησης απεικονίζονται στο Διάγραμμα 1 (βλ. παράρτημα).

Αναλυτικότερα, η τιτλοποίηση απαιτεί κατ ελάχιστον τις ακόλουθες ενέργειες:

- Επιλογή από την επιχείρηση ή την τράπεζα της τιτλοποίησης απαιτήσεων ως το πλέον πρόσφορο εργαλείο πολιτικής για την άντληση κεφαλαίων. την κάλυψη της ανάγκης βελτίωσης της κεφαλαιακής επάρκειας, τη διαχείριση των κινδύνων κ.ο.κ.
- Επιλογή των πλέον κατάλληλων απαιτήσεων της τράπεζας ή της επιχείρησης (originator), δηλαδή επιλογή ομοειδών στοιχείων του ενεργητικού ή απαιτήσεων, χρηματοδοτήσεων ή άλλων, τα οποία μπορεί να αποτελέσουν αντικείμενο τιτλοποίησης.
- Συνεργασία με εξειδικευμένη επιχείρηση, που συστήνεται για το σκοπό αυτό, την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (Special Purpose Vehicle- SPV), η οποία αναλαμβάνει την υλοποίηση της τιτλοποίησης και τη διάθεση των τίτλων στο επενδυτικό κοινό.
- Πώληση των υπό τιτλοποίηση απαιτήσεων στην Εταιρεία Ειδικού Σκοπού.

2.4 Ομόλογα (Bonds)

Το ομόλογο ή ομολογία αποτελεί χρεόγραφο (αξιογράφο) στο οποίο είναι ενσωματωμένο δικαίωμα είσπραξης από τον κάτοχό του ορισμένου ποσού ή ποσών τα οποία θα καταβληθούν από τον εκδότη του σε προκαθορισμένου χρόνους έως τη λήξη του. Τα ποσά που θα καταβληθούν ισούνται με την αναγραφόμενη στο ομόλογο ονομαστική του αξία και πιθανόν, ανάλογα με τα ειδικότερα χαρακτηριστικά του, πλέον κάποιων ποσών (κουπονιών ή τοκομεριδίων). Βασικό στοιχείο για την ενάσκηση του ενσωματωμένου στο ομόλογο δικαιώματος ή για τη μεταβίβαση αυτού αποτελεί η κατοχή του, σε φυσική ή σε άυλη μορφή. Σε κάθε περίπτωση το ομόλογο αποτελεί τμήμα ενός ομολογιακού δανείου. Η ονομαστική αξία του ομολόγου προκύπτει από τη διαίρεση του συνολικού ύψους του ομολογιακού δανείου με τον αριθμό των ομολόγων, δηλαδή των ισόποσων τμημάτων, που ο εκδότης του έχει επιλέξει να διαιρέσει το ομολογιακό δάνειο. Η διαίρεση αυτή του ομολογιακού δανείου διευκολύνει τη διάθεσή του.

Από χρηματοοικονομική άποψη το ομόλογο αποτελεί για τον κάτοχό του επένδυση, και κατά συνέπεια στοιχείο του ενεργητικού του, για δε τον εκδότη του δανεισμό ή μέσο άντλησης κεφαλαίων και επομένως στοιχείο του παθητικού του.

Τα ομόλογα μπορούν να κατηγοριοποιηθούν καταρχάς στα ομόλογα του δημοσίου και στα ομόλογα των επιχειρήσεων.

Οι μορφές των ομολόγων της μιας ή της άλλης κατηγορίας είναι πολλές και τα χαρακτηριστικά τους προσδιορίζονται από τον εκδότη και την ανάγκη εύκολης διάθεσης αυτών. Κύριοι παράγοντες λαμβανόμενοι υπόψη για τη συγκεκριμενοποίηση της μορφής και της διαμόρφωσης των όρων, άρα και της λειτουργίας, ενός ομολόγου είναι η μαθηματική του προσέγγιση, το υφιστάμενο σχετικό θεσμικό πλαίσιο και η ανάπτυξη της αγοράς στην οποία τίθεται προς διαπραγμάτευση. Έτσι, δημιουργούνται ομόλογα σταθερής απόδοσης, ομόλογα μηδενικού τοκομεριδίου, ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου, ομόλογα τιμαριθμοποιημένα, ομόλογα με τοκομερίδιο, δημοτικά ομόλογα, ομόλογα εισοδήματος, ανακλήσιμα ομόλογα, ομόλογα του δημοσίου, μετατρέψιμα ομόλογα, εξασφαλισμένα ομόλογα, ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης, ομόλογα δύο νομισμάτων, ευρωομόλογα, αποταμιευτικά ομόλογα κ.ο.κ.

Ιδιαίτερης σημασίας κατηγορία ομολόγων αποτελούν τα δομημένα ομόλογα (structured bonds) τα οποία συνδυάζουν τα χαρακτηριστικά των ομολόγων με την

πορεία κάποιας χρηματοοικονομικής αγοράς ή κάποιου δείκτη και των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, δομημένων με τρόπο που να καλύπτουν τις ανάγκες του εκδότη και του επενδυτή με κύριο άξονα την αντιστάθμιση ενδεχόμενου χρηματοοικονομικού κινδύνου και την εξασφάλιση του επενδεδυμένου κεφαλαίου.

Κοινό χαρακτηριστικό όλων των ομολόγων είναι η μεγάλη τους διάρκεια, η οποία υπερβαίνει σε κάθε περίπτωση το ένα έτος, ενώ μπορεί να ανέλθει σε τριάντα ή περισσότερα έτη. Τα ομόλογα του δημοσίου των Η.Π.Α με διάρκεια έως δέκα έτη καλούνται Treasury Notes, ενώ εκείνα με μεγαλύτερη διάρκεια καλούνται Treasury Bonds. Στη χώρα μας έχουν εκδοθεί ομόλογα του ελληνικού δημοσίου με διάρκεια έως και 30 έτη, ενώ συζητείται η έκδοση ομολόγων 50 ετών. Η μεγάλη διάρκεια των ομολόγων τα κατατάσσει στα χρηματοοικονομικά προϊόντα της κεφαλαιαγοράς και με δεδομένο τον υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχουν σε σχέση με τα χρηματοοικονομικά προϊόντα της χρηματαγοράς, λόγω ακριβώς της μεγάλης τους διάρκειας, φέρουν και υψηλότερη απόδοση.

2.5 Spreads

Τα Spreads είναι στρατηγικές που διαμορφώνονται με χρήση και συνδυασμό δικαιωμάτων της ίδιας κατηγορίας, δηλαδή ταυτόχρονη αγορά και πώληση ενός δικαιώματος αγοράς επί του ιδίου υποκείμενου τίτλου ή ταυτόχρονη αγορά και πώληση ενός δικαιώματος πώλησης επί του ιδίου υποκείμενου τίτλου. Τα δικαιώματα αυτά μπορεί να έχουν διαφορετική τιμή εξάσκησης ή ημερομηνία λήξεως ή και τα δύο.

Στην περίπτωση που τα δύο δικαιώματα που διαμορφώνουν την στρατηγική Spread έχουν την ίδια ημερομηνία λήξεως αλλά διαφορετική τιμή εξάσκησης μιλάμε για “κάθετα Spreads”, ενώ στην περίπτωση που τα δύο δικαιώματα έχουν την ίδια τιμή εξάσκησης αλλά διαφορετική ημερομηνία λήξεως μιλάμε για “οριζόντια Spreads”. Εάν διαφέρουν οι τιμές εξάσκησης αλλά και οι ημερομηνίες λήξεως τα Spreads χαρακτηρίζονται “διαγώνια”.

Κάθε μία από τις παραπάνω κατηγορίες των Spreads διακρίνονται σε δύο υποκατηγορίες, τα bull Spreads και το bear Spreads. Η στρατηγική bull Spreads συνδέεται κυρίως με προσδοκίες του επενδυτή περί ανοδικής τιμής του υποκείμενου τίτλου, όπως για παράδειγμα μιας μετοχής ή του δείκτη του χρηματιστηρίου, εάν αυτός δραστηριοποιείται σε δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών ή σε δικαιώματα προαίρεσης επί του δείκτη αντίστοιχα. Στην περίπτωση υποτιμητικών προσδοκιών, η

στρατηγική που χρησιμοποιείται είναι η στρατηγική bear Spread. Ένα κάθετο (vertical) bear Spread με τη χρήση δικαιωμάτων αγοράς διαμορφώνεται με την αγορά ενός δικαιώματος αγοράς (call option) με συγκεκριμένη τιμή εξάσκησης και την πώληση ενός άλλου δικαιώματος αγοράς με χαμηλότερη τιμή εξάσκησης, όπου και τα δύο έχουν την ίδια ημερομηνία λήξεως. Αντίθετα, ένα δικαιώματος αγοράς με προσδοκίες ανατιμήσεως κάθετο (vertical) bull Spread συνίσταται στην απόκτηση ενός δικαιώματος αγοράς (call) με συγκεκριμένη τιμή εξάσκησης και την πώληση ενός άλλου δικαιώματος αγοράς με υψηλότερη τιμή εξάσκησης. Και εδώ, και τα δύο δικαιώματα αγοράς έχουν την ίδια ημερομηνία λήξεως.

Η βασική παρατήρηση για τα Spreads είναι ότι χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές που επιθυμούν μέτρια απόδοση με περιορισμό του κινδύνου που αναλαμβάνουν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΣΥΝΑΚΟΛΟΥΘΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η κρίση που ταλανίζει την παγκόσμια οικονομία από το 2007 δεν έχει κοπάσει. Από χρηματοοικονομική κρίση του δυτικού κόσμου μετατράπηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση της πλειονότητας των χωρών του πλανήτη και στη συνέχεια απέκτησε επικίνδυνες μορφές και διαστάσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα όπως η σημερινή εσωτερική πολιτική και οικονομική κρίση στην Ευρωζώνη και το δραματικό αδιέξοδο της ελληνικής οικονομίας.

Στο μέρος αυτό παρουσιάζεται το ντόμινο των γεγονότων και της συνεχιζόμενης πολλαπλής κρίσης με χρονολογική σειρά, σε ένα συγκεκριμένο ιστορικό πλαίσιο. Στην εξιστόρηση που ακολουθεί, παρέχεται σφαιρική πληροφόρηση όχι μόνο για την αιτιατή διασύνδεση των επιμέρους ιστορικών γεγονότων, αλλά και για την αλληλουχία των πολλαπλών και επικαλυπτόμενων κρίσεων.

3.1 Η χρηματοοικονομική κρίση του δυτικού κόσμου

Στο παρόν εδάφιο γίνεται μια περιληπτική παράθεση των γεγονότων που σημάδεψαν τη χρηματοοικονομική κρίση, από την αισιοδοξία που επικρατούσε στις αγορές πριν από το 2007 και τις αιτίες που πυροδότησαν την κρίση, στις πρώτες χρεοκοπίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που είχαν εκτεθεί σε στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου σε πολλές περιοχές των ΗΠΑ, στο πρόβλημα της διατραπεζικής αγοράς τον Αύγουστο του 2007, στην κατάρρευση της επενδυτικής εταιρείας Lehman Brothers⁹ το Σεπτέμβριο του 2008 και τον μετέπειτα πανικό έως και την αποκατάσταση σχετικής ηρεμίας. Η αντίδραση των αρχών στην κρίση περιγράφεται με μεγαλύτερη λεπτομέρεια αργότερα.

3.1.1. Η αισιοδοξία πριν από την χρηματοοικονομική κρίση

Έως τις αρχές του 2007, η παγκόσμια οικονομία λειτουργούσε σε ένα περιβάλλον απεριόριστης αισιοδοξίας. Μάλιστα, την περίοδο 2002 - 2007 σημειώθηκε η υψηλότερη μέση παγκόσμια ανάπτυξη των τελευταίων 40 ετών. Το μέγεθος της ετήσιας παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας το 2007 έφτασε τα

⁹ Βλ. Παράρτημα Α

55,6 τρισεκατομμύρια δολάρια, 23,9% υψηλότερη σε σταθερές τιμές από το 2000. Το 2007, Το 25,3% της συνολικής παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας παραγόταν στις ΗΠΑ, Το 29,97% στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 27 χωρών, το 7,8% στην Ιαπωνία, το 13,1% στις 4 μεγάλες αναδυόμενες χώρες, Βραζιλία, Ρωσία, Κίνα και Ινδία, και το υπόλοιπο 23,9% στις υπόλοιπες οικονομίες¹⁰.

Κρίσεις, όπως αυτή της δεκαετίας του 1930, που τότε επηρέασε όλες τις χώρες του πλανήτη και οδήγησε στην αποκαλούμενη Μεγάλη Ύφεση¹¹, πυροδοτώντας άμεσα τεράστιες αλλαγές στο κανονιστικό πλαίσιο του χρηματοοικονομικού τομέα και σε σημαντική υποχώρηση της προηγούμενης παγκοσμιοποίησης, αποτελούσαν μακρινό και ξεχασμένο παρελθόν των παππούδων μας. Μια τέτοια κρίση απουσίαζε ολοσχερώς από τις κεραιές των αντιλήψεων και προβλέψεων της δικής μας γενιάς. Το σταδιακό παγκόσμιο άνοιγμα των συνόρων στην κίνηση αγαθών και υπηρεσιών την τελευταία τεσσαρακονταετία, η κατάλυση του υπαρκτού σοσιαλισμού στην Ανατολική Ευρώπη στο τέλος της δεκαετίας του 1980 και οι εντυπωσιακές αναπτυξιακές επιδόσεις των χωρών της Ασίας από τη δεκαετία του 1990 εξέπεμπαν την πεποίθηση ότι η τροχιά της παγκόσμιας ανάπτυξης είναι δεδομένη, ότι τίποτα δεν σταματά το ρουν της ελεύθερης οικονομίας, και ότι το μέλλον είναι πάντα καλύτερο από το παρόν.

Η αισιοδοξία ήταν ακόμη μεγαλύτερη στο χρηματοοικονομικό τομέα. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1980, στις αναπτυγμένες οικονομίες της Ευρώπης και των ΗΠΑ, ο χρηματοοικονομικός τομέας είχε εξελιχθεί σε ατμομηχανή της παγκόσμιας ανάπτυξης, με τεράστια έσοδα και αγοραία προστιθέμενη αξία, της οποίας το ειδικό βάρος στην οικονομία διαρκώς αυξανόταν. Ο χρηματοοικονομικός τομέας μεγεθυνόταν και εμφανιζόταν ατρόμητος, έχοντας ξεπεράσει τα όρια λειτουργίας του ως απλού διαμεσολαβητικού μηχανισμού αλλά και τις δυνατότητες ουσιαστικού ελέγχου από εθνικές κυβερνήσεις, αρχές και τους υπάρχοντες διεθνείς οργανισμούς. Οι πιο έξυπνοι απόφοιτοι των πιο ονομαστών σχολών διοίκησης επιχειρήσεων προσλαμβάνονταν με παχυλούς αρχικούς μισθούς από τη Wall Street και το City. Στους ακαδημαϊκούς κύκλους, οι πιο καλοπληρωμένοι καθηγητές πανεπιστημίων

¹⁰ . Ο O' Neill (2011), σε άρθρο του, χαρακτηρίζει την εποχή αυτή ως την εποχή της «υπέρτατης ευδαιμονίας»

¹¹ Βλ. Παράρτημα Β.

ήταν όσοι ασχολούνταν ερευνητικά με τα γνωστικά αντικείμενα της Χρηματοοικονομικής και της Λογιστικής. Είναι μάλιστα χαρακτηριστικό —και εκ των υστέρων ίσως ελαφρώς ειρωνικά— ότι επίκεντρο των συζητήσεων πολλών ακαδημαϊκών μακροοικονομολόγων δεν ήταν το πώς θα επιτύχουμε ένα καλύτερο αύριο για το μέσο πολίτη ή πώς θα βελτιώσουμε την κατανομή εισοδήματος ή τις συνθήκες διαβίωσης σε πολλές χώρες, όπως για παράδειγμα της ξεχασμένης Αφρικής, αλλά ο αυτοέπαινος, δηλαδή ποια είναι η σωστή κατανομή των ευσήμεων για την καταπληκτική επίτευξη του συνδυασμού υψηλών ρυθμών παγκόσμιας ανάπτυξης, με ταυτόχρονο χαμηλό πληθωρισμό, ή για την περίοδο του *great moderation*, όπως ονομάστηκε.

Σε τέτοιες συνθήκες αισιοδοξίας και εφησυχασμού, οι υπερβολές που σήμερα αναγνωρίζουμε τότε φαίνονταν φυσιολογικές, τα ρίσκα που αναλαμβάνονταν από το χρηματοοικονομικό τομέα ήταν μεγάλα, αλλά η αντίληψη για τους κινδύνους αυτούς και η αντίστοιχη τιμολόγησή τους στις διεθνείς αγορές ήταν σχεδόν ανύπαρκτη, ενώ ο έλεγχος των εποπτικών αρχών ελάχιστος και καθησυχαστικός. Η προσγείωση στην πραγματικότητα και η κρίση ξεκίνησαν το 2007 στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (*subprime*) στις ΗΠΑ. Η κρίση στη συγκεκριμένη αγορά έφερε στην επιφάνεια τους πρώτους ενδοιασμούς, αν η προηγούμενη περίοδος ανάπτυξης βασιζόταν σε γερά θεμέλια και, κυρίως, αν υπήρχαν κουκουλωμένα προβλήματα σε πολλά τμήματα της χρηματοοικονομικής αγοράς.

3.1.2. Οι βαθύτερες αιτίες της χρηματοοικονομικής κρίσης — προειδοποιήσεις

Η επιστημονική κοινότητα μαζί με τις εποπτικές αρχές αιφνιδιάστηκαν από το ξέσπασμα και το μέγεθος της κρίσης. Μάλιστα, οι κεντρικές τράπεζες είχαν τότε επικεντρωθεί στη δραστηριότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού ρίσκου (*Hedge funds*), τα οποία δεν ήταν τα κυρίως ή τα μόνα υπεύθυνα για την κρίση. Τους διέφυγε εντελώς η συμπεριφορά των επενδυτικών τραπεζών, όπως εύκολα διαπιστώνεται από τις προ της κρίσης εκθέσεις τους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι προειδοποιήσεις για την επερχόμενη κρίση, για τις αδυναμίες του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος και για τους κινδύνους που εγκυμονούσαν ήταν τότε ελάχιστες. Οι λιγοστές προειδοποιήσεις ορισμένων αναλυτών και καθηγητών δεν ακούγονταν και, φυσικά, δεν κατάφερναν να πείσουν για την αναγκαιότητα αλλαγής πορείας και την ανάγκη παρέμβασης των αρχών.

Η κρίση προβλέφθηκε από πολύ λίγους, επειδή δεν οφείλεται σε ένα μεμονωμένο παράγοντα αλλά σε συνδυασμό παραγόντων. Οι παράγοντες αυτοί επέδρασαν πολλαπλασιαστικά ο ένας στον άλλο, δημιουργώντας μια εκρηκτική αρνητική δυναμική και ένα φαύλο κύκλο χρεοκοπιών και πτώσεων των τιμών των περιουσιακών στοιχείων που ξεπέρασε τα όρια των ΗΠΑ και επεκτάθηκε παγκοσμίως, κυρίως στην Ευρώπη. Ορισμένοι μεμονωμένοι παράγοντες και ανισορροπίες στην παγκόσμια οικονομία είχαν επισημανθεί από τους πανεπιστημιακούς. Η συνδυαστική αρνητική επίδρασή τους στο χρηματοοικονομικό τομέα, όμως, δεν είχε εκτιμηθεί πλήρως. Παράγοντες κατηγοριοποιούνται σε μακροοικονομικούς και χρηματοοικονομικούς. Στους μακροοικονομικούς παράγοντες εντάσσονται.:

α) Η ανισορροπία ανάμεσα στις χώρες του πλανήτη όσον αφορά το διαφορετικό βαθμό αποταμίευσης και επένδυσης, που εκδηλώθηκε με υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ και υψηλά πλεονάσματα των χωρών της Ασίας, ιδιαίτερα της Κίνας. Οι ανισορροπίες οδήγησαν σε μεταφορά κεφαλαίων από την Ασία προς τις ΗΠΑ, δηλαδή σε φτηνό χρήμα, μεγάλη ρευστότητα και χαμηλά πραγματικά επιτόκια στις ΗΠΑ. Τα χαμηλά πραγματικά επιτόκια έδωσαν ώθηση στις ήδη υπάρχουσες ανισορροπίες του χρηματοοικονομικού τομέα.

β) Η φούσκα των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, οι τιμές των ακινήτων ξεκίνησαν μια ανοδική πορεία η οποία, αν και προβληματίσε πολλούς αναλυτές, αφέθηκε ελεύθερη να εξαπλωθεί. Η άνοδος των τιμών των κατοικιών σταμάτησε στα μέσα του 2006, και έκτοτε οι τιμές άρχισαν να πέφτουν¹². Η πτώση των τιμών των κατοικιών οδήγησε σε καθυστερήσεις των δόσεων των νοικοκυριών προς τις τράπεζες. Ορισμένα νοικοκυριά άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι η αξία του σπιτιού που πρόσφατα αγόρασαν έπεσε κάτι από την αξία του δανείου τους και ότι τους συνέφερε απλώς να παραδώσουν τα κλειδιά στην τράπεζα και να φύγουν από το σπίτι. Η χρεοκοπία των νοικοκυριών οδήγησε και σε μειωμένες εισροές στα ταμεία των τιτλοποιημένων δανείων

γ) Η πολιτικοοικονομική ιδεολογία που επικρατούσε στις ΗΠΑ και στις υπόλοιπες αναπτυγμένες χώρες, σύμφωνα με την οποία οι αγορές είναι αποτελεσματικές και οι πολίτες ορθολογικοί στην οικονομική συμπεριφορά τους. Σημειώσατε ότι η υπόθεση

¹² Οι τιμές φάνηκαν να σταθεροποιούνται από τον Απρίλιο του 2009. Όμως, με την λήξη των φορολογικών κινήτρων για αγορά κατοικίας που είχαν ξεκινήσει τον Απρίλιο του 2008, από τον Σεπτέμβριο του 2010 οι τιμές άρχισαν πάλι να πέφτουν.

της αποτελεσματικής αγοράς¹³ είχε καταλήξει να αποτελεί δόγμα, το οποίο σε συνδυασμό με τα χαμηλά επιτόκια την εποχή εκείνη οδήγησε σε ακραίες συμπεριφορές. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις, χωρίς να τιμολογούν σωστά τον κίνδυνο.

δ) Οι εποπτικές αρχές, και αυτές, φαίνεται να είχαν πλήρως ενστερνιστεί την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, ιδιαίτερα ο πρώην επικεφαλής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ¹⁴ (Federal Reserve), όπως φαίνεται από τις απαντήσεις που έδωσε στην εξέταση του αμερικανικού Κογκρέσου για την κρίση στις 23 Οκτωβρίου 2008. Συνέπεια αυτού ήταν η απορρύθμιση, δηλαδή η κατάργηση πολλών από τους περιορισμούς στη δράση του χρηματοπιστωτικού τομέα που είχαν επιβληθεί από την εμπειρία της κρίσης στη δεκαετία του '30. Υπάρχουν, όμως και διαφορετικές — αιρετικές — απόψεις για αυτό το θέμα.

Στους χρηματοοικονομικούς παράγοντες που προξένησαν την κρίση, καταλυτικό ρόλο έπαιξαν, ιδίως στις ΗΠΑ, οι ακόλουθοι:

α) Η ραγδαία αύξηση των δανείων μειωμένης εξασφάλισης χωρίς να επιδεικνύεται η ανάλογη τραπεζική εγκράτεια και ο έλεγχος για τον πιστωτικό κίνδυνο, που συνέβαλαν στην αύξηση των τιμών των κατοικιών. Ο Rajan (2010), στο πρόσφατο βιβλίο του, θεωρεί ότι η άκρατη αύξηση του τραπεζικού δανεισμού ενθαρρύνθηκε από τους πολιτικούς στις ΗΠΑ, ως αντίδοτο στη διευρυνόμενη ανισοκατανομή του εισοδήματος και στην οικονομική στασιμότητα και αποδυνάμωση της μεσαίας τάξης.

β) Οι νέες μορφές τιτλοποιήσεων, με πολύπλοκους δομημένους τίτλους που είχαν διαφορετικές ονομασίες και εκφάνσεις, όπως τα Collateralized Debt Obligation (CDO). Τους τίτλους αυτούς λίγοι καταλάβαιναν σε βάθος και μπορούσαν να τους τιμολογήσουν σωστά, ενώ οι αξιολογικοί οίκοι τους παρείχαν υψηλές βαθμολογήσεις. Ιδιαίτερα οι επενδυτικές τράπεζες, αυτές που δημιούργησαν τις τιτλοποιήσεις ή αυτές που υπήρξαν σημαντικές μεσάζουσες στην πρωτογενή αγορά τους, ήταν εκείνες που κυρίως διακρατούσαν το «equity tranche» των τιτλοποιήσεων, δηλαδή το κομμάτι με το μεγαλύτερο ρίσκο απωλειών αλλά και την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση.

¹³ Βλ. Eugene Fama (1991), για μια ανάλυση της υπόθεσης των ορθολογικών προσδοκιών και της αποτελεσματικής αγοράς έως το 1991. ο Eugene Fama είναι αυτός που επινόησε τον όρο της «αποτελεσματικής αγοράς» από τη δεκαετία του 1960.

¹⁴ Ο κ. Greenspan πρώην πρόεδρος (επί 18 χρόνια) της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed)

γ) Η ενδογενής γένεση ρίσκων από το συνδυασμό των επιμέρους αρνητικών παραγόντων. Η πολλαπλασιαστική εκρηκτική δυναμική που δημιουργείται σε εποχές κρίσης δημιουργεί τα δικά της επιπλέον ρίσκα. Θα επηρεάσει και το μέλλον της εποπτείας του χρηματοοικονομικού χώρου. Άλλωστε, ο συστημικός κίνδυνος που εμφανίστηκε στην κρίση ανέδειξε ότι η προηγούμενη επιμονή των εποπτικών αρχών στον περιορισμό του κινδύνου ανά τράπεζα ή χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή ανά χρηματοοικονομικό προϊόν είναι ανεπαρκής.

δ) Η νέα κερδοσκοπική κουλτούρα στον τραπεζικό τομέα με βάση τη γένεση προσόδων. Οι αμοιβές των στελεχών σε όλες τις βαθμίδες συνδέονταν με τα βραχυχρόνια έσοδα, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος, ούτε οι μακροχρόνιες επιδόσεις. Αυτή η πρακτική ήταν στενά συνδεδεμένη με την επικράτηση της αντίληψης περί αποτελεσματικότητας της αγοράς και ορθολογικών προσδοκιών

ε) Οι αξιολογικοί οίκοι, οι οποίοι κατηγορήθηκαν για ανεπάρκεια ή και για μεροληψία που πιθανόν να πήγαζε από το γεγονός ότι οι εκδότες των τίτλων ήταν αυτοί που πλήρωναν για την αξιολόγηση. Οι οίκοι αυτοί άργησαν να καταλάβουν ή να ενστερνιστούν το μέγεθος του προβλήματος, προφανώς επηρεαζόμενοι από την κερδοφορία που έφεραν οι αξιολογήσεις των τιτλοποιήσεων. Μετά την κρίση, οι εποπτικές αρχές επανεξετάζουν το καθεστώς λειτουργίας τους.

