



ΤΕΙ ΠΑΤΡΩΝ  
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**  
**ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ**  
**ΣΥΣΤΗΜΑ**  
**ΚΑΙ ΟΙ ΚΟΙΝΟΤΙΚΕΣ - ΔΙΕΘΝΕΙΣ**  
**ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ**

**ΟΝΟΜΑΤΑ ΣΠΟΥΔΑΣΤΩΝ**

**ΔΡΑΓΚΟΛΑΣ ΘΩΜΑΣ**

**ΓΙΑΝΝΑΚΟΠΟΥΛΟΥ ΟΛΥΜΠΙΑ - ΕΛΕΥΘΕΡΙΑ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟΣ**

**ΜΠΑΠΟΥΖΑ ΓΕΩΡΓΙΑ**

**ΠΑΤΡΑ 2010**

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας πτυχιακής εργασίας είναι η μελέτη του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος σε σχέση με τις κοινοτικές και διεθνείς εξελίξεις. Θα γίνει αναφορά στα μακροοικονομικά γεγονότα της Ελλάδος αλλά και της παγκόσμιας οικονομίας από το έτος 1999 έως σήμερα, στις χρηματιστηριακές αγορές όπως και στις αγορές χρήματος. Η εργασία χωρίζεται σε δύο μέρη, το θεωρητικό και το πρακτικό μέρος.

*Στο πρώτο μέρος (θεωρητικό μέρος) αναφέρονται τα εξής κεφάλαια:*

Στο πρώτο κεφάλαιο, θα αναφέρουμε το θεσμικό πλαίσιο που επικρατεί στις αγορές, τα εποπτικά όργανά του και τις αλλαγές που συνέβησαν στο θεσμικό πλαίσιο ως αποτέλεσμα της κρίσης.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, θα γίνει μια αναφορά στα μακροοικονομικά γεγονότα της Ελλάδος αλλά και των διεθνών οικονομιών από το έτος 1999 έως το έτος 2006. Στο κεφάλαιο αυτό δίνεται ιδιαίτερη βάση στα οικονομικά γεγονότα που συνέβησαν στην ελληνική αγορά και στις κυριότερες οικονομίες, αλλά και στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά τα χρόνια αυτά.

Στο τρίτο κεφάλαιο, θα μελετήσουμε την παγκόσμια οικονομία τα έτη 2007 έως το 2009, δηλαδή κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης. Θα δοθούν τα αίτια της οικονομικής κρίσης, η εξέλιξη τους στις οικονομίες και τα αποτελέσματα που είχε στις αγορές διεθνώς αλλά και στην Ελλάδα. Θα γίνει επίσης αναφορά στις χρηματιστηριακές εξελίξεις.

*Στο δεύτερο μέρος (πρακτικό μέρος) αναφέρονται τα εξής κεφάλαια:*

Στο τέταρτο κεφάλαιο, θα μελετήσουμε τις χρηματιστηριακές εξελίξεις του 1999 στην Ελλάδα και θα συγκρίνουμε το ελληνικό χρηματιστήριο σε σχέση με τα ξένα χρηματιστήρια κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, θα μελετήσουμε τις αγορές χρήματος δηλαδή τα διατραπεζικά επιτόκια και την αγορά των ελληνικών σε σχέση με τα ξένα ομόλογα και τις τελευταίες εξελίξεις που συνέβησαν στα τέλη του 2009.

Στο έκτο κεφάλαιο, θα μελετήσουμε τις τράπεζες, την πορεία τους εν μέσω της χρηματοπιστωτικής κρίσης και το πώς ανταποκρίθηκαν οι ελληνικές αλλά και οι ξένες τράπεζες στην κρίση, όπως και την πορεία τους στο χρηματιστήριο

Στο έβδομο κεφάλαιο, θα γίνει σύγκριση της ελληνικής οικονομίας με τις κυριότερες οικονομίες του εξωτερικού και θα συγκριθούν τα κυριότερα μακροοικονομικά στοιχεία των χωρών αυτών.

Περίληψη.....	1
<b>Μέρος Πρώτο – Θεωρητικό</b>	
Χρηματοπιστωτικό σύστημα – ορισμός.....	8
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup></b>	
<b>ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΙΚΑ ΟΡΓΑΝΑ</b>	
1.1. Διεθνή εποπτικά όργανα.....	10
1.1.1. Επιτροπή της Βασιλείας.....	10
1.1.2. Ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας.....	12
1.1.3. Κίνδυνος ρευστότητας και ο ρόλος της ΕΚΤ στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση.....	13
1.1.4. Federal Reserve (FED).....	14
1.2. Εποπτικά όργανα στην Ελλάδα.....	15
1.2.1. Οι Αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος.....	15
1.2.2. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.....	20
1.3. Κατευθύνσεις και μέτρα για την ενίσχυση της τραπεζικής εποπτείας σε παγκόσμιο επίπεδο.....	22
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup></b>	
<b>ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ</b>	
2.1 Μακροοικονομικά Γεγονότα 1999-2006.....	26
1.1.1. Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδα 1999.....	26
1.1.2. Διεθνείς Εξελίξεις 1999.....	29
2.2. Οικονομικά Γεγονότα 2000.....	30
2.2.1. Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδα 2000.....	30
2.2.2. Διεθνείς Εξελίξεις 2000.....	32
2.3. Οικονομικά Γεγονότα 2001.....	33
2.3.1. Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδα 2001.....	33
2.3.2. Διεθνείς Εξελίξεις 2001.....	34
2.4. Οικονομικά Γεγονότα 2002.....	36
2.4.1. Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδα 2002.....	36
2.4.2. Διεθνείς Εξελίξεις 2002.....	37
2.5. Οικονομικά Γεγονότα 2003.....	38
2.5.1. Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδα 2003.....	38

2.5.2. Διεθνείς Εξελίξεις 2003.....	39
2.6. Οικονομικά γεγονότα 2004.....	41
2.6.1. Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδας 2004.....	41
2.6.2. Διεθνείς Εξελίξεις 2004.....	42
2.7. Οικονομικά γεγονότα 2005.....	46
2.7.1 Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδας 2005.....	46
2.7.2. Διεθνείς Εξελίξεις 2005.....	48
2.8. Οικονομικά γεγονότα 2006.....	49
2.8.1. Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδας 2006.....	49
2.8.2. Διεθνείς Εξελίξεις 2006.....	50
2.9. Σύνοψη Μακροοικονομικών γεγονότων 1999-2006.....	53

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>**

### **ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ 2007-2009**

3.1. Τα αίτια της οικονομικής κρίσης.....	56
3.2. Οικονομικά γεγονότα εν μέσω χρηματοπιστωτικής κρίσης.....	62
3.3. Επισκόπηση οικονομικών εξελίξεων 2008.....	73
3.3.1. Επισκόπηση διεθνών οικονομικών εξελίξεων κατά το έτος 2008.....	73
3.3.2. Οικονομικά γεγονότα Ελλάδας κατά το έτος 2008.....	74
3.4. Ανασκόπηση Χρηματιστηριακών Εξελίξεων 2008.....	75
3.4.1. Διεθνή Χρηματιστήρια.....	75
3.4.2. Ελληνικό χρηματιστήριο 2008.....	76
3.5. Ανασκόπηση 2009.....	78
3.5.1. Ανασκόπηση διεθνών οικονομικών γεγονότων κατά το έτος 2009.....	78
3.5.2. Ανασκόπηση οικονομικών γεγονότων Ελλάδας 2009.....	81
3.5.3. Χρηματιστηριακές εξελίξεις 2009.....	83
3.5.3.1. Διεθνή χρηματιστήρια.....	83
3.5.3.2. Ελληνικό Χρηματιστήριο 2009.....	84

## **ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ – ΠΡΑΚΤΙΚΟ**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>**

#### **ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ**

4.1. Το Ελληνικό χρηματιστήριο εν μέσω χρηματοοικονομικής κρίσης.....	86
4.1.1. Συσχέτιση και μεταβλητότητα Ελληνικού χρηματιστηρίου με ξένα χρηματιστήρια.....	91
4.1.2. Μεταβολή χρηματιστηρίων και αποδόσεις.....	94

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>**

#### **ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ**

5.1. Διατραπεζικά Επιτόκια.....	98
5.2. Ομόλογα του ελληνικού δημοσίου.....	101
5.2.1. Ομόλογα του Ελληνικού δημοσίου εν μέσω χρηματοπιστωτικής κρίσης .....	101
5.2.2. Πρόσφατες εξελίξεις.....	105
5.3 Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου.....	108

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>**

#### **ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ**

6.1. Τραπεζικός κλάδος κατά την διάρκεια της κρίσης.....	110
6.2. Πορεία ελληνικών και ξένων τραπεζών.....	113
6.2.1. Αποτελέσματα 2008.....	113
6.2.2. Αποτελέσματα 9μήνου.....	114
6.3. Πορεία τραπεζών στο χρηματιστήριο.....	118

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7<sup>ο</sup>**

#### **ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ**

7.1. Μακροοικονομικά αποτελέσματα .....	123
7.1.1. Ρυθμοί ανάπτυξης Παγκοσμίως.....	124
7.1.2. Ελλείμματα.....	127
7.1.3. Δημόσιο Χρέος.....	129

7.1.3.1 Λόγοι αύξησης δημοσίου χρέους.....	131
7.1.3.2. Επιπτώσεις αύξησης δημοσίου χρέους στην Ελλάδα.....	131
7.2. Πορεία ελληνικής οικονομίας και ιρλανδικής.....	132
Συμπέρασμα.....	136
Βιβλιογραφία.....	140

**Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα  
και οι κοινοτικές - διεθνείς εξελίξεις**

**ΜΕΡΟΣ 1<sup>ο</sup> Θεωρητικό Μέρος**



## Χρηματοπιστωτικό σύστημα – ορισμός

Στις οικονομίες της αγοράς, το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι ένα από τα συστήματα που έχουν διαμορφωθεί για την παροχή υπηρεσιών, στο πλαίσιο του οποίου επιτελούνται, μέσα από ένα σύνθετο πλέγμα αγορών, φορέων παροχής υπηρεσιών και υποδομών, δύο λειτουργίες:

(α) Η πρώτη λειτουργία είναι η διοχέτευση χρηματικών πόρων από τους θετικούς αποταμιευτές της οικονομίας (νοικοκυριά, επιχειρήσεις, δημόσιο) προς τους αρνητικούς αποταμιευτές (επιχειρήσεις που αναζητούν δανειακά κεφάλαια, τράπεζες, κτλ.).

(β) Η δεύτερη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος συνίσταται στην πραγματοποίηση από φυσικά ή νομικά πρόσωπα (μεταξύ των οποίων και από τους θετικούς και αρνητικούς αποταμιευτές) πληρωμών χωρίς τη χρήση μετρητών, δηλαδή κερμάτων και τραπεζογραμματίων.

Ο ρόλος του τραπεζικού συστήματος αποτελεί γενικά παραδεκτή αρχή, ότι η ασκούμενη, μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος, πολιτική και ο βαθμός ανάπτυξης του ίδιου του πιστωτικού συστήματος, επηρεάζουν καθοριστικά την κατανομή και το κόστος των πιστώσεων και κεφαλαίων ανάμεσα στους διάφορους τομείς της οικονομίας (μεταποίηση - υπηρεσίες, ιδιώτες - δημόσιο - κοινωνικός τομέας, κέντρο - περιφέρεια). Γι αυτό και το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί βασικό εργαλείο για την άσκηση της συνολικής οικονομικής πολιτικής από την εκάστοτε κυβέρνηση. Στα πλαίσια του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι τράπεζες βρίσκονται στο κέντρο του συστήματος αφού ως γνωστό έχουν την ικανότητα να μεταβάλλουν την προσφορά χρήματος μιας χώρας, να επιδρούν στην αγοραστική δύναμη, να ενοποιούν την οικονομική διαδικασία της παραγωγής, της διανομής και της κατανάλωσης.

Οι εξελίξεις στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα την τελευταία 10ετία και στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας, σημειώθηκαν σημαντικές αλλαγές στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων, με σημαντικότερες την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και την ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Ιδιαίτερα στον χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν μια σειρά από προκλήσεις και αλλαγές με τα νέα δεδομένα της

Ο.Ν.Ε. και του ΕΥΡΩ, αλλαγές που έχουν ιδιαίτερα μεγάλο κόστος και δημιουργούν ιδιαίτερα έντονες ανταγωνιστικές συνθήκες.

Στο χρηματοπιστωτικό σύστημα εκτός από τις τράπεζες περιλαμβάνονται και οι αγορές κεφαλαίου, οι χρηματαγορές, το χρηματιστήριο και βασικό για όλα αυτά είναι και η μακροοικονομική κατάσταση της χώρας.