στ) Η υψηλή μόχλευση, που σημαίνει λιγιστά ίδια κεφάλαια και υψηλός δανεισμός σε σχέση με το ενεργητικό ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος. Μάλιστα, ο δανεισμός που χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις την εποχή εκείνη ήταν κυρίως βραχυχρόνιος. Έτσι, όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία είχαν επενδύσει οι επενδυτικές τράπεζες άρχισαν να πέφτουν και οι αγορές αντιλήφθηκαν την κεφαλαιακή απώλεια των δανεισμένων επενδυτικών τραπεζών, τότε δυσκόλεψαν ή και αρνήθηκαν την ανανέωση της βραχυχρόνιας χρηματοδότησης, αναγκάζοντας έτσι τις επενδυτικές τράπεζες να προβαίνουν σε περαιτέρω πωλήσεις άλλων υγιών περιουσιακών στοιχείων, οι οποίες με τη σειρά τους πίεζαν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων ακόμη περισσότερο προς τα κάτω. Η απομόχλευση, δηλαδή η άρνηση στην ουσία νέου δανεισμού στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα που επένδυναν για ίδιο λογαριασμό με δανεικά κεφάλαια, έπαιξε τον κυριότερο ρόλο στην επέκταση της κρίσης πέραν του στενού χώρου των δανείων σε όλες τις

χρηματοοικονομικές δραστηριότητες. Η απομόχλευση οδήγησε στη συνέχεια και στο πέρασμα της χρηματοοικονομικής κρίσης στην πραγματική οικονομία.

3.2 Το ιστορικό της χρηματοοικονομικής Κρίσης — πρώτες αντιδράσεις και προσωρινή ηρεμία

Παρακάτω γίνεται μια εξιστόρηση των επιμέρους γεγονότων από τα πρώτα προειδοποιητικά σημάδια της επερχόμενης κρίσης έως και ένα χρόνο μετά το ξεκίνημά της, πριν να φουντώσει και να επεκταθεί σε όλο τον χρηματοοικονομικό χώρο.

Από το 2004 έως το 2006, το επιτόκιο παρέμβασης στις ΗΠΑ αυξήθηκε από το 1% στο 5,25%, κάτι που οδήγησε και σε επιβράδυνση στην αγορά κατοικίας. Τα πρώτα σημάδια της κρίσης εμφανίστηκαν το καλοκαίρι του 2006, όταν οι τιμές των κατοικιών στις ΗΠΑ σταμάτησαν να ανεβαίνουν. Οι χρεοκοπίες πολλών νοικοκυριών που προηγουμένως είχαν πάρει στεγαστικά δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης άρχισαν να πληθαίνουν σε επίπεδα ρεκόρ, καθώς τα επιτόκια αυξάνονταν. Το μεγαλύτερο μέρος αυτών των δανείων είχε προηγουμένως τιτλοποιηθεί και πουληθεί σε αμοιβαία κεφάλαια, σε άλλες τράπεζες και επενδυτές ανά τον κόσμο. Έτσι, οι πρώτες επιπτώσεις των χρεοκοπιών των νοικοκυριών άρχισαν να γίνονται εμφανείς στην αγορά τιτλοποιημένων ομολόγων subprime. Το Δεκέμβριο του 2006, ο αξιολογικός οίκος Fitch προειδοποιούσε ότι ένας μεγάλος αριθμός οφειλετών με στεγαστικά δάνεια subprime θα αντιμετώπιζε προβλήματα την επόμενη χρονιά, το 2007, όταν θα ανανεώνονταν τα συμβόλαιά τους με νέα επιτόκια αγοράς. Στις 28 Δεκεμβρίου η Owit Mortgage Solutions, μια επιθετική μικρή τράπεζα στην Καλιφόρνια που δάνειζε κυρίως στην αγορά των subprime κατέθεσε αίτηση πτώχευσης.

Το Φεβρουάριο του 2007, η γνωστή βρετανική τράπεζα HSBC ανακοίνωσε μια απομείωση ύψους \$10,5 δις, κυρίως λόγω απωλειών της αμερικανικής θυγατρικής της Household Finance Corporation, την οποία είχε αγοράσει το 2003. Λίγο αργότερα, στις αρχές Απριλίου, η γνωστή στεγαστική τράπεζα των ΗΠΑ New Century Finance κατέθεσε αίτηση πτώχευσης. Το Μάιο, η UBS αναγκάζεται να κλείσει το Dillon Reed Hedge έπειτα από ζημιές \$125 εκ. Τον Ιούνιο του 2007, η επενδυτική τράπεζα Bear Stearns αναγκάστηκε να πριμοδοτήσει με \$3,2 δις ένα δικό της hedge fund το οποίο είχε επενδύσει σε στεγαστικά δάνεια subprime και παρουσίασε μεγάλες απώλειες, ενώ τον Ιούλιο ανακοίνωσε ότι δύο δικά της hedge funds είχαν απολέσει το 90% της αξίας τους, περίπου \$1,4 δις.

Τον Ιούλιο του 2007, οι αξιολογικοί οίκοι Standard and Poors και Moody's έσπειραν φόβο στις αγορές ανακοινώνοντας την πρόθεσή τους να εξετάσουν την προηγούμενη βαθμολόγηση ενός συνόλου δανείων subprime ύψους περίπου \$18 δις για πιθανή υποβάθμιση. Η Fitch ακολούθησε. Πολλά προϊόντα που βασίζονταν σε δάνεια subprime υποβαθμίστηκαν από AAA σε A±, δηλαδή κατά 4 βαθμίδες, κάτι που μέχρι τότε ήταν εξαιρετικά ασυνήθιστο.

Ο ΟΟΣΑ¹⁵ χαρακτήρισε αυτές τις υποβαθμίσεις «αναπάντεχες» και θεώρησε ότι «εξέθεσαν τους οίκους αξιολόγησης σε σημαντική κριτική¹⁶». Οι οίκοι αξιολόγησης άρχισαν να επανεξετάζουν τις διαδικασίες αξιολόγησης που χρησιμοποιούσαν, προκαλώντας ακόμη μεγαλύτερη αβεβαιότητα στις αγορές.

Στις αρχές Αυγούστου του 2007, οι εξελίξεις επιταχύνθηκαν δραματικά· και η κρίση ξέσπασε πλήρως. Η γερμανική τράπεζα IKB Deutsche Industriebank, για να αντιμετωπίσει τις απώλειες ενός αμοιβαίου κεφαλαίου της, αρχικά στράφηκε στη μητρική της για την εξασφάλιση χρηματοδότησης και τελικά διασώθηκε με την δημιουργία ενός νέου fund που οργάνωσε ο βασικός της μέτοχος, KfW Bankengruppe, στις 7 Αυγούστου. Στις 9 Αυγούστου του 2007, η γαλλική τράπεζα BNP ανακοίνωσε τη διακοπή των ρευστοποιήσεων των επενδυτών από τρία αμοιβαία κεφάλαια της τα οποία είχαν επενδύσει σε αμερικανικά στεγαστικά προϊόντα, καθώς «αδυνατούσε» να τιμολογήσει αξιόπιστα την αξία των στοιχείων του ενεργητικού τους. Παρόμοια προβλήματα αντιμετώπισε και άλλη γερμανική τράπεζα, η Sachsen LB, η οποία εξαγοράστηκε από την Landesbank Baden Wurttrnburg. Την ίδια μέρα τα διεθνή χρηματιστήρια κατακρημνίστηκαν, ενώ η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) παρείχε ρευστότητα ύψους €95 δις.

Την επόμενη μέρα, Παρασκευή, 10 Αυγούστου, οι φόβοι εντάθηκαν. Τα επιτόκια στη διατραπεζική εκτοξεύτηκαν προς τα πάνω· και η ρευστότητα πρακτικά εξαφανίστηκε, αφού στη διατραπεζική αγορά κυριάρχησε ο φόβος για τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου. Οι κεντρικές τράπεζες αναγκάστηκαν να παρέμβουν για να εξασφαλίσουν την απαραίτητη ρευστότητα. Η ΕΚΤ παρείχε την ίδια μέρα περαιτέρω ρευστότητα ύψους €61 δις.

Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε όλο τον κόσμο άρχισαν σταδιακά να αντιλαμβάνονται ότι τα περιουσιακά τους στοιχεία που βασίζονταν σε στεγαστικά δάνεια subprime δεν άξιζαν όσο πίστευαν, είχαν τιμολογήσει λάθος τον κίνδυνο που

¹⁵ Για τον ΟΟΣΑ γίνεται λόγος στο κεφάλαιο 4

¹⁶ OECD 2007

συνδεόταν με αυτά και πλέον ήταν πρακτικά αδύνατο να εκτιμήσουν την αξία τους, καθώς οι σχετικές αγορές κατέρρεαν. Οι τράπεζες, αβέβαιες πλέον για τις ίδιες τις κεφαλαιακές τους ανάγκες, σταμάτησαν να δανείζουν. Ουσιαστικά καμία τράπεζα δεν δάνειζε σε καμία άλλη τράπεζα, όσο μικρό και αν ήταν το διάστημα δανεισμού. Πολλοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί άρχισαν να έχουν σοβαρό πρόβλημα να εξασφαλίσουν τη βραχυχρόνια χρηματοδότηση που τους ήταν απαραίτητη για να συνεχίσουν να λειτουργούν, ιδίως οι οργανισμοί με υψηλή μόχλευση.

Στις ΗΠΑ η πίεση στη διατραπεζική αγορά ξεκίνησε από το πρώτο εξάμηνο του 2007. Η πρώτη, όμως, μεγάλη εκτίναξη των περιθωρίων έγινε τον Αύγουστο του 2007. Αυτό συνέβη τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρωζώνη. Ακολούθησαν συνεχείς διακυμάνσεις στα περιθώρια, με μια ανοδική τάση λίγο, πριν από το κλείσιμο του έτους 2007.

Με το ξέσπασμα της κρίσης τον Αύγουστο του 2007, η αγορά των στεγαστικών δανείων subprime πάγωσε. Πολλές εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, τράπεζες επενδύσεων, ειδικοί οργανισμοί-κελύφη και άλλοι, που ήταν επενδυτές στην αγορά των στεγαστικών δανείων και είχαν χρηματοδοτήσει την επένδυσή τους με βραχυχρόνιο δανεισμό, δέχτηκαν τηλεφωνήματα από τους δανειστές τους για μεγαλύτερη εγγύηση ή margin¹⁷. Για να βρουν την εγγύηση, υποχρεώθηκαν σε πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων, με αποτέλεσμα οι τιμές πολλών περιουσιακών στοιχείων να αρχίσουν να πέφτουν. Οι πρώτοι οργανισμοί που χτυπήθηκαν ήταν οργανισμοί-κελύφη, στημένοι ως θυγατρικές εταιρείες αμερικανικών τραπεζών για να μπορούν να δανείζονται εύκολα, χωρίς υποχρεωτικές κεφαλαιακές απαιτήσεις για το ρίσκο που αναλάμβαναν. Αμέσως, η αγορά αυτών των εταιρειών ειδικού σκοπού εξαφανίστηκε. Η αγορά αυτή χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις σε στεγαστικά προϊόντα εκδίδοντας βραχυπρόθεσμα εταιρικά ομόλογα, τα λεγόμενα Asset-Backed Commercial Paper. Λίγοι επιθυμούσαν πλέον να αγοράσουν ABCPs, και έτσι και αυτή η αγορά κατέρρευσε.

Στις 13 Σεπτεμβρίου 2007, αποκαλύπτεται ότι η βρετανική τράπεζα Northern Rock ζήτησε και έλαβε έκτακτη χρηματοδότηση από τη Τράπεζα της Αγγλίας, καθώς βασιζόταν σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση από τη διατραπεζική αγορά, η οποία είχε πλέον διακοπεί. Η έλλειψη λεπτομερειών για το σχέδιο προκάλεσε πανικό στο

¹⁷ Το margin, ή καταβολή ασφάλειας, λειτουργεί επισήμως στις οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές αλλά και χωρίς κρατική εποπτεία σε όλες τις εξωχρηματιστηριακές αγορές.

κοινό και, από την Παρασκευή 14 έως και τη Δευτέρα 17 Σεπτεμβρίου, έσπευσαν να αποσύρουν μαζικά τις καταθέσεις τους 1 δις αποσύρθηκε σε μία μόνο ημέρα, στην πρώτη τέτοιου μεγέθους περίπτωση (run on the bank) στη Μ. Βρετανία εδώ και έναν αιώνα¹⁸. Το υπουργείο Οικονομικών αναγκάστηκε να εγγυηθεί το σύνολο των καταθέσεων. Οι όποιες προσπάθειες να βρεθεί αγοραστής απέτυχαν, και η τράπεζα τελικά πέρασε υπό κρατικό έλεγχο το Φεβρουάριο του 2008.

Τον Οκτώβριο, η ελβετική τράπεζα UBS ανακοινώνει απώλειες \$3,4 δις από τις επενδύσεις της σε subprime προϊόντα. Η διοίκησή της παραιτείται. Το Νοέμβριο η Citigroup αναγκάζεται να αποκαλύψει ότι έχει στον ισολογισμό της περισσότερα από \$50 δις σε προϊόντα subprime, αντί για τα \$13 δις όπως υποστήριζε έως τότε. Η Meryl Lynch αποκαλύπτει ότι αναμένει σχετικές απώλειες ύψους \$7,9 δις, με τη διοίκηση να παραιτείται. Γενικά, όμως, από το Σεπτέμβριο 2007 έως και το Νοέμβριο του ίδιου έτους, χάρη στις παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών, η κατάσταση δεν εκτραχύνθηκε. Έκτοτε, όμως, τα περιθώρια άρχισαν νέα ανοδική πορεία. Τότε ήταν που άρχισε να γίνεται πιο ξεκάθαρο το μέγεθος των πιθανών απωλειών στο χρηματοπιστωτικό τομέα, ενώ τεχνικοί λόγοι επέτειναν την άνοδο. Το Δεκέμβριο του 2007 ανακοινώνονται τα πρώτα σχέδια για στήριξη από την αμερικανική κυβέρνηση στους ιδιοκτήτες ακινήτων που αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο κατάσχεσης. Επίσης, οι πέντε μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες στο δυτικό κόσμο συντονίζονται για να παράσχουν ρευστότητα στις τράπεζες.

Τα διεθνή χρηματιστήρια, αν και αντέδρασαν αρνητικά στην αρχή της κρίσης, τον Αύγουστο του 2007, επανήλθαν γρήγορα στα προηγούμενα επίπεδα. Σε αντίθεση με τις αγορές ομολόγων και χρήματος, δεν είχαν πληγεί ιδιαίτερα, και υπήρχε η εντύπωση σε πολλούς αναλυτές ότι οι καλές μέρες θα συνεχίζονταν και το 2008. Όμως, τον Ιανουάριο του 2008, η κρίση στη διατραπεζική αγορά και στην αγορά ομολόγων μεταδόθηκε και στα χρηματιστήρια. Ο Ιανουάριος σηματοδεύτηκε από πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών παγκοσμίως. Ξεκίνησε έτσι μια καθοδική πορεία των χρηματιστηρίων που διήρκεσε περίπου 15 μήνες.

Στις 22 Ιανουαρίου του 2008, η FED¹⁹ μειώνει το επιτόκιο παρέμβασης στο 3,5% από 4,25. Η μείωση ήταν η μεγαλύτερη της 25ετίας και η πρώτη επείγουσα μείωση μετά το 2001. Τα διατραπεζικά επιτόκια πέφτουν προσωρινά. Οι ανησυχίες, όμως, μεταφέρονται στην τύχη των εταιρειών ασφάλισης ομολόγων. Συγχρόνως,

¹⁸ Βλ. Παράρτημα Γ

¹⁹ Βλ. Παράρτημα Δ

καθώς οι τράπεζες έχουν ξεκινήσει μια σταδιακή απομόχλευση και οι πιστωτικές συνθήκες δυσκολεύουν, εκφράζονται και οι πρώτες ανησυχίες για την παγκόσμια οικονομία. Η ανάπτυξη στις αναπτυγμένες χώρες αναμένεται να πληγεί. Όμως, παρά τις ανησυχίες και πρώτη φορά στη σύγχρονη ιστορία, υποστηρίζεται η θεωρία της αποσύνδεσης των οικονομιών, ότι, δηλαδή, οι αναπτυσσόμενες οικονομίες, ιδίως οι χώρες BRIC (Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα), δεν θα ακολουθήσουν την ίδια πορεία. Το Φεβρουάριο του 2008 οι G7 εκτιμούν ότι οι συνολικές απώλειες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος θα φτάσουν τα \$400 δις.

Το Μάρτιο του 2008 η κρίση άρχισε να επιδεινώνεται. Στις 13 Μαρτίου έγινε εμφανές ότι η Bear Stearns ήταν έτοιμη να κλείσει, εξαιτίας των τεράστιων απωλειών και της αδυναμίας εξασφάλισης βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. Ένα επείγον δάνειο από τη FED δεν αποδείχθηκε αρκετό, και στις 17 Μαρτίου εξαγοράστηκε από την JP Morgan chase για \$1,1 δις²⁰, όταν μόλις ένα χρόνο νωρίτερα η αποτίμηση της ήταν περίπου \$18 δις. Η FED πρόσφερε χρηματοδότηση \$30 δις για να υποστηρίξει την εξαγορά, καθώς η τράπεζα ήταν μέρος ενός συστήματος αλληλοσυνδεόμενων χρηματοοικονομικών συναλλαγών που εκτεινόταν σε παγκόσμια κλίμακα και, αν αναγκαζόταν να πουλήσει τα στοιχεία του ενεργητικού της στις αγορές, που είχαν ήδη τεράστια προβλήματα ρευστότητας, θα έριχνε και άλλο τις τιμές, εντείνοντας τις πιέσεις. Εν τω μεταξύ, η αναζήτηση ασφαλούς καταφυγίου από τους επενδυτές οδήγησε στις 19 Μαρτίου του 2008 τις αποδόσεις των εντόκων γραμματίων του αμερικανικού Δημοσίου σε σχεδόν μηδενικά επίπεδα.

Τον Απρίλιο του 2008, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο²¹ (ΔΝΤ) προειδοποιεί ότι οι απώλειες για το σύνολο του χρηματοοικονομικού τομέα μπορούσαν να φτάσουν το \$1 τρις. Τον Απρίλιο και το Μάιο του 2008 η κατάσταση δείχνει σημάδια βελτίωσης: από τη μια οι εκτεταμένες παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών και, από την άλλη, οι επιτυχημένες αυξήσεις κεφαλαίου μεγάλων τραπεζών καταφέρνουν να ηρεμήσουν προσωρινά τις αγορές. Η Royal Bank of Scotland ανακοινώνει αύξηση κεφαλαίου ύψους £12 δις, η UBS \$15,5 δις και η Barclays £4,5 δις. Η Τράπεζα της Αγγλίας ανακοινώνει σχέδιο ανταλλαγής «επικίνδυνων» στεγαστικών δανείων με «ασφαλή» κρατικά ομόλογα, ύψους £50 δις. Οι αγορές θεωρούν ότι ο συστημικός κίνδυνος είναι ακόμη μικρός, ότι η ύφεση στις ΗΠΑ θα είναι περιορισμένη, ενώ η

²⁰ αρχικά το τίμημα ήταν ακόμη χαμηλότερο, στα \$240 εκ.

²¹ Εκτενέστερη αναφορά γίνεται στο κεφάλαιο 4

θεωρία του decoupling, παρά τη διεθνή πτώση των χρηματιστηρίων, υποστηρίζεται ακόμη από πολλούς αναλυτές.

Μέχρι εκείνη τη στιγμή και εφαρμόζοντας τα διδάγματα από την κρίση του 1930, οι κεντρικές τράπεζες είχαν αντιδράσει με τρόπο ώστε η χρηματοοικονομική κρίση να μη μετατραπεί σε οικονομική και να μην καταρρεύσει το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Προέβησαν σε συντονισμένες μειώσεις επιτοκίων και ενέσεις ρευστότητας. Όμως, ο παραδοσιακός μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής είχε ουσιαστικά παραλύσει: δεν δίνονταν δάνεια σε ιδιώτες. Έτσι, οι κεντρικές τράπεζες προχώρησαν σε εκτεταμένες ενέσεις ρευστότητας, χρησιμοποιώντας και νέα εργαλεία. Η FED δημιούργησε το Μάρτιο του 2008 το TAF (Term Auction) για το δανεισμό τραπεζών ανώνυμα, χωρίς να τιμωρούνται για την ανάγκη τους αυτή από τις αγορές, αλλά και το dealer credit facility για τη διευκόλυνση δανεισμού χρηματοοικονομικών φορέων πέραν των τραπεζών από τη FED, καθώς και ένα μηχανισμό για την ανταλλαγή παράγωγων προϊόντων βασισμένων σε subprime δάνεια με έντοκα γραμμάτια του αμερικανικού Δημοσίου. Όμως, παρά τις παρεμβάσεις, οι κεντρικές τράπεζες δεν είχαν καταφέρει να λύσουν το βασικό πρόβλημα της επιδεινούμενης κρίσης. Γινόταν μέρα με τη μέρα ολοένα πιο φανερό ότι η έλλειψη ρευστότητας ήταν απλώς σύμπτωμα και όχι η αιτία των γεγονότων. Το πρόβλημα ήταν η έλλειψη φερεγγυότητας.

Τον Ιούλιο του 2008 η κατάσταση επιδεινώνεται εκ νέου, καθώς οι οργανισμοί Fannie MAE και Freddie Mac, που ήταν ημικρατικοί οργανισμοί και οι μεγαλύτεροι δανειστές στην αγορά στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ, αποδεικνύεται ότι δεν μπορούν να εξασφαλίσουν την απαραίτητη χρηματοδότηση, εκτιμώμενου ύψους \$3 δις, από την αγορά. Καθώς κατέχουν ή είναι εγγυητές στεγαστικών δανείων αξίας περίπου \$5 τρις, οι αρχές εκτιμούν στη συνέχεια ότι δεν μπορούν να τις αφήσουν να καταρρεύσουν και έτσι σπεύδουν να παράσχουν χρηματοδότηση ύψους \$300 δις μέσω της FED. Τελικά, στις 7 Σεπτεμβρίου του 2008 ανακοινώνεται η διάσωση των δύο τραπεζών από τις ομοσπονδιακές αρχές καθώς, σύμφωνα με τον υπουργό Οικονομικών Henry Paulson, «τα επίπεδα του χρέους των δύο εταιρειών αποτελούν συστημικό κίνδυνο για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα».

3.2.1. Η χρηματοοικονομική κρίση επιδεινώνεται - κατάρρευση Lehman

Αν και η επιδείνωση της κρίσης υπήρξε σταδιακή, αφού οι εποπτικές αρχές αντιδρούσαν με όλο και μεγαλύτερες παρεμβάσεις, ορόσημο του μεγέθους της αποτελούν τα γεγονότα του Σεπτεμβρίου 2008. Τότε η κρίση έλαβε πλέον δραματικές

διαστάσεις, καθώς οι εξελίξεις απέδειξαν ότι τα συμβατικά μέσα πολιτικής αδυνατούσαν να αντιμετωπίσουν τα προβλήματα, ενώ εκ των υστέρων αποδείχθηκε λανθασμένη η πολιτική μη διάσωσης της Lehman Brothers.

Στις 10 Σεπτεμβρίου, η Lehman Brothers ανακοινώνει τεράστιες απώλειες για το τελευταίο τρίμηνο και, έπειτα από ένα πενθήμερο αγωνιώδους αναζήτησης αγοραστή, αναγκάζεται να κηρύξει πτώχευση τη Δευτέρα, 15 Σεπτεμβρίου. Ήταν η πρώτη μεγάλη τράπεζα που χρεοκοπούσε. Είχε προηγηθεί ένα Σαββατοκύριακο έντονων διαβουλεύσεων στο κεντρικό κτίριο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης στη Liberty Street, με παρουσία του επικεφαλής της New York Fed και μετέπειτα υπουργού Οικονομικών Timothy Geinther, του Προέδρου της Fed Ben Bernanke, και του υπουργού Οικονομικών Henry Paulson. Δεν βρέθηκε αγοραστής για τη Lehman Brothers, αφού ο επίδοξος αγοραστής, που ήταν η Barclays, επέμενε σε παρόμοιες εγγυήσεις με αυτές που είχαν δοθεί στην JP Morgan για την εξαγορά της Bear Stearns τον προηγούμενο Μάρτιο. Έτσι αποφασίστηκε να αφηθεί η Lehman Brothers να καταρρεύσει. Στις ίδιες διαβουλεύσεις, όμως, βρέθηκε αγοραστής για τη Meryll Lynch, που αντιμετώπιζε και αυτή την απειλή της χρεοκοπίας, υπό το βάρος συνολικών ζημιών από την κρίση \$51,8 δις. Την ίδια μέρα, στις 15 Σεπτεμβρίου, η Meryll Lynch ανακοινώνει την εξαγορά της από την Bank of America για \$50 δις. Σε ένα Σαββατοκύριακο δύο από τις μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζες του κόσμου έπαψαν να υπάρχουν. Η χρεοκοπία της Lehman εξαφάνισε την όποια λίγη εμπιστοσύνη είχε μείνει στη διατραπεζική αγορά, και τα επιτόκια εκτοξεύτηκαν σε ιστορικά υψηλά. Η αγορά ουσιαστικά ήταν και πάλι κλειστή και θα παρέμενε έτσι για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Η απόφαση να αφηθεί η Lehman να καταρρεύσει είχε σκοπό να μειώσει τον ηθικό κίνδυνο (moral hazard), αλλά ξαφνικά δημιουργήθηκε ένα ντόμινο ανησυχιών. Η ανησυχία μεταφέρθηκε κυρίως στους ασφαλιστικούς οργανισμούς που είχαν πουλήσει ασφάλειες έναντι του κινδύνου χρεοκοπίας οργανισμών όπως η Lehman, χρησιμοποιώντας παράγωγα προϊόντα. Μεγαλύτερος κίνδυνος υπήρχε για την αμερικανική AIG τη μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρεία του κόσμου, της οποίας ο κομβικός ρόλος απειλούσε να προκαλέσει την πλήρη κατάρρευση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο συστημικός κίνδυνος ήταν πλέον τεράστιος, αφού το κόστος της κατάρρευσής της ήταν πολύ μεγαλύτερο από ότι της διάσωσής της. Έτσι, την επόμενη μέρα μετά τη χρεοκοπία της Lehman, στις 16 Σεπτεμβρίου 2008, η αμερικανική κυβέρνηση ανακοινώνει ένα πακέτο σωτηρίας \$85 δις για την AIG, με

αντάλλαγμα το 80% της εταιρείας. Η AIG κρατικοποιείται, κάτι πρωτοφανές για την αμερικανική αγορά.

Το τραπεζικό τοπίο άλλαξε δραματικά, καθώς η λίστα τραπεζών και αμοιβαίων κεφαλαίων που χρεοκοπούσαν ή εξαγοράζονταν μεγάλωνε διαρκώς. Οι μόνες δύο μεγάλες επενδυτικές αμερικανικές τράπεζες που είχαν απομείνει μετατράπηκαν στις 22 Σεπτεμβρίου 2008 σε εμπορικές, προκειμένου να αποκτήσουν απρόσκοπτη πρόσβαση σε χρηματοδότηση από τη Fed. Στις 25 Σεπτεμβρίου 2008 η Washington Mutual , με συνολικά στοιχεία ενεργητικού αξίας \$328 δις (η έκτη μεγαλύτερη τράπεζα στις ΗΠΑ), κλείνει και πωλείται στην JP Morgan Το ντόμινο συνεχίζεται στην Ευρώπη, καθώς η Fortis, ο πολυεθνικός τραπεζικός και ασφαλιστικός γίγαντας διασπάται και εν μέρει κρατικοποιείται τον Οκτώβριο του 2008. Το ίδιο συμβαίνει και με την αγγλική Brandford & Bingley και τη βέλγογαλλική Dexia.