Κανένα από τα μέρη του χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν μπορεί να κινηθεί αυτόνομα, όλα τα μέρη είναι συνδεδεμένα μεταξύ τους και οι επιπτώσεις στο ένα μέρος έχουν επίπτωση και στο άλλο.

Ιδιαίτερα αυτή την περίοδο με την οικονομική κρίση, τα προβλήματα τα οποία δημιουργήθηκαν στην αρχή από τις τιμές των ακινήτων, πέρασαν στις τράπεζες και στη συνέχεια στην πραγματική οικονομία δημιουργώντας υψηλά ελλείμματα, μειώσεις τιμών στα χρηματιστήρια και πολλές αλλαγές στις αγορές χρήματος.

Εκτός από τις αλλαγές στην οικονομική κατάσταση των κρατών και των επιχειρήσεων, τις μεταβολές στα χρηματιστήρια και στις τράπεζες, μεγάλες μεταβολές σημειώθηκαν και στο θεσμικό πλαίσιο όλων των κρατών έτσι ώστε τα προβλήματα που έχουν δημιουργηθεί έως τώρα να μειωθούν και μελλοντικά να μη ξανασυμβούν. Θα ξεκινήσουμε την εργασία μας, αναφέροντας τα πιο σημαντικά όργανα εποπτείας στην Ελλάδα αλλά και στο εξωτερικό και τις αλλαγές που σημειώθηκαν στο θεσμικό πλαίσιο αυτή την διετία.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

### ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΙΚΑ ΟΡΓΑΝΑ

#### 1.1. Διεθνή εποπτικά όργανα

##### 1.1.1. Επιτροπή της Βασιλείας

Με την ύπαρξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος πρέπει να υπάρχει και ένα αντίστοιχο θεσμικό πλαίσιο που να καλύπτει τις δραστηριότητες των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και να εποπτεύει τις δραστηριότητές του.

<sup>(1)</sup>Το πιο ισχυρό εποπτευών όργανο είναι η επιτροπή της Βασιλείας, που συστάθηκε το 1974 από τους διοικητές των Κεντρικών Τραπεζών των κρατών - μελών της "Ομάδας των 10" (G-10) και συνεδριάζει τακτικά τέσσερις φορές το χρόνο. Μέλη της είναι οι Κεντρικές Τράπεζες και άλλες εποπτικές αρχές από χώρες – μέλη της Ομάδας των 10, την Ελβετία και το Λουξεμβούργο.

Η επιτροπή της Βασιλείας δεν είναι διεθνής διακυβερνητικός οργανισμός, αλλά μια de facto οργάνωση, χωρίς νομική προσωπικότητα, που λειτουργεί στο πλαίσιο της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών.

<sup>(2)</sup>Το 1988 η Επιτροπή της Βασιλείας πρότεινε ένα σύστημα κεφαλαιακής μέτρησης, το οποίο έγινε γνωστό ως Σύμφωνο της Βασιλείας ή Βασιλεία I. Είχε κανόνες σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων και αποσκοπούσε στην εξασφάλιση της σταθερότητας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος και στη δημιουργία συνθηκών ίσου ανταγωνισμού, όπως και στον έλεγχο των αναλαμβανόμενων από τα πιστωτικά ιδρύματα κινδύνων. Το πιο σημαντικό πάντως από το Σύμφωνο αυτό, ήταν ότι έθετε ένα ελάχιστο όριο απαιτούμενων εποπτικών κεφαλαίων ίσο με 8% του σταθμισμένου ενεργητικού. Η εισαγωγή της Βασιλείας I επηρέασε άμεσα τη συμπεριφορά των πιστωτικών ιδρυμάτων, οδηγώντας τα ιδρύματα να αναζητούν περιουσιακά στοιχεία χαμηλότερου κινδύνου.

Το 2001 η Βασιλεία I είχε καταστεί πλέον ανεπαρκής και το νέο σχέδιο που δημιουργήθηκε αναθεώρησε το εποπτικό πλαίσιο της κεφαλαιακής επάρκειας και ονομάστηκε Βασιλεία II. Στόχος αυτών ήταν η προσέγγιση και αντιμετώπιση των

---

(1)Πηγή: Ινστιτούτο Εργασίας

(2)Πηγή: [http://en.wikipedia.org/wiki/Basel\\_II\\_Accord](http://en.wikipedia.org/wiki/Basel_II_Accord)

αναλαμβανόμενων κινδύνων, η καλύτερη εναρμόνιση των κεφαλαιακών απαιτήσεων με τους τραπεζικούς κινδύνους και η εξάλειψη των κινήτρων αποφυγής κεφαλαιακών απαιτήσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα.

<sup>(3)</sup>Οι προτάσεις της Επιτροπής της Βασιλείας βασίζονται σε τρεις πυλώνες:

Πυλώνας I: επιβολή ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων για την κάλυψη των αναλαμβανόμενων κινδύνων και εισαγωγή μέτρησης του λειτουργικού κινδύνου.

Πυλώνας II: εποπτικές διαδικασίες ανασκόπησης και αξιολόγησης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Πυλώνας III: πειθαρχία της αγοράς μέσω της δημοσιοποίησης στοιχείων σχετικά με τη διάρθρωση των αναλαμβανόμενων κινδύνων και της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Στο νέο πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας προβλέπονται εναλλακτικές μέθοδοι υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων πιο ευαίσθητες ως προς τον κίνδυνο, επιτυγχάνοντας σύγκλιση μεταξύ του εποπτικού και του οικονομικού κεφαλαίου.

Η Επιτροπή της Βασιλείας<sup>(4)</sup> προτείνει ουσιαστικά δύο εναλλακτικές μεθόδους υπολογισμού των εποπτικών κεφαλαίων για τον υπολογισμό κεφαλαιακών απαιτήσεων:

- την τυποποιημένη προσέγγιση (standardized approach) και
- την προσέγγιση της εσωτερικής διαβάθμισης (internal ratings based (IRB) approach).

Η τελευταία παρέχει στις τράπεζες δύο εναλλακτικούς τρόπους υπολογισμού, ανάλογα με το βαθμό εξέλιξης των εσωτερικών τους συστημάτων διαβάθμισης κινδύνου:

- τη θεμελιώδη μέθοδο (foundation approach)
- την προηγμένη μέθοδο (advanced approach)

---

(3)Πηγή: «Οι συνέπειες της Βασιλείας II για δανειολήπτες και δανειζόμενους». Άρθρο του Οργανωτικού Γραμματέα της ΟΤΟΕ, κου Ζώη Πεπέ, δημοσιευμένο στην [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

(4)Πηγή: [www.ine.otoe.gr/UplPages/documentation/baselII.asp](http://www.ine.otoe.gr/UplPages/documentation/baselII.asp)

### 1.1.2. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Η κεντρική τράπεζα διαδραματίζει σπουδαιότατο ρόλο στο να διευκολύνει την κάλυψη του ελλείμματος ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος,<sup>(5)</sup> καθώς αποτελεί τον τρίτο δίαυλο (μετά τη ρευστότητα αναχρηματοδότησης και τη ρευστότητα αγοράς) παροχής ρευστότητας. Είναι ιδιαίτερα σημαντικό και οι τρεις δίαυλοι να λειτουργούν σωστά, καθώς μόνο έτσι η παροχή ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς θα μπορέσει να αναδιανεμηθεί μέσω των διαφόρων αγορών (π.χ. της διατραπεζικής, της αγοράς χρεογράφων) στους παράγοντες του συστήματος ανάλογα με τις ανάγκες του καθενός σε ρευστότητα. Σε περίπτωση που παρατηρείται διατάραξη της ομαλής λειτουργίας ή και της διασύνδεσης των διαύλων ρευστότητας, η κεντρική τράπεζα παρεμβαίνει για την ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας με σκοπό την αποτροπή πανικού απόσυρσης καταθέσεων (bank run) και κατάρρευσης του συστήματος, αλλά και την ελαχιστοποίηση του κόστους από πτωχεύσεις και αναγκαστικές ρευστοποιήσεις πιστωτικών ιδρυμάτων. Η κύρια παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας γίνεται μέσω της παροχής ρευστότητας προς το χρηματοπιστωτικό σύστημα με σκοπό την ομαλοποίηση και σταθεροποίηση των αγορών, ώστε να αποφευχθούν συστημικές επιδράσεις που μπορεί να καταλήξουν σε αποσταθεροποίηση του συστήματος.

Η παροχή ρευστότητας επιδιώκει να σπάσει το συνδετικό κρίκο και να διακόψει την ανατροφοδότηση μεταξύ του κινδύνου αναχρηματοδότησης και του κινδύνου ρευστότητας αγοράς και με αυτό τον τρόπο να εξαλείψει την καθοδική ελικοειδή κίνηση της ρευστότητας. Στόχος είναι η κάλυψη των αναγκών σε ρευστότητα, ώστε να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων για την πιστοληπτική τους ικανότητα και να εκλείψει έτσι η ανάγκη για άντληση ρευστότητας μέσω ρευστοποίησης χρεογράφων και άλλων επενδυτικών προϊόντων τους με τα επακόλουθα που αναλύθηκαν στην προηγούμενη παράγραφο.

Το μέγεθος των παρεμβάσεων της κεντρικής τράπεζας εξαρτάται από την ένταση των αποσταθεροποιητικών επιδράσεων. Όσο πιο έντονες είναι οι αποσταθεροποιητικές επιδράσεις, τόσο μεγαλύτερες ποσότητες χρήματος πρέπει

(5) Το έλλειμμα ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα δημιουργείται από τις ανάγκες των τραπεζών σε τραπεζογραμμάτια και από τις υποχρεωτικές καταθέσεις που πρέπει να διατηρούν στην κεντρική τράπεζα.

να διοχετευθούν στο σύστημα, με αποτέλεσμα τη σημαντική αύξηση του βαθμού εξάρτησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από την κεντρική τράπεζα για την άντληση ρευστότητας.

### **1.1.3. ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΚΤ ΣΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ**

Ο κίνδυνος αναχρηματοδότησης και ο κίνδυνος ρευστότητας αγοράς βρέθηκαν στο επίκεντρο της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης και συνετέλεσαν στη διαμόρφωση μιας πρωτόγνωρης κατάστασης. Κύριο χαρακτηριστικό της κατάστασης αυτής ήταν η ουσιαστική διακοπή της λειτουργίας της διατραπεζικής αγοράς, καθώς και η σημαντική μείωση ρευστότητας σε ορισμένους τομείς των πιστωτικών αγορών (credit markets), εξελίξεις οι οποίες απείλησαν τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο ρόλος της ΕΚΤ για τη στήριξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος ήταν καθοριστικός. Αναλυτικότερα, η ΕΚΤ υιοθέτησε μια σειρά μέτρων, ανάμεσα στα οποία ξεχωρίζουν η παροχή απεριόριστης ρευστότητας προς τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ και η υιοθέτηση ενός προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολογιών. Η άφθονη ρευστότητα που δόθηκε στις τράπεζες ήταν μεν απολύτως αναγκαία για τη σταθεροποίηση του συστήματος, συνεπάγεται όμως αύξηση στον κίνδυνο αναχρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων, στη χρονική περίοδο που η κεντρική τράπεζα θα αποφασίσει την υλοποίηση στρατηγικών εξόδου. Στο πλαίσιο αυτό, η ΕΚΤ θα κληθεί να επιλέξει ένα συγκεκριμένο και αξιόπιστο σχέδιο μείωσης της ρευστότητας, το οποίο θα πρέπει να γνωστοποιηθεί εγκαίρως και να υλοποιηθεί σε χρονική στιγμή που οι συνθήκες στις αγορές το επιτρέπουν, όπως π.χ. όταν οι προοπτικές της οικονομίας βρίσκονται σε σταθερή τροχιά ανάκαμψης και έχουν αρχίσει να εμφανίζονται πληθωριστικές προσδοκίες.<sup>(6)</sup>

---

(6)Πηγή: IMF, Global Financial Stability Report, Οκτώβριος 2009

#### 1.1.4. Federal Reserve (FED) <sup>(7)</sup>

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα (FED) των ΗΠΑ είναι η κεντρική τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών. Ιδρύθηκε από το Κογκρέσο το 1913 για να παρέχει στη χώρα ένα ασφαλέστερο, πιο ευέλικτο και πιο σταθερό νομισματικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα. Με τα χρόνια, ο ρόλος της στον τραπεζικό τομέα και την οικονομία έχει επεκταθεί.

Σήμερα, τα καθήκοντά της Fed χωρίζονται σε τέσσερις γενικούς τομείς:

- την άσκηση της νομισματικής πολιτικής της χώρας επηρεάζοντας τις νομισματικές και πιστωτικές συνθήκες στην οικονομία για την επίτευξη της μέγιστης απασχόλησης, σταθερές τιμές, μέτρια και μακροπρόθεσμα επιτόκια.
- εποπτεία και ρύθμιση των τραπεζικών ιδρυμάτων για την εξασφάλιση της ασφάλειας και της ευρωστίας του τραπεζικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος και να προστατεύσει τα δικαιώματα των καταναλωτών.
- τη διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τον συστημικό κίνδυνο που μπορεί να προκύψει στις χρηματοπιστωτικές αγορές.
- την παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε ιδρύματα κατάθεσης, στην κυβέρνηση των ΗΠΑ, και σε ξένα ιδρύματα, όπως επίσης παίζει σημαντικό ρόλο στη λειτουργία του συστήματος πληρωμών της χώρας.

---

(7)Πηγή: [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

## **1.2. Εποπτικά όργανα στην Ελλάδα**

### **1.2.1. Οι Αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος<sup>(8)</sup>**

Οι αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος διακρίνονται σε αυτές που εντάσσονται στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος και σε άλλες, ως εξής:

#### **Αρμοδιότητες στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος**

- Νομισματική Πολιτική
- Συνάλλαγμα και συναλλαγματικά διαθέσιμα
- Συστήματα πληρωμών και διακανονισμό
- Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα
- Στατιστικά Στοιχεία
- Τραπεζογραμμάτια και κέρματα

#### **Άλλες Αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος**

- Εποπτεία
- Συστήματα πληρωμών και διακανονισμού χρεογράφων
- Συναλλαγματικά διαθέσιμα
- Ταμίας και εντολοδόχος του Δημοσίου
- Στατιστικά Στοιχεία
- Έρευνα και Δημοσιεύσεις

#### **Αρμοδιότητες στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος**

##### **Νομισματική Πολιτική**

Συμμετέχει στη χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ και την εφαρμόζει στην Ελλάδα, σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Η Τράπεζα διενεργεί πράξεις νομισματικής πολιτικής κατά τις οποίες κυρίως παρέχει ρευστότητα στα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα (πράξεις κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης). Επίσης, παρέχει πάγιες διευκολύνσεις οριακής

---

(8)Πηγή: [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)



χρηματοδότησης και αποδοχής καταθέσεων στα πιστωτικά ιδρύματα για τη χορήγηση και απορρόφηση ρευστότητας, αντιστοίχως. Τέλος, διατηρεί τους λογαριασμούς στους οποίους κατατίθενται τα ελάχιστα αποθεματικά από τις τράπεζες που δραστηριοποιούνται στη χώρα.

#### **Συνάλλαγμα και συναλλαγματικά διαθέσιμα**

Η Τράπεζα της Ελλάδος διαχειρίζεται για λογαριασμό της ΕΚΤ μέρος του συναλλαγματικού αποθέματος και χρυσού της τελευταίας, σύμφωνα με τις οδηγίες της ΕΚΤ.

#### **Συστήματα πληρωμών και διακανονισμού**

Η Τράπεζα της Ελλάδος ασκεί την επίβλεψη των συστημάτων και των μέσων πληρωμών, με σκοπό τη διασφάλιση της σταθερότητας, της αξιοπιστίας και της αποδοτικότητάς τους. Για την αποτελεσματικότερη άσκηση των καθηκόντων της σε ότι αφορά τα συστήματα πληρωμών, η Τράπεζα της Ελλάδος παρακολουθεί τις εξελίξεις στο θεσμικό πλαίσιο και τις υποδομές μεταφοράς κεφαλαίων διεθνώς, συγκεντρώνει, επεξεργάζεται και αναλύει στατιστικά στοιχεία για τις πληρωμές, καταρτίζει στατιστικά δελτία, διερευνά τις δυνατότητες βελτίωσης των μεθόδων για την αντιμετώπιση των κινδύνων που συνδέονται με τα συστήματα πληρωμών και τη λειτουργία των υποδομών, και τις αναθεωρεί εάν αυτό κρίνεται σκόπιμο.

Η Τράπεζα της Ελλάδος από τις 19 Μαΐου 2008 συμμετέχει στο *Target2*, το νέο διευρωπαϊκό σύστημα ταχείας μεταφοράς κεφαλαίων και διακανονισμού σε συνεχή χρόνο, που χρησιμοποιείται κυρίως για τις μεταφορές κεφαλαίων μεγάλης αξίας μεταξύ τραπεζών και για τη διεξαγωγή πληρωμών που συνδέονται με την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

#### **Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα**

Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι αρμόδια για την παρακολούθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, η οποία αποβλέπει στον εντοπισμό των παραγόντων που θα μπορούσαν να προκαλέσουν αστάθεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη χώρα και αξιολογεί το βαθμό ανθεκτικότητάς του.

### **Στατιστικά Στοιχεία**

Η συλλογή στατιστικών στοιχείων από νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (NXI), δηλαδή τις τράπεζες, και τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων) αποτελεί επίσης πολύ σημαντικό καθήκον της Τράπεζας. Η Τράπεζα της Ελλάδος συλλέγει στοιχεία για τα τραπεζικά επιτόκια καθώς και στοιχεία που απαρτίζουν τη νομισματική στατιστική (δάνεια, καταθέσεις και λοιπά στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού των NXI.

### **Τραπεζογραμμάτια και κέρματα**

Η Τράπεζα της Ελλάδος εκδίδει τραπεζογραμμάτια ευρώ, τα οποία κυκλοφορούν ως νόμιμο χρήμα, μετά από έγκριση της ΕΚΤ και είναι αρμόδια για την κυκλοφορία και διαχείριση των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ στην Ελλάδα. Φροντίζει για την προμήθεια των αναγκαίων ποσοτήτων ανά αξία είτε από το Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών (ΙΕΤΑ), είτε από διασυνοριακές χρηματοποστολές, καθώς και για την ασφαλή αποθήκευση, διακίνηση και την επανακυκλοφορία ή την καταστροφή τους.

### **Άλλες Αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος<sup>(9)</sup>**

#### **Εποπτεία**

Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι αρμόδια για την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς και ορισμένων κατηγοριών επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας. Η εποπτεία ασκείται με βάση το νέο πλαίσιο της Βασιλείας II, όπως έχει ενσωματωθεί στην ελληνική νομοθεσία, καθώς και με κανόνες που μπορεί να θεσπίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, κυρίως για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας, τον έλεγχο της εν γένει φερεγγυότητας, της ρευστότητας, της κεφαλαιακής επάρκειας και της συγκέντρωσης κινδύνων των εποπτευόμενων ιδρυμάτων, της επάρκειας και αποτελεσματικότητας της εταιρικής διακυβέρνησης και των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου, περιλαμβανομένων των διαδικασιών για την πρόληψη της χρησιμοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για τη νομιμοποίηση εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες και τη χρηματοδότηση της τρομοκρατίας. Η Τράπεζα της Ελλάδος καθορίζει επίσης κανόνες για τη διαφάνεια και σαφήνεια των όρων των συναλλαγών. Η

---

(9)Πηγή: [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

αρμοδιότητα της εποπτείας περιλαμβάνει την παρακολούθηση της εφαρμογής του σχετικού θεσμικού πλαισίου και τη δυνατότητα λήψης διορθωτικών μέτρων και επιβολής διοικητικών κυρώσεων, περιλαμβανομένης της ανάκλησης της άδειας λειτουργίας των εποπτευόμενων ιδρυμάτων.

### **Συστήματα πληρωμών και διακανονισμού χρεογράφων**

Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει:

(α) την ευθύνη για τη διαχείριση και τη λειτουργία του Συστήματος Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή (Αυλοι Τίτλοι).

(β) αναλάβει τον ταμειακό διακανονισμό των συναλλαγών των χρεογράφων του Χρηματιστηρίου Αξιών και του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών με σκοπό τον αξιόπιστο, ασφαλή και οριστικό διακανονισμό των συναλλαγών αυτών.

(γ) την ευθύνη της λειτουργίας της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων (ΗΔΑΤ). Πρόκειται για την οργανωμένη δευτερογενή αγορά για τους τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου. Ιδρύθηκε με στόχο τη δημιουργία μιας συγκροτημένης και αποτελεσματικής αγοράς η οποία είναι σε θέση να διασφαλίσει διαφάνεια στη διαμόρφωση των τιμών και μεγαλύτερη ρευστότητα.

(δ) Η επίβλεψη των συστημάτων πληρωμών ασκείται από την Τράπεζα της Ελλάδος.

### **Συναλλαγματικά διαθέσιμα**

Η Τράπεζα της Ελλάδος κατέχει και διαχειρίζεται τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας στα οποία περιλαμβάνονται τα σε συνάλλαγμα και χρυσό διαθέσιμα της Τράπεζας της Ελλάδος και του Ελληνικού Δημοσίου.

### **Ταμίας και εντολοδόχος του Δημοσίου**

Η Τράπεζα της Ελλάδος διατηρεί τρεχούμενους και προθεσμιακούς λογαριασμούς του Ελληνικού Δημοσίου και Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου (ΝΠΔΔ) σε ευρώ και συνάλλαγμα, αφενός για την ικανοποίηση εγχώριων αναγκών και αφετέρου για την εξυπηρέτηση του εξωτερικού χρέους.

### **Στατιστικά Στοιχεία**

Παράλληλα, η Τράπεζα καταρτίζει και δημοσιεύει τα νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη που αφορούν την ελληνική οικονομία καθώς και τα μέσα

επιτόκια που τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα εφαρμόζουν στις διάφορες κατηγορίες καταθέσεων και χορηγήσεων. Η Τράπεζα της Ελλάδος, εκτός από τη συγκέντρωση των στοιχείων της νομισματικής στατιστικής, καταρτίζει το ισοζύγιο πληρωμών και τους χρηματοπιστωτικούς λογαριασμούς της χώρας και, γενικότερα, συλλέγει και δημοσιεύει στο «Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας» στοιχεία που αφορούν στην ελληνική οικονομία. Επιπλέον, διενεργεί εξειδικευμένες στατιστικές έρευνες για θέματα σχετικά με τις αρμοδιότητές της (π.χ. έρευνες για το βαθμό χρέωσης των ελληνικών νοικοκυριών).

- i. Στοιχεία ενεργητικού και παθητικού των επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας και στοιχεία των αγορών κεφαλαίων.
- ii. Ισοζύγιο πληρωμών και διεθνής επενδυτική θέση της Ελλάδος.
- iii. Χρηματοπιστωτικοί Λογαριασμοί της χώρας, με βάση τη μεθοδολογία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Λογαριασμών 1995.
- iv. Γενικά Στοιχεία για την Ελληνική Οικονομία.

**Έρευνα και Δημοσιεύσεις (δημοσίευση εκθέσεων και διεξαγωγή ερευνητικού έργου)**

Στους σκοπούς της Τράπεζας της Ελλάδος περιλαμβάνεται η παρακολούθηση και ανάλυση της οικονομικής συγκυρίας και της νομισματικής πολιτικής της Ελλάδος.

### 1.2.2. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

<sup>(10)</sup> Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου με ίδιους πόρους, λειτουργεί αποκλειστικά χάριν του δημοσίου συμφέροντος και απολαύει λειτουργικής ανεξαρτησίας και διοικητικής αυτοτέλειας.

Στόχος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποτελεί η διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, ο περιορισμός του συστημικού κινδύνου, και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας.

Στους εποπτευόμενους φορείς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνονται οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες και οι Ανώνυμες Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας και οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης. Οι εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εποπτεύονται επίσης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως προς τη τήρηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας αναφορικά με τα θέματα νομιμότητας των πράξεων που συνδέονται με την προστασία των επενδυτών. Τα μέλη διοικητικών συμβουλίων και τα διευθυντικά στελέχη όλων των προαναφερόμενων φορέων υπόκεινται σε εποπτικές υποχρεώσεις προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στους εποπτευόμενους από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς φορείς περιλαμβάνονται επίσης οι οργανωμένες αγορές και οι φορείς εκκαθάρισης, όπως η Αγορά Αξιών Χ.Α., η Αγορά Παραγώγων Χ.Α., και η ΕΧΑΕ ως φορέας εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί κινητών αξιών και επί παραγώγων αλλά και τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών και διασφάλισης συναλλαγών, όπως το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο και το Επικουρικό Κεφάλαιο.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει την αρμοδιότητα να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις (επίπληξη, χρηματικό πρόστιμο, αναστολή λειτουργίας, αφαίρεση άδειας) σε εποπτευόμενα νομικά και φυσικά πρόσωπα που παραβαίνουν τη νομοθεσία για την κεφαλαιαγορά.