Στα τέλη Σεπτεμβρίου - αρχές Οκτωβρίου του 2008, οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες της Ισλανδίας, η Kaupthing, η Glitnir και η Landsbanki (η οποία λειτουργούσε ως Icesave στη Νορβηγία και στο Ην. Βασίλειο) πτώχευσαν και τέθηκαν υπό καθεστώς ελέγχου από την Ισλανδική Αρχή Χρηματοοικονομικής Εποπτείας. Οι ισλανδικές τράπεζες είχαν θυγατρικές εκτός συνόρων της Ισλανδίας και είχαν προσελκύσει καταθέσεις, προσφέροντας υψηλότερα επιτόκια από τους τοπικούς ανταγωνιστές τους στην Ολλανδία, στο Ην. Βασίλειο και στη Σκανδιναβία. Ο αριθμός των καταθέσεων τους σε αυτές τις χώρες ξεπερνούσε τον πληθυσμό της Ισλανδίας. Η χρεοκοπία αυτή δημιούργησε κρίση στις σχέσεις της χώρας με τις χώρες δραστηριοποίησης των τραπεζών της, για το αν και πώς θα αποζημιώνονταν οι πελάτες τους στο εξωτερικό. Η διαμάχη, η οποία συνεχιζόταν ως και τις αρχές του 2011, αφορούσε το αν και πώς η Ισλανδία θα αποπληρώσει δάνειο συνολικού ύψους €3,8 δις (44% του ΑΕΠ το 2009) προς την Ολλανδία και το Ην. Βασίλειο, που χρησιμοποιήθηκε για την αποζημίωση των καταθετών.

Καθώς η κατάσταση έβαινε εκτός ελέγχου, κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες αποφάσισαν να παρέμβουν δυναμικά. Η σημαντικότερη προσπάθεια ήταν η δημιουργία ταμείου στις ΗΠΑ, του αποκαλούμενου TAPP , ύψους \$700 δις ή 5% του ΑΕΠ των ΗΠΑ, για την αγορά από το υπουργείο οικονομικών τοξικών προϊόντων από τις τράπεζες. Το σχέδιο εγκρίθηκε από το Κογκρέσο, έπειτα από δύο δραματικές ψηφοφορίες, στις 3 Οκτωβρίου. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι σχετικές ψηφοφορίες καλύφθηκαν ζωντανά παγκοσμίως, ακόμη και από ελληνικά τηλεοπτικά κανάλια.

Στις 30 Σεπτεμβρίου, η Ιρλανδία ανακοινώνει ότι εγγυάται το σύνολο των καταθέσεων στις ιρλανδικές τράπεζες. Αύξηση του ορίου εγγύησης των καταθέσεων ανακοινώνεται και σε πολλές άλλες χώρες. Στις 8 Οκτωβρίου, η FED, η ΕΚΤ η Τράπεζα της Αγγλίας και οι κεντρικές τράπεζες του Καναδά, της Σουηδίας και της Ελβετίας μειώνουν εκτάκτως και συντονισμένα σε μια πρωτοφανή κίνηση τα επιτόκια κατά 0,5%. Είναι η πρώτη μείωση στην οποία προβαίνει η ΕΚΤ από την αρχή της κρίσης.

Οι πτωχεύσεις / διασώσεις τραπεζών συνεχίζονται σε όλο τον κόσμο το χειμώνα του 2008 - 2009. Αποδεικνύεται ότι με ελάχιστες εξαιρέσεις, όπως το λιανικό τραπεζικό σύστημα, όλοι κινδυνεύουν. Στη Γερμανία, η Hypo Real Estate διασώζεται με κόστος €50 δις και με τη συμμετοχή άλλων ιδιωτικών τραπεζών. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, με κόστος £37 δις εθνικοποιείται η Royal Bank of Scotland (το 60% στην ιδιοκτησία του κράτους), ενώ συγχωνεύονται και εθνικοποιούνται η Lloyds Tsb (το 40% στην ιδιοκτησία του κράτους). Στις ΗΠΑ, η Wachovia, η τέταρτη μεγαλύτερη τράπεζα, εξαγοράζεται από την Wells Fargo \$15 δις, χωρίς όμως κρατική βοήθεια. Τον Οκτώβριο του 2008, η κυβέρνηση των ΗΠΑ ανακοινώνει ότι θα χρησιμοποιήσει \$250 δις από το TARP για την εξαγορά μεριδίων σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Αυτό αποτελούσε μερική εθνικοποίηση με σκοπό, όμως, σύμφωνα με τον πρόεδρο Bush, να σώσει την ελεύθερη αγορά. Στην Ιρλανδία, τους πρώτους μήνες του 2009 εθνικοποιήθηκε η Anglo Irish Bank, η τρίτη μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας.

Παρά τα προηγούμενα μέτρα, η κρίση εντάθηκε τους πρώτους μήνες του 2009, και ο φόβος κατάρρευσης συνέχισε να υπάρχει, καθώς αμφισβητούνταν η βιωσιμότητα όλων των μεγάλων αμερικανικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ταυτόχρονα, η χρηματοοικονομική κρίση περνούσε στην πραγματική οικονομία όλων των χωρών του πλανήτη, διαψεύδοντας έτσι τη θεωρία της αποσύνδεσης των οικονομιών (decoupling).

3.2.2 Το πιθανό τέλος της χρηματοοικονομικής κρίσης

Καμπή στην κρίση αποτέλεσε η απόφαση τότε της αμερικανικής κυβέρνησης να βάλει τέλος στα σενάρια περί χρεοκοπίας του τραπεζικού συστήματος, δημοσιοποιώντας το Μάιο του 2009 τα αποτελέσματα ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων των αμερικανικών τραπεζών (Stress test). Τα αποτελέσματα αυτά, αν και αμφισβητήθηκαν έντονα για την αξιοπιστία τους, κυρίως από μη Αμερικανούς αναλυτές, αποδείχθηκαν πολύ σημαντικά για την αποκατάσταση ως

ένα βαθμό της εμπιστοσύνης στο αμερικανικό τραπεζικό σύστημα. Η αγορά έψαχνε τότε απελπισμένα κάποιον αξιόπιστο φορέα να της πει πού βρίσκεται η πραγματική κατάσταση. Οι ασκήσεις αυτές παρείχαν ένα βαθμό διαφάνειας και πληροφόρησης. Συμμετείχαν 19 αμερικανικές τράπεζες, όσες είχαν ενεργητικό στο τέλος του 2008 άνω των \$100 δις. Οι 19 αυτές τράπεζες άθροιζαν συνολικό ενεργητικό περίπου \$10 τρις και αντιπροσώπευαν το 70% του ενεργητικού του τραπεζικού τομέα των ΗΠΑ.

Οι εκτεταμένες δημοσιονομικές παρεμβάσεις και οι συντονισμένες ενέργειες των κεντρικών τραπεζών, που περιγράφονται με μεγαλύτερη λεπτομέρεια στο επόμενο εδάφιο, βοήθησαν να αποκατασταθεί σταδιακά και σε ένα βαθμό η εμπιστοσύνη και μια σχετική ηρεμία στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Από τα μέσα του 2009, μετά τα Stress test, οι φόβοι για την κατάσταση των τραπεζών αντικαταστάθηκαν από τους φόβους για την οικονομική κατάσταση. Καθώς η κρίση περνούσε στην πραγματική οικονομία, οι κίνδυνοι για το χρηματοπιστωτικό σύστημα αυξάνονταν. Η πιθανότητα να βαθύνει η ύφεση οδηγώντας σε νέο κύκλο προβληματικών δανείων έμοιαζε εφιαλτική. Η σταδιακή όμως ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας το 2010 βοήθησε στο μετριασμό των κινδύνων για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Στην Ευρώπη, η αποκατάσταση μιας αντίστοιχης σχετικής ηρεμίας δεν διήρκεσε πολύ. Η αιτία ήταν το γεγονός ότι μια νέα κρίση χτύπησε την Ευρώπη με αφορμή την Ελλάδα, όπως θα αναλύσουμε αργότερα. Το 2010 αποδείχθηκε δύσκολο για το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα. Και στην Ευρώπη διεξήχθησαν αντίστοιχες ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων των ευρωπαϊκών τραπεζών, όπως είχε γίνει πάνω από ένα χρόνο νωρίτερα για τις τράπεζες στις ΗΠΑ. Οι ασκήσεις αφορούσαν 91 τράπεζες οι οποίες αντιπροσώπευαν το 65% του ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος της ΕΕ και συντονίστηκαν από την Committee of European Banking Supervisors (CEBS), με τη συνεργασία της ΕΚΤ και της ΕΕ. Τα αποτελέσματα ανακοινώθηκαν στις 23 Ιουλίου του 2010 και ήταν συνολικώς θετικά. Μόλις 7 τράπεζες (συμπεριλαμβανημένης και της Αγροτικής Τράπεζας στην Ελλάδα) από τις 91 έπεφταν κάτω από το όριο του 6% για το δείκτη TIER 1, και αυτό υπό το δυσμενέστερο σενάριο

Τα ευρωπαϊκά Stress tests δεν καθησύχασαν, όμως, την αγορά πλήρως. Βασική πηγή ανησυχίας ήταν ότι τα tests διεξήχθησαν υπό την υπόθεση ότι καμία χώρα μέλος της Ευρωζώνης δεν θα χρεοκοπήσει. Έτσι, δεν εξετάστηκαν οι επιπτώσεις στην κεφαλαιακή επάρκεια από «κούρεμα» στην αξία των κρατικών

ομολόγων που οι τράπεζες κρατούν στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο έως τη λήξη τους (held to maturity portfolio ή banking book). Τα tests υπέθεσαν ότι «κούρεμα» θα υπήρχε μόνο στα ομόλογα του χαρτοφυλακίου συναλλαγών (trading book). Αυτά, όμως, αποτελούν μόλις Το 17% του συνόλου των κρατικών ομολόγων που έχουν στην κατοχή τους οι ευρωπαϊκές τράπεζες που ελέγχθηκαν (Blundell – Wignall and Slovik). Έτσι, η ανησυχία στην Ευρώπη διατηρήθηκε και πολύ σύντομα εντάθηκε μετά την κρίση στην Ιρλανδία.

Το 2011 η ένταση της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης φαίνεται να έχει ξεπεραστεί. Όμως, ο χρηματοοικονομικός τομέας παραμένει ευαίσθητος και τα ασφάλιστρα κινδύνου υψηλά. Ορισμένες από τις γενεσιουργικές αιτίες της κρίσης, όπως οι διεθνείς ανισορροπίες στον εξαγωγικό τομέα, εξακολουθούν να υφίστανται, ίσως με μικρότερη ένταση. Στη διάρκεια του 2010, οι αγορές στην Ευρώπη ταλανίστηκαν από ερωτήματα για την τύχη του ευρώ από τα τεράστια χρέη που συσώρευσαν χώρες όπως η Ελλάδα. Γενικότερα, η μόχλευση στο δυτικό κόσμο είχε πλέον γίνει πολύ μεγάλη, τόσο στον ιδιωτικό όσο και στο δημόσιο τομέα. Αυτή η μόχλευση θα επηρεάσει αρνητικά τους ρυθμούς ανάπτυξης στο μέλλον και απαιτεί επαγρύπνηση των εποπτικών φορέων διότι διατηρείται νευρική κατάσταση στις αγορές. Απαιτεί, επίσης και ένταση των προσπαθειών για τη δημιουργία μιας νέας αρχιτεκτονικής για το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα η οποία θα εξασφαλίζει μεγαλύτερη σταθερότητα και θα αποτρέπει τη συσσώρευση κινδύνων .

3.3 Η διεθνής οικονομική κρίση

Η χρηματοοικονομική κρίση γρήγορα μετασηματίστηκε σε οικονομική κρίση και επηρέασε όλες τις χώρες του πλανήτη. Εδώ περιγράφεται η διαδικασία μετάδοσης της κρίσης από το χρηματοοικονομικό τομέα στην πραγματική οικονομία. Εξηγούνται, επίσης, οι αντιδράσεις των κυβερνήσεων, των κεντρικών τραπεζών και άλλων εποπτικών αρχών ενάντια στην ύφεση, καθώς και τα αποτελέσματα των διαρκών παρεμβάσεών τους.

3.3.1. Η μεταφορά της Κρίσης στην πραγματική Οικονομία

Ήδη από την αρχή της χρηματοοικονομικής κρίσης άρχισαν να εκφράζονται ανησυχίες για την πιθανή μεταφορά της στην πραγματική οικονομία. Αυτό δεν αποφεύχθηκε. Ιδιαίτερα στο τέταρτο τρίμηνο του 2008, μετά την Κατάρρευση της Lehman Brothers, κατέρρευσε σχεδόν αμέσως το διεθνές εμπόριο και η παραγωγή των χωρών διεθνώς. Επηρεάστηκαν όλες οι χώρες, ανεξάρτητα από την οικονομική

πολιτική που στο παρελθόν είχαν ακολουθήσει, διότι όλες οι οικονομίες είναι διεθνοποιημένες. Διαψεύστηκε έτσι και η θεωρία της αποσύνδεσης, ή decoupling, για τις αναδυόμενες οικονομίες. Έτσι, το 2009 η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με την χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, με το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης να γίνεται αρνητικός, -1,9, πρώτη φορά μετά το πρώτο μισό της δεκαετίας του 1930 και τη Μεγάλη Ύφεση.

Η μεταφορά της κρίσης στην πραγματική οικονομία έγινε μέσω της απομόχλευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τα προβλήματα φερεγγυότητας από τις κεφαλαιακές απώλειες οδήγησαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε προσπάθεια τόνωσης της κεφαλαιακής τους βάσης ή/και μείωσης του μεγέθους του ενεργητικού τους. Όμως, σε αυτές τις περιπτώσεις η μείωση του ενεργητικού είναι πολλαπλάσια της αρχικής κεφαλαιακής απώλειας. Τράπεζες που στο παρελθόν δάνειζαν 50 φορές τα ίδια κεφάλαιά τους αναγκάστηκαν να περιορίσουν το δανεισμό προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά κατά 50 φορές, για να καλύψουν το χάσμα στα κεφάλαιά τους. Έτσι, θέσπισαν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια και περιόρισαν τις πιστώσεις. Η μείωση στις πιστώσεις οδηγεί στη συνέχεια τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά σε συρρίκνωση των δραστηριοτήτων τους, γεγονός που σημαίνει μείωση του προσωπικού, αύξηση της ανεργίας, λιγότερη παραγωγή, λιγότερο εισόδημα και επιμήκυνση της ύφεσης. Η πολλαπλασιαστική αυτή αρνητική επίδραση από το χάσμα κεφαλαίων στο νέο δανεισμό καθώς και στην ανανέωση των παλαιών δανείων μεταφέρει την κρίση στην πραγματική οικονομία. Ταυτόχρονα, η ύφεση μειώνει τη δυνατότητα επιχειρήσεων και νοικοκυριών να εξυπηρετούν τα δάνειά τους, δημιουργώντας έτσι ένα φαύλο κύκλο.

Στο τέλος του 2008, η αμερικανική αυτοκινητοβιομηχανία ουσιαστικά είχε χρεοκοπήσει λόγω της έλλειψης πιστώσεων, της απότομης πτώσης της κατανάλωσης και λανθασμένων επιχειρηματικών επιλογών. Η αμερικανική κυβέρνηση έσπευσε να οργανώσει σχέδιο διάσωσης με χρήματα από το TARP, ύψους \$23,4 δις, για να σώσει τις τρεις μεγαλύτερες αμερικανικές αυτοκινητοβιομηχανίες. Όμως, η GM και Chrysler τελικά δεν θα αποφύγουν τη χρεοκοπία, το 2009, και την εθνικοποίηση.

Οι πιστώσεις στο εξαγωγικό εμπόριο υπήρξαν τα πρώτα θύματα, διότι εκεί ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου είναι ο μεγαλύτερος. Ο φόβος των πτωχεύσεων των αντισυμβαλλόμενων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στέρεψε πρώτα τη ρευστότητα και στη συνέχεια τις πιστώσεις στο εξαγωγικό εμπόριο. Η έλλειψη πιστώσεων συνέβαλε μαζί με την πτώση της καταναλωτικής και επιχειρηματικής εμπιστοσύνης

στην κατάρρευση του παγκόσμιου εμπορίου. Το παγκόσμιο εμπόριο έχει σημειώσει σημαντική πτώση σε τρεις περιπτώσεις μετά το Β΄ Παγκόσμιο πόλεμο: κατά τη διάρκεια της πετρελαϊκής κρίσης το 1974 - 75, το 1982 - 83 και κατά το 2001 - 02, με το σπάσιμο της φούσκας των τεχνολογικών μετοχών και τις επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου. Η επιβράδυνση, όμως, που ξεκίνησε στα μέσα του 2007 μαζί με την χρηματοοικονομική κρίση εξελίχθηκε από το τελευταίο τρίμηνο του 2008 σε κατάρρευση. Οι αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης του εμπορίου συνεχίστηκαν και όλο το 2009. Η κατάρρευση του διεθνούς εμπορίου είναι χαρακτηριστικό σημάδι της ύφεσης και σημαντικός παράγων εμβάθυνσής της. Η πτώση αυτή ήταν συγχρονισμένη, αφορούσε όλες τις οικονομίες και όλες τις κατηγορίες εμπορευμάτων.

3.3.2. Μέτρα αντιμετώπισης της ύφεσης — δημοσιονομικά και νομισματικά

Οι αρχές αντέδρασαν άμεσα και συντονισμένα από το 2008, έχοντας πάρει πολύτιμα μαθήματα από τη Μεγάλη Ύφεση του 1930. Οι προσπάθειες κυβερνήσεων και κεντρικών τραπεζών συντονίστηκαν μέσω των G-20 και του αναβαθμισμένου Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Προσπάθησαν να μη χτίσουν νέα τείχη προστατευτισμού και να ακολουθήσουν μια κοινή πολιτική εξόδου από την κρίση. Μια μεγαλύτερη σε μέγεθος και διάρκεια παγκόσμια ύφεση αποφεύχθηκε χάρη στην επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική. Τα επιτόκια μειώθηκαν δραστικά και υιοθετήθηκαν μεγάλα δημοσιονομικά πακέτα αναζωογόνησης της οικονομίας.

Οι κεντρικές τράπεζες δεν περιορίστηκαν μόνο στη μείωση των επιτοκίων. Εφηύραν νέους τρόπους παροχής ρευστότητας, αύξησαν το ελάχιστο ποσό των εγγυημένων τραπεζικών καταθέσεων, συνέδραμαν τις κυβερνήσεις στον καθορισμό πακέτων διάσωσης των τραπεζών. Στον Πίνακα 1 μπορούμε να δούμε το μέγεθος της παρέμβασης των νομισματικών αρχών. Η αύξηση του ενεργητικού τους αντανakλά τα έκτακτα μέτρα που πάρθηκαν για τη διάσωση του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Πίνακας 1

Επεκτατική πολιτική 7/2007 – 8/2011

	Μείωση επιτοκίων παρέμβασης	Αύξηση του ενεργητικού της κεντρικής τράπεζας	Ύψος ενεργητικού κεντρικής τράπεζας
ΗΠΑ	-5,00%	182,9%	\$2,47 τρις
ΕΥΡΩΖΩΝΗ	-3,00%*	65,6%	€2,01 τρις
ΗΝ. ΒΑΣΙΛΕΙΟ	-5,25%	194,6%	£241,1 δις

Πηγή : ΕΚΤ, Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, Τράπεζα της Αγγλίας.

Η FED μείωσε το βασικό της επιτόκιο από 5,25% το Σεπτέμβριο του 2007 στο 0% με 0,25% το Δεκέμβριο του 2008. Πρώτη φορά η FED έθεσε ως στόχο για το βασικό της επιτόκιο ένα εύρος, παρά ένα συγκεκριμένο νούμερο. Η ΕΚΤ προχώρησε πιο διστακτικά στη μείωση των επιτοκίων, καθώς περιορίζεται από τη βασική της αποστολή, που είναι η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού. Η ΕΚΤ ξεκίνησε τις μειώσεις μόλις τον Οκτώβριο του 2008, από το 4,25% στο 1% τον Ιούνιο του 2009.

Η FED δεν περιορίστηκε στο εργαλείο των επιτοκίων. Προέβη και στη λήψη μη συμβατικών μέτρων τα οποία ονομάστηκαν «μέτρα ποσοτικής και ποιοτικής χαλάρωσης» ή «quantitative and qualitative easing». Ενώ η ΕΚΤ αναγκάστηκε να καταφύγει και αυτή σε μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, ώστε να διοχετεύσει ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, το ενεργητικό της αυξήθηκε πολύ λιγότερο από το αντίστοιχο ενεργητικό της FED. Αξίζει επίσης να τονιστεί ότι την περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης, ένα από τα πρώτα μέληματα των κυβερνήσεων ήταν η αύξηση του ελάχιστου ποσού της εγγύησης των καταθέσεων, ώστε να αποφευχθεί η εκδήλωση πανικού.

Μια δεύτερη και επίσης σημαντική πρωτοβουλία των κυβερνήσεων ήταν η ενεργοποίηση πακέτων διάσωσης και ενίσχυσης των εγχώριων τραπεζών. Το μέγεθος των πακέτων διάσωσης κυμάνθηκε από το 3% του εγχώριου ΑΕΠ, στην Ιταλία, έως το 220% στην Ιρλανδία. Στην Ελλάδα αντιστοιχούσε στο 11% του ΑΕΠ, και αρχικά οι ελληνικές τράπεζες δεν προθυμοποιήθηκαν να το χρησιμοποιήσουν. Σε πολλές χώρες κρίθηκε αναγκαία ακόμη και η —έστω και μερική— κρατικοποίηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως έχει ήδη περιγραφεί.

Στις ΗΠΑ, το αρχικό σχέδιο του Οκτωβρίου 2008, το TARP, αποδείχθηκε ανεπαρκές και χρειάστηκε η υιοθέτηση ενός νέου σχεδίου, του Financial Stability Plan, με επιπλέον πόρους ύψους \$2 τρις ή 14% του ΑΕΠ των ΗΠΑ. Το FSP περιλαμβάνει προγράμματα κεφαλαιακής στήριξης χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τη δημιουργία ταμείων, και ήταν προϊόν συνεργασίας ιδιωτικού και κρατικού τομέα. Στόχος του ήταν η απομάκρυνση τοξικών περιουσιακών στοιχείων από τους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η παροχή χρηματοδότησης σε ιδιώτες για αγορά δανείων στις δευτερεύουσες αγορές, ώστε να επαναδραστηριοποιηθεί η πιστωτική αγορά και να μειωθούν τα επιτόκια των καταναλωτικών και επιχειρηματικών δανείων, και, τέλος, η υποστήριξη

δανειοληπτών με την αναδιάρθρωση στεγαστικών δανείων, ώστε να περιοριστούν οι κατασχέσεις.

Οι κυβερνήσεις αποφάσισαν, επίσης, να εφαρμόσουν επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Πολλές κυβερνήσεις στο τέλος του 2008 υιοθέτησαν επιπλέον δημοσιονομικά πακέτα στήριξης των οικονομιών τους. Η Κίνα ανακοίνωσε ένα διετές πακέτο ύψους \$586 δις, η ΕΕ ένα σχέδιο οικονομικής ανάκαμψης ύψους €200 δις, η Γερμανία ένα πακέτο €50 δις και οι ΗΠΑ ένα πακέτο ύψους \$787 δις, «το μεγαλύτερο στην ιστορία των ΗΠΑ», όπως το χαρακτήρισε τότε ο πρόεδρος Ομπάμα. Εν μέσω κρίσης, ορισμένοι αναλυτές ισχυρίζονταν ότι τα δημοσιονομικά αυτά μέτρα ήταν ανεπαρκή, δεν θα σταματούσαν την κρίση και, απεναντίας, θα έδιναν επιχειρήματα σε όσους αντιδρούν σε κρατικές παρεμβάσεις, καθώς αύξαναν τα δημοσιονομικά ελλείμματα. Μάλιστα, για μεγάλο χρονικό διάστημα, οι Αμερικανοί πίεζαν για περαιτέρω επεκτατική δημοσιονομική πολιτική στην Ευρώπη, καθώς θεωρούσαν τα ευρωπαϊκά μέτρα ανεπαρκή. Το ΔΝΤ έσπευσε το Νοέμβριο του 2008 να χρηματοδοτήσει την Ουκρανία με \$16,4 δις.

Η αντιμετώπιση της κρίσης απαιτούσε διεθνή συντονισμό. Το ρόλο του συντονισμού ανέλαβε να παίζει η ομάδα χωρών των G-20, δηλαδή, η ομάδα των 19 σημαντικότερων σε μέγεθος οικονομιών, συν την ΕΕ. Επειδή η κρίση ήταν διεθνής, η ομάδα των G-20 αναδείχτηκε φυσιολογικά ως το κυριότερο όργανο διαβούλευσης και συντονισμού των οικονομικών πολιτικών σε διεθνές επίπεδο. Μια σειρά από σημαντικές αποφάσεις ενίσχυσαν σε μεγάλο βαθμό την εμπιστοσύνη των αγορών και βοήθησαν στην αντιμετώπιση της κρίσης. Οι αποφάσεις αφορούσαν κυρίως το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών, την ενίσχυση του διεθνούς εμπορίου, την ενίσχυση του ΔΝΤ, την ενίσχυση του ρόλου των αναπτυσσόμενων οικονομιών, ιδίως της Κίνας, και την αναπτυξιακή βοήθεια στις φτωχότερες οικονομίες. Το συνολικό ύψος των πόρων που διατέθηκαν από τους G-20 έφτασε τα \$1,1 τρις²².

Ιδιαίτερο βάρος δόθηκε παγκοσμίως, επίσης, στις προσπάθειες αναστροφής της τάσης απορρύθμισης του χρηματοπιστωτικού συστήματος με τη δημιουργία του Financial Stability Board, με στόχο το διεθνή συντονισμό των προσπαθειών.

Η Fed συνεδρίαση της 3ης Νοεμβρίου 2010 αποφάσισε περαιτέρω ποσοτική χαλάρωση, με πρόσθετη αγορά κυβερνητικών ομολόγων αξίας \$600 δις (Quantitative

²² \$750 δις για το ΔΝΤ, 250 δις για τη στήριξη του διεθνούς εμπορίου και \$100 δις αναπτυξιακή βοήθεια σε τρίτες χώρες

Easing 2). Εφόσον η οικονομία είχε ακόμη πλεονασματικό παραγωγικό δυναμικό και η ανεργία ανέβαινε ο φόβος του πληθωρισμού ήταν απομακρυσμένος. Έτσι, με την ποσοτική χαλάρωση δεν διακινδύνευε μια αναζωπύρωση του πληθωρισμού, ενώ μπορούσε συγχρόνως να επιτύχει μερική εξαγορά του δημόσιου χρέους αλλά και μείωση της αξίας του δολαρίου έναντι ξένων νομισμάτων, γεγονός που βοηθά το αμερικανικό εξωτερικό ισοζύγιο. Η έως τότε σθεναρή άρνηση των Κινέζων στις πολιτικές πιέσεις των Αμερικανών, να αφήσουν ελεύθερη τη συναλλαγματική ισοτιμία του γουάν ώστε να ανατιμηθεί έναντι του δολαρίου, πιθανόν να μην άφηνε και πολλά περιθώρια επιλογής στη Fed.