---

(10)Πηγή: [www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr)

Ως εθνική εποπτική αρχή, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνάπτει διμερείς και πολυμερείς συμφωνίες με άλλες εποπτικές αρχές για την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών και τη συνεργασία σε θέματα της αρμοδιότητάς της. Είναι ενεργό μέλος της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών της Κεφαλαιαγοράς (Committee of European Securities Regulators - C.E.S.R.) και του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς - IOSCO).

### **1.3. ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΚΑΙ ΜΕΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ ΣΕ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΕΠΙΠΕΔΟ**

Μετά τη σύνοδο της Ομάδας των 20 μεγαλύτερων οικονομιών (G-20) στις 2 Απριλίου 2009, εντατικοποιήθηκαν οι συντονισμένες δράσεις σε παγκόσμιο επίπεδο με στόχο τον επανασχεδιασμό των μηχανισμών και δικτύων εποπτείας του τραπεζικού συστήματος. Στόχος των δράσεων αυτών είναι η διασφάλιση ότι στο μέλλον δεν θα επαναληφθούν χρηματοπιστωτικές κρίσεις τέτοιας κλίμακας και διάρκειας όπως αυτή που συνεχίζουμε να βιώνουμε. Στην κατεύθυνση αυτή, το εποπτεύον όργανο<sup>(11)</sup> της Επιτροπής της Βασιλείας δημοσιοποίησε στις 6 Σεπτεμβρίου 2009 μια σειρά από συστάσεις, οι οποίες επικεντρώνονται στην ισχυροποίηση της κεφαλαιακής επάρκειας και της ρευστότητας των τραπεζών.<sup>(12)</sup> Ειδικότερα συνιστώνται τα εξής:

- Να βελτιωθεί η ποιότητα, η συνέπεια και η διαφάνεια των βασικών ιδίων κεφαλαίων (Tier I) των τραπεζών, το μεγαλύτερο μέρος των οποίων θα πρέπει να αποτελείται από κοινές μετοχές και παρακρατηθέντα κέρδη. Επίσης, θα πρέπει να υπάρχει πλήρης διαφάνεια όλων των συστατικών της κεφαλαιακής βάσης.
- Το πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων “Βασιλεία II” να ενισχυθεί μέσω του συμπληρωματικού μέτρου ενός δείκτη μόχλευσης, ο τρόπος υπολογισμού του οποίου θα είναι κοινός διεθνώς και θα προσαρμόζεται ώστε να μην επηρεάζεται από τις τυχόν διαφορετικές λογιστικές πρακτικές.
- Να θεσμοθετηθεί ένας δείκτης ρευστότητας με βάση τον οποίο θα απαιτείται από τις τράπεζες, υπό υποθέσεις ακραίων σεναρίων, η διατήρηση ενός ελάχιστα αποδεκτού επιπέδου ρευστότητας (funding liquidity) για την κάλυψη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Ο δείκτης αυτός θα συμπληρώνεται από ένα δείκτη μακροχρόνιας διαρθρωτικής ρευστότητας.

---

(11)Πηγή: Το εποπτεύον όργανο, επικεφαλής του οποίου είναι ο Πρόεδρος της ΕΚΤ, αποτελείται από τους Διοικητές των κεντρικών τραπεζών και τους επικεφαλής των αρχών εποπτείας του τραπεζικού συστήματος 27 χωρών.

(12)Πηγή: Bank for International Settlements, “Comprehensive response to the global banking crisis”, δελτίο τύπου 7.9.2009

- Να υιοθετηθεί ένα πλαίσιο αντιμετώπισης της υπερκυκλικότητας μέσω του καθορισμού ενός αποθέματος κεφαλαίου (capital buffer), για τον υπολογισμό του οποίου θα λαμβάνονται υπόψη παράγοντες όπως τα κέρδη και η έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο. Παράλληλα, για τον υπολογισμό των προβλέψεων έναντι μελλοντικών ζημιών (forward-looking provisions) θα λαμβάνεται υπόψη η αναμενόμενη ζημία.

- Να δημοσιοποιηθούν συστάσεις για τη διαχείριση του συστημικού κινδύνου που ενέχουν οι τράπεζες με διασυννοριακή δραστηριότητα.

Πέραν των ανωτέρω, η Επιτροπή της Βασιλείας θα εκτιμήσει και την αναγκαιότητα επιβολής επιπρόσθετων κεφαλαιακών απαιτήσεων για τράπεζες οι οποίες ενέχουν συστημικό κίνδυνο.

Στην πορεία υλοποίησης των απαραίτητων προσαρμογών για τη βελτίωση της ποιότητας των κεφαλαίων, οι εθνικές εποπτικές αρχές θα πρέπει να απαιτήσουν από τις τράπεζες να υιοθετούν πολιτικές:

- διαφύλαξης της κεφαλαιακής τους επάρκειας, π.χ. περιορίζοντας τη διανομή υπέρογκων μερισμάτων και αμοιβών και την επαναγορά ιδίων μετοχών,

- αμοιβών για τις οποίες να λαμβάνεται υπόψη η συνετή ανάληψη κινδύνου που θα συνάδει με μακροχρόνια και διατηρήσιμη αποδοτικότητα και

- διασφάλισης της τραπεζικής και γενικότερα οικονομικής σταθερότητας. Μέχρι το τέλος του 2009 η Επιτροπή της Βασιλείας θα δημοσιοποιήσει συγκεκριμένα μέτρα-προτάσεις που θα βασίζονται στο προαναφερθέν πλαίσιο, ενώ μέχρι το τέλος του 2010 θα εκτιμηθεί και η ποσοτική επίδραση αυτών στο παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα. Γενικότερα πιστεύεται ότι τα μέτρα που θα ληφθούν θα ενισχύσουν την ανθεκτικότητα του παγκόσμιου τραπεζικού συστήματος και θα συμβάλουν ώστε οι τράπεζες να υιοθετήσουν συνετές πολιτικές μακροπρόθεσμου ορίζοντα. Οι ανωτέρω προτάσεις βρίσκονται στην ίδια κατεύθυνση με πρωτοβουλίες που έχουν ληφθεί σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπως π.χ. η πρόσφατη έγκριση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή δέσμης νομοθετικών προτάσεων με στόχο την ενίσχυση της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην ΕΕ. (Είχαν προηγηθεί, όσον αφορά την ΕΕ, οι συστάσεις της ομάδας εμπειρογνομόνων υπό την προεδρία του Jacques de Larosiere, οι αποφάσεις του ECOFIN της 9ης Ιουνίου και εκείνες του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στη σύνοδο της 18ης και 19ης Ιουνίου 2009.) Πράγματι, στις 23.9.2009 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή



υπέβαλε στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο νομοθετικές προτάσεις για ταχεία έγκριση, προκειμένου το νέο εποπτικό πλαίσιο στην ΕΕ να ισχύσει το 2010. Σύμφωνα με την ανακοίνωση της Επιτροπής, στόχος του νέου πλαισίου είναι:

- να ενδυναμωθεί, με βιώσιμο τρόπο, η χρηματοπιστωτική σταθερότητα σε ολόκληρη την ΕΕ,

- να διασφαλιστεί η εφαρμογή και η συνεπής επιβολή κοινών βασικών τεχνικών κανόνων,

- να επισημαίνονται σε πρώιμο στάδιο οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν στο σύστημα,

- να υπάρχει δυνατότητα για πολύ πιο αποτελεσματικές από κοινού ενέργειες σε καταστάσεις έκτακτης ανάγκης, καθώς και για την επίλυση των διαφορών μεταξύ των εποπτικών αρχών. Για την επίτευξη των ανωτέρω δημιουργούνται:

- Για τη μακροπροληπτική εποπτεία<sup>(13)</sup> το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου, το οποίο θα παρακολουθεί και θα αξιολογεί τους κινδύνους για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος συνολικά, θα απευθύνει έγκαιρες προειδοποιήσεις για ενδεχόμενη αύξηση των συστημικών κινδύνων και, όπου είναι αναγκαίο, θα διατυπώνει συστάσεις για την ανάληψη δράσης προκειμένου να αντιμετωπίζονται οι εν λόγω κίνδυνοι.

- Για τη μικροπροληπτική εποπτεία το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας: αυτό θα αποτελείται από ένα δίκτυο εθνικών εποπτικών αρχών που θα συνεργάζεται με τρεις νέες Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές, την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών, την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων και την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών.<sup>(14)</sup> Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας θα έχει την

(13) Ως μακροπροληπτική εποπτεία νοείται η συστηματική παρακολούθηση (surveillance) των δομικών χαρακτηριστικών και των συγκυριακών τάσεων (α) στο συνολικό πιστωτικό σύστημα και τα βασικά υποσύνολά του, (β) στην υπόλοιπη οικονομία και τα βασικά υποσύνολά της και (γ) στους διαύλους που διασυνδέουν το πιστωτικό σύστημα με την υπόλοιπη οικονομία.

(14) Οι εν λόγω αρχές δημιουργούνται με τη μετατροπή των υφιστάμενων επιτροπών για τους τομείς των τραπεζών, των κινητών αξιών και των ασφαλίσεων και επαγγελματικών συντάξεων, οι οποίες μέχρι σήμερα είχαν αποκλειστικά συμβουλευτικό χαρακτήρα.

εξουσία να απευθύνει συστάσεις και προειδοποιήσεις στα κράτη-μέλη, τις εθνικές εποπτικές αρχές και τις Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές και οι αποδέκτες των συστάσεων αυτών οφείλουν να συμμορφώνονται. Επιπρόσθετα, οι τρεις νέες αρχές, θα καταρτίζουν, μεταξύ άλλων, προτάσεις για τεχνικά πρότυπα, θα τηρούν τις αρχές βελτίωσης της νομοθεσίας, θα διευθετούν διαφωνίες που τυχόν θα ανακύπτουν μεταξύ εθνικών εποπτικών αρχών σε περίπτωση που, βάσει της νομοθεσίας, αυτές οφείλουν να συνεργαστούν ή να συμφωνήσουν και θα έχουν συντονιστικό ρόλο σε καταστάσεις έκτακτης ανάγκης. Ειδικότερα η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών θα ασκεί εξουσίες άμεσης εποπτείας των Οργανισμών Αξιολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

### ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ

#### 2.1. Μακροοικονομικά Γεγονότα 1999-2006

##### 2.1.1. Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδας 1999

Το 1999 συνεχίστηκε, για έκτο συνεχές έτος, η βελτίωση όλων των οικονομικών δεικτών της Ελληνικής οικονομίας, παρά την εμφάνιση δυσμενών εξωτερικών γεγονότων (κρίση στο Κόσσοβο, σεισμός στην Αττική, διεθνής αύξηση τιμής πετρελαίου).

<sup>(15)</sup>Το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης έχει μειωθεί από το 13,6% του ΑΕΠ το 1993, στο 2,5% το 1998 και 1,5% το 1999. Η βελτίωση αυτή είναι περίπου τρεις φορές μεγαλύτερη από την βελτίωση που σημείωσαν οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης την ίδια περίοδο. Στο συμβούλιο ΕΚΟΦΙΝ στις 29 Νοεμβρίου 1999 καταργήθηκε η απόφαση για την ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος της Ελληνικής οικονομίας, που σημαίνει ότι η Ελλάδα πληροί τα δημοσιονομικά κριτήρια της συνθήκης. Το χρέος της Γενικής Κυβέρνησης μειώθηκε από το 110,1% του ΑΕΠ το 1993 στο 104,6% το 1999. Η μείωση αυτή εκπληρώνει και το κριτήριο για το χρέος, όσον αφορά την τάση μείωσης του για την επαρκή προσέγγιση του στόχου του 60%. <sup>(16)</sup>Η απόδοση στα 10ετή ομόλογα ήταν 10,7% το 1997, 562 μονάδες βάσης πάνω από την απόδοση των 10ετών Γερμανικών ομολόγων. Στις 13 Δεκεμβρίου του 1999, τα Ελληνικά ομόλογα είχαν απόδοση 6.14%, δηλαδή ήταν 113 μονάδες βάσης υψηλότερα από τα αντίστοιχα Γερμανικά. Το κριτήριο των

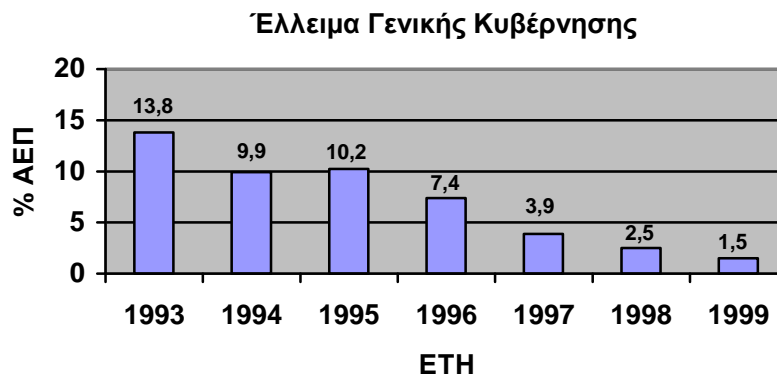
---

(15)Πηγή: Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, γενική διεύθυνση οικονομικής πολιτικής, διεύθυνση μακροοικονομικής ανάλυσης, Εξαμηνιαία Έκθεση 1999, σελ. 3

(16)Πηγή: Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, γενική διεύθυνση οικονομικής πολιτικής, διεύθυνση μακροοικονομικής ανάλυσης, Εξαμηνιαία Έκθεση 1999, σελ. 37

επιτοκίων πληρείται αφού ο μέσος ετήσιος ρυθμός των ελληνικών επιτοκίων είναι περίπου κατά 1,5 μονάδα υψηλότερα από τα επιτόκια των τριών καλύτερων σε πληθωρισμό χωρών της Ε.Ε, έναντι 2 μονάδων που θέτει όριο η συνθήκη για την ΟΝΕ. Η δημοσιονομική προσαρμογή δηλαδή η μείωση του ελλείμματος που πραγματοποιήθηκε στην Ευρωπαϊκή Ένωση τη χρονική περίοδο 1993-1999 ήταν 4,7 εκατοστιαίες μονάδες του κοινοτικού ΑΕΠ. Στη διάρκεια της ίδιας περιόδου, η Ελλάδα πραγματοποίησε 2,6 φορές μεγαλύτερη προσαρμογή. Καμία άλλη χώρα στην Ευρώπη δεν πέτυχε να μειώσει το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης κατά περίπου 12 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ μόνο σε 6 χρόνια, δηλαδή από 13,8% το 1993 σε 1,5% το 1999.

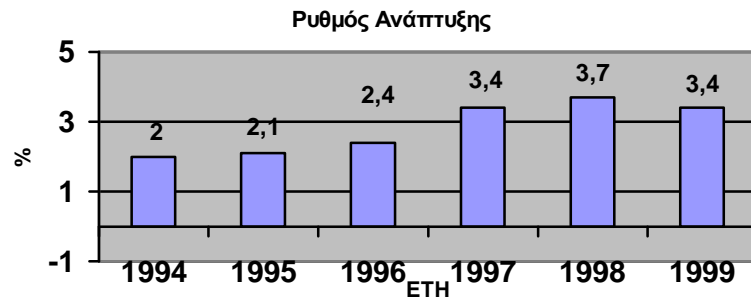
(Διάγραμμα 1)



Η οικονομική δραστηριότητα συνεχίζει να είναι έντονη στην Ελληνική οικονομία και το 1999 το Α.Ε.Π. αυξάνεται κατά 3,4%. Στην αύξηση αυτή του Α.Ε.Π. η συμβολή της εγχώριας ζήτησης ήταν 3,9 εκατοστιαίες μονάδες, ενώ ο εξωτερικός τομέας είχε αρνητική συμβολή 0,4 εκατοστιαίων μονάδων. Κύριος προωθητικός παράγοντας της ανάπτυξης παρέμειναν οι επενδύσεις παγίου κεφαλαίου<sup>(17)</sup>, που εκτιμάται ότι αυξήθηκαν κατά 8,3%, ενώ σημαντική αύξηση σημείωσε και η ιδιωτική κατανάλωση κατά 2,6%.

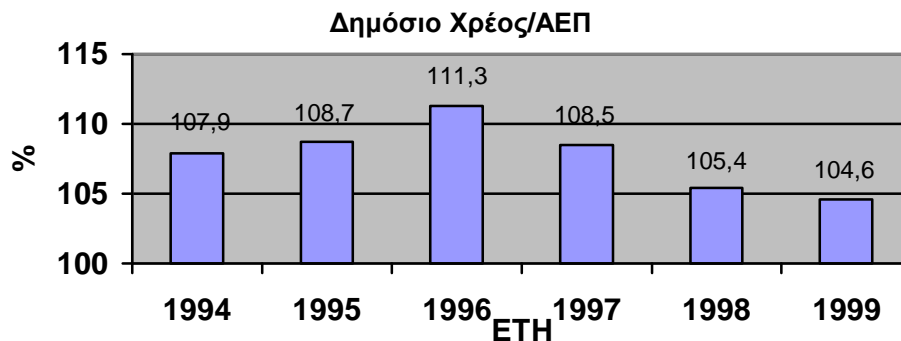
(17)Πηγή: Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, γενική διεύθυνση οικονομικής πολιτικής, διεύθυνση μακροοικονομικής ανάλυσης, Εξαμηνιαία Έκθεση 1999, σελ. 8

( Διάγραμμα 2)



Ο συνδυασμός υψηλού ρυθμού ανάπτυξης, χαμηλότερων επιτοκίων και αυξανόμενων εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις, είχαν ως αποτέλεσμα την σημαντική μείωση του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης, ως ποσοστό του ΑΕΠ στο 104,6% το 1999. Το αντίστοιχο μέγεθος το 1994 είχε διαμορφωθεί στο 107,9%.

(Διάγραμμα 3)

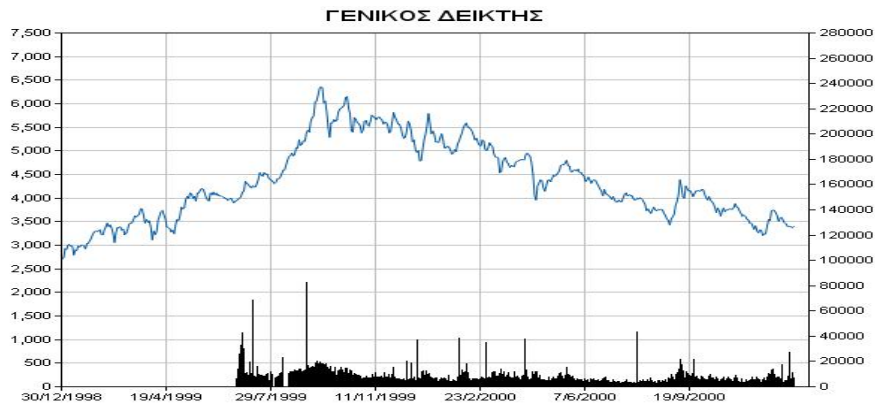


Οι μετοχοποιήσεις και ιδιωτικοποιήσεις αποτελούν κεντρικό σημείο της οικονομικής πολιτικής. Τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις έφθασαν το 1999 περίπου στο 3% του ΑΕΠ ενώ όπως αναφέραμε και παραπάνω οι ρυθμοί ανάπτυξης της χώρας ήταν ταχύτατοι.

<sup>(18)</sup>Ένα από τα πιο σημαντικά γεγονότα που θα μας απασχολήσει και παρακάτω (στο πρακτικό μέρος) είναι όπως λέγεται το ελληνικό χρηματιστηριακό κραχ του 1999. Το καλοκαίρι του 1999 το ελληνικό χρηματιστήριο έφτασε στο υψηλότερο σημείο της ιστορίας του αγγίζοντας τις 6.500 μονάδες. Η πτώση που ξεκίνησε στις 23 Σεπτεμβρίου είχε σαν αποτέλεσμα οι λεγόμενοι μικροεπενδυτές να χάσουν σύμφωνα με έρευνες 100 δισεκατομμύρια ευρώ.

(18)Πηγή: [http://el.wikipedia.org/wiki/Ελληνικό\\_χρηματιστηριακό\\_κραχ\\_του\\_1999](http://el.wikipedia.org/wiki/Ελληνικό_χρηματιστηριακό_κραχ_του_1999)

(Διάγραμμα 4)



Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

### 2.1.2. Διεθνείς Εξελίξεις 1999

Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα, σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ (Οργανισμός για την Οικονομική Συνεργασία και Ανάπτυξη) ανήλθε στο 3,0% το 1999 και 3,5%. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην επιτάχυνση των οικονομικών επιδόσεων των χωρών μελών της Ανατολικής Ασίας, στη βαθμιαία ανοδική οικονομική εξέλιξη της Ιαπωνίας και στην ανάρρωση των οικονομιών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης.

<sup>(19)</sup>Ο ρυθμός αύξησης της Ευρωπαϊκής Ένωσης διαμορφώθηκε στο 2,0% έναντι 2,7% το 1998. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην υποχώρηση της τελικής εγχώριας ζήτησης όλων των χωρών εκτός της Ελλάδας και της Ισπανίας.

Οι ΗΠΑ, για τέταρτη συνεχόμενη χρονιά είχαν ρυθμό ανάπτυξης γύρω στο 4,3%. Οι εντυπωσιακές επιδόσεις των ΗΠΑ οφείλονται στους εξαιρετικούς χειρισμούς της οικονομικής πολιτικής. Δηλαδή, στη μετατροπή του δημοσιονομικού ελλείμματος σε πλεόνασμα από το 1997, στην καθήλωση των πληθωριστικών πιέσεων και στην αποτελεσματική νομισματική πολιτική, ώστε να διατηρηθεί ηρεμία και σταθερότητα μέσα σ' ένα παγκόσμιο ασταθές περιβάλλον.

Η οικονομική δραστηριότητα στην Ιαπωνία, μετά από μια συνεχόμενη πτώση που είχε αρχίσει από το τελευταίο τρίμηνο του 1997, άρχισε να ανακάμπτει και έκλεισε στο 1,4% για το έτος 1999 (1998 : -2,8%).

(19)Πηγή: Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, γενική διεύθυνση οικονομικής πολιτικής, διεύθυνση μακροοικονομικής ανάλυσης, Εξαμηνιαία Έκθεση 1999, σελ. 43

## 2.2. Οικονομικά Γεγονότα 2000

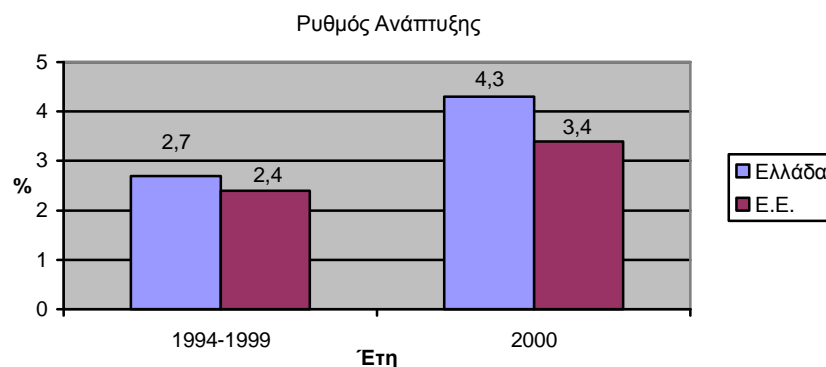
### 2.2.1. Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδας 2000

Η Κυβέρνηση υπέβαλε την αίτηση ένταξης στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση στις αρχές Μαρτίου του 2000. Ακολούθησε η αξιολόγηση της Ελληνικής οικονομίας, όσον αφορά τα κριτήρια σύγκλισης, από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, το Μάιο του 2000. Η απόφαση ελήφθη από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στην Πορτογαλία στις 19 Ιουνίου του 2000. Συγκεκριμένα:

Μετά την υποτίμηση της δραχμής τον Μάρτιο του 1998, η δραχμή συμμετείχε στον Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) και από τον Ιανουάριο του 1999 συμμετείχε στον ΜΣΙ ΙΙ με τα κανονικά περιθώρια διακύμανσης. Έτσι τον Μάρτιο του 2000, η δραχμή συμμετείχε ήδη 2 χρόνια στον μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών, εκπληρώνοντας το σχετικό κριτήριο.