Εφεξής, η νομισματική και δημοσιονομική πολιτική στις ΗΠΑ γίνεται λιγότερο ξεκάθαρη. Οι ενδιάμεσες εκλογές του Νοεμβρίου 2010 έφεραν ξανά τους Ρεπουμπλικάνους στο προσκήνιο, οι οποίοι ελέγχουν το Κογκρέσο και πιέζουν για ένα φρένο στην επεκτατική νομισματική πολιτική και για μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Το 2011 δεν αναμένεται να είναι έτος μεγάλων αλλαγών σε επιτόκια παρέμβασης ή στην τρέχουσα δημοσιονομική πολιτική στις ΗΠΑ. Πιθανόν το 2012 η αγορά να επικεντρωθεί στο αυξανόμενο δημόσιο χρέος των ΗΠΑ, το οποίο παρουσιάζει ανοδική τροχιά, και το επίπεδο κορύφωσής του παραμένει αβέβαιο.

Οι εκτενείς νομισματικές και δημοσιονομικές παρεμβάσεις βοήθησαν την παγκόσμια οικονομία να μπει σε τροχιά ανάκαμψης το 2010. Για ένα χρονικό διάστημα έως τα μέσα του 2010, στις ΗΠΑ κυριάρχησε ο φόβος της επιστροφής σε ύφεση, της λεγόμενης «διπλής ύφεσης» κάτι που όμως δεν συνέβη. Πάντως, με δεδομένη την ιστορική εμπειρία των ισχυρών ανακάμψεων έπειτα από μια ύφεση, το 2010 απογοήτευσε στις ΗΠΑ, αφού ο ρυθμός ήταν μόνον 2,8%, ενώ θα έπρεπε να ήταν διπλάσιος. Αντίθετα, η Γερμανία αναπτύχθηκε με ρυθμό 3,6%, που για αναπτυγμένη ευρωπαϊκή οικονομία θεωρείται πολύ μεγάλος.

Στις αρχές του 2011, η νομισματική πολιτική των ΗΠΑ εξακολουθούσε να είναι επεκτατική, παρά το γεγονός ότι ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης του 2011 υπολογιζόταν κατ' εκτίμηση σε 3,0%. Γενικότερα, ο παγκόσμιος ρυθμός ανάπτυξης αναμενόταν στα ίδια περίπου ή και χαμηλότερα επίπεδα από αυτόν του 2010, γεγονός που προοιωνιζόταν τους σχετικά χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας την επόμενη δεκαετία.

3.4 Η ελληνική και η ευρωπαϊκή κρίση

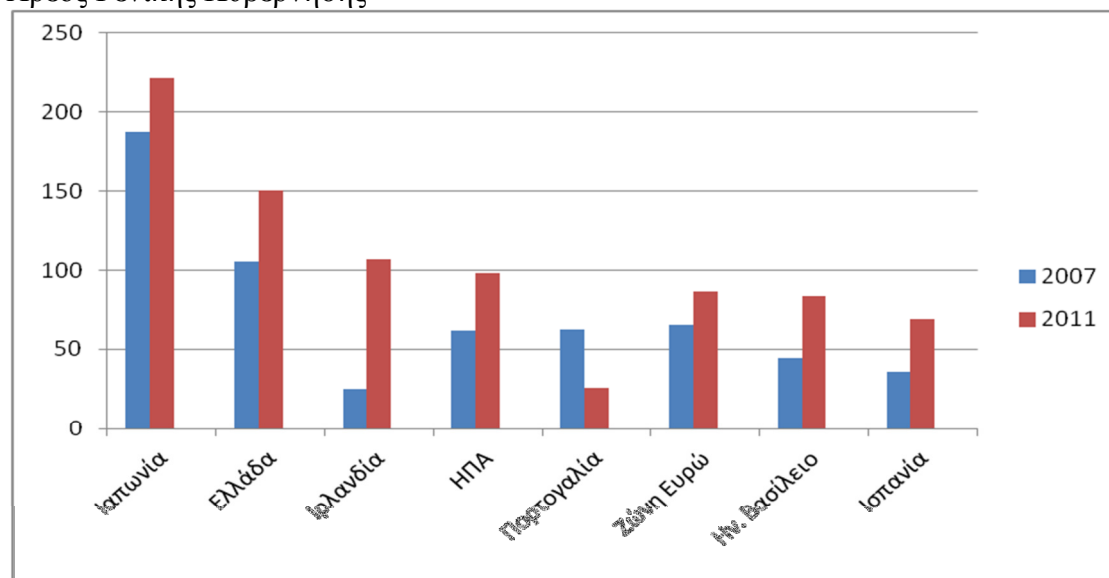
Η ελληνική κρίση ξεκίνησε από την οικονομική δυσπραγία, που εισήχθη στην Ελλάδα λόγω της διεθνούς ύφεσης και φανέρωσε την υπερχρέωση του ελληνικού Δημοσίου και την πιθανή αδυναμία ελέγχου του διογκούμενου χρέους του. Μετατράπηκε σε κρίση της Ευρωζώνης, όταν οι αγορές συνειδητοποίησαν ότι το ελληνικό πρόβλημα είναι η κορυφή του παγόβουνου σε μια νομισματική ένωση η οποία δεν στηρίζεται σε σταθερά δημοσιονομικά θεμέλια. Στο παρόν εδάφιο περιγράφονται με σχετική χρονολογική σειρά όλα τα σημαντικά γεγονότα που σημάδεψαν την πορεία της κρίσης, από το τέλος του 2009 έως τις αρχές του 2011.

3.4.1. Δημοσιονομικό χρέος και η ανησυχία των αγορών

Οι άμεσες αρνητικές συνέπειες της διεθνούς οικονομικής κρίσης αποτελούν παρελθόν. Η κρίση, όμως, όπως και όλες οι προηγούμενες, άφησε πίσω της βάρη για μια πιο μακροχρόνια στασιμότητα στη Δύση. Το κύριο βάρος είναι το υψηλό δημόσιο χρέος, το οποίο περιγράφεται στο Διάγραμμα 2.

Διάγραμμα 2

Χρέος Γενικής Κυβέρνησης



Πηγή : European Commission

Παρατηρήσατε ότι σε τέσσερα μόνο χρόνια, από το τέλος του 2007 έως το τέλος του 2011, το χρέος στις ΗΠΑ αυξάνεται κατά 36 μονάδες του ΑΕΠ, στο Ηνωμένο Βασίλειο 39 μονάδες, και στην Ελλάδα 45,2 μονάδες. Η μεταβολή στο χρέος είναι μεγάλη σε διεθνές επίπεδο, διότι η χρηματοοικονομική κρίση προξένησε

την παρέμβαση των αρχών με πακέτα διάσωσης, μείωσε τα φορολογικά έσοδα, αλλά και ανάγκασε τις κυβερνήσεις σε επεκτατική δημοσιονομική πολιτική.

Στην Ευρωζώνη, η αύξηση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ δεν είναι συγκριτικά τόσο δραματική. Ούτε και το τελικό αποτέλεσμα, δηλαδή, το χρέος του 2011 είναι δραματικό σε σχέση με τον υπόλοιπο αναπτυγμένο κόσμο, τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο την Ιαπωνία. Μάλιστα η Ευρωζώνη είναι μια νομισματική περιοχή με πλεόνασμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Γεννιέται ευλόγως τότε το ερώτημα γιατί στη διάρκεια του 2010 παρατηρήθηκε μια τόσο μεγάλη ένταση στην Ευρωζώνη. Η απάντηση είναι ότι η ένταση δεν αφορούσε το σύνολο της Ευρωζώνης, αλλά επιμέρους χώρες. Οι αμφιβολίες των αγορών επικεντρώθηκαν στην εσωτερική λειτουργία της. Η προηγούμενη χρηματοοικονομική κρίση ευαισθητοποίησε τις αγορές σε οτιδήποτε αρνητικό. Έτσι, ενώ έως την έλευση της κρίσης οι αγορές δεν διαφοροποιούσαν σημαντικά τις χώρες της Ευρωζώνης μεταξύ τους, τώρα τις διαφοροποιούν αναφορικά με τον πιστωτικό κίνδυνο της καθεμιάς.

Ο κίνδυνος χώρας, που αντικατοπτρίζεται στα περιθώρια επιτοκίων δανεισμού της κάθε μίας ευρωπαϊκής χώρας σε σχέση με τα αντίστοιχα γερμανικά ή και στα επιτόκια ασφάλισης των δανειστών της χώρας είναι τώρα πλέον συνάρτηση του δημόσιου και ιδιωτικού χρέους της κάθε χώρας, αλλά και άλλων παραγόντων, όπως οι πολιτικές εξελίξεις, η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος κ.λπ. Η διαφοροποίηση ανάμεσα στα επιτόκια δανεισμού των χωρών της Ευρωζώνης θέτει σε κίνδυνο τη σταθερότητα αλλά και την ύπαρξη της Ευρωζώνης, όπως τουλάχιστον την ξέρουμε σήμερα. Πηγάζει από τη βαθύτερη αμφιβολία των αγορών για την επάρκεια των υπαρχόντων δημοσιονομικών κανόνων που συγκροτούν τη λειτουργία της Ευρωζώνης, και είναι ένα θέμα που αναλύεται στο επόμενο εδάφιο του άρθρου.

Η Ελλάδα ξεχωρίζει από τις υπόλοιπες χώρες. Από τα μέσα Οκτωβρίου του 2009, κάθε μέρα χωρίς εξαίρεση θεωρείται ως η πλέον επικίνδυνη χώρα. Αντίθετα, η Γερμανία είναι σταθερά η λιγότερο επικίνδυνη. Έως και τον Απρίλιο του 2010 η εικόνα των υπόλοιπων χωρών δεν επιδεινώνεται σημαντικά, παρά για λίγο στις αρχές Φεβρουαρίου, όταν εμφανίστηκαν στο προσκήνιο ανησυχίες σχετικά με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους σε πολλές χώρες. Η μεγάλη επιδείνωση ξεκινάει από τα τέλη Απριλίου, όταν αποτελεί πλέον κοινή πεποίθηση ότι η Ελλάδα βγαίνει προς χρεοκοπία και ότι ένα τέτοιο ενδεχόμενο θα προκαλούσε αναταράξεις και σε πολλές άλλες χώρες της Ευρωζώνης, πιθανόν μέσω της έκθεσης των τραπεζών τους σε ελληνικά κρατικά ομόλογα.

Παρατηρήσατε, επίσης, ότι σε όλο το χρονικό διάστημα Σεπτεμβρίου 2009-Φεβρουαρίου 2011, αν και τα ελληνικά ασφάλιστρα είναι τα υψηλότερα και οι διακυμάνσεις τους μεγαλύτερες, η κατεύθυνση των αυξομειώσεών τους είναι ως επί το πλείστον κοινή με την κατεύθυνση των υπολοίπων. Αυτό σημαίνει ότι κοινοί παράγοντες επηρέαζαν τα ασφάλιστρα στις ευρωπαϊκές χώρες, αλλά με διαφορετική ένταση. Η τύχη της Ελλάδας είναι στο μυαλό των αγορών άμεσα συνδεδεμένη με την τύχη της Ευρωζώνης.

3.4.2. Οι ανισοροπίες στην Ελλάδα και το τέλος της εποχής της σύγκλισης

Η στασιμότητα / ύφεση στην Ευρώπη το 2008 δεν επηρέασε αμέσως την Ελλάδα. Το 2008 η Ευρωζώνη είχε ανάπτυξη 0,4%, ενώ η Ελλάδα εξακολουθούσε να παρουσιάζει ένα σχετικά ικανοποιητικό ρυθμό 1,0%. Η Ελλάδα έχει μια αρκετά κλειστή οικονομία και δεν είχε τραπεζικά προβλήματα, όπως οι υπόλοιπες οικονομίες της Δυτικής Ευρώπης. Έτσι δεν επηρεάστηκε αμέσως. Από τις αρχές του 2008 όμως ήταν εμφανές ότι, αν η διεθνής οικονομία χειροτέρευε, τότε και η Ελλάδα θα έμπαινε σε στενωπό διαρκείας. Δυστυχώς, η ύφεση στην Ευρώπη και στον κόσμο συνέχισε να βαθαίνει. Οι ελληνικές εξαγωγές επηρεάστηκαν το τελευταίο τρίμηνο του 2008 μαζί με τις εξαγωγές όλων των υπόλοιπων χωρών. Έτσι, το 2009 βρήκε την Ευρωζώνη να συρρικνώνεται κατά -4,1%, και την Ελλάδα κατά -2,0%. Η μικρότερη πτώση του 2009 στην Ελλάδα από την Ευρωζώνη δείχνει ότι και το 2009 η σύγκλιση του ελληνικού βιοτικού επιπέδου προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο συνεχίστηκε για 14η χρονιά. Από το 2010, όμως, ξεκινάει μια νέα εποχή απόκλισης στο βιοτικό επίπεδο, αφού η ευρωπαϊκή οικονομία σταθεροποιήθηκε και ανέκαμψε, ενώ η ελληνική επιδεινώθηκε και το μέλλον της παραμένει αβέβαιο.

Η κρίση ανέδειξε τις προϋπάρχουσες μεγάλες μακροοικονομικές ανισοροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας: το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας και την οργανωτική ανεπάρκεια του κράτους. Οι δύο αυτές ισοροπίες γίνονται εμφανείς στα μεγάλα «δίδυμο» ελλείμματα, το έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και το δημοσιονομικό έλλειμμα. Γίνονται εμφανείς και στα υψηλά «δίδυμα» χρέη (Το δημόσιο και το εξωτερικό), αποτελούν τη διαχρονική συσσώρευση των αντίστοιχων ετήσιων ελλειμμάτων.

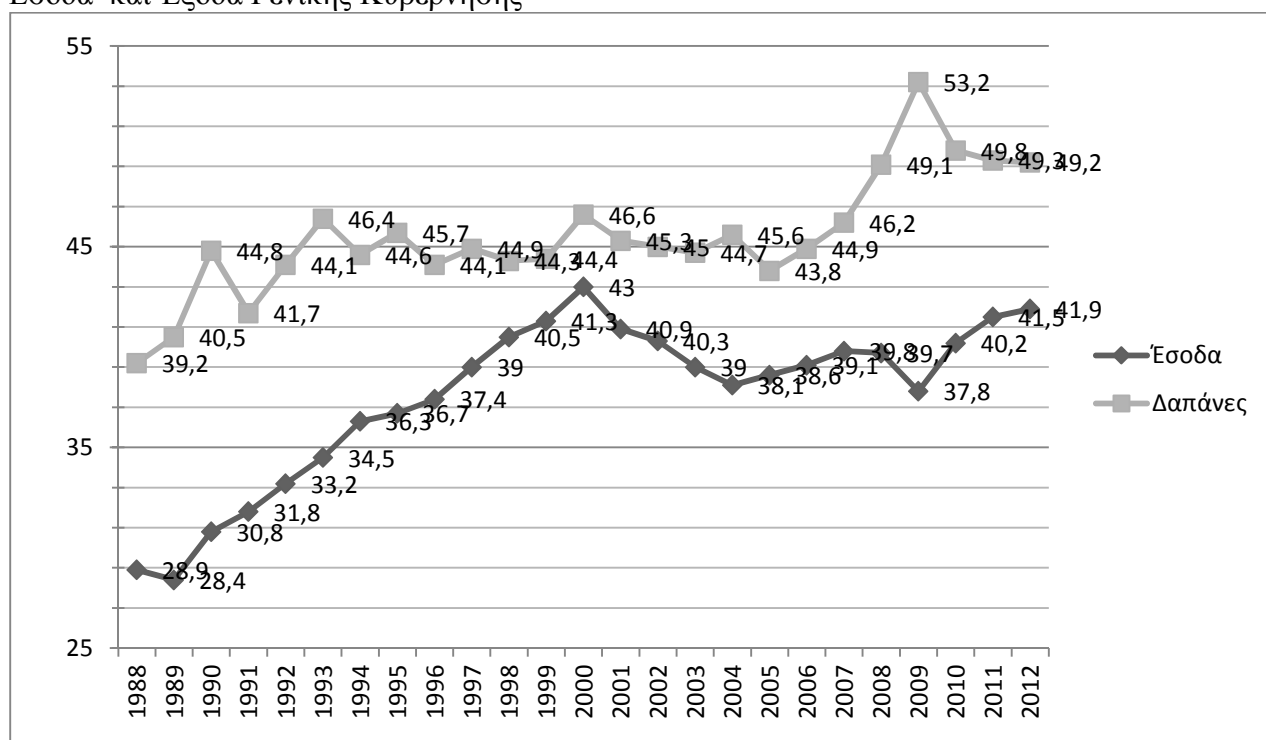
Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας είναι το βαθύτερο πρόβλημα. Οι δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας για την ευκολία του επιχειρείν δείχνουν συνεχή επιβίωση τα τελευταία χρόνια, ενώ η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία της χώρας διαρκώς ανατιμάται.. Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας αντικατοπτρίζεται τόσο στο τεράστιο

έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών όσο και στον υψηλότερο ελληνικό πληθωρισμό σε σχέση με άλλες χώρες της Ευρωζώνης. Αγοράζουμε πολύ περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες από ότι πουλάμε στους ξένους. Η ελληνική οικονομία δεν έχει τη δυνατότητα να παράγει ανταγωνιστικά αγαθά και υπηρεσίες. Ως αποτέλεσμα, το εξωτερικό χρέος της χώρας είχε αυξηθεί από 94% του ΑΕΠ, στο τέλος του 2003, στο 187,1% το τρίτο τρίμηνο του 2010.

Το δημοσιονομικό πρόβλημα είναι ακόμη πιο εμφανές. Στο χρονικό διάστημα από την είσοδό της στη Ζώνη του Ευρώ έως το 2008, και παρά την ισχυρή ανάπτυξη και το ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον, η Ελλάδα δεν κατάφερε ποτέ να περιορίσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα κάτω από το όριο του 3% του ΑΕΠ. Μάλιστα, για την παράβαση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, μπήκε σε καθεστώς δημοσιονομικής επιτήρησης το 2004, βγήκε για πολύ λίγο το 2007 και ξαναμπήκε τον Απρίλιο του 2009.

Διάγραμμα 3

Έσοδα και Έξοδα Γενικής Κυβέρνησης



Πηγή: European Commission

Στο Διάγραμμα 3 παρουσιάζονται τα έσοδα και οι δαπάνες της γενικής κυβέρνησης στην Ελλάδα από το 1988. Παρατηρήσατε ότι ανελλιπώς κάθε χρόνο υπήρχε έλλειμμα, ακόμη και το 1999, που ήταν το έτος αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας για πιθανή είσοδό της στην Ευρωζώνη. Μάλιστα, το έλλειμμα του 1999

παρουσιάζεται να είναι 3,1% του ΑΕΠ, ενώ η Συνθήκη του Μάαστριχτ έχει ως κριτήριο έλλειμμα κάτω του 3% του ΑΕΠ. Το νούμερο αυτό επικαλούνται σήμερα πολλοί επικριτές της χώρας μας όταν επιχειρηματολογούν ότι η Ελλάδα δεν θα έπρεπε να είχε γίνει μέλος της Ευρωζώνης ή, ακόμη χειρότερα, ότι οι Έλληνες εξαπάτησαν τους Ευρωπαίους για να μπουκ στην Ευρωζώνη. Είναι μια στατιστική απεικόνιση της τότε δημοσιονομικής κατάστασης που δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα και στους τότε κανόνες της Ευρωπαϊκής Στατιστικής Υπηρεσίας, και λίγοι το γνωρίζουν, ακόμη και στην Ελλάδα. Εφόσον όμως δεν διορθωθεί, θα μας εκθέτει επ' αόριστον, όσο διάστημα δηλαδή διαρκεί η νομισματική ένωση στην Ευρώπη.

Παρατηρήσατε στο Διάγραμμα 4 ότι το 2008 και το 2009 η δημοσιονομική κατάσταση στην Ελλάδα επιδεινώθηκε σημαντικά. Ενώ πριν από το 2008 οι δαπάνες σπάνια ξεπερνούσαν το 45% του ΑΕΠ (ακόμη και την εποχή των Ολυμπιακών Αγώνων), παρατηρείται μια πολύ μεγάλη εκτίναξη τους το 2008 και Το 2009. Την ίδια περίοδο, ελλείμματα χαρακτηρίζουν και το σύνολο της Ευρωζώνης, αλλά όχι τόσο μεγάλα. Η επιδείνωση στην Ευρωζώνη του 2008 και του 2009 είναι σαφώς μικρότερη από την αντίστοιχη στην Ελλάδα, και αυτό παρά το γεγονός ότι η ύφεση εκεί ήταν μεγαλύτερη από την ύφεση στην Ελλάδα. Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η περίοδος πριν από την ένταξη στην Ευρωζώνη. Τότε η Ελλάδα δεν κατάφερε να μειώσει τις δαπάνες της, αλλά αύξησε τα έσοδα. Αντίθετα, στις υπόλοιπες χώρες μειώθηκαν κυρίως δαπάνες.

3.5 Η ανάδειξη του ελληνικού δημοσιονομικού προβλήματος και η πορεία προς χρεοκοπία.

Στο πρώτο μισό του 2009, οι αδυναμίες των δίδυμων ελλειμμάτων πέρασαν απαρατήρητες από τις αγορές, καθώς το ενδιαφέρον ήταν στραμμένο αλλού. Καθώς, όμως, οι διεθνείς αγορές άρχισαν να εστιάζουν στα μεγάλα δημοσιονομικά βάρη που ανέλαβαν οι κυβερνήσεις για να σώσουν πρώτα το χρηματοπιστωτικό τομέα και έπειτα τις οικονομίες τους, χώρες όπως η Ελλάδα, που ήταν σε χειρότερη δημοσιονομική θέση, άρχισαν να νιώθουν τις επιπτώσεις. Οι Buitter και Rahbari (2011) σε άρθρο τους εξετάζουν την ελληνική κρίση στο πλαίσιο της ΟΝΕ και τονίζουν ότι δεν φταίει η διεθνής ύφεση για τα προβλήματα της Ελλάδας. Φταίνε οι ανισορροπίες της Ελλάδας, τις οποίες η κρίση ξεσκέπασε.

Οι εκλογές του Οκτωβρίου του 2009 αποτέλεσαν το έναυσμα για να αποκαλυφθεί το πραγματικό μέγεθος του προβλήματος. Στις 19 Οκτωβρίου ο

υπουργός οικονομικών ενημέρωσε το ECOFIN ότι το έλλειμμα της Ελλάδας το 2009 θα έφτανε τελικά το 12,5% αντί για 6%, όπως ήταν η προηγούμενη ενημέρωση προς το ECOFIN στις αρχές Οκτωβρίου. Ακολούθησαν και άλλες αναθεωρήσεις, για να καταλήξουμε τελικά σε ένα έλλειμμα 15,4% του ΑΕΠ με την τελευταία αναθεώρηση των στοιχείων από την Eurostat στις 15 Νοεμβρίου 2011. Παρόμοια ήταν και η εξέλιξη για τα στοιχεία του χρέους . Το χρέος του 2009 σύμφωνα με την τελευταία ανακοίνωση της Eurostat τελικά έφτασε το 126,8% του ΑΕΠ.

Η αποκάλυψη για την ελληνική δημοσιονομική εκτροπή προκάλεσε αλυσιδωτές αντιδράσεις. Οι πρώτοι που αντέδρασαν ήταν οι οίκοι αξιολόγησης, οι οποίοι έχοντας υποστεί κριτική για την ανεπάρκεια των εκτιμήσεών τους πριν τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση, έσπευσαν να επανεξετάσουν την περίπτωση της Ελλάδας. Οι υποβαθμίσεις της Ελλάδας ήταν διαδοχικές. Η Fitch μας υποβάθμισε πρώτη στις 22 Οκτωβρίου, μία μέρα μετά τη γνωστοποίηση διπλάσιου ελλείμματος για το 2009, κατά μία βαθμίδα, σε A- από A. Στις 8 Δεκεμβρίου η Fitch μάς υποβαθμίζει εκ νέου κατά μία βαθμίδα σε BBB±.³¹ Η S&P ακολουθεί, υποβαθμίζοντάς μας στις 16 Δεκεμβρίου από A- σε BBB±. Η Moody's επίσης μας υποβαθμίζει στις 22 Δεκεμβρίου σε A2 από A1.

Η Ελλάδα συγκέντρωσε τότε το ενδιαφέρον των αγορών. Η αξιοπιστία της κλονίστηκε. Μάλιστα αργότερα οι αγορές άρχισαν να αμφισβητούν την ικανότητα και των υπόλοιπων οικονομιών της ευρωπαϊκής περιφέρειας να αντεπεξέλθουν: της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας και της Ισπανίας. Οι αγορές έβλεπαν μέσω της Ελλάδας και την αρχή μιας πιθανής τελικής διάλυσης της Ευρώπης.

Ορισμένοι ισχυρίζονταν ακόμη και στο τέλος του 2010 ότι η υπερβολική αντίδραση των αγορών, από το Νοέμβριο του 2009 και μετά, οφείλεται όχι τόσο στο πραγματικό μέγεθος του δημοσιονομικού προβλήματος που σωρεύτηκε για δεκαετίες, όσο κυρίως στο σοκ της ίδιας της αποκάλυψης των ελλειμμάτων του 2009. Σύμφωνα με αυτούς τους αναλυτές, το σοκ δημιούργησε ένα κύμα απαισιοδοξίας για την Ελλάδα που πλέον δεν ελέγχεται. Αν, δηλαδή, είχαμε διαχειριστεί καλύτερα τη δημοσιοποίηση των στοιχείων και δεν ξαφνιάσαμε τις αγορές, ίσως να φτάναμε στα υψηλά επιτόκια δανεισμού που βλέπουμε. Το επιχείρημα φαίνεται να είναι περισσότερο πολιτικό, παρά οικονομικό, αφού καταρρίπτεται από το γεγονός ότι η κρίση συνεχίζεται περισσότερο από ένα χρόνο μετά την ανακοίνωση των στοιχείων, ενώ επεκτάθηκε και εκτός Ελλάδας. Πάντως, μια ανάγνωση της Έκθεσης της Επιτροπής για την Αξιοπιστία των Δημοσιονομικών Στοιχείων, η οποία κατατέθηκε

στη Βουλή των Ελλήνων το Φεβρουάριο του 2010, δείχνει ότι το όποιο πρόβλημα δεν ήταν η ξαφνική δημοσιοποίηση των στοιχείων, αλλά η προηγούμενη ατελής διοχέτευσή τους στην Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία. Το ίδιο συμπέρασμα τεκμαίρεται και από αντίστοιχη Έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, που δημοσιεύτηκε τον Ιανουάριο του 2010.

Ο Προϋπολογισμός του 2010, που κατατέθηκε το Δεκέμβριο του 2009, Περιλάμβανε μια σειρά από μέτρα για τον περιορισμό του ελλείμματος, κατά 3,3 ποσοστιαίες μονάδες, και για την ενίσχυση της ανάπτυξης. Τα μέτρα περιλάμβαναν πάγωμα νέων προσλήψεων (εκτός υγείας, ασφάλειας και εκπαίδευσης) για το 2010· και 1 πρόσληψη για κάθε 5 αποχωρήσεις στο δημόσιο τομέα από το 2011· περιορισμό των συμβασιούχων· πάγωμα μισθών πάνω από τα €2000· και εξαγγελίες για πάταξη της φοροδιαφυγής και της διαφθοράς. Περιλάμβαναν, όμως, και αυξήσεις των συντάξεων και των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων ελαφρώς πάνω από τον πληθωρισμό, ως μέρος ενός πακέτου €2,6 δις ή 1,1% του ΑΕΠ, για τη στήριξη των κατώτερων εισοδηματικά στρωμάτων και την ενίσχυση της συνολικής ζήτησης.

Με το νέο έτος, το κόστος δανεισμού συνεχώς αυξάνεται. Στις 15 Ιανουαρίου του 2010, η ελληνική κυβέρνηση ανακοινώνει το νέο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΠΣΑ 2009 - 2013). Το πρόγραμμα προβλέπει μείωση του ελλείμματος κατά 4 ποσοστιαίες μονάδες το 2010 και ένα τελικό επίπεδο κάτω από το 3% έως το τέλος του 2012. Πέραν των προηγούμενων μέτρων του Προϋπολογισμού του 2010, το ΠΣΑ περιλαμβάνει επιπλέον μέτρα για αύξηση των εσόδων, μέσω αύξησης των έμμεσων φόρων (ΦΠΑ και φόροι σε τσιγάρα, αλκοόλ κ.τ.λ.) και μείωση των δαπανών, μέσω παγώματος των προσλήψεων καθώς και μείωσης των επιδομάτων των δημοσίων υπαλλήλων. Εξακολουθεί να περιλαμβάνει αυξήσεις για τους μισθούς κάτω των €2.000. Περιλαμβάνει, επίσης, διαρθρωτικά μέτρα, όπως την ανεξαρτητοποίηση της Στατιστικής Υπηρεσίας, νέο τρόπο σχεδιασμού και παρακολούθησης της εκτέλεσης του προϋπολογισμού, ένα νέο φορολογικό σύστημα και μέτρα για την καταπολέμηση της φοροδιαφυγής. Παρ' όλα αυτά, οι αγορές δεν φαίνεται να πείθονται, καθώς υπάρχει διάχυτη η αίσθηση ότι δίνεται έμφαση στα έσοδα, και όχι τόσο στις ανεξέλεγκτες δαπάνες. Τα επιτόκια συνεχίζουν την ανοδική τους πορεία. Η αγορά φαίνεται να πιέζει για πιο δραστικά και μόνιμα μέτρα. Το σχηματιζόμενο αδιέξοδο γίνεται όλο και πιο ξεκάθαρο.

Στις 2 Φεβρουαρίου ο πρωθυπουργός επιστρέφει από το Νταβός της Ελβετίας, όπου συμμετείχε στο World Economic forum και άκουσε από πρώτο χέρι τις

ανησυχίες των ξένων ηγετών για πιθανή χρεοκοπία της Ελλάδας. Το Νταβός αποτέλεσε την κορύφωση των πολιτικών και οικονομικών πιέσεων. Τότε φαίνεται ότι ο κύβος ερρίφθη. Στο δίλημμα «πρώτα ανάπτυξη και μετά σταθεροποίηση» ή «πρώτα σταθεροποίηση και μετά ανάπτυξη», η απόφαση είναι για το δεύτερο, αυτό που ζητούσαν όσοι δάνειζαν το ελληνικό Δημόσιο. Ο ίδιος ο πρωθυπουργός ανακοινώνει πρόσθετα δημοσιονομικά μέτρα για τον περιορισμό του ελλείμματος που περιλαμβάνουν πάγωμα μισθών στο δημόσιο τομέα, αυξήσεις στα όρια συνταξιοδότησης και αύξηση στο φόρο των καυσίμων. Όλες οι δημοσκοπήσεις δείχνουν ότι δύο στους τρεις Έλληνες επικροτούν την απόφαση αυτή, ένα ποσοστό πολύ μεγαλύτερο από το ποσοστό της εκλογικής του νίκης, τέσσερις μήνες νωρίτερα. Οι αγορές ηρεμούν και τα επιτόκια πέφτουν λίγο. Στις 3 Φεβρουαρίου η ΕΕ εγκρίνει το ΠΣΑ και στις 16 Φεβρουαρίου εγκρίνεται και από το ECOFIN. Ταυτόχρονα, η ελληνική πλευρά δεσμεύεται να υποβάλει έως τις 16 Μαρτίου σχέδιο δημοσιονομικών μέτρων για την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων του 2010, και έως τις 15 Μαΐου για το σύνολο της δημοσιονομικής προσαρμογής, καθώς και για την υιοθέτηση όσο το δυνατόν συντομότερα ενός προγράμματος διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στο συνταξιοδοτικό, στην υγεία, στη δημόσια διοίκηση, στο επιχειρηματικό περιβάλλον κτλ.

Το πρώτο δεκαήμερο του Φεβρουαρίου, παρατηρείται αυξητική τάση των περιθωρίων των που οφείλεται στην αρνητική αξιολόγηση της αγοράς σχετικά με τα μέτρα που περιλαμβάνονταν τόσο στο ΠΣΑ (ημερομηνία ανακοίνωσης 15/01/10) όσο και στο πρώτο πακέτο επιπρόσθετων μέτρων (ημερομηνία ανακοίνωσης 02/02/10). Η αρνητική αξιολόγηση των αγορών μεταβλήθηκε, προσωρινά μόνο, με την έγκριση του ΠΣΑ και των επιπρόσθετων μέτρων από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (03/02/10). Στο τέλος Φεβρουαρίου τα περιθώρια των CDS αυξήθηκαν σημαντικά μετά τις φήμες για τις ανταλλαγές (swaps) που είχαν συνάψει οι ελληνικές κυβερνήσεις την περίοδο 2001 - 2009 και τη συζήτηση που άρχισε σε διεθνές επίπεδο σχετικά με την αξιοπιστία των στοιχείων για το χρέος.

Ακολουθεί μια περίοδος σχετικής ηρεμίας των αγορών, αλλά και αδράνειας της ΕΕ για συγκεκριμένη παροχή βοήθειας προς την Ελλάδα. Την αδράνεια αυτή επισημαίνει από νωρίς ο Διοικητής της Τράπεζας της Αγγλίας κ. Μέρβιν Κίνγκ. Στις 17 Φεβρουαρίου ανέφερε: «Η Γαλλία και η Γερμανία δεν έχουν άλλη επιλογή από το να δώσουν ρητές εγγυήσεις για το ελληνικό χρέος».

Στις 3 Μαρτίου, με έναυσμα τις προηγούμενες δεσμεύσεις της, η ελληνική κυβέρνηση ανακοινώνει νέο πακέτο μέτρων. Περιλαμβάνει αύξηση του ΦΠΑ κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες, στο 21%, νέες αυξήσεις έμμεσων φόρων, νέους φόρους στην περιουσία, περικοπή του Προγράμματος Δημοσίων Επενδύσεων, περικοπές 30% στα δώρα Χριστουγέννων, Πάσχα και καλοκαιρινής αδειας των δημοσίων υπαλλήλων, Πάγωμα των συντάξεων του Δημοσίου και άλλα πρωτοφανή για την εποχή εκείνη μέτρα. Συνολικά μέτρα ύψους €4,8 δις ή 2% του ΑΕΠ. Τα μέτρα έδειξαν να έχουν και την υποστήριξη της κοινής γνώμης. Οι αγορές συνεχίζουν να παραμένουν σχετικά ήρεμες και στάσιμες.

Στις 15 Μαρτίου, στη συνάντηση των υπουργών Οικονομικών της Ευρωζώνης ανακοινώνεται η απόφαση δημιουργίας μηχανισμού στήριξης των μελών της Ζώνης του Ευρώ. Περισσότερες λεπτομέρειες ανακοινώνονται στις 25 Μαρτίου, έπειτα από δραματικές διαβουλεύσεις. Η ΕΕ ανακοινώνει ότι θα δημιουργηθεί μηχανισμός χρηματοδότησης, με τη συμμετοχή του ΔΝΤ, για να βοηθήσει την Ελλάδα ή όποιο άλλο μέλος της Ευρωζώνης χρειαστεί. Στις συζητήσεις ακούγεται και η πρόταση για τη δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου, στα πρότυπα του ΔΝΤ, λύση την οποία είχε προηγουμένως προτείνει ο Mayer (2011). Παράλληλα, η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι Θα συνεχίσει να δέχεται κρατικά ομόλογα πιστοληπτικής αξιολόγησης BBB- και μετά το 2010, με έκπτωση όμως στον υπολογισμό της αξίας τους ως εχεγγύων.

Προς έκπληξη όλων, οι αγορές δεν κατευνάζονται. Απεναντίας, η απουσία διευκρινιστικών λεπτομερειών για το μέγεθος του πακέτου και τον τρόπο λειτουργίας του μηχανισμού προκαλεί νέες εντάσεις, με τα επιτόκια να ξεκινούν ανοδική πορεία. Δημιουργούνται σοβαρές αμφιβολίες και στο εσωτερικό της ΕΕ για το αν η Ελλάδα Θα καταφέρει να ανταπεξέλθει. Κάποιοι θεωρούν ότι η ΕΕ δεν Θα καταφέρει να βοηθήσει την Ελλάδα, και οι πιέσεις στο εσωτερικό της Γερμανίας εντείνονται. Σταδιακά αρχίζει να γίνεται κατανοητό ότι δεν κινδυνεύει μόνο η Ελλάδα, αλλά το ίδιο το ευρώ.

Στις 9 Απριλίου η Fitch υποβαθμίζει την Ελλάδα περαιτέρω κατά δύο βαθμίδες, σε BBB-. Στις 11 Απριλίου νέες λεπτομέρειες για το μηχανισμό ΕΕ/ΔΝΤ ανακοινώνονται, χωρίς όμως να πείθουν τις αγορές, καθώς το μέγεθος των πόρων κρίνεται μικρό. Στις 22 Απριλίου η Moody's μάς υποβαθμίζει κατά μία βαθμίδα, σε A3. Ο καταγισμός των αρνητικών νέων επηρεάζει την αγορά. Σε διάστημα δύο μόλις

εβδομάδων, τα περιθώρια των CDS αυξήθηκαν κατά 103% 4υπό 386 μονάδες βάσης, στις 12/04/2010, στις 846 μονάδες βάσης στις 27/4/2010.

Στις 23 Απριλίου, η Ελλάδα επισήμως ζητά την ένταξή της στο μηχανισμό στήριξης, αφού το κόστος δανεισμού εκτοξεύεται σε μη αποδεκτά ύψη. Η Ελλάδα ουσιαστικά αδυνατεί να βρει χρηματοδότηση από την αγορά και απειλείται με χρεοκοπία. Στις 27 Απριλίου η S&P μας υποβαθμίζει κατά 3 βαθμίδες, σε BB-, που είναι ένα επίπεδο απίστευτα χαμηλό. Τα ομόλογα του ελληνικού κράτους, πρώτη φορά στη ιστορία των αξιολογήσεών τους, κατατάσσονται από έναν αξιολογικό οίκο στην επενδυτική κατηγορία των «σκουπιδιών» ή junk. Ο φόβος χρεοκοπίας είναι μεγάλος, αφού οι αξιολογήσεις των οίκων αξιολόγησης έχουν επιστρέψει σε ένα παρελθόν που είναι άγνωστο, πριν από την έναρξη των επίσημων αξιολογήσεων της Ελλάδας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΑ ΔΙΑΣΩΣΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

4.1 Δάνειο στην Ελλάδα με προϋποθέσεις

Ο Απρίλιος του 2010 ήταν μια περίοδος έντονων διαπραγματεύσεων μεταξύ Ελλάδας, ΕΕ (κυρίως Γερμανίας) και του ΔΝΤ, για το ύψος της απαιτούμενης βοήθειας και, κυρίως, τους όρους. Οι Ευρωπαίοι εταίροι πιθανόν κινήθηκαν να διασώσουν την Ελλάδα φοβούμενοι κυρίως για την τύχη των δικών τους τραπεζικών συστημάτων, αφού τα περισσότερα ελληνικά κρατικά ομόλογα βρίσκονταν στα θησαυροφυλάκια ιδιωτικών τραπεζών της Ευρωζώνης. Μια νέα τραπεζική κρίση στην Ευρωζώνη έθετε σε κίνδυνο και το ίδιο το ευρώ. Η καγκελάριος Μέρκελ, υπερασπιζόμενη την απόφαση διάσωσης της Ελλάδας και απευθυνόμενη κυρίως στο εσωτερικό της χώρας της, δήλωσε: «Η απόφαση δεν αφορά τίποτα λιγότερο από το μέλλον της Ευρώπης και το μέλλον της Γερμανίας στην Ευρώπη». Την ίδια περίοδο, η ΕΚΤ στις 3 Μαΐου ανακοίνωσε ότι αναστέλλει επ' αόριστον το όριο πιστοληπτικής αξιολόγησης για τα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου που δέχεται ως εγγύηση.

Το Μνημόνιο (Memorandum of Understanding) υπογράφηκε στις 5 Μαΐου του 2010. Η παρέμβαση της ΕΕ και του ΔΝΤ οδήγησε στη σύνταξη ενός προγράμματος που έχει ως βασικό στόχο τόσο την κάλυψη των δανειακών αναγκών της Ελλάδας για περίπου τρία χρόνια όσο και στη δημιουργία ενός νέου αναπτυξιακού προτύπου που θα επιτρέπει την έξοδο της χώρας από την κρίση και την επιστροφή της σε διατηρήσιμους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Το Μνημόνιο περιλαμβάνει πόρους €80 δις διακρατικών δανείων από τους εταίρους της Ευρωζώνης (πλην Σλοβακίας) και €30 δις από το ΔΝΤ. Τα χρήματα θα δίνονται με δόσεις, αφού πρώτα θα αξιολογείται η πορεία υλοποίησης των μέτρων που περιλαμβάνονται στο Μνημόνιο. Το κόστος δανεισμού από την ΕΕ είναι περίπου 4% - 5% το κόστος δανεισμού από το ΔΝΤ είναι μικρότερο, περίπου 3,3%.

Προϋπόθεση για την άντληση των δόσεων του δανείου είναι η επίτευξη δημοσιονομικής πειθαρχίας και ουσιαστικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Το μεγαλύτερο μέρος των μεταρρυθμίσεων προβλέπεται να υλοποιηθεί τα πρώτα δύο χρόνια του προγράμματος. Η αξιολόγηση είναι τριμηνιαία, και οι στόχοι κατεγράφησαν λεπτομερώς, ώστε να ενισχυθεί η πειθαρχία. Περιλαμβάνονται μεταρρυθμίσεις στο ασφαλιστικό, στις εργασιακές σχέσεις, στο δημόσιο τομέα και στο σύστημα υγείας. Στις 9 Μαΐου ανακοινώθηκε η δημιουργία ενός μόνιμου μηχανισμού στήριξης για τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης. Ο μηχανισμός θα διαθέτει πόρους ύψους €750 δις για τη χρηματοδότηση όποιου κράτους-μέλους εκτός

της Ελλάδας αντιμετωπίζει πρόβλημα εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους του. Ανακοινώθηκε, επίσης, ο διπλασιασμός της χρηματοδότησης των προβλημάτων που προκύπτουν από τα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών (Balance of Payments Facility) στα €50 δις (το Δεκέμβριο του 2008 είχε επίσης διπλασιαστεί, από τα €12 δις στα €25 δις). Αργότερα η ΕΚΤ ανακοίνωσε, επίσης, ότι θα προχωρήσει σε πρόγραμμα αγοράς κρατικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά, για τη σταθεροποίησή της, όταν κρίνει ότι οι περιστάσεις το απαιτούν.

Η ανακοίνωση των λεπτομερειών του μηχανισμού μείωσε τα επιτόκια στις αγορές, τόσο τα επιτόκια ομολόγων όσο και τα ασφάλιστρα κινδύνου στα CDS. Η πτώση, όμως, αποδείχθηκε προσωρινή. Σύντομα οι προβληματισμοί για την Ελλάδα και το μέλλον της Ευρωζώνης εντάθηκαν. Οι αγορές συνεχίζουν μέχρι σήμερα να είναι επιφυλακτικές, παρά την ικανοποιητική εκτέλεση των προδιαγραφών του Μνημονίου και την προώθηση σημαντικών μεταρρυθμίσεων (ασφαλιστικό, εργασιακό, δημοσιονομικό). Οι αποδόσεις στα CDS προεξοφλούν υψηλή πιθανότητα αναδιάρθρωσης του χρέους ή ακόμη και χρεοκοπίας.

Στις 14 Ιουνίου, η Moody's προχώρησε σε νέα υποβάθμιση κατά 4 βαθμίδες Ba1, που είναι κατηγορία «σκουπιδιών». Στις 24 Ιουνίου, το περιθώριο των CDS έφτασε τις 1037 μονάδες βάσης, υψηλότερα και από την περίοδο των αρχών Μαΐου του 2010, πριν δηλαδή από την πλήρη εξασφάλιση του πακέτου στήριξης. Η συγκεκριμένη αύξηση οφείλεται και στις πωλήσεις ελληνικών ομολόγων, εξαιτίας της προτεραιότητας του δανείου ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ σε περίπτωση χρεοκοπίας έναντι των υπόλοιπων κατόχων ελληνικού χρέους, καθώς και σε συζητήσεις σχετικά με τη δυνατότητα πραγματοποίησης των όρων του προγράμματος σταθερότητας ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ από την ελληνική κυβέρνηση ή και τα πιθανά αποτελέσματα των ελέγχων ακραίων καταστάσεων των ελληνικών τραπεζών.

Από τα τέλη Ιουλίου, το περιθώριο των CDS άρχισε να αυξάνεται εκ νέου, για να φτάσει τις 941 μβ. στις 26 Αυγούστου. Η συγκεκριμένη αύξηση πιθανώς αποδίδεται στη στροφή των επενδυτών προς τα γερμανικά ομόλογα μετά τις εξελίξεις που άρχισαν να διαφαίνονται σχετικά με την Ιρλανδία. Σημειώνουμε εδώ ότι στις 24 Αυγούστου 2010 η S&P υποβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση των μακροπρόθεσμων τίτλων του ιρλανδικού Δημοσίου από AA σε AA-. Οι πιέσεις αυτές μειώθηκαν στις αρχές του φθινοπώρου. Τότε η διατραπεζική αγορά άνοιξε για λίγο για τις ελληνικές τράπεζες, αν και με υψηλά επιτόκια.

Η σχετική ευφορία του Σεπτεμβρίου - Οκτωβρίου, όμως, δεν διήρκεσε. Οι δηλώσεις της καγκελαρίου Μέρκελ (πρώτες δηλώσεις στις 20 Οκτωβρίου) ότι, σε πιθανή χρεοκοπία χώρας που θα συμμετέχει στο μηχανισμό στήριξης, το κόστος θα το επωμιστούν και ιδιώτες επενδυτές, επιδείνωσαν το κλίμα. Οι αποφάσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της 28ης και 29ης Οκτωβρίου 2010 για τη θέσπιση ενός μόνιμου ευρωπαϊκού μηχανισμού στήριξης ήταν ασαφείς και συνοδεύτηκαν από διαφωνίες για τους όρους και τις προϋποθέσεις ενεργοποίησης. Χαρακτηριστικές του κλίματος ήταν οι διαφωνίες για την απώλεια του δικαιώματος ψήφου στα ευρωπαϊκά συμβούλια για τις χώρες που θα κατέφευγαν στο μηχανισμό. Οι ανησυχίες αναζωπυρώθηκαν και από το προεκλογικό κλίμα των αυτοδιοικητικών εκλογών του Νοεμβρίου στην Ελλάδα, με τις εύλογες καθυστερήσεις υλοποίησης των προδιαγραφών του Μνημονίου. Οι εξελίξεις στην Ιρλανδία επέτειναν τα προβλήματα. Η απαισιοδοξία δεν μετριάστηκε ούτε όταν οι υπουργοί οικονομικών το Νοέμβριο ατύπως συμφώνησαν επί της αρχής ότι το ελληνικό δάνειο των €110 δις θα μπορούσε να παραταθεί ανάλογα με τους όρους του δανείου της Ιρλανδίας.

Το Δεκέμβριο του 2010, οι αξιολογικοί οίκοι ξεκίνησαν ένα νέο γύρο υποβαθμίσεων. Στις 3 Δεκεμβρίου, η Standard and Poor's ανακοίνωσε ότι μέσα στο επόμενο τρίμηνο πιθανόν να υποβαθμίσει κι άλλο την πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδας, αν καταστεί σαφές ότι ο προτεινόμενος Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ΕΜΣ) θα ευνοήσει τους δημόσιους πιστωτές σε βάρος των ιδιωτών που κατέχουν κρατικά ομόλογα. Στις 16 Δεκεμβρίου, η Moody's έθεσε υπό αναθεώρηση για πιθανή υποβάθμιση την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας, βασιζόμενη στην αυξημένη αβεβαιότητα για την ικανότητα της χώρας να μειώσει το χρέος της, το οποίο είχε αναθεωρηθεί το Νοέμβριο σημαντικά προς τα πάνω και την υστέρηση που παρατηρούνταν στα έσοδα του 2010. Ένας επιπλέον λόγος είναι η αμφισβήτηση της δυνατότητας επιβολής νέων περιοριστικών μέτρων της τάξης του 5% του ΑΕΠ το 2012-2014, που αναφέρεται στο Μνημόνιο.

Στις 21 Δεκεμβρίου 2010, η Fitch, ο μόνος από τους τρεις μεγάλους αξιολογικούς οίκους που ακόμα διατηρούσε την Ελλάδα σε αξιολόγηση εκτός κατηγορίας σκουπιδιών ανακοινώνει την προοπτική υποβάθμισης της Ελλάδας τον Ιανουάριο. Αυτό τελικά το πράττει στις 14 Ιανουαρίου 2011, υποβαθμίζοντας την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας κατά μια μόνο βαθμίδα, από BBB± σε BB±. Αναγνωρίζει τη μεγάλη δημοσιονομική προσαρμογή και τις σημαντικές μεταρρυθμίσεις που επιτεύχθηκαν το 2010, αλλά ισχυρίζεται ότι βασικός λόγος είναι

η μακροχρόνια βιωσιμότητα των δημοσιονομικών, οι οικονομικές προοπτικές και η πολιτική βούληση της κυβέρνησης να φέρει σε πέρας τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις. Σημαντικός επιβαρυντικός παράγοντας παραμένει επίσης η αβεβαιότητα που επικρατεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο για τη διαχείριση της ευρύτερης ευρωπαϊκής κρίσης.

Νωρίτερα, το Σεπτέμβριο του 2010, οι Buitter και Rahbari (2011) σε άρθρο τους δεν είναι αισιόδοξοι για την εξέλιξη της ελληνικής κρίσης. Ο Collignon (2011) στο δικό του άρθρο εξετάζει τη δυνατότητα επίλυσης κρίσεων, όπως η ελληνική, με την έκδοση Ιδιωτικών Ομολόγων της ΕΕ (ευρωομολόγου). Βεβαίως, σταδιακά η κατάσταση έγινε ακόμη πιο δύσκολη, καθώς η κρίση παρ' όλες τις προσπάθειες μετακινήθηκε προς τις υπόλοιπες ευάλωτες οικονομίες της Ευρωζώνης.

Το κλίμα στην αγορά βελτιώθηκε από τα μέσα Ιανουαρίου και, ιδιαίτερα, στη διάρκεια των συναντήσεων του Νταβός στα τέλη Ιανουαρίου του 2011. Ευρωπαίοι αξιωματούχοι διέρρεαν ότι το ελληνικό δάνειο θα μπορούσε να παραταθεί στα 30 χρόνια, ότι ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας θα μπορούσε να εξαγοράσει μέρος του χρέους σε περίπου τιμές αγοράς και να το πουλήσει στη συνέχεια στην Ελλάδα, ώστε η Ελλάδα να μειώσει το χρέος της κ.λπ. Οι διαρροές μαζί με την επιτυχή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας Πειραιώς και την πώληση από την Eurobank μεγάλου ποσοστού της θυγατρικής της στην Πολωνία άρχισαν να ενισχύουν και το ελληνικό χρηματιστήριο.

4.2 Το πακέτο μέτρων της ΕΕ με μια ματιά

Πρόκειται για μια ολοκληρωμένη δέσμη μέτρων με σκοπό την καθυσύχαση των αγορών βραχυπρόθεσμα. Η δέσμη μέτρων: (α) θα στηρίξει τις αγορές κρατικών ομολόγων και θα δώσει στην Ελλάδα και σε άλλες περιφερειακές χώρες μια εύλογη ευκαιρία, ώστε να λειτουργήσουν τα προγράμματα δημοσιονομικής λιτότητας και αναδιάρθρωσης, (β) θα περιορίσει τους φόβους της αγοράς για δευτερογενείς επιδράσεις σε άλλες χώρες ή τράπεζες, όπου τα προβλήματα είναι σε κάθε περίπτωση λιγότερο έντονα και (γ) θα μετριάσει τις πιέσεις στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση.

Το κεντρικό στοιχείο του πακέτου είναι ένα πρόγραμμα υπό όρους αμοιβαίας χρηματοοικονομικής στήριξης ύψους 500 δις. ευρώ για τα κράτη-μέλη της ΕΕ, με επιπλέον συνδρομή από το ΔΝΤ. Αυτές οι υπό όρους ενδεχόμενες υποχρεώσεις των κρατών-μελών της ΟΝΕ δεν θα επηρεάζουν το έλλειμμα και το χρέος των δανειστών στο πλαίσιο της Συνθήκης του Μάαστριχτ και δεν απαιτούν πρόσθετη άντληση κεφαλαίων, προς το παρόν.

Η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι θα παρέμβει στις δημόσιες και ιδιωτικές αγορές χρεογράφων της Ζώνης του Ευρώ για την εξασφάλιση βάθους και ρευστότητας σε αυτές τις αγορές. Η ΕΚΤ σκοπεύει να εξαλείψει τις επιδράσεις των εν λόγω παρεμβάσεων με αποστείρωση της ρευστότητας, ώστε να μην αλλοιωθεί η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής.

Για τη στήριξη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των τραπεζών στην Ευρωζώνη, η ΕΚΤ θα διενεργεί τρίμηνες και εξάμηνες δημοπρασίες καθορισμένου επιτοκίου, ενώ οι κεντρικές τράπεζες παγκοσμίως έχουν επανενεργοποιήσει προσωρινές αλλά απεριόριστες συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων με το Ομοσπονδιακό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών των ΗΠΑ για την αποφυγή τυχόν έντονων χρηματοδοτικών πιέσεων.

Τέλος, προκειμένου τα προαναφερθέντα μέτρα να μην προκαλέσουν απολύσεις από τα προγράμματα δημοσιονομικής λιτότητας των σχετικών χωρών, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσίασε προτάσεις για τη βελτίωση της διακυβέρνησης της ζώνης του ευρώ, συμπεριλαμβανομένης της «ενίσχυσης» του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

4.3 Τα Ευρωπαϊκά Δημοσιονομικά Μέτρα που προτείνει η ΕΕ

Σε συνέχεια της δέσμης μέτρων της ΕΕ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε προτάσεις της για την ενίσχυση του συντονισμού της οικονομικής πολιτικής. Η πρόταση της Επιτροπής αναλύεται σε έξι συνιστώσες:

- Ενίσχυση της συμμόρφωσης με το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης και βαθύτερος συντονισμός της δημοσιονομικής πολιτικής.
- Διεύρυνση της οικονομικής εποπτείας για την αποφυγή και την διόρθωση μακροοικονομικών ανισορροπιών και ανισορροπιών ανταγωνιστικότητας — αυτό σημαίνει εξέταση ευρύτερων ισοζυγίων, συμπεριλαμβανομένου του συνολικού ιδιωτικού τομέα, κατά την αξιολόγηση της κατεύθυνσης της πολιτικής.
- Ένα «ευρωπαϊκό εξάμηνο» (κάθε χρόνο) για το συγχρονισμό της αξιολόγησης των δημοσιονομικών και διαρθρωτικών πολιτικών των κρατών-μελών της ΕΕ.
- Παροχή κατευθύνσεων σχετικά με την οικονομική πολιτική στην αρχή κάθε έτους από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, η οποία θα διευκολύνει την κατάρτιση προγραμμάτων σταθερότητας και σύγκλισης καθώς και εθνικών μεταρρυθμιστικών προγραμμάτων.