<sup>(20)</sup> Το 2000 είναι το τελευταίο έτος που η Ελλάδα θα έπρεπε να προσαρμόσει τα οικονομικά της στοιχεία για να ενταχθεί στην Ο.Ν.Ε.. Κατά την περίοδο αυτή δηλαδή 1994-1999 η ελληνική οικονομία αναπτύχθηκε με ετήσιο ρυθμό 0,3% υψηλότερα από το μέσο όρο της Ε.Ε. 15 και της Ευρωζώνης, δηλαδή 2,7% έναντι 2,4%. Το ΑΕΠ της χώρας αυξήθηκε για το 2000, 4,3% έναντι 3,5% το 1999, διευρύνοντας τη διαφορά έναντι του μέσου της Ε.Ε. 15 και της Ευρωζώνης που αναπτύχθηκε με ρυθμό 3,4%.

(Διάγραμμα 5)



(20) Πηγή: Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, Τρέχουσες εξελίξεις και προοπτικές της ελληνικής και της διεθνούς οικονομίας, εξαμηνιαία έκθεση 2000, σελ.21

<sup>(21)</sup>Ο πληθωρισμός στην Ελλάδα λόγω της ανόδου της τιμής του πετρελαίου και της ισοτιμίας του δολαρίου, επιταχύνθηκε στο 2,9% από 2,1% το 1999 ενώ στην Ευρωζώνη επιταχύνθηκε κατά 1,2 εκατοστιαίες μονάδες, δηλαδή από 1,1% στο 2,3%.

Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης περιορίστηκε στο 0,9% του ΑΕΠ, μικρότερο κατά 0,3% από ότι το υπολόγιζαν, ενώ το 1999 είχε διαμορφωθεί στο 1,8%. Το χρέος της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε στο 103,3% του ΑΕΠ, από 104,6% το 1999.

Το 2000 οι τιμές των μετοχών είχαν μεγάλη μεταβλητότητα με αποτέλεσμα ο γενικός δείκτης να μειωθεί κατά 38,8% επηρεαζόμενος από την πτωτική πορεία διεθνώς και όχι από την οικονομία της χώρας που βρισκόταν σε ανοδική πορεία. Το χρηματιστήριο άνοιξε στις 5.590 μονάδες και έκλεισε στις 3.388 μονάδες. Η κεφαλαιοποίηση των μετοχών μειώθηκε περίπου 2,7 τρις δρχ. δηλαδή περίπου 8 δις ευρώ.

(Πίνακας 1)

Χρονική περίοδος	1999	2000
Γενικός Δείκτης τιμών: Κλείσιμο	5.590,09μον.	3.388,86μον.
Χρηματιστηριακή Αξία εισηγμένων: σε εκατ. ευρώ	197.537	117.956,3
% ΑΕΠ	171,9%	97,7%
Μέση ημερήσια αξία συναλλαγών: σε εκατ. ευρώ	692,1	403,5
Αξία συναλλαγών: σε εκατ. ευρώ	173.027	101.675

Πηγή: Στοιχεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, Τμήμα Διαχ. Πληροφόρησης, 20 Ιουνίου 2001

(21)Πηγή: Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, Τρέχουσες εξελίξεις και προοπτικές της ελληνικής και της διεθνούς οικονομίας, εξαμηνιαία έκθεση 2000, σελ.25



## 2.2.2. Διεθνείς Εξελίξεις 2000

Το παγκόσμιο ΑΕΠ <sup>(22)</sup> αυξήθηκε με ρυθμό 4,8%, με τις Η.Π.Α. να σημειώνουν αύξηση 5,0% και με την ανεργία σε πολύ χαμηλά επίπεδα δηλαδή στο 4,0%. Ο πληθωρισμός της ανήλθε στο 2,0%. Οι Η.Π.Α. τη χρονική διάρκεια 1999-2000 είχαν πετύχει το χαμηλότερο συνδυασμό πληθωρισμού – ανεργίας εδώ και 4 δεκαετίες ενώ το δημοσιονομικό της πλεόνασμα ανήλθε στο 2,2%.

Στην Ε.Ε. ο <sup>(23)</sup> ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ανήλθε στο 3,3% ενώ η ανεργία διαμορφώθηκε στο 8,2% για το 2000, μειωμένη κατά 1,1% σε σχέση με το 1999. Ο πληθωρισμός μεταβλήθηκε κατά 1,4%, ενώ για το 2000 η Ε.Ε. σημείωσε δημοσιονομικό πλεόνασμα ίσο με 0,6% του ΑΕΠ.

Η Ιαπωνία για το 2000 είχε σημειώσει αύξηση ΑΕΠ κατά 1,7% ενώ η ανεργία της ανήλθε στο 4,7%. Είχε επίσης αρνητικό πληθωρισμό περίπου 1,7% ενώ το δημοσιονομικό της έλλειμμα ανήλθε στο 6,3% του ΑΕΠ της.

(Πίνακας 2)

### Παγκόσμιες οικονομικές επιδόσεις

Α.Ε.Π. ετήσιες μετ. (%)	1997	1998	1999	2000
Παγκόσμιο	4,2	2,8	3,5	4,8
Η.Π.Α.	4,4	4,4	4,2	5,0
Ιαπωνία	1,9	-1,1	0,8	1,7
Ο.Ο.Σ.Α.	3,5	2,7	3,2	4,1
Ευρωπαϊκή Ένωση	2,6	2,8	2,6	3,3
Ζώνη Ευρώ	2,3	2,8	2,6	3,4
Ασία	6,6	4,0	6,1	6,9
Λατινική Αμερική	5,3	2,3	0,2	4,1
Αφρική	2,9	3,3	2,3	3,0
Οικονομίες σε μετάβαση	1,6	-0,9	2,6	5,8
ΚΑ.Ε.	2,5	2,1	1,8	3,8
Ρωσία	0,9	-4,9	3,2	7,5

ΠΗΓΗ: IMF, World Economic Outlook, 5/2001.

(22)Πηγή: Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, Τρέχουσες εξελίξεις και προοπτικές της ελληνικής και της διεθνούς οικονομίας, εξαμηνιαία έκθεση 2000, σελ.51

(23)Πηγή: IMF, World Economic Outlook, 5/2001

## 2.3. Οικονομικά Γεγονότα 2001

### 2.3.1. Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδας 2001

Από 1η Ιανουαρίου του 2001 η Ελλάδα ανήκει στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση. Η επιτυχία αυτή ήταν αποτέλεσμα της εφαρμογής μιας συνεπούς και αποτελεσματικής οικονομικής πολιτικής, που άρχισε το 1994 και ολοκληρώθηκε το 2000, έτσι ώστε όλοι οι οικονομικοί δείκτες να φτάσουν στους στόχους τους. Οι κύριοι στόχοι φυσικά ήταν η οικονομική ανάπτυξη, ο χαμηλός πληθωρισμός, η μείωση ελλειμμάτων και του δημοσίου χρέους.

Οι <sup>(24)</sup>προϋποθέσεις για την αναπτυξιακή πορεία της Ελλάδος στην Ευρωζώνη ήταν οι εξής:

- Διασφάλιση της νομισματικής σταθερότητας. Δεν μπορεί να υπάρξει ανάπτυξη και πραγματική σύγκλιση, αν ο πληθωρισμός στην Ελλάδα υπερβαίνει συστηματικά τον μέσο όρο της ευρωζώνης.
- Μείωση του δημόσιου χρέους, το οποίο μέχρι το 2010 πρέπει να μειωθεί κάτω του 60% του ΑΕΠ.
- Εκσυγχρονισμός του κράτους και της Δημόσιας Διοίκησης, έτσι ώστε το δυσκίνητο και γραφειοκρατικό Κράτος να μετατραπεί ευκίνητο ώστε να λαμβάνει αποφάσεις.
- Ύπαρξη και συνεχής διεύρυνση ενός σύγχρονου ιδιωτικού τομέα με ανταγωνιστικές επιχειρήσεις και κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο.

Η αναπτυξιακή πορεία της οικονομίας συνεχίστηκε και το 2001. Το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 4,1% και είναι η έκτη συνεχόμενη χρονιά που ο ρυθμός ανάπτυξης παραμένει σε υψηλό επίπεδο σε σχέση με τον μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και είναι ο δεύτερος υψηλότερος μετά την Ιρλανδία. Ωστόσο υπήρχε μια μικρή επιβράδυνση της οικονομίας μετά τα γεγονότα της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου λόγω της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας που μειώθηκε.

Αναλυτικότερα, η εγχώρια ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 3,1% , οριακά βραδύτερα από το 2000 (3,2%). Είναι γεγονός ότι η καταναλωτική δαπάνη επηρεάστηκε δυσμενώς το τελευταίο τρίμηνο του 2001 στις

---

(24)Πηγή: ΣΕΒ, Ελληνική Βιομηχανία κατά το έτος 2001, σελ.15

περισσότερες ανεπτυγμένες οικονομίες. Εξίσου σημαντική εκτιμάται ότι ήταν και η άνοδος των πραγματικών επενδύσεων παγίου κεφαλαίου, η οποία προσέγγισε το 8,5% (έναντι 7,8% το 2000), λόγω της σοβαρής επιτάχυνσης των επενδύσεων σε κατασκευές. Το επιχειρηματικό κλίμα διατηρήθηκε μεν σταθερό, αλλά δεν μπορεί να συγκριθεί με την ευφορία του 2000 που είχε προηγηθεί της ένταξης στην ΟΝΕ.

Από τους παράγοντες που συνέβαλαν θετικά στην εξέλιξη της εγχώριας ζήτησης, σημαντικότερος εκτιμάται πως ήταν η σταδιακή μείωση των επιτοκίων, η οποία επηρέασε και τα δύο συστατικά στοιχεία της τελικής ζήτησης, κατανάλωση και επενδύσεις. Το ΥΠΕΘΟ εκτιμά ότι το 2001 η συμβολή της μείωσης των επιτοκίων στην αύξηση του ΑΕΠ ανέρχεται στο 1,4%.

### **2.3.2. Διεθνείς Εξελίξεις 2001**

Οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας κατά το 2000 δεν συνεχίστηκαν και το 2001, καθώς παρατηρήθηκε επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Συγκεκριμένα ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου παραγόμενου προϊόντος προσέγγισε το 2,3% έναντι ανόδου της τάξης του 4,6% το 2000. Το αρνητικό κλίμα που είχε αρχίσει να διαμορφώνεται από την αρχή του χρόνου, επιδεινώθηκε περαιτέρω από τα γεγονότα της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου στις ΗΠΑ, τα οποία προκάλεσαν σημαντικό πλήγμα στη διεθνή οικονομία, με αποτέλεσμα να υπάρξει περαιτέρω σημαντική επιβράδυνση στους ρυθμούς ανάπτυξης και έντονο κλίμα αβεβαιότητας τόσο στις επιχειρήσεις όσο και στους καταναλωτές.

Συγκεκριμένα στις ΗΠΑ η οικονομική δραστηριότητα παρουσίασε επιβράδυνση του ρυθμού μεγέθυνσης που προσέγγισε το 1,2% (έναντι 4,2% το 2000). Ειδικότερα παρατηρείται σημαντική μείωση των επενδύσεων παγίου εξοπλισμού και παράλληλη ρευστοποίηση αποθεμάτων. Το ισοζύγιο πληρωμών παρέμεινε πλεονασματικό, προσεγγίζοντας το 0,6% του ΑΕΠ (1,7% το 2000), καθώς τα μέτρα μείωσης της φορολογίας επέφεραν λιγότερα έσοδα και οι δημόσιες δαπάνες αυξήθηκαν ( άνοδος της τάξης του 3,1% έναντι του 2,7% το 2000). Τέλος σημειώθηκε σημαντική μείωση των πραγματικών εισαγωγών (-2,7%), έναντι του 2000 (13,4%), η οποία όμως υπερκαλύφθηκε από την ταυτόχρονη μείωση των εξαγωγών (-4,7% έναντι του 9,5% το 2000), με αποτέλεσμα το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου να διατηρηθεί σε υψηλά επίπεδα.