- Δημιουργία ενός μόνιμου μηχανισμού για την αποτροπή κρίσεων, πέρα από την έκτακτη παροχή στήριξης. Η Επιτροπή αναφέρει ότι: «[...] Πέρα από την άμεση ανάληψη δράσης το Μάιο του 2010, απαιτούνται σαφείς και αξιόπιστες διαδικασίες για την παροχή χρηματοοικονομικής στήριξης στα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ τα οποία αντιμετωπίζουν δυσχέρειες, προκειμένου να διαφυλαχθεί η χρηματοοικονομική σταθερότητα στη ζώνη του ευρώ μεσομακροπρόθεσμα»
- Όποτε δεν αποτρέπεται μια κρίση, η χρηματοοικονομική στήριξη θα πρέπει να παρέχεται από τη ζώνη του ευρώ με τη μορφή δανεισμού. ενώ το σχετικό πρόγραμμα πολιτικής και οι προϋποθέσεις θα πρέπει να συμμορφώνονται με το άρθρο 136 της συνθήκης για τη λειτουργία της Ε.Ε. .

4.4. ΟΟΣΑ: Η οργάνωση της διεθνούς οικονομικής διαβούλευσης

Αμέσως μετά το 1945 οι ευρωπαϊκές χώρες άρχισαν να θέτουν σε λειτουργία κάθε μέσο ικανό να τις επιτρέψει να ανασυγκροτήσουν τις κατεστραμμένες από τον πόλεμο οικονομίες τους. Πολύ γρήγορα όμως αντιλήφθηκαν ότι αυτή η ανασυγκρότηση δεν μπορούσε να επιτευχθεί παρά μόνο μέσα από μια ευρεία συνεργασία όλων των ενδιαφερόμενων χωρών. Η συνεργασία αυτή έγινε γεγονός με την δημιουργία ορισμένων διεθνών οργανισμών, όπως η GATT, ο Ευρωπαϊκός Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας (ΕΟΟΣ), Organization for European Economic Cooperation (OEEC), ή το ΔΝΤ.

Ο ΕΟΟΣ δημιουργήθηκε για να διαχειρισθεί το Σχέδιο Μάρσαλ που είχε σκοπό την διευκόλυνση της ευρωπαϊκής οικονομικής ανασυγκρότησης με αμερικανική χρηματοδότηση (20 δισ. δολ. για την πενταετία 1945-1950) και ευρωπαϊκό σχεδιασμό. Μέλη του ήταν 18 ευρωπαϊκά κράτη: Αυστρία, Γαλλία, Δανία, Ελβετία, Ελλάδα, Ηνωμένο Βασίλειο, Ιρλανδία, Ισλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Νορβηγία, Ολλανδία, Ομοσπονδιακή Γερμανική Δημοκρατία, Πορτογαλία, Σουηδία και Τουρκία. Σαν παρατηρητές συμμετείχαν ο Καναδάς και οι ΗΠΑ.

Βασικό έργο του ΕΟΟΣ ήταν η κατανομή της αμερικανικής βοήθειας, η απελευθέρωση των συναλλαγών και η οργάνωση ενός ευρωπαϊκού συστήματος πληρωμών μέσα από την επεξεργασία και εφαρμογή νέων και περισσότερο αποτελεσματικών μεθόδων ανάπτυξης των διεθνών οικονομικών σχέσεων. Στα πλαίσια αυτού του καθόλου ευκαταφρόνητου έργου ίδρυσε το 1950 την Ευρωπαϊκή

Ένωση Πληρωμών, το Ευρωπαϊκό Γραφείο Παραγωγικότητας και το Ευρωπαϊκό Γραφείο Πυρηνικής Ενέργειας. Παρ' όλα αυτά δεν μπόρεσε να αποτελέσει το πλαίσιο μιας προχωρημένης οικονομικής συνεργασίας.

Ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του 1950 είχε αρχίσει να εκδηλώνεται ένα ισχυρό ρεύμα υπέρ μιας ολοκλήρωσης, μιας ενοποίησης, πιο γρήγορης και πιο πλήρους. Ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες επιθυμούσαν να πάνε πέρα από την “απλή” συνεργασία παραδοσιακής λίγο πολύ μορφής, όπως αυτή αναπτυσσόταν από διακυβερνητικούς οργανισμούς σαν τον ΕΟΟΣ. Πρότειναν να αναλάβουν την ολοκλήρωση των εθνικών οικονομιών τους και να δημιουργήσουν για τον σκοπό αυτό ισχυρούς κεντρικούς θεσμούς κάτω από τον έλεγχο μιας κοινής αρχής.

Το πρώτο βήμα προς αυτήν την κατεύθυνση έγινε τον Απρίλιο του 1951 με την υπογραφή της Συνθήκης των Παρισίων που δημιουργούσε την Ευρωπαϊκή Κοινότητα Άνθρακα και Χάλυβα (ΕΚΑΧ) και εγκαθίδρυε μια κοινή αγορά για αυτά τα στρατηγικά προϊόντα μεταξύ των κρατών μελών της (Βέλγιο, Γαλλία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Γερμανία). Το δεύτερο βήμα έγινε το 1957. Πρόκειται για την δημιουργία της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (ΕΟΚ) και της Ευρωπαϊκής Κοινότητας για την ανάπτυξη της Ατομικής Ενέργειας για ειρηνικούς σκοπούς (EURATOM). Από την άλλη πλευρά οι ευρωπαϊκές χώρες που ήταν αντίθετες σε μια τέτοια εξέλιξη δημιούργησαν την Ευρωπαϊκή Ζώνη Ελεύθερων Συναλλαγών.

Κάτω από τις εξελίξεις αυτές ο ΕΟΟΣ έχασε το ειδικό τους βάρος αφού του είχαν αφαιρεθεί σημαντικές από τις εξουσίες του. Οι δε ευρωπαϊκές χώρες επιθυμούσαν να αναπτύξουν ένα νέο πλέον είδος συνεργασίας με τις ΗΠΑ. Παράλληλα, με το κύμα της αποαποικιοποίησης, οι υπανάπτυκτες χώρες έθεταν και αυτές με την σειρά τους το πρόβλημα της ανάπτυξής τους. Έτσι, ο ΕΟΟΣ παραχώρησε τελικά την θέση του σε έναν νέο οργανισμό που ξεπερνούσε τα “στενά” ευρωπαϊκά πλαίσια και ερχόταν να απαντήσει στις νέες ανάγκες και συνθήκες, στον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ).

Στις 14-12-1960 υπογράφηκε η ιδρυτική συνθήκη του ΟΟΣΑ βάσει της οποίας ο οργανισμός μπήκε σε λειτουργία από τις 30-9-1961. Έδρα του καθορίστηκε το Παρίσι και μέλη του είναι, εκτός των παλαιών μελών του ΕΟΟΣ, οι ΗΠΑ και ο Καναδάς (1961), η Ιαπωνία (1964), η Φιλανδία (1969), η Αυστραλία (1972), η Ν. Ζηλανδία (1973). Το 1995 πρώτα το Μεξικό και στην συνέχεια η Τσεχία (το πρώτο πρώην κομμουνιστικό κράτος μέλος του οργανισμού) έγιναν πλήρη μέλη του ΟΟΣΑ.

Ενώ εισήλθαν ακόμα και οι εξής χώρες : η Ουγγαρία, η Νότια Κορέα και η Πολωνία το 1996, η Σλοβακία το 2000, η Χιλή, η Σλοβενία και το Ισραήλ το 2010.

4.4.1. Σκοποί και Οργάνωση

Κύριος σκοπός του ΟΟΣΑ, όπως τον καθορίζει το άρθρο 1 της ιδρυτικής του Συνθήκης, είναι η προσαρμογή των πολιτικών που αποσκοπούν:

- στην πραγματοποίηση της μεγαλύτερης δυνατής ανάπτυξης της οικονομίας και της απασχόλησης και στην πρόοδο του βιοτικού επιπέδου των χωρών μελών. Και αυτό διατηρώντας συγχρόνως μια χρηματοπιστωτική σταθερότητα και συνεισφέροντας έτσι στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας,
- σε μια υγιή οικονομική ανάπτυξη των μελών του, όπως επίσης και των μη μελών του,
- στην ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου πάνω σε μια πολυμερή βάση, με κατάργηση των διακρίσεων και με σεβασμό στις διεθνείς υποχρεώσεις.

Για την επιτυχία αυτών των γενικών σκοπών το άρθρο 2 του Οργανισμού προτείνει στα μέλη του:

1. την εξασφάλιση μια αποτελεσματικής χρήσης των οικονομικών τους πόρων,
2. την ανάπτυξη των πλουτοπαραγωγικών πηγών τους στον επιστημονικό και τεχνολογικό τομέα και την ενθάρρυνση της έρευνας και της επαγγελματικής κατάρτισης,
3. την παρακολούθηση των αναπτυξιακών πολιτικών και της εσωτερικής και εξωτερικής χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την αποφυγή της δημιουργίας καταστάσεων που θα μπορούσαν να θέσουν σε κίνδυνο την οικονομία την δική τους, αλλά και των άλλων χωρών,
4. την συνέχιση των προσπαθειών για μείωση, ή κατάργηση, των εμποδίων στις συναλλαγές αγαθών και υπηρεσιών, όπως και στις τρέχουσες πληρωμές και στην επέκταση της απελευθέρωσης των κινήσεων κεφαλαίων,
5. την ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης των μελών του, αλλά και των αναπτυσσόμενων χωρών που δεν είναι μέλη του, με τα κατάλληλα μέσα και ιδίως με την μεταφορά κεφαλαίων προς τις τελευταίες, έχοντας επί πλέον υπόψη την σημασία που έχει για αυτές η προμήθεια τεχνικής βοήθειας και η διεύρυνση των εξαγωγικών διεξόδων για τα προϊόντα τους.

Για την πραγματοποίηση αυτών των στόχων και τον συντονισμό των μέσων οι χώρες μέλη δεσμεύονται να αλληλοενημερώνονται, να αλληλοσυμβουλευούνται και να συνεργάζονται στενά. Ο δε οργανισμός σε αυτά τα πλαίσια και σύμφωνα με τον καταστατικό του χάρτη παίρνει αποφάσεις που δεσμεύουν όλα τα μέλη (εκτός εάν υπάρχει διαφορετική διάταξη), κάνει συστάσεις και συνάπτει συμφωνίες με τα μέλη του, με κράτη μη μέλη και με άλλους διεθνείς Οργανισμούς.

Όσον αφορά την διαδικασία λήψεως αποφάσεων κάθε κράτος διαθέτει μία ψήφο. Οι αποφάσεις παίρνονται με την σύμφωνη γνώμη όλων των κρατών μελών, εκτός εάν έχουν αποφασίσει διαφορετικά με ομοφωνία. Εάν ένα κράτος μέλος απέχει από κάποια ψηφοφορία οι αποφάσεις, ή οι συστάσεις, που παίρνονται εφαρμόζονται στα άλλα κράτη, αλλά όχι σε αυτό.

Η οργάνωση και η μέθοδος εργασίας του ΟΟΣΑ είναι αρκετά ευέλικτες. Κύριο όργανό του είναι το Συμβούλιο, που αποτελείται από τους υπουργούς, ή τους μόνιμους αντιπρόσωπους, των μελών. Για την προετοιμασία του έργου του Συμβουλίου και τον συντονισμό των εργασιών των διαφόρων επιμέρους επιτροπών του οργανισμού υπάρχει ένα μόνιμο δεκαμελές διακυβερνητικό όργανο, η Εκτελεστική Επιτροπή. Τα μέλη της, όπως και ο πρόεδρός της, επιλέγονται εκ περιτροπής κάθε χρόνο μεταξύ των μόνιμων αντιπροσώπων από το Συμβούλιο. Τέλος, μια Γενική Γραμματεία, της οποίας προϊστάται ένας Γενικός Γραμματέας διοριζόμενος από το Συμβούλιο για πέντε χρόνια, διευθύνει το διοικητικό έργο του οργανισμού και τον εκπροσωπεί στο εξωτερικό.

Το διαρθρωτικό πλαίσιο της λειτουργίας του ΟΟΣΑ συμπληρώνεται από μια πλειάδα εξειδικευμένων επιτροπών και ένα ολόκληρο δίκτυο σχέσεων με άλλους διεθνείς οργανισμούς, όπως ο ΠΟΕ, η ΕΖΕΣ, η UNCTAD, το Συμβούλιο της Ευρώπης, η ΕΕ.

Το προσωπικό που απασχολείται στις εννέα Γενικές Διευθύνσεις του ΟΟΣΑ ανέρχεται σε 1800 περίπου άτομα εκ των οποίων το 1/3 είναι επιστημονικό προσωπικό.

4.4.2. Το έργο του οργανισμού

Η λειτουργία του ΟΟΣΑ έχει τρεις βασικές κατευθύνσεις, την πληροφόρηση, τον συντονισμό και την βοήθεια για την οικονομική ανάπτυξη των αναπτυσσόμενων χωρών.

Εάν λάβουμε υπόψη το γεγονός ότι η πληροφορία, η διακίνησή της και η επεξεργασία της αποτελούν την νέα στρατηγική πρώτη ύλη για κάθε σύγχρονη

αναπτυξιακή προσπάθεια τότε θα αντιληφθούμε το μέγεθος της σημασίας του οργανισμού αυτού.

Με την Γραμματεία του συγκεντρώνει από τα κράτη μέλη, οργανώνει, επεξεργάζεται και εκδίδει στατιστικές πληροφορίες, ή οικονομικές αναλύσεις και προβλέψεις, για τα βασικότερα μακροοικονομικά μεγέθη. Οι πληροφορίες αυτές, οι αναλύσεις και οι προβλέψεις αποτελούν το πλέον παραδοσιακό σημείο αναφοράς όλων των ενδιαφερομένων. Η δημοσιοποίησή τους προκαλεί σημαντικές αντιδράσεις και έντονο πολλές φορές δημόσιο διάλογο. Να σημειωθούν ιδιαίτερα τα στατιστικά του δελτία, οι εξαμηνιαίες οικονομικές προοπτικές, ή οι πολυάριθμες κλαδικές μελέτες σε θέματα ενέργειας, τεχνολογίας, στο πρόβλημα του επισιτισμού και του περιβάλλοντος.

4.4.3. Τομείς δραστηριότητας του ΟΟΣΑ

1. Γενική Οικονομική Πολιτική
2. Πολιτική των Συναλλαγών
3. Χρηματοδότηση - Φορολογία επιχειρήσεων
4. Απασχόληση - Ανεργία -Ενέργεια
6. Πυρηνική Ενέργεια
7. Πολιτική για Το Περιβάλλον
8. Διατροφή, Γεωργία, Αλιεία
9. Επιστήμη - Τεχνολογία - Βιομηχανία
10. Οικονομικές σχέσεις με τις αναπτυσσόμενες χώρες
11. Τεχνική συνεργασία, Δημόσια Διοίκηση
12. Εξωτερικές σχέσεις

Ένας άλλος τομέας δραστηριότητας του ΟΟΣΑ είναι, όπως ήδη προαναφέρθηκε, ο συντονισμός των οικονομικών πολιτικών των κρατών μελών του. Ο συντονισμός αυτός επιτυγχάνεται με δύο τρόπους. Με βάση τα στατιστικά δεδομένα και τις διάφορες μελέτες που εκδίδει και αφορούν τις εξελίξεις σε καίρια θέματα αναπτύσσεται στους κόλπους του οργανισμού ένας διάλογος, μια διαβούλευση μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών. Έτσι, πολύ συχνά οι κυβερνήσεις χρησιμοποιούν τα αποτελέσματα του διαλόγου αυτού για να καθορίσουν την θέση τους σε διάφορα διεθνή προβλήματα. Παράλληλα, χρησιμοποιώντας τον ίδιο διάλογο, τα κράτη μέλη επεξεργάζονται “κοινές” πολιτικές σε τομείς κοινού ενδιαφέροντος (νομισματικά, ενέργεια, απασχόληση κλπ.).

Τέλος, μια ιδιαίτερη δραστηριότητα του ΟΟΣΑ είναι η βοήθεια που προσφέρει στις αναπτυσσόμενες χώρες. Η βοήθεια αυτή αφορά τόσο την υλική συνδρομή που χορηγείται στις υπανάπτυκτες χώρες (επισιτιστική, κεφάλαια, δάνεια), όσο και την άυλη (διαχείριση της βοήθειας, τεχνική βοήθεια και ιδιαίτερα σε θέματα περιφερειακής ανάπτυξης κλπ).

Στα πλαίσια επίσης του ΟΟΣΑ, που αποτελεί και τον εκπρόσωπο των χωρών του Βορρά στον διάλογο Βορρά-Νότου, έχουν ιδρυθεί δύο όργανα εξειδικευμένα στην βοήθεια προς τις χώρες του Τρίτου Κόσμου. Η Επιτροπή Αναπτυξιακής Βοήθειας, η οποία οργανώνει τις εθνικές πολιτικές βοήθειας και προσπαθεί να δώσει λύσεις σε άλλα προβλήματα, όπως η υπερχρέωση, ή η χρηματοδότηση της ανάπτυξης και το Κέντρο Ανάπτυξης, το οποίο φροντίζει για την μεταφορά και την προσαρμογή των γνώσεων και των εμπειριών των ανεπτυγμένων χωρών προς τις υπανάπτυκτες, έτσι ώστε να ενισχυθεί η οικονομική πρόοδος των τελευταίων.

Βέβαια η χρηματική βοήθεια του club των πλούσιων χωρών που αποτελεί ο ΟΟΣΑ δεν είναι αρκετή για την ικανοποίηση των βασικών αναγκών του Τρίτου Κόσμου, αφού δεν έχει καταφέρει καν να φθάσει το επίπεδο του 1 % του ΑΕΠ των πλούσιων χωρών, όπως είχε αποφασισθεί από το 1968 στα πλαίσια ενός άλλου διεθνούς οργανισμού, στην Συνδιάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών για το Εμπόριο και την Ανάπτυξη (UNCTAD).

Μετά τις πρόσφατες εξελίξεις στις ΧΚΑΕ ιδρύθηκε στα πλαίσια του ΟΟΣΑ (1990) το Κέντρο Συνεργασίας με τις υπό Μετάβαση Ευρωπαϊκές Οικονομίες (Centre for Cooperation with the European Economies in Transition). Αποστολή του Κέντρου είναι ο συντονισμός, η παροχή βοήθειας και η ενίσχυση της μετάβασης προς την οικονομία της αγοράς των ΧΚΑΕ.

4.5 ΔΝΤ: Η διεθνής νομισματική οργάνωση

Το πρόβλημα της διεθνούς νομισματικής οργάνωσης συνίσταται στον καθορισμό και στην αποδοχή σε παγκόσμια κλίμακα, ενός συστήματος που θα μπορεί να διευκολύνει την ομαλή και απρόσκοπτη διεξαγωγή των διεθνών συναλλαγών, την σταθεροποίηση των νομισματικών ισοτιμιών και την μείωση των νομισματικών περιορισμών του διεθνούς εμπορίου. Ενός συστήματος που επί πλέον θα αποτελεί δυναμικό όργανο άσκησης οικονομικής πολιτικής και ιδιαίτερα επίτευξης εξωτερικής ισορροπίας, παράλληλα με την εσωτερική, για τις διάφορες οικονομίες που συμμετέχουν στο διεθνές οικονομικό σύστημα.

Η διεθνής νομισματική τάξη είναι το σύνολο των γραπτών και άγραφων κανόνων που θεσμοθετούνται από τα κράτη και τους διεθνείς οργανισμούς και ρυθμίζουν τις διεθνείς νομισματικές σχέσεις και πολιτικές. Για τον σκοπό αυτό καθορίζουν:

- τις ισοτιμίες μεταξύ εθνικών νομισμάτων,
- τον τρόπο ρύθμισης των διεθνών πληρωμών,
- τον τρόπο ρύθμισης του όγκου και της διάρθρωσης της διεθνούς ρευστότητας,
- τον τρόπο εξισορρόπησης των ισοζυγίων πληρωμών και · τον τρόπο κάλυψης των προσωρινών ελλειμμάτων.

Μια τέτοια τάξη κατάφερε να επιβάλλει για ένα σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα (ΔΝΣ) που θεμελιώθηκε το 1944 με την συμφωνία του Bretton-Woods (ΗΠΑ). Με την ίδια Συμφωνία καθιερώθηκε ως κεντρικός πυρήνας του ΔΝΣ το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), το οποίο σύμφωνα με τον καταστατικό του χάρτη (άρθρο 1) είχε ως βασικούς στόχους:

- Την προαγωγή της διεθνούς νομισματικής συνεργασίας μέσα από ένα θεσμό που θα διαθέτει τον απαραίτητο μηχανισμό για τις διαβουλεύσεις και την συνεργασία γύρω από τα διεθνή νομισματικά προβλήματα,
- την αρμονική ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου, έτσι ώστε να διευκολυνθεί η επίτευξη υψηλών επιπέδων απασχόλησης των συντελεστών της παραγωγής και του εισοδήματος,
- την προαγωγή της νομισματικής σταθερότητας και την αποφυγή ανταγωνιστικών υποτιμήσεων,
- την καθιέρωση ενός πολυμερούς συστήματος πληρωμών των τρεχουσών συναλλαγών και τον περιορισμό των νομισματικών περιορισμών του εμπορίου,
- την παροχή διευκολύνσεων για την διόρθωση καταστάσεων ανισορροπίας στα ισοζύγια πληρωμών χωρίς την προσφυγή σε μέτρα επώδυνα για την διεθνή οικονομία,
- τον περιορισμό του μεγέθους και της διάρκειας της ανισορροπίας στα ισοζύγια πληρωμών των κρατών μελών.

Με τον τρόπο αυτό η διεθνής οικονομία θεμελιώνει ορισμένες σταθερές βάσεις για την οικονομική πρόοδο και την πλήρη απασχόληση: συναλλαγματική σταθερότητα, συναλλαγματικές πρακτικές και κανονισμοί, ένα φιλελεύθερο καθεστώς για τις διεθνείς πληρωμές και μια ρύθμιση του προβλήματος των ανταγωνιστικών νομισματικών υποτιμήσεων. Οι βάσεις αυτές σε συνδυασμό με την εμπορική τάξη που είχε θεμελιώσει η GATT οδήγησαν σε μια έκρηξη στην ανάπτυξη των διεθνών συναλλαγών.

Μέσα σε αυτό το κλίμα το ΔΝΤ έθετε σημαντικούς πόρους στην διάθεση των μελών του (τραβηχτικά δικαιώματα, αγορές νομισμάτων) και εκτελούσε και διάφορες άλλες συμπληρωματικές λειτουργίες σε θέματα κανονισμών, ή χρηματοπιστωτικά. Μέχρι το 1960 μπορούμε να πούμε ότι λειτουργούσε σύμφωνα με τις προβλέψεις των συμφωνιών του Bretton-Woods. Μια σειρά, όμως, από ενδογενή και εξωγενή προβλήματα οδήγησαν στην κατάργησή του το 1973.

Σύμφωνα με το άρθρο 1 του ΔΝΤ το δολάριο ήταν το μόνο νόμισμα που υπό την αιγίδα των ΗΠΑ διέθετε το στοιχείο της μετατρεψιμότητας σε χρυσό²³. Με τον τρόπο αυτό το ΔΝΣ έφερε ενδογενώς ένα βασικό πρόβλημα: η χρήση του δολαρίου ως παγκόσμιο νόμισμα τόσο για τις συναλλαγές, όσο και για την αποθεματοποίηση, οδηγούσε υποχρεωτικά σε μια μεγάλη αύξηση των δολαρίων που κυκλοφορούσαν στο εξωτερικό των ΗΠΑ. Το γεγονός αυτό θα οδηγούσε αργά, ή γρήγορα σε μια αμφισβήτηση του συστήματος, αφού οι συναλλασσόμενοι θα άρχιζαν να αμφιβάλουν για την αξία των δολαρίων που κρατούν σε σχέση με την μετατρεψιμότητά τους σε χρυσό που διαθέτουν σε απόθεμα οι ΗΠΑ. Παράλληλα, η παγκόσμια ανάπτυξη θα κατέληγε αναγκαστικά να εξαρτάται από την νομισματική συμπεριφορά της χώρας που ελέγχει το παγκόσμιο νόμισμα, το δολάριο, δηλαδή των ΗΠΑ.

Ένα άλλο βασικό πρόβλημα του συστήματος εμφανίστηκε στα τέλη της δεκαετίας του 1960 και στις αρχές της δεκαετίας του 1970. Κατά την περίοδο αυτή έγινε συνειδητό το γεγονός ότι το ΔΝΣ δεν μπορούσε να ρυθμίσει τις συνέπειες των σημαντικών κινήσεων κεφαλαίων από μια χώρα σε άλλη (κερδοσκοπία, διαφορές επιτοκίων). Η χαριστική βολή κατά του συστήματος δόθηκε τον Αύγουστο του 1971, όταν οι ΗΠΑ με δήλωση του προέδρου τους Νίξον καταργούσαν την μετατρεψιμότητα του δολαρίου σε χρυσό και τον Φεβρουάριο του 1973, όταν, μετά

²³ “ as good as gold”

από μια σημαντική υποτίμηση του δολαρίου, υιοθετήθηκε το σύστημα των κυμαινόμενων διεθνών νομισματικών ισοτιμιών, έναντι των σταθερών που ίσχυαν μέχρι τότε.

Μέσα στις διεθνείς νομισματικές κρίσεις το ΔΝΤ γνώρισε μια σημαντική εξέλιξη στις λειτουργίες του. Και παρά τις αμφισβητήσεις, ή και τις επικρίσεις, που αντιμετώπισε, του αναγνωρίζονται πάντα οι τρεις βασικές δραστηριότητες που του είχαν αποδοθεί από την συμφωνία του Bretton-Woods, δηλαδή η διαχείριση, η χρηματοδότηση και ο έλεγχος της διεθνούς νομισματικής τάξης.

4.6 Ευρωπαϊκή Ένωση

Η Ευρωπαϊκή Ένωση ή ΕΕ είναι μια συνομοσπονδία είκοσι επτά κρατών. Καθιερώθηκε το 1992 από την Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση²⁴, και είναι ο εκ των πραγμάτων διάδοχος των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (ΕΚΑΧ, ΕΟΚ, ΕΥΡΑΤΟΜ) των έξι κρατών-μελών που ιδρύθηκαν το 1951, το 1957 και το 1965. Από τότε νέες διευρύνσεις έχουν αυξήσει τον αριθμό των κρατών μελών της και οι αρμοδιότητές της έχουν επεκταθεί. Η Ευρωπαϊκή Ένωση θεωρείται ως η ισχυρότερη ένωση κρατών μέχρι σήμερα στην παγκόσμια ιστορία, με οικονομικό, πολιτικό, κοινωνικό και πολιτιστικό περιεχόμενο. Η ΕΕ αποτελεί το τρέχον στάδιο μιας ανοιχτής διαδικασίας ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης.

Η ΕΕ είναι μια από τις μεγαλύτερες οικονομικές και πολιτικές οντότητες στον κόσμο, με 493 εκατομμύρια κατοίκους και συνδυασμένο ονομαστικό ΑΕΠ 11,5 τρισεκατομμύρια ευρώ το 2006. Η Ένωση είναι μια ενιαία αγορά με κοινή εμπορική πολιτική, κοινή αγροτική και αλιευτική πολιτική και περιφερειακή πολιτική για να βοηθήσει τις φτωχότερες περιφέρειες. Εισήγαγε ενιαίο νόμισμα, το Ευρώ, που υιοθετήθηκε από 15 κράτη μέλη. Η ΕΕ άρχισε μια περιορισμένη κοινή πολιτική εξωτερικών και ασφαλείας και μια περιορισμένη αστυνομική και δικαστική συνεργασία πάνω σε ποινικά θέματα.

Τα σημαντικά όργανα και οι οργανισμοί της ΕΕ περιλαμβάνουν την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο, και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Οι πολίτες των κρατών μελών της ΕΕ είναι επίσης πολίτες της ΕΕ: εκλέγουν άμεσα το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, μια φορά κάθε πέντε έτη. Μπορούν να ζήσουν, να ταξιδέψουν, να εργαστούν, και να επενδύσουν σε άλλα

²⁴ (Συνθήκη του Μάαστριχτ)

κράτη μέλη (με μερικούς περιορισμούς μόνο στα νέα κράτη μέλη). Ο έλεγχος διαβατηρίων και οι τελωνειακοί έλεγχοι στα περισσότερα εσωτερικά σύνορα καταργήθηκαν με τη Συμφωνία του Σένγκεν (Schengen). Την προεδρία της ΕΕ ασκεί από την 1η Ιανουαρίου του 2011 και για 6 μήνες η Ουγγαρία.

4.7 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Η ΕΚΤ είναι η κεντρική τράπεζα για το ενιαίο νόμισμα της Ευρώπης, το ευρώ. Το βασικό καθήκον της ΕΚΤ είναι η διατήρηση της αγοραστικής δύναμης του ευρώ και, επομένως, η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Η ζώνη του ευρώ αποτελείται από τις 17 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης που έχουν υιοθετήσει το ευρώ από το 1999 και ύστερα.

4.7.1. Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ)

Τον Ιούνιο του 1988, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο επιβεβαίωσε τον στόχο της σταδιακής υλοποίησης της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) και ανέθεσε σε μια επιτροπή, υπό την προεδρία του Jacques Delors, τότε Προέδρου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, να μελετήσει και να προτείνει συγκεκριμένα στάδια που θα οδηγούσαν στην εν λόγω ένωση.

Η επιτροπή απαρτιζόταν από τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών της τότε Ευρωπαϊκής Κοινότητας (ΕΚ), τον Alexandre Lamfalussy, ο οποίος τότε κατείχε τη θέση του γενικού διευθυντή της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών, τον Niels Thygesen, καθηγητή Οικονομικών στη Δανία, και τον Miguel Boyer, τότε πρόεδρο της Banco Exterior de España. Αποτέλεσμα των εργασιών αυτής της επιτροπής ήταν η "Έκθεση Delors", σύμφωνα με την οποία η οικονομική και νομισματική ένωση θα έπρεπε να επιτευχθεί σε τρία ξεχωριστά, αλλά εξελικτικά στάδια

4.7.2. Πρώτο Στάδιο της ΟΝΕ

Με βάση την Έκθεση Delors, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αποφάσισε τον Ιούνιο του 1989 ότι το πρώτο στάδιο υλοποίησης της οικονομικής και νομισματικής ένωσης θα ξεκινούσε την 1η Ιουλίου 1990, ημερομηνία κατά την οποία καταργήθηκαν κατ' αρχήν όλοι οι περιορισμοί στην κυκλοφορία κεφαλαίων ανάμεσα στα κράτη μέλη.

4.7.3. Επιτροπή των Διοικητών

Πρόσθετες αρμοδιότητες εκχωρήθηκαν στην Επιτροπή των Διοικητών των κεντρικών τραπεζών των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας, η οποία, από τη σύστασή της το Μάιο του 1964, είχε διαδραματίσει ολοένα και πιο σημαντικό ρόλο στη νομισματική συνεργασία. Αυτές οι αρμοδιότητες καθορίστηκαν

με απόφαση του Συμβουλίου της 12ης Μαρτίου 1990 και αφορούσαν, μεταξύ άλλων, τη διεξαγωγή διαβουλεύσεων και την προώθηση του συντονισμού στον τομέα της νομισματικής πολιτικής των κρατών μελών, με στόχο την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών.

Επειδή το διαθέσιμο χρονικό διάστημα ήταν σχετικά σύντομο και τα καθήκοντα που έπρεπε να αναληφθούν πολύπλοκα, η Επιτροπή των Διοικητών ανέλαβε και τις προπαρασκευαστικές εργασίες για το Τρίτο Στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE). Πρώτα έπρεπε να εντοπιστούν όλα τα θέματα που έπρεπε να τεθούν υπό εξέταση σε αρχικό στάδιο, να θεσπιστεί ένα πρόγραμμα εργασίας έως τα τέλη του 1993 και να προσδιοριστούν καταλλήλως τα καθήκοντα που θα αναλάμβαναν οι υπάρχουσες υποεπιτροπές και ομάδες εργασίας οι οποίες είχαν συσταθεί για το σκοπό αυτό.

4.7.4. Νομική προετοιμασία

Για την υλοποίηση του Δεύτερου και του Τρίτου Σταδίου, ήταν απαραίτητη η αναθεώρηση της Συνθήκης για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας (η "Συνθήκη της Ρώμης"), προκειμένου να θεσπιστεί η απαραίτητη θεσμική δομή. Για το σκοπό αυτό, συγκλήθηκε μια Διακυβερνητική Διάσκεψη για την ONE, η οποία πραγματοποιήθηκε το 1991 παράλληλα με τη Διακυβερνητική Διάσκεψη για την πολιτική ένωση.

Οι διαπραγματεύσεις κατέληξαν στη Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση, η οποία εγκρίθηκε το Δεκέμβριο του 1991 και υπεγράφη στο Μάαστριχτ στις 7 Φεβρουαρίου 1992. Ωστόσο, επειδή καθυστέρησε η διαδικασία κύρωσης, η Συνθήκη (η οποία τροποποίησε τη Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας, μετονομάζοντάς την σε Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, και εισήγαγε, μεταξύ άλλων, το πρωτόκολλο για το καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και το πρωτόκολλο για το καταστατικό του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος) ετέθη τελικά σε ισχύ την 1η Νοεμβρίου 1993.

4.7.5. Δεύτερο Στάδιο της ONE, ίδρυση του ENI και της EKT

Η ίδρυση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος (ENI) την 1η Ιανουαρίου 1994 σηματοδότησε την έναρξη του Δεύτερου Σταδίου της ONE και, κατά συνέπεια, τη διάλυση της Επιτροπής των Διοικητών. Το ENI αποτέλεσε ένα μεταβατικό στάδιο, το οποίο αντανάκλασε επίσης την κατάσταση της νομισματικής ολοκλήρωσης στο εσωτερικό της Κοινότητας. Το ENI δεν έφερε καμία ευθύνη για την άσκηση της

νομισματικής πολιτικής στην Ευρωπαϊκή Ένωση, αφού αυτή αποτελούσε αποκλειστικό δικαίωμα των εθνικών αρχών. Επιπλέον, δεν είχε καμία αρμοδιότητα παρέμβασης στις αγορές συναλλάγματος.

Τα δύο κύρια καθήκοντα του ENI:

- να ενισχύσει τη συνεργασία μεταξύ των κεντρικών τραπεζών και το συντονισμό των νομισματικών πολιτικών, και
- να αναλάβει τις αναγκαίες προετοιμασίες για την ίδρυση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), για την άσκηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και για τη δημιουργία ενιαίου νομίσματος στο τρίτο στάδιο.

Για το σκοπό αυτό, το ENI αποτέλεσε ένα βήμα διαβουλεύσεων, καθώς και ανταλλαγής απόψεων και πληροφοριών για θέματα πολιτικής. Επιπλέον, προσδιόρισε το κανονιστικό, οργανωτικό και υλικοτεχνικό πλαίσιο που χρειαζόταν το ΕΣΚΤ για την άσκηση των καθηκόντων του στο Τρίτο Στάδιο.

4.7.6. Συνοπτική παρουσίαση των προπαρασκευαστικών εργασιών που ανέλαβε το ENI

Το Δεκέμβριο του 1995, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο συμφώνησε να ονομάσει "ευρώ" την ευρωπαϊκή νομισματική μονάδα, η οποία επρόκειτο να εισαχθεί κατά την έναρξη του Τρίτου Σταδίου, και επιβεβαίωσε ότι το Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ θα ξεκινούσε την 1η Ιανουαρίου 1999. Προαναγγέλθηκε ένα χρονοδιάγραμμα για τη μετάβαση στο ευρώ, το οποίο βασίστηκε κυρίως σε αναλυτικές προτάσεις που εκπόνησε το ENI.

Παράλληλα, το ENI ανέλαβε να εκτελέσει προπαρασκευαστικές εργασίες για τις νομισματικές και συναλλαγματικές σχέσεις που θα επικρατούσαν στο μέλλον ανάμεσα στη ζώνη του ευρώ και σε άλλες χώρες της ΕΕ. Το Δεκέμβριο του 1996, το ENI υπέβαλε έκθεση στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, η οποία αποτέλεσε τη βάση ενός ψηφίσματος του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου για τις αρχές και τα θεμελιώδη στοιχεία του νέου μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών (ΜΣΙ ΙΙ), το οποίο εγκρίθηκε τον Ιούνιο του 1997.

4.7.7. Τα νέα τραπεζογραμμάτια

Το Δεκέμβριο του 1996, το ΕΝΙ παρουσίασε επίσης στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και, στη συνέχεια, στο ευρύτερο κοινό την επιλεγθείσα σειρά σχεδίων για τα τραπεζογραμμάτια ευρώ, τα οποία επρόκειτο να τεθούν σε κυκλοφορία την 1η Ιανουαρίου 2002.

4.7.8. Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης

Προκειμένου να συμπληρώσει και να προσδιορίσει τις διατάξεις της Συνθήκης που αφορούσαν την ΟΝΕ, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ενέκρινε τον Ιούνιο του 1997 το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Δύο κανονισμοί αποτελούν μέρος του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, το οποίο αποσκοπεί στη διασφάλιση δημοσιονομικής πειθαρχίας όσον αφορά την ΟΝΕ. Με δήλωση του συμβουλίου τον Μάιο του 1998, το Σύμφωνο συμπληρώθηκε και ενισχύθηκαν οι αντίστοιχες δεσμεύσεις.

4.7.9. Αρχικοί συμμετέχοντες

Στις 2 Μαΐου 1998 το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης – συνεργόμενο σε επίπεδο αρχηγών κρατών ή κυβερνήσεων – αποφάσισε ομόφωνα ότι 11 κράτη μέλη πληρούσαν τα κριτήρια που ήταν απαραίτητα για τη συμμετοχή στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ και την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος την 1η Ιανουαρίου 1999. Οι αρχικοί συμμετέχοντες ήταν το Βέλγιο, η Γερμανία, η Ισπανία, η Γαλλία, η Ιρλανδία, η Ιταλία, το Λουξεμβούργο, η Ολλανδία, η Αυστρία, η Πορτογαλία και η Φινλανδία. Επιπλέον, οι αρχηγοί κρατών ή κυβερνήσεων κατέληξαν σε συμφωνία σε πολιτικό επίπεδο για τις προσωπικότητες που επρόκειτο να προταθούν ως μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

4.7.10. Προετοιμασία για τον καθορισμό των συντελεστών μετατροπής

Το Μάιο του 1998, οι Υπουργοί Οικονομικών των κρατών μελών που υιοθέτησαν το ενιαίο νόμισμα συμφώνησαν μαζί με τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των εν λόγω κρατών μελών, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το ΕΝΙ ότι οι τρέχουσες διμερείς κεντρικές ισοτιμίες των νομισμάτων των συμμετεχόντων κρατών μελών, στο πλαίσιο του ΜΣΙ, θα χρησιμοποιούνταν για τον καθορισμό των αμετάκλητων συντελεστών μετατροπής για το ευρώ.

4.7.11. Διορισμός οργάνων λήψης αποφάσεων

Στις 25 Μαΐου 1998, οι κυβερνήσεις των 11 συμμετεχόντων κρατών μελών διόρισαν τον Πρόεδρο, τον Αντιπρόεδρο και τα τέσσερα άλλα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ. Αυτοί ανέλαβαν τα καθήκοντά τους την 1η Ιουνίου 1998,

γεγονός που σηματοδότησε την ίδρυση της ΕΚΤ. Η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των συμμετεχόντων κρατών μελών αποτελούν το Ευρωσύστημα, το οποίο διαμορφώνει και προσδιορίζει την ενιαία νομισματική πολιτική στο Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ.

Με την ίδρυση της ΕΚΤ την 1η Ιουνίου 1998, το ΕΝΙ ολοκλήρωσε τα καθήκοντά του. Σύμφωνα με το άρθρο 123 (πρώην άρθρο 109Α) της Συνθήκης για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, το ΕΝΙ τέθηκε υπό εκκαθάριση μόλις ιδρύθηκε η ΕΚΤ. Το ΕΝΙ ολοκλήρωσε εγκαίρως τις προπαρασκευαστικές εργασίες που του είχαν ανατεθεί και η ΕΚΤ αφιέρωσε τους τελευταίους μήνες του 1998 στον τελικό έλεγχο των συστημάτων και διαδικασιών.

4.7.12. Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ, αμετάκλητος καθορισμός των συναλλαγματικών ισοτιμιών

Την 1η Ιανουαρίου 1999 άρχισε το τρίτο και τελικό στάδιο της ΟΝΕ με τον αμετάκλητο καθορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων των 11 κρατών μελών που συμμετείχαν αρχικά στη Νομισματική Ένωση και με την άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής υπό την ευθύνη της ΕΚΤ.

Τα συμμετέχοντα κράτη μέλη έγιναν 12 με την είσοδο της Ελλάδας στο Τρίτο Στάδιο της ΟΝΕ, την 1η Ιανουαρίου 2001. Η Σλοβενία έγινε το δέκατο τρίτο μέλος την 1η Ιανουαρίου 2007. Ακολούθησαν η Κύπρος και η Μάλτα έναν χρόνο μετά, η Σλοβακία την 1η Ιανουαρίου 2009 και η Εσθονία την 1η Ιανουαρίου 2011. Οι κεντρικές τράπεζες των χωρών που εντάχθηκαν στη ζώνη του ευρώ έγιναν αυτομάτως - από την ημέρα της ένταξης - μέλη του Ευρωσυστήματος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ

5.1 Η μελλοντική πορεία

Έχοντας ήδη περιγράψει το ιστορικό των κρίσεων τα τελευταία χρόνια, στο παρόν εδάφιο γίνεται μια ανάλυση σχετικά με το μέλλον του χρηματοοικονομικού συστήματος, της παγκόσμιας οικονομίας, καθώς και της Ευρωζώνης και της Ελλάδας ειδικότερα.

5.1.1. Το Παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα στο μέλλον

Γενικότερα, η μεταρρύθμιση του διεθνούς χρηματοοικονομικού τομέα είναι αναγκαία, καθώς οι αποτυχίες των συστημάτων έλεγχου και εποπτείας ήταν, όπως είδαμε, ένας σημαντικός παράγοντας για την εκδήλωση της κρίσης.

Οι προσπάθειες μεταρρύθμισης του εποπτικού πλαισίου του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος συντονίζονται από την ομάδα των 20 πλουσιότερων κρατών²⁵ και, ειδικότερα, από το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΓΒ), Το οποίο αναφέρεται στην ομάδα των G-20. Στα πλαίσια της ίδιας μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, η Επιτροπή της Βασιλείας διαμορφώνει βελτιωμένους ρυθμιστικούς κανόνες, την αποκαλούμενη Βασιλεία III. Ταυτόχρονα, στις επιμέρους περιοχές του πλανήτη προχωρούν παράλληλες τοπικές ρυθμίσεις. Η ΕΕ-27, αντλώντας μαθήματα από την κρίση, έθεσε σε ισχύ ένα νέο πλαίσιο εποπτείας του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος από τον Ιανουάριο του 2011. Αντίστοιχα, στις ΗΠΑ ψηφίστηκε μια ριζική αναμόρφωση του κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου.

Οι μεταρρυθμίσεις που προωθείται έχουν ως στόχο τη δημιουργία ενός πιο πειθαρχημένου και λιγότερο υπερκυκλικού παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος το οποίο θα στηρίζει μια πιο ισορροπημένη και διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη. Στα ίδια πλαίσια, η Βασιλεία III, όπως προτάθηκε από την BCBS και πιο συγκεκριμένα από την εποπτεύουσα την BCBS, Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision (GhOs), περιλαμβάνει μέτρα με σκοπό τη βελτίωση της ικανότητας του τραπεζικού συστήματος να απορροφά τις επιπτώσεις μακροοικονομικών και πιστωτικών κρίσεων, τη βελτίωση της διαχείρισης κινδύνου, τη βελτίωση των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης και την ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας. Οι μεταρρυθμίσεις στοχεύουν στην αύξηση της αντοχής των χρηματοοικονομικών οργανισμών σε κρίσεις τόσο στο μικροοικονομικό

²⁵ (G-20)

επίπεδο —ανά τράπεζα— όσο και στο μακροοικονομικό επίπεδο, δηλαδή, στην αναγνώριση και αντιμετώπιση συστημικών κινδύνων και της υπερκυκλικότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Στο πλαίσιο αυτό, στόχος είναι να επιτευχθεί ισορροπία μεταξύ, αφενός, του επιπέδου των κεφαλαίων που προωθεί τη μακροπρόθεσμη οικονομική σταθερότητα και ανάπτυξη και, αφετέρου, του κόστους και της αποτελεσματικότητας του τραπεζικού τομέα.

Το ευρύτερο πλαίσιο των προτάσεων της Βασιλείας III συμφωνήθηκε το Σεπτέμβριο του 2009. Συγκεκριμένα μέτρα προτάθηκαν το Δεκέμβριο του 2009. Η G20 συγκεκριμενοποίησε τα κύρια σημεία του μεταρρυθμιστικού σχεδίου τον Ιούλιο του 2010, και οι τελευταίες λεπτομέρειες καθώς και ο τρόπος μετάβασης από τη Βασιλεία II στη Βασιλεία III συμφωνήθηκαν και ανακοινώθηκαν το Σεπτέμβριο του 2010. Οι κύριες μεταβολές περιλαμβάνουν:

- υψηλότερες και καλύτερης ποιότητας κεφαλαιακές απαιτήσεις,
- πιο περιοριστικό ορισμό του κεφαλαίου,
- ενίσχυση του πλαισίου κεφαλαιακών απαιτήσεων ως προς την κάλυψη των κινδύνων, Ιδίως του κινδύνου αντισυμβαλλομένου, προκειμένου να εξασφαλιστεί η συνολική κάλυψη κινδύνων,
- πρόσθετα μέτρα για την αντιμετώπιση συστημικών κινδύνων και κινδύνων σχετικών με την αντίληψη ότι το μεγάλο μέγεθος αποκλείει την πιθανότητα χρεοκοπίας,
- αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση της απορροφητικότητας ζημιών των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, για να μειωθεί ο ηθικός κίνδυνος,
- έλεγχο της μόχλευσης, μέσω της κατάρτισης ενός απλού δείκτη,
- εισαγωγή ενός νέου παγκόσμιου πλαισίου για τη ρευστότητα,
- δυνατότητα απορρόφησης ζημιών, πέρα από τα πρότυπα που ανακοινώθηκαν, για τράπεζες που έχουν συστημική σημασία.

Στις επιμέρους χώρες, ενδιαφέρουσες είναι οι εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση και, κατά δεύτερο λόγο, στις ΗΠΑ. Το Σεπτέμβριο του 2010, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, έπειτα από την επίτευξη συμφωνίας όλων των κρατών, υπερψήφισε ένα νέο εποπτικό και ρυθμιστικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού τομέα, Το οποίο τέθηκε σε ισχύ τον Ιανουάριο του 2011. Το νέο πλαίσιο στην ΕΕ-27 αποτελείται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου και τρεις νέες εποπτικές αρχές Στο ESRB ανατίθεται η μακροπροληπτική εποπτεία. Η κύρια αποστολή του ESRB θα

είναι ο εντοπισμός, η παρακολούθηση και η αξιολόγηση των πιθανών κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην ΕΕ, που προκύπτουν από το μακροοικονομικό περιβάλλον, καθώς και από τις εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αν οποιοσδήποτε κίνδυνος φαίνεται να είναι σημαντικός, το ESRB θα εκδίδει προειδοποιήσεις και θα κάνει συστάσεις.

Το μικροεπίπεδο προληπτικής εποπτείας αναλαμβάνουν οι τρεις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές:

- European Banking Authority (EBA), με έδρα το Λονδίνο, για την εποπτεία των τραπεζών,
- European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), με έδρα τη Φρανκφούρτη, για την εποπτεία των ασφαλιστικών εταιρειών και των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών ταμείων,
- European Securities and Markets authority, με έδρα το Παρίσι, για την εποπτεία χρηματιστηριακών και επενδυτικών εταιρειών, αλλά και με αρμοδιότητες για τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης

Οι ESAs θα λειτουργούν ως δίκτυο και σε συγχρονισμό με τους υπάρχοντες εθνικούς επόπτες. Οι ESAs θα παρέχουν συντονισμό σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ώστε να προωθήσουν την εναρμόνιση των κανονισμών, την αποτελεσματική και συνεπή εποπτεία και επιβολή των κανόνων. Οι ESAs δεν θα ασχολούνται με την καθημερινή εποπτική λειτουργία. Αυτή θα ασκείται από τους εθνικούς επόπτες, οι οποίοι βρίσκονται επιτόπου και έχουν και τη σχετική εξειδίκευση.

Οι ESAs θα έχουν τη δυνατότητα, μεταξύ άλλων:

- να ορίζουν συγκεκριμένους κανόνες για τους εθνικούς επόπτες και τα XIII
- να επιβλέπουν τη σωστή εφαρμογή των κανόνων από τους εθνικούς επόπτες,
- να αναλαμβάνουν δράση σε επείγουσες καταστάσεις, ακόμη και απαγορεύοντας τη διάθεση συγκεκριμένων προϊόντων,
- να διαιτητεύουν και να επιλύουν διαφορές μεταξύ εθνικών εποπτών.

Στην EE-27 θα δημιουργηθεί, επίσης, μία κοινή επιτροπή για το συντονισμό των παραπάνω νέων εποπτικών αρχών. Πρέπει να τονιστεί ότι εναρμόνιση δεν σημαίνει υποχρεωτικά ότι η νομοθεσία σε όλες τις χώρες θα είναι ίδια, αλλά ότι θα ακολουθούν κάποιες βασικές κοινές αρχές. Η αναγνώριση και η εξάλειψη από τις εθνικές νομοθεσίες διαφορών που παραβιάζουν αυτές τις κοινές αρχές θα είναι μια μάλλον χρονοβόρα και δύσκολη άσκηση ισορροπίας. Οι ESAs θα παρέχουν τις

τεχνικές προδιαγραφές για αυτή τη διαδικασία. Ένα κοινό ευρωπαϊκό σύνολο κανόνων θα παρέχει κοινή νομική βάση για την εποπτική λειτουργία των ESAs, διασφαλίζοντας σταθερότητα, ισότιμη μεταχείριση, μικρότερο κόστος κανονιστικής συμμόρφωσης, και θα εξαλείψει τη δυνατότητα κανονιστικού arbitrage.

Μεταρρυθμίσεις γίνονται και στις ΗΠΑ. Εκεί, τον Ιούλιο του 2010 ψηφίστηκε ο νόμος για τη μεταρρύθμιση της Wall Street και την προστασία των καταναλωτών , γνωστός ως Dodd – Frank από τα επίθετα των δύο πολιτικών που τον σχεδίασαν.

Ο νόμος φέρνει αλλαγές στη δομή του εποπτικού και ελεγκτικού μηχανισμού του χρηματοοικονομικού τομέα στις ΗΠΑ. Η ψήφισή του φαίνεται να σταματάει και, πιθανόν, να αναστρέφει μια πορεία αποκανονικοποίησης, που ξεκίνησε τη δεκαετία του 1980 και η οποία, λόγω της κρίσης, θεωρήθηκε από το πολιτικό σύστημα στις ΗΠΑ επιβλαβής για την οικονομία. Ο νόμος ορίζει ένα πολύ πιο ξεκάθαρο και τακτικό πλαίσιο άσκησης του εποπτικού ελέγχου από ότι ίσχυε μέχρι σήμερα.

Ο νόμος Dodd – Frank αυξάνει τη διαφάνεια και ενισχύει τον έλεγχο και την διαφάνεια στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα εκείνα που αυξάνουν το συστημικό κίνδυνο. Επεκτείνει το εύρος εφαρμογής των κανόνων και της εποπτείας συμπεριλαμβάνοντας φορείς και παράγοντες της αγοράς που μέχρι σήμερα δρουν εκτός του πλαισίου: επενδυτικούς συμβούλους, αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου, επενδυτικές τράπεζες κ.ά. Με λίγα λόγια, θέτει καθεστώς ελέγχου και εποπτείας το σκιώδες τραπεζικό σύστημα. Επιβάλλει επίσης, σε νέους και παλιούς εποπτικούς φορείς να υποβάλλουν αναφορές, ετήσιες ή και συχνότερες, στο Κογκρέσο για την πορεία των εργασιών τους. Η πλήρης εφαρμογή του νόμου θα απαιτήσει εύλογο χρονικό διάστημα, καθώς προϋποθέτει πλήθος αποφάσεων, μελετών και συμπληρωματικών διατάξεων.

Ο νόμος Dodd – Frank έχει και ορισμένες επιπτώσεις στον τρόπο λειτουργίας όλων των ομοσπονδιακών εποπτικών αρχών στις ΗΠΑ. Καταργεί έναν και δημιουργεί αριθμό νέων καθώς και υπηρεσίες προστασίας του καταναλωτή. Από τους νέους φορείς, σημαντικό είναι το Financial Stability Overnight Council, που έχει ως σκοπό την αναγνώριση απειλών για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, κυρίως την παρακολούθηση του συστημικού κινδύνου, τόσο από χρηματοπιστωτικούς όσο και από μη χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Συγχρόνως, το Office of Financial Research στο υπουργείο οικονομικών παρέχει διοικητική, τεχνική και ερευνητική υποστήριξη. Στους νέους οργανισμούς περιλαμβάνεται επίσης η Αρχή Ελεγχόμενης Χρεοκοπίας , που θα εποπτεύει τις διαδικασίες ρευστοποίησης X.I. τα οποία σήμερα δεν

καλύπτονται από τις υπάρχουσες αρχές και οργανισμούς, όπως ασφαλιστικές εταιρείες και μη τραπεζικά ΧΙ. Ιδρύεται, επίσης, το Federal Insurance Office στο υπουργείο Οικονομικών, για την εποπτεία του ασφαλιστικού κλάδου, καθώς και Υπηρεσία Προστασίας Καταναλωτών στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα.