Η οικονομία της Ιαπωνίας διανύει παρατεταμένη περίοδο ύφεσης, η οποία εντάθηκε το 2001, καταγράφοντας αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης (-0,5%). Μολονότι η οικονομία εμφάνισε σημαντική αύξηση στο πραγματικό ΑΕΠ (2,8%) το τελευταίο τρίμηνο του 2000, η άνοδος αυτή βασίσθηκε κατά κύριο λόγο στην αύξηση των ιδιωτικών επενδύσεων, χωρίς την αντίστοιχη βελτίωση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των εμπορικών συναλλαγών, με αποτέλεσμα να μην δημιουργηθούν οι κατάλληλες βάσεις για εδραίωση και ενδυνάμωση της τάσης αυτής. Βασικός ανασταλτικός παράγοντας υπήρξε η μείωση των καθαρών εξαγωγών.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση, μετά από ένα πολύ ικανοποιητικό ρυθμό ανάπτυξης το 2000, παρουσιάζει επιβράδυνση το 2001 και ιδιαίτερα κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Έτσι, ο ρυθμός ανάπτυξης το 2001 ήταν της τάξης του 1,7% έναντι 3,3% το 2000. Οι λόγοι της σημαντικής αυτής επιβράδυνσης συνδέονται τόσο με το διεθνές οικονομικό περιβάλλον όσο και με τη χαμηλή προσαρμοστικότητα της ζήτησης. Τα βασικά μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής της Ε.Ε. το 2001 στόχευαν στη μείωση των ελλειμμάτων των προϋπολογισμών και τη διατήρηση σταθερότητας στο επίπεδο των τιμών. Οι πολιτικές αυτές είχαν θετικά αποτελέσματα. Ο πληθωρισμός στην Ευρωπαϊκή Ένωση όπως καταγράφεται από τον εναρμονισμένο δείκτη τιμών καταναλωτή σημειώνει οριακή άνοδο έναντι του 2000 (2,3% το 2001 έναντι 2,1%). Επίσης ο στόχος μείωσης του ελλείμματος επιτεύχθηκε, με αποτέλεσμα το έλλειμμα να προσεγγίσει το 6,8% του ΑΕΠ για όλο το σύνολο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Συνοπτικά ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στη Γερμανία παρουσίασε σημαντική επιβράδυνση κατά το 2001 προσεγγίζοντας το 0,6% έναντι του 3% το 2000. Η Γαλλία ακολουθώντας την ίδια πορεία με αυτήν της υπόλοιπης Ευρωπαϊκής Ένωσης εκδήλωσε σημάδια ύφεσης και μείωσης του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ το 2001, 2% έναντι 3,1% το 2000. Οι εξελίξεις στην Ιταλία το 2001 εντάσσονται μέσα στα πλαίσια της πορείας της παγκόσμιας οικονομίας και ειδικότερα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας της Μ. Βρετανίας σημείωσε επιβράδυνση έναντι του 2000 (3%) φτάνοντας στο 2,2%.

Ακολουθώντας τη διεθνή οικονομική συγκυρία οι χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης με εξαίρεση την Τσεχία, την Λετονία, τη Λιθουανία και τη Ρουμανία σημείωσαν ρυθμούς ανάπτυξης κατώτερους του 2000. Η Ρουμανία

5,3% έναντι 1,8%, η Σλοβενία 3,7% έναντι 4,6% και η Ρωσία αύξηση του ΑΕΠ με ρυθμό 5,2%.

## **2.4. Οικονομικά Γεγονότα 2002**

### **2.4.1. Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδας 2002**

Στις 1 Ιανουαρίου 2002 η Ελλάδα, και οι άλλες έντεκα τότε χώρες της ευρωζώνης απέκτησαν κοινό νόμισμα, το ευρώ. Η ένταξης της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ έγινε το 2001 μετά την επιτυχή πορεία σύγκλισης των δημοσιονομικών μεγεθών και ικανοποίηση κατά τη διάρκεια του 2000 των (τεσσάρων από τα πέντε) κριτηρίων της συνθήκης του Μάαστριχτ (πληθωρισμός, έλλειμμα γενικής κυβέρνησης, δημόσιο χρέος, μηχανισμός συναλλαγματικών ισοτιμιών, μακροπρόθεσμο επιτόκιο δανεισμού). Το ακαθάριστο προϊόν συνέχισε να αυξάνεται με ρυθμούς άνω του ευρωπαϊκού μέσου, εν μέρη λόγω των επενδύσεων σε υποδομές σχετιζόμενες με τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004 και λόγω της ευκολίας πρόσβασης σε πιστώσεις για καταναλωτικές δαπάνες. Ο ρυθμός ανάπτυξης στην Ελλάδα κατά το 2002, ήταν της τάξης του 4% (έναντι 4,1% το 2000). Το έλλειμμα ορίσθηκε στο 5,2% επί του ΑΕΠ και το δημόσιο χρέος στο 110,7% επί του ΑΕΠ.

Σημαντική μείωση παρουσίασαν το 2002 οι ξένες άμεσες επενδύσεις που εισέρευσαν στην Ελλάδα, όπως διαπιστώνεται από την ετήσια έκθεση για τις Παγκόσμιες Επενδύσεις 2003 (World Investment Report 2003) της Διάσκεψης των Ηνωμένων Εθνών για το Εμπόριο και την Ανάπτυξη (UNCTAD).

Το ποσοστό ανεργίας έπεσε στο 9,9% από 10,4% το 2000, λόγω ανάθεσης έργων υποδομής για τους επικείμενους Ολυμπιακούς Αγώνες το 2004, άρα και δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Ο πληθωρισμός αυξήθηκε στο 3,9% έναντι 3,7% το 2000.

#### 2.4.2. Διεθνείς Εξελίξεις 2002<sup>(25)</sup>

Η διεθνής οικονομία το 2002 παρουσιάζει αβέβαιη εικόνα. Στις ΗΠΑ ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ προσέγγισε το 2,4% . Η κρίση του 2001 είχε αρνητικό αντίκτυπο στην εξέλιξη της ιαπωνικής οικονομία και το 2002, με αποτέλεσμα ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ να προσεγγίζει το 0,3%.

(Πίνακας 3)

Βασικοί Οικονομικοί Δείκτες						
	Ρυθμός Ανάπτυξης (ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές του πραγματικού ΑΕΠ)			Ποσοστό Ανεργίας		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Αυστρία	3,5	0,7	1	3,7	3,6	4,3
Βέλγιο	3,7	0,8	0,7	6,9	6,7	7,3
Δανία	2,8	1,4	1,6	4,4	4,3	4,5
Φιλανδία	5,5	0,6	1,6	9,8	9,1	9,1
Γαλλία	2,9	1,8	1,2	9,3	8,5	8,7
Γερμανία	2,9	0,6	0,2	7,8	7,7	8,2
Ελλάδα	4,2	4,1	4	11	10,4	9,9
Ιρλανδία	10	5,7	6	4,3	3,9	4,4
Ιταλία	3,1	1,8	0,4	10,4	9,4	9
Λουξεμβούργο	8,9	1	0,4	2,3	2	2,4
Ολλανδία	3,3	1,3	0,3	2,8	2,4	2
Πορτογαλία	3,7	1,6	0,5	4,1	4,1	75,1
Ισπανία	4	2,7	2	11,3	10,6	11,4
Σουηδία	4,4	1,1	1,9	5,6	4,9	1,9
Μ. Βρετανία	3,1	2,1	1,8	5,4	5	5,1
Ε.Ε.	3,5	1,6	1,1	7,8	7,3	7,6
Ευρωζώνη	3,5	1,5	0,9	8,5	8	8,3
ΗΠΑ	3,8	0,3	2,4	4	4,8	5,8
Ιαπωνία	2,8	0,4	0,3	4,7	5	5,2

Πηγή: ΔΝΤ

Η επιβράδυνση της παγκόσμιας ζήτησης έχει αντίκτυπο στο παγκόσμιο εμπόριο, ύστερα από μια περίοδο υγιούς ανάπτυξης του όγκου εμπορίου κατά τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2002, το τελευταίο παρατηρείται σημαντική επιβράδυνση. Έτσι, συνολικά το 2002 ήταν το δεύτερο έτος που το εμπόριο κινήθηκε με ρυθμό ανάπτυξης κάτω του 3%, τιμή που έχει να καταγραφεί από τη διετία 1982-1983.

Στα τέλη του 2001 η οικονομία της Ευρωζώνης έδειχνε ότι εισέρχεται σε πορεία ύφεσης, καθώς για πρώτη φορά μετά από μακρά περίοδο ανόδου, το ΑΕΠ μειώθηκε.

(25)Πηγή: ΔΝΤ

## 2.5. Οικονομικά Γεγονότα 2003

### 2.5.1. Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδας 2003<sup>(26)</sup>

Το 2003 η ελληνική οικονομία συνέχισε την πορεία μεγέθυνσης των τελευταίων εννέα ετών, ξεπερνώντας τόσο το μέσο όρο ανάπτυξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης όσο και των χωρών μελών του ΟΟΣΑ (Οργανισμός για την Οικονομική Συνεργασία και Ανάπτυξη), με άνοδο του πραγματικού ΑΕΠ της τάξης του 4%, ποσοστό αντίστοιχο του 2002. Ταυτόχρονα, προκύπτει άνοδος του καθαρού κατά κεφαλήν προϊόντος της τάξης του 3,5% (3,7% το 2002, 3,9% το 2001) την ίδια στιγμή που ο μέσος ρυθμός για το σύνολο της Ε.Ε. ήταν 0,4%.

Η άνοδος του ΑΕΠ το 2003 οφείλεται αποκλειστικά στην εγχώρια ζήτηση, στην ταχεία δηλαδή άνοδο τόσο της κατανάλωσης όσο και των επενδύσεων. Ειδικότερα τα χαμηλά επιτόκια οδήγησαν σε σημαντική ενίσχυση της ιδιωτικής κατανάλωσης και το 2003, όταν καταγράφεται άνοδος του 4% έναντι του 2,8% το 2002 (1,4% και 1,1% αντιστοίχως στην Ε.Ε.). Η άνοδος της ιδιωτικής δαπάνης αποδίδεται, πέραν της μείωσης των επιτοκίων δανεισμού και στην εξάλειψη αρκετών περιορισμών δανεισμού ιδιωτών από το τραπεζικό σύστημα. Έτσι η καταναλωτική και στεγαστική πίστη το 2003 εκτιμάται ότι αυξήθηκε περίπου 25% σε σχέση με το 2002, αν και ο ρυθμός αυτός ήταν χαμηλότερος των προηγούμενων ετών, γεγονός που αποδιδόταν στη σημαντική και απότομη πτώση των επιτοκίων. Συγκεκριμένα, το 1998 το μέσο βραχυχρόνιο επιτόκιο δανεισμού ήταν στο 14% και το 2003 έφτασε στο 2,3%, ενώ και στα μακροπρόθεσμα καταγράφεται μείωση από 8,5% το 1998 στο 4,2% το 2003.

Κατά μέσο όρο το 2003 ο δείκτης οικονομικού κλίματος διαμορφώθηκε στις 98 μονάδες, μισή μονάδα χαμηλότερος από το 2002. Ανάλογη εξέλιξη σημειώθηκε στην Ε.Ε., όπου ο αντίστοιχος δείκτης οικονομικού κλίματος περιορίστηκε στις 95,5 μονάδες έναντι 95,9 το 2002.

Η ανεργία ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού μειώθηκε στο 9,3% από 10% το 2002. Η μείωση αυτή μεταφράζεται σε 25 χιλ. άτομα με αποτέλεσμα η μέση ετήσια ανεργία το 2003 να εκτιμάται, με βάση την έρευνα του εργατικού δυναμικού στα 419,6 χιλιάδες άτομα.

---

(26)Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, ετήσια έκθεση 2003, σελ.27

(Διάγραμμα 6)



### 2.5.2. Διεθνείς Εξελίξεις 2003<sup>(27)</sup>

Μετά από περίοδο αβεβαιότητας τους πρώτους μήνες του 2003, το δεύτερο εξάμηνο υπήρξε σημαντικά ταχύτερη άνοδος της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας. Το παγκόσμιο ΑΕΠ το 2003 εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 3,7% , ενώ το ΑΕΠ της ευρωζώνης κατά 0,4%. Η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας τροφοδοτήθηκε και από την ανοδική πορεία των αναδυόμενων οικονομιών. Η ταχεία επέκταση των αναπτυσσόμενων ασιατικών οικονομιών, κατευθύνεται κυρίως από την αναπτυξιακή πορεία των οικονομιών της Κίνας και της Ιαπωνίας, οι οποίες κινήθηκαν με ρυθμούς ανάπτυξης 9,1% και 7% αντίστοιχα.

Στις ΗΠΑ, η Ευρωπαϊκή Ένωση εκτιμά ότι το ΑΕΠ ξεπέρασε το 3%. Η σχετική άνοδος, οφείλεται τόσο στην άνοδο της κατανάλωσης όσο και των επενδύσεων. Η ιδιωτική κατανάλωση αυξήθηκε κατά 3,1%, η δημόσια κατά 3,7% και οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου κατά 3,9%. Θετικό ρόλο εξάλλου διαδραμάτισε και η ανάκαμψη των εξαγωγών, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 2% (έναντι μειώσεως του 2002) κυρίως λόγω της υποτίμησης του αμερικανικού δολαρίου έναντι του ευρώ. Η μακροοικονομική πολιτική που ασκήθηκε στηρίχθηκε στις φορολογικές ελαφρύνσεις και στη χαλαρή νομισματική πολιτική και φαίνεται ότι συνέβαλε θετικά στην ανάκαμψη της αμερικανικής οικονομίας.

(27)Πηγή: ΣΕΒ, Ελληνική Βιομηχανία 2003, σελ. 11-20



Στην Ιαπωνία, μετά από μια παρατεταμένη περίοδο στασιμότητας, η οικονομία ανέκαμψε με άνοδο του ΑΕΠ πάνω από 2,5% , η οποία οφείλεται στην άνοδο της τελικής ζήτησης και των επενδύσεων καθώς και στη βελτίωση του εξωτερικού ισοζυγίου πληρωμών: Η τελική ζήτηση αυξήθηκε κατά 2,8% έναντι αρνητικού ρυθμού μεταβολής το 2002 (-0,2%) και οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου κατά 3,2% έναντι ρυθμού -6,1% το 2002.

Στην Ευρωζώνη η μέση ετήσια αύξηση του ΑΕΠ ήταν της τάξης του 0,4%. Σημειώνεται βεβαίως ότι έναντι του 2002 υπάρχει σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου, η τελική θετική εξέλιξη του 2003 έδειξε ότι η οικονομία της Ευρωζώνης απέφυγε την διολίσθηση σε αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ. Στην άνοδο του ΑΕΠ συνέβαλαν καθοριστικά: α) η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης με ρυθμό υπερδιπλάσιο σε σχέση με το 2002. Αν ωστόσο εξετασθεί η εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης στη διάρκεια του χρόνου, φαίνεται ότι η άνοδος είναι συγκυριακή και οφείλεται σε μεταβολές του διαθέσιμου εισοδήματος που προέκυψαν από φορολογικές απαλλαγές, οι οποίες εισήχθησαν σε ορισμένες χώρες της Ευρωζώνης. β) η βελτίωση του επενδυτικού κλίματος κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2003, όταν σημειώθηκε ρυθμός ανάπτυξης έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2002 της τάξεως του 0,6%. Έτσι σε ετήσια βάση ο ρυθμός μείωσης των επενδύσεων από 2,5% το 2002 περιορίστηκε στο 1% το 2003 και γ) η βελτίωση των εξαγωγών που εμφανίστηκε στο δεύτερο εξάμηνο.

## 2.6.Οικονομικά γεγονότα 2004

### 2.6.1. Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδας 2004

Η ελληνική οικονομία, συνεχίζοντας τις πολύ καλές επιδόσεις των τελευταίων ετών, αναπτύχθηκε με ταχείς ρυθμούς και το 2004. Συγκεκριμένα ο ρυθμός μεταβολής του <sup>(28)</sup>ΑΕΠ ανήλθε σε 4,2% (έναντι 4,0% το 2003), μέγεθος που ξεπερνά όλες τις προβλέψεις που είχαν διατυπωθεί. Η ολοκλήρωση των Ολυμπιακών Αγώνων επέφερε επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, η οποία ωστόσο ήταν μικρότερη της αναμενόμενης καθώς τα κυριότερα μεγέθη διατήρησαν το δυναμισμό τους και το τελευταίο τρίμηνο του 2004. Έτσι η Ελλάδα συνέχισε να εμφανίζει έναν από τους ταχύτερους ρυθμούς ανάπτυξης στην Ευρωζώνη και διπλάσιο του Ευρωπαϊκού μέσου όρου (γύρω στο 2%).

Η άνοδος του ΑΕΠ το 2004 οφείλεται σχεδόν αποκλειστικά στην ισχυρή εγχώρια ζήτηση και ειδικά στην ταχεία άνοδο της κατανάλωσης. Αναλυτικότερα, η ιδιωτική κατανάλωση σημείωσε αύξηση της τάξης του 3,3% (4,0% το 2003), συνεχιζόμενη από την πολιτική των χαμηλών επιτοκίων και κυρίως από την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος στους περιορισμούς δανεισμού ιδιωτών από τα μέσα του 2003. Πράγματι η κατανάλωση αυξήθηκε κατά 37% , ενώ και τα στεγαστικά δάνεια σημείωσαν αύξηση 28%. Σημαντική υπήρξε και η αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης το 2004 κατά 6,5% , η οποία είχε μειωθεί κατά 2,3% το προηγούμενο έτος. Ο ρυθμός αύξησης των ακαθάριστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου εμφανίζεται σημαντικά βραδύτερος έναντι του υψηλού ρυθμού το 2003 (4,9% έναντι 13,7%). Η εξέλιξη αυτή είναι αποτέλεσμα κυρίως της ολοκλήρωσης των έργων υποδομής των Ολυμπιακών Αγώνων και της ακόλουθης επιβράδυνσης της κατασκευαστικής δραστηριότητας το 2<sup>ο</sup> εξάμηνο του 2004. Σημαντική μείωση παρουσίασε και η ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα κατά τη διάρκεια του 1<sup>ου</sup> εξαμήνου, η οποία όμως ανέκαμψε στο τέλος του έτους. Συνολικά οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου συνέβαλαν κατά 1,3% στην αύξηση του ΑΕΠ.

Κατά το 2004 ο μέσος πληθωρισμός της χώρας με βάση το Γενικό Δείκτη Τιμών Καταναλωτή κινήθηκε στο 2,9%, σημαντικά βελτιωμένος σε σχέση με το 2003 (3,5%) παρά το γεγονός ότι τους τρεις τελευταίους μήνες τους έτους

---

(28)Πηγή: ΣΕΒ, Ελληνική Βιομηχανία 2004, σελ.29

ξεπέρασε το 3%.

Η ανεργία κατά μέσο όρο το 2004 βρισκόταν στο 10,5%, ποσοστό που ήταν από τα υψηλότερα στην Ευρωζώνη που ο μέσος όρος διαμορφώθηκε στο 8,8%.

### 2.6.2. Διεθνείς Εξελίξεις 2004

<sup>(29)</sup>Το 2004 το διεθνές οικονομικό κλίμα εμφανίζεται βελτιωμένο, παρά τις αβεβαιότητες που δημιούργησε η άνοδος της τιμής του πετρελαίου. Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα αναπτύχθηκε με ρυθμό που έφτασε το 5% (τιμή που αποτελεί την υψηλότερη από τη δεκαετία του '70). Βασικοί συντελεστές στην ανάπτυξη υπήρξαν μεταξύ άλλων: οι ευνοϊκές μακροοικονομικές πολιτικές, τα εξαιρετικά χαμηλά πραγματικά επιτόκια και ειδικά η ισχυρή ανάπτυξη ορισμένων αναπτυσσόμενων οικονομιών όπως η Κίνα, η Ινδία και σε μικρότερο βαθμό η Βραζιλία.

Στις **ΗΠΑ**, η υιοθέτηση χαλαρής νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής και η σταθερή αύξηση της παραγωγικότητας βοήθησαν στην επίτευξη οικονομικής ανάπτυξης της τάξης του 4,4%. Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια είχαν αρχίσει να ανεβαίνουν από το καλοκαίρι του 2004.

Η **Ιαπωνική** οικονομία, μπήκε τεχνικά σε ύφεση κατά το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο, ενώ σημείωσε μικρή ανάκαμψη το τελευταίο. Παρά την αδυναμία αυτή ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ έφτασε το 2,7% , εξαιτίας κυρίως της ισχυρής επίδοσης του πρώτου τριμήνου.

Μεταξύ των ασιατικών χωρών, εντυπωσιακή υπήρξε η ανάπτυξη της **Κίνας** με ρυθμό 9,5% (έναντι 9,3% το 2003 και 8,3% το 2002). Η επιβολή μέτρων με σκοπό τον περιορισμό των επενδύσεων και την αποσυμφόρηση ορισμένων τομέων παραγωγής συγκράτησε μόνο προσωρινά το ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ.

---

(29)Πηγή: ΣΕΒ, Ελληνική Βιομηχανία 2004, σελ.12

(Πίνακας 4)

Διεθνές Περιβάλλον		2003	2004
<b>ΑΕΠ</b>			
<b>ΗΠΑ</b>		3,1	4,4
Ιαπωνία		1,4	2,7
Ασία εκτός Ιαπωνίας		7,6	7,8
εκ των οποίων	Κίνα	9,3	9,5
	ASEAN4+Κορέα	4,6	5,3
Υποψήφιες χώρες στην Ε.Ε.		5,4	7,3
Κοινοπολιτεία Ανεξαρτήτων Κρατών (CIS)		7,7	8
εκ των οποίων	Ρωσία	7,3	7,1
<b>MENA</b>		2,2	5,9
Λατινική Αμερική		1,7	5,6
Αφρική		3,8	4,2
Παγκόσμια Οικονομία		3,7	5
Παγκόσμια Οικονομία (εκτός Ε.Ε. - 25)		4,5	5,7
<b>Παγκόσμιο Εμπόριο</b>			
Παγκόσμιες εισαγωγές		7	10,7
Παγκόσμιες εισαγωγές (εκτός Ε.Ε. -25)		9,5	12,8
Εξαγωγές εκτός Ε.Ε. -25		:	12,1

ASEAN4: Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες, Ταϊλάνδη.

Υποψήφιες χώρες: Βουλγαρία, Κροατία, Ρουμανία, Τουρκία

MENA (Middle East and North Africa): Αλγερία, Μπαχρέιν, Αίγυπτος, Ιράν, Ιράκ, Ισραήλ, Ιορδανία, Κουβέιτ, Λίβανος, Λιβύη, Μαρόκο, Ομάν, Κατάρ, Σουηδική Αραβία, Συρία, Τυνησία, Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, Υεμένη

Ασία: Όλες οι χώρες εκτός Ιαπωνίας και ασιατικών MENA χωρών.

Αφρική: Όλες οι χώρες εκτός αφρικανικών MENA χωρών.

\*Πηγή: European Union, Economic Forecast, Spring 2005

Στην Ευρωζώνη καταγράφονται έντονες διαφοροποιήσεις στην πορεία ανόδου του ΑΕΠ, κυρίως μεταξύ των τεσσάρων μεγαλύτερων οικονομιών. Στην Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 5,4% και 4,2% σημαντικά ανώτερος του 2003. Στην Ισπανία αυξήθηκε με ρυθμό οριακά ανώτερο του 2003, ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης στην Ιταλία ήταν 1,2%. Πέραν της Ευρωζώνης η πλειονότητα των κρατών μελών επιδείκνυε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Ειδικότερα στις χώρες της Βαλτικής σημειώθηκε ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ της τάξης του 6% - 8,5%. Μεταξύ των μεγαλύτερων οικονομιών το μεγαλύτερο ποσοστό παρατηρείται στην Πολωνία (5,3%) και ακολουθούν η Τσεχία και η Ουγγαρία (4%). Τέλος, από τα τρία παλαιότερα κράτη μέλη της ΕΕ η

αύξηση στη Δανία ήταν της τάξης του 2% και στη Μ. Βρετανία του 3,1%, καθώς υποστηρίχθηκε από την ισχυρή εγχώρια ζήτηση, ενώ η Σουηδία με 3,5%, ωθούμενη από ουσιαστική επέκταση των εξαγωγών.

(Πίνακας 5)

<b>Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη</b>				
(ετήσιες % μεταβολές)				
	ΕΕ - 25		Ευρωζώνη	
	2003	2004	2003	2004
<b>ΑΕΠ</b>	1,0	2,4	0,6	2,0
Ιδιωτική Κατανάλωση	1,5	1,8	1,1	1,3
Δημόσια Κατανάλωση	1,9	2,0	1,6	1,7
Επενδύσεις	0,1	3,0	-0,5	2,1
Εισαγωγές	3,3	7,6	2,9	7,3
Εξαγωγές	1,7	7,1	0,9	7,1
Απασχόληση	0,2	0,5	0,2	0,6
Ανεργία	8,9	9,0	8,7	8,8
Πληθωρισμός	1,9	2,1	2,1	2,1

Πηγή: European Union,

Στην άνοδο του ΑΕΠ συνέβαλαν:

- Η ιδιωτική καταναλωτική δαπάνη η οποία αυξήθηκε με ρυθμό 1,8% στην ΕΕ-25 και 1,3% στην Ευρωζώνη, ταχύτερα από το 2003.
- Οι επενδύσεις παγίου κεφαλαίου που ακολούθησαν σταδιακά ανοδική πορεία. Στην ΕΕ-25 η αύξηση των επενδύσεων ήταν της τάξης του 3% (έναντι 0,1% το 2003). Στην Ευρωζώνη καταγράφεται αντιστροφή της πτωτικής