Ο νόμος Dodd-Frank περιέχει σημαντικές προβλέψεις για τη διεύρυνση των μηχανισμών εποπτείας. Πρώτη φορά εισάγονται κανόνες λειτουργίας και ελέγχου των hedge funds και άλλων παρόμοιων επενδυτικών οχημάτων. Εισάγει τον αποκαλούμενο κανόνα Volcker που, τηρουμένων των αναλογιών και λαμβάνοντας υπόψη ότι μιλάμε για διαφορετικές εποχές με δραματικά διαφορετικό τρόπο λειτουργίας των ΧΙ, προσομοιάζει στην παλιά νομοθεσία για το διαχωρισμό επενδυτικών και εμπορικών τραπεζών. Ο κανόνας Volcker σκοπεύει στον περιορισμό συγκέντρωσης κινδύνων στο χαρτοφυλάκιο των ΧΙ, περιορίζοντας το ύψος των επενδύσεων των ΧΙ hedge funds και private equity funds στο 3% του Tier I κεφαλαίου του ΧΙ. Ο νόμος ενισχύει το κανονιστικό πλαίσιο και τον έλεγχο των εξωχρηματοστηριακών αγορών παραγώγων, συμπεριλαμβανομένων των Credit Default Swaps, και προωθεί την αλλαγή των αγορών αυτών σε οργανωμένες χρηματοστηριακές αγορές. Περιλαμβάνει, επίσης, αυστηρότερους κανόνες λειτουργίας των αξιολογικών οίκων και νέο πλαίσιο εποπτείας και ελέγχου τους. Η US Securities and Exchange Commission θα ιδρύσει υπηρεσία για την εποπτεία των NRSROs, το office of credit ratings.

5.2 Η παγκόσμια οικονομία στο μέλλον

Πέραν των επερχόμενων μεταβολών στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα, σημαντικές ανακατατάξεις γίνονται και στις οικονομίες των χωρών του πλανήτη. Τα τελευταία χρόνια, γίνεται ολοένα πιο ξεκάθαρη η σχετική αύξηση της οικονομικής δύναμης των αναπτυσσόμενων χωρών.

Η διεθνής κρίση έχει οδηγήσει σε υπερχρέωση των κρατών στη Δύση, σε αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου και των πραγματικών επιτοκίων, σε μεγάλη νευρικότητα στις αγορές και σε πολλά ερωτηματικά για την πορεία των αναπτυσσόμενων οικονομιών. Η κρίση οδηγεί σε μια ακόμη πιο γρήγορη μετατόπιση της οικονομικής δύναμης προς την Ασία και τη Λατινική Αμερική, καθώς καθηλώνει τις χώρες της δύσης σε μια περίοδο εύθραυστης ανάπτυξης. Ακόμη και αν υποθέσουμε ότι ο χρηματοοικονομικός τομέας θα μπορέσει να εξυγιανθεί και

σταδιακά σταθεροποιηθεί, τα βάρη της μόχλευσης επιβραδύνουν τις αναπτυξιακές προοπτικές, ενώ πολλές παλαιότερες ανισοροπίες εξακολουθούν να υφίστανται.

Σήμερα, οι εκτιμήσεις συγκλίνουν ότι εισερχόμαστε σε μια περίοδο χαμηλότερης παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης από ότι την περίοδο που μας οδήγησε στην κρίση. Άλλωστε, η εμπειρία από παρελθούσες χρηματοοικονομικές κρίσεις δείχνει ότι αυτές ακολουθούνται από μειωμένους ρυθμούς ανάπτυξης. Πέρα από τις όποιες τριβές στο παγκόσμιο οικονομικό και χρηματοοικονομικό σύστημα, υπάρχουν σημαντικοί παράγοντες που αναμένεται να οδηγήσουν σε πτώση του

ρυθμού ανάπτυξης. Τρεις τέτοιοι παράγοντες είναι: η αναμενόμενη άνοδος των πραγματικών επιτοκίων, η περιοριστική δημοσιονομική πολιτική και η αποκατάσταση των παγκόσμιων ανισοροπιών.

Ο πρώτος παράγοντας, το κόστος χρήματος, αναμένεται να αυξηθεί ως συνέπεια ενός αριθμού αιτιών:

1. Τα απαιτούμενα ασφάλιστρα κινδύνου θα παραμείνουν αυξημένα σε σχέση με τα -όπως αποδείχτηκαν- μη κανονικά επίπεδα προ της κρίσης.
2. Θα αυξηθεί το κόστος διαμεσολάβησης λόγω υψηλής ζήτησης από τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα για νέα κεφάλαια, ώστε να αντισταθμίσουν τις απώλειες τους, αλλά και εξαιτίας των απαιτήσεων της αναμενόμενης αυστηρότερης νομοθεσίας για υψηλότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας.
3. Η αύξηση του δημόσιου χρέους διεθνώς που ήταν απαραίτητη για την οικονομική σταθεροποίηση και την αποφυγή ολικής κατάρρευσης έχει ως συνέπεια την αύξηση του ανταγωνισμού με τον ιδιωτικό τομέα για προσέλκυση πόρων (crowding out effect).
4. Η επεκτατική νομισματική πολιτική που ακολουθούν οι κεντρικές τράπεζες κάποια στιγμή θα σταματήσει και θα αντιστραφεί, όταν γίνει σαφές ότι οι μεγάλες οικονομίες έχουν ξεκάθαρα βγει από τη στασιμότητα.
5. Η στροφή πολλών αναδυόμενων χωρών στα έργα υποδομής και άλλες επενδύσεις συνεπάγεται αύξηση της ζήτησης για μακροπρόθεσμα κεφάλαια, γεγονός που πιέζει τα πραγματικά επιτόκια προς τα πάνω.

Τον κώδωνα του κινδύνου για την επερχόμενη αύξηση των επιτοκίων έγκρουσε η άνοδος των μακροπρόθεσμων επιτοκίων από τις αρχές Οκτωβρίου του

2010. Στις 7/10/2010 τα δεκαετή ομόλογα στις ΗΠΑ είχαν απόδοση 2,40%, στη Γερμανία 2,22% και στην Ιαπωνία 0,85%. Τα ίδια ομόλογα στις 15/12/20 10 είχαν φτάσει στο 3,53% στις ΗΠΑ (αύξηση 113 μονάδων βάσης), 3,03% στη Γερμανία (αύξηση 81 μονάδων βάσης) και 1,26% στην Ιαπωνία (αύξηση 41 μονάδων βάσης). Το απόλυτο μέγεθος των μεταβολών μπορεί να φαίνεται μικρό, αλλά οι μεταβολές είναι τεράστιες σε σχέση με το μέγεθος του αρχικού επιτοκίου. Μάλιστα, στις ΗΠΑ η αγορά πανικοβλήθηκε από την ξαφνική άνοδο στις αρχές Δεκεμβρίου, με τις αρνητικές εκτιμήσεις των αναλυτών να επικεντρώνονται σε πλειάδα παραγόντων.

Ο δεύτερος αρνητικός παράγοντας είναι οι προοπτικές για τη δημοσιονομική πολιτική. Η μελλοντική οικονομική ανάπτυξη δεν θα μπορεί να στηριχθεί, στο βαθμό που συμβαίνει σήμερα, στη δημοσιονομική επέκταση. Στη διάρκεια της κρίσης, οι κυβερνήσεις άσκησαν επεκτατική δημοσιονομική πολιτική αυξάνοντας σημαντικά τα δημοσιονομικά ελλείμματα και το δημόσιο χρέος, σε μια προσπάθεια να διοχετεύσουν κεφάλαια στην οικονομία και να αποφύγουν μια ύφεση διαρκείας. Όμως δεν μπορούν να συνεχίσουν για πολύ ακόμα αυτή την πολιτική, είτε λόγω περιορισμών που στην Ευρώπη πηγάζουν από ένα ενισχυμένο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης είτε και λόγω της πειθαρχίας που επιβάλλουν οι αγορές, καθώς το κόστος χρηματοδότησης των ελλειμμάτων αυξάνεται. Τα επόμενα χρόνια στόχος θα είναι η επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων, για να μειωθεί το δημόσιο χρέος.

Ο τρίτος αρνητικός παράγοντας σχετίζεται με την επάνοδο σε βελτιωμένη διεθνή μακροοικονομική ισορροπία. Το μοντέλο οικονομικής ανάπτυξης των τελευταίων ετών στηρίχθηκε σε μια σειρά από παράγοντες οι οποίοι σήμερα δεν μπορούν να συνεχίσουν να αποτελούν τις βάσεις στήριξης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας. Κάποιοι από αυτούς ήταν αποτέλεσμα ανισορροπιών οι οποίες δεν είναι πλέον διατηρήσιμες, και αναμένεται να αποκατασταθούν σταδιακά. Το μοντέλο ανάπτυξης πολλών χωρών στηρίχθηκε στην κατανάλωση, κυρίως στις ΗΠΑ και στη Νέα Ευρώπη. Ο αμερικανός καταναλωτής είναι αναγκασμένος να μειώσει τη μόχλευση του και να αυξήσει την αποταμίευση, όπως άλλωστε συμβαίνει και σε πολλές άλλες οικονομίες με υψηλά ποσοστά δανειακής επιβάρυνσης των νοικοκυριών.

Η παγκόσμια οικονομία θα είναι πιο ισορροπημένη, με τις ΗΠΑ να μην έχουν τεράστια ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και την Ασία να μην τα χρηματοδοτεί με τα δικά της τεράστια πλεονάσματα. Η άμβλυνση των ανισορροπιών, όμως, θα

δημιουργήσει πρόβλημα στις χώρες που εξάγουν προς τις ΗΠΑ, διότι αναγκάζονται να μειώσουν την παραγωγή τους, αφού δεν βρίσκουν εύκολη διέξοδο εξαγωγών προς τρίτες χώρες. Αιτία είναι το γεγονός ότι δεν αναπληρώνεται γρήγορα και εύκολα η πτώση στη ζήτηση που αφήνει πίσω του ο αμερικανός καταναλωτής. Ο κινέζος καταναλωτής δεν είναι ακόμη έτοιμος να αναλάβει τέτοιο ρόλο. Η Ινδία παραμένει μια σχετικά κλειστή οικονομία, ενώ στην Ευρώπη η χώρα-άγκυρα με τους υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης, η Γερμανία, δεν φαίνεται να προσπαθεί να τονώσει την εγχώρια κατανάλωση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1 Συμπεράσματα

Συμπερασματικά από την εργασία αυτή, προκύπτει ότι η κρίση είχε ως αφετηρία τον εξω-τραπεζικό χρηματοοικονομικό τομέα της οικονομίας των ΗΠΑ, αλλά διαδόθηκε παγκοσμίως εξαιτίας της υψηλής μόχλευσης, για την οποία έχουμε αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο.

Επιπροσθέτως, τα ελληνικά προβλήματα είναι μακροχρόνια: Έλλειψη ανταγωνιστικότητας, αυξανόμενες δημοσιονομικές πιέσεις που εντείνονται από τη γήρανση του πληθυσμού. Οι ανισορροπίες αυτές θα μπορούσαν να διαιωνίσουν την κρίση εάν δεν ληφθούν δραστικά μέτρα μόνιμου χαρακτήρα

Ακόμα, η διεύρυνση του αβέβαιου κλίματος ελαττώνει την «ορατότητα» των δανειστών να εντοπίσουν τις σωστές επενδυτικές επιλογές, το οποίο έχει ως αποτέλεσμα την μείωση των δανειοδοτούμενων κεφαλαίων, των επενδύσεων αλλά και τη σμίκρυνση οικονομικής δραστηριότητας.

Εκτός από τα παραπάνω, η αστοχία κάποιων τραπεζών ,οφειλόμενη σε προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης, στην αποτελεσματική και αποδοτική διοχέτευση των δανειακών κεφαλαίων από τις πλεονάζουσες στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες αποτελεί την αφετηρία των τραπεζικών πανικών. Οι πλεονάζουσες μονάδες αποσύρουν τις καταθέσεις τους, με αποτέλεσμα τη μείωση των διαθέσιμων δανειακών κεφαλαίων, τη μείωση των επενδύσεων και τη γενικότερη μείωση της οικονομικής δραστηριότητας.

Η πτώση του επιπέδου των τιμών οδηγεί σε μείωση της καθαρής αξίας των επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα την απροθυμία των δανειστών για παροχή κεφαλαίων. Η απροθυμία αυτή είναι ικανή να οδηγήσει ακόμα και στην πτώση της γενικής οικονομικής δραστηριότητας.

Ένα πρόσθετο βάρος στην ισχύουσα κατάσταση είναι το ανεπαρκές κανονιστικό πλαίσιο, που άφησε χωρίς εποπτεία τις αγορές²⁶.

²⁶ Η αποτελεσματική εποπτεία του χρηματοοικονομικού μας συστήματος (κεφαλαιαγορά, τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες) αποτελεί βασική παράμετρο για τη δημιουργία συνθηκών σταθερότητας και ανάπτυξης της οικονομίας, αποτελεσματικότητας των αγορών, αποφυγής δημιουργίας συστημικού κινδύνου και προστασίας των επενδυτών και καταναλωτών.

Την εικόνα της ελληνικής οικονομίας, βλέποντας τη υπό το πρίσμα ενός παγκοσμιοποιημένου οικονομικού συστήματος κατανοούμε ότι οι παραγωγικότεροι κλάδοι της χώρας όπως η ναυτιλία, ο τουρισμός, ο τραπεζικός κλάδος, εμφανίζουν υψηλό βαθμό αλληλουχίας με το εξωτερικό της, συνεπώς και με χώρες που εκτέθηκαν άμεσα στα subprime δάνεια.

Με μια δεύτερη ματιά στην περίπτωση της Ελλάδας, αναφερόμαστε ουσιαστικά σε μια κρίση ζήτησης. Από τα ανωτέρω συνάγεται το συμπέρασμα ότι η ύφεση στην Ελλάδα δεν συνδέεται άμεσα με τις πρωτογενείς αιτίες της κρίσης που εμφανίστηκε σε ΗΠΑ και Ευρώπη, αλλά με τις επιπτώσεις μιας γενικότερης κρίσης στην οικονομία όλου του κόσμου. Επιπτώσεις που βρήκαν γόνιμο έδαφος και στην δυσχερή δημοσιονομική κατάσταση της χώρας μας. Τα τελευταία χρόνια το δημόσιο χρέος της Ελλάδος διευρυνόταν συνεχώς. Ο δανεισμός τα προηγούμενα έτη χρησιμοποιήθηκε για την ανάληψη επενδυτικών έργων στα πλαίσια του εκσυγχρονισμού της χώρας και των υποχρεώσεων της απέναντι στο σχέδιο ανάληψης των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004, αλλά κυρίως και για την κάλυψη των αναγκών του δαπανηρού δημοσίου τομέα της. Ο υψηλός δανεισμός σε συνδυασμό με τα επαναλαμβανόμενα ελλείμματα τόσο στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών όσο και των κρατικών προϋπολογισμών οδήγησαν στη μείωση της φερεγγυότητας του ελληνικού κράτους την περίοδο που διανύουμε, καθώς οι πλεονασματικές μονάδες είναι διατεθειμένες να δανείσουν τα χρήματά τους σε σταθερές οικονομικά χώρες και όχι σε χώρες οικονομικά αδύνατες. Το αποτέλεσμα ήταν η μεγάλη αύξηση του επιτοκίου δανεισμού (άνοιγμα των spreads) της Ελλάδας και την μαράζωση της πιστοληπτικής της ικανότητας. μιας και η ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου από τους δανειστές συνεπάγεται την προσαύξηση της απαιτούμενης ανταμοιβής, δημιουργήθηκαν περαιτέρω δυσκολίες στην εξασφάλιση των αναγκαίων πόρων για την χρηματοδότηση των μέτρων που θα την βοηθούσαν στην εξυγίανση του οικονομικού της τομέα.

6.2 Προτάσεις - λύσεις

Βασικό ρόλο παίζει η ανακατανομή των δαπανών. Η κατανομή των πόρων οφείλει να γίνεται σύμφωνα με ένα δημοσιοποιημένο σχέδιο βασισμένο σε μια ανάλυση κόστους – οφέλους με συγκεκριμένες προτεραιότητες και χωρίς να υποκύπτει στις πέσεις συγκεκριμένων ομάδων και συμφερόντων. Επίσης η μείωση

των δαπανών, δεν θα πρέπει να γίνεται οριζοντίως αλλά κλιμακούμενα ανάλογα με τους τομείς του δημοσίου και την χρηστικότητα τους. Θα ήταν ορθότερο για παράδειγμα, στον τομέα της υγείας να εξεταστούν ενδελεχώς οι περικοπές των δαπανών και να διερευνηθεί τι πραγματικά είναι περιττό πριν κοπούν οριζόντια τα κονδύλια που μπορεί να αφορούν φάρμακα και λοιπά αναλώσιμα τα οποία χρησιμεύουν στην περίθαλψη ασθενών.

Απαιτείται, επίσης, επιτάχυνση των επενδύσεων με την αξιοποίηση των ευρωπαϊκών πόρων και των ΣΔΙΤ (Συμπράξεις Δημόσιου και Ιδιωτικού Τομέα) για τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας, αύξηση του εισοδήματος των πολιτών με υψηλή ροπή προς κατανάλωση (π.χ. χαμηλοσυνταξιούχοι).

Επίσης προτείνεται η επιτάχυνση των διαρθρωτικών αλλαγών σε εταιρείες του δημόσιου, η αντιμετώπιση των ολιγοπωλιακών πρακτικών στο εμπόριο, που δημιουργούν μία τεράστια διαφορά τιμών μεταξύ παραγωγών και καταναλωτών και η αναδιάρθρωση του εκπαιδευτικού συστήματος ώστε να λαμβάνονται υπόψη οι σύγχρονες ανάγκες της οικονομίας και της κοινωνίας.

Αναδιάρθρωση του φορολογικού μηχανισμού, ενίσχυση της διαφάνειας, χρήση νέων τεχνολογιών και καταπολέμηση της διαφθοράς και της φοροδιαφυγής. Δικαιότερη φορολόγηση των πολιτών και ελάφρυνση των οικονομικά αδύναμων..

Είναι αναγκαίο ένα αυστηρότερο πλαίσιο λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών μέσω της δημιουργίας ενός ενιαίου παγκόσμιου εποπτικού φορέα ή τη στενότερη συνεργασία ανάμεσα στις εποπτικές αρχές της ΕΕ, των ΗΠΑ καθώς και άλλων μεγάλων οικονομιών. Οι κανόνες της Βασιλείας III, αν και πραγματοποιούν ένα βήμα προς αυτήν την κατεύθυνση, δεν θεωρούνται αρκετά αυστηροί από χώρες, όπως είναι οι Η.Π.Α. και η Γερμανία.

Είναι σημαντικό για την ΕΕ στο σύνολό της να ασκήσει επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, προωθώντας τα μεγάλα αναπτυξιακά έργα για την απορρόφηση εργατικού δυναμικού και την προώθηση της ανάπτυξης με απώτερο στόχο τη γρήγορη και αποτελεσματική καταπολέμηση της οικονομικής κρίσης.

Καταλήγοντας, αν ο μηχανισμός της αγοράς παρομοιαστεί με έναν νερόμυλο που παράγει ηλεκτρική ενέργεια, τότε το νερό έχει πάψει να τον κινεί και η παραγωγικότητά του τείνει στο μηδέν. Αντίθετα, αν «ρίξουμε» νερό τότε ο μύλος θα κινηθεί και θα αρχίσει να παράγει. Αντίστοιχα, αν ανοίξουν τα δημόσια έργα και ενθαρρυνθεί η επιχειρηματικότητα ποικιλοτρόπως, τότε και σε συνδυασμό με τα

άλλα μέτρα θα δημιουργηθεί η ανάπτυξη και η οικονομική ισορροπία ενεργοποιώντας και τον μηχανισμό της αγοράς.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλία:

Αγγελόπουλος, Π. Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (financial derivatives) , 2005, 2^η έκδοση, Αθήνα. Εκδ: Αθ. Σταμούλη

Αγγελόπουλος, Π. Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα (Αγορές, προϊόντα, Κίνδυνοι) , 2008, 2^η έκδοση , Αθήνα. Εκδ: Αθ. Σταμούλη

Πετμετζάς, Μ., Οι διεθνείς οργανισμοί και η οργάνωση των διεθνών οικονομικών σχέσεων, 2000 Θεσσαλονίκη, Εκδ: Φ. Βερβερίδης- Π. Πολυχρονιάδης

Χαρδούβελης, Γ., Από την διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον. 2011 Αθήνα , Εκδ: Λιβάνη

Διαδίκτυο :

ΟΟΣΑ:

(χ. χρ.) About the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), 13/6/2011

http://www.oecd.org/pages/0,3417,en_36734052_36734103_1_1_1_1_1,00.html,

ΔΝΤ:

(χ. χρ.) About the IMF, 10/6/2011

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/home.aspx>

ΕΕ:

(χ. χρ.)About the European Commission, 10/6/2011

http://ec.europa.eu/financial-crisis/index_en.html,

Το Βήμα:

Περβάνς Μ., (18/11/2008), Η Ευρώπη, τα λάθη της και η οικονομική κρίση, 10/6/2011

<http://www.tovima.gr/default.asp?pid=2&ct=6&artid=23784&dt=18/11/2008#ixzz1F5fm2l2A>

ΕΛΙΑΜΕΠ

Πέτσας Σ., (06/12/2010), Η αναθεώρηση της οικονομικής διακυβέρνησης της ευρωζώνης: Ενδυνάμωση ή αποσύνθεση;, 8/6/2011

<http://blogs.eliamep.gr/author/petsas>

Άρθρα:

Καρούσιας Δ.(2010), (χ. χρ.)Τον άρτον ημών τον επιούσιον, *Η Γνώμη*, 14/6/2011, σελ. 3

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α.



Ανακοίνωση πτώχευσης της Lehman Brothers στη Νέα Υόρκη.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β.

Η παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1930 (αγγλικά: The Great Depression) ήταν μια κατάσταση διεθνούς οικονομικής ύφεσης που διήρκησε από ένα μέχρι δέκα χρόνια σε διάφορες χώρες του κόσμου. Επρόκειτο για τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση της σύγχρονης ιστορίας και χρησιμοποιείται τον 21ο αιώνα ως παράδειγμα για το πόσο οδυνηρή μπορεί να είναι μια οικονομική καταστροφή. Η "Μεγάλη Ύφεση", όπως χαρακτηρίστηκε στις ΗΠΑ, σύμφωνα με τους αναλυτές προκλήθηκε μετά από το χρηματιστηριακό κραχ στις 29 Οκτωβρίου του 1929, γνωστό ως η Μαύρη Τρίτη. Το τέρμα της κρίσης στις ΗΠΑ ταυτίστηκε με το έναυσμα της πολεμικής οικονομίας του 2ου παγκοσμίου πολέμου, γύρω στο 1939.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ.



Ουρά χιλιομέτρων έξω από τη Northern Rock από πελάτες που ανησυχούν για τους λογαριασμούς τους.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Δ.

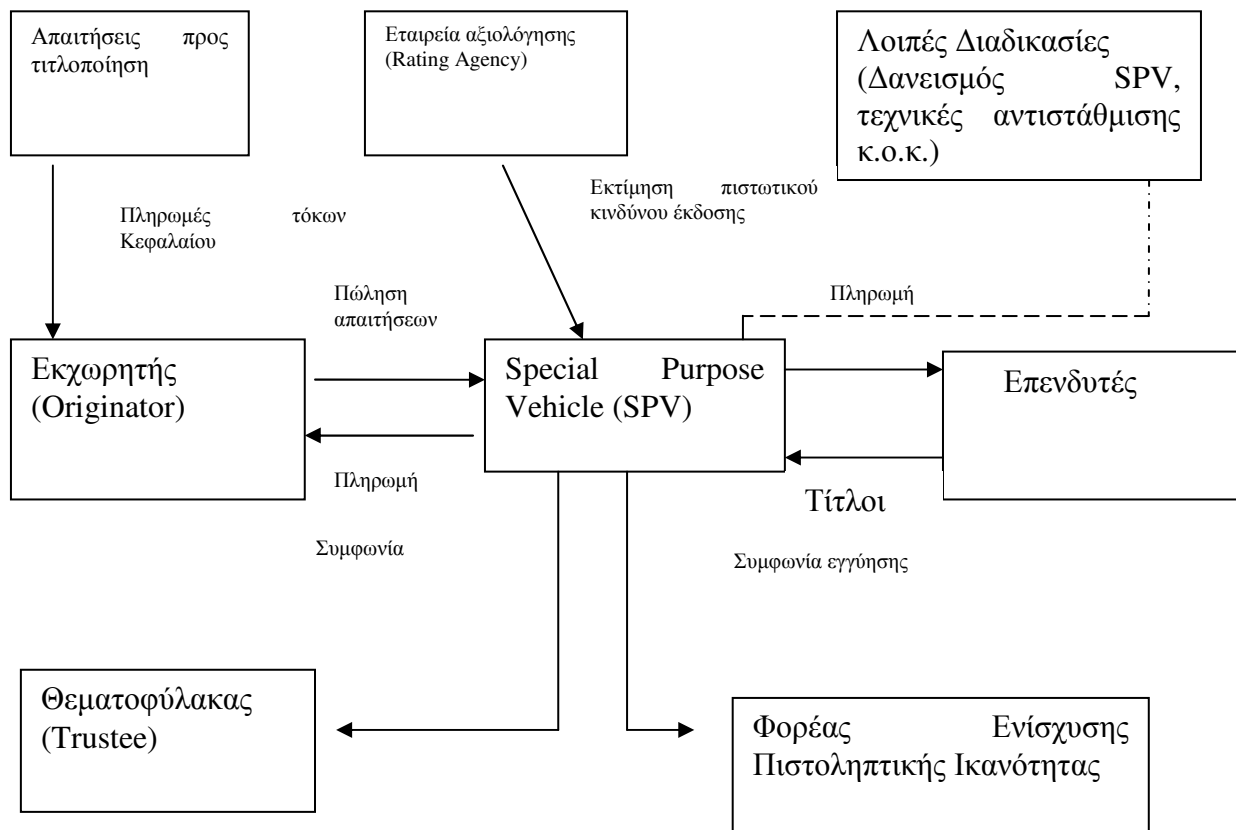


Η Αμερικανική Κεντρική Τράπεζα (Federal Reserve-Fed) που εδρεύει στην Ουάσιγκτον. Εξετάζει τη μείωση των επιτοκίων της εν όψει της κρίσης.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ε.

Διάγραμμα 1

Τα βασικά στάδια της Τιτλοποίησης:



ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΥΜΗΣΕΩΝ

ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
ΔΑΕΕΚ	Διαδικασία Αξιολόγησης Επάρκειας Εσωτερικού Κεφαλαίου
ΔΕΚΟ	Δημόσιες Επιχειρήσεις Κοινής Οφέλειας
ΔΕΛ	Διαδικασίας Εποπτικής Αξιολόγησης
ΔΝΣ	Διεθνές Νομισματικό Σύστημα
ΔΝΤ	Διεθνές Νομισματικό Ταμείο
ΕΓΕΔ	Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΖΕΣ	Ευρωπαϊκή Ζώνη Ελεύθερων Συναλλαγών
ΕΚ	Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο/ Ευρωπαϊκή Κοινότητα
ΕΚΑΧ	Ευρωπαϊκή Κοινότητα Άνθρακα και Χάλυβα
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ΕΝΙ	Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος
ΕΟΚ	Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα
ΕΟΟΣ	Ευρωπαϊκός Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας
ΕΣΚΤ	Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών
Η.Π.Α	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
κ.ο.κ.	και ούτω κάθε εξής
κλπ	και τα λοιπά
μβ	μονάδες βάσης
ν.	νόμος
Ν.	νόμος
ΟΝΕ	Οργανισμός Νομισματικής Ένωσης
ΟΟΣΑ	Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
ΠΔ/ ΤΕ	Πράξη Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος
ΠΟΕ	Παγκόσμιος Οργανισμός Εμπορίου
πχ	παραδείγματος χάρη
ΦΕΚ	Φύλλο Εφημερίδας της Κυβερνήσεως
ΧΙ	χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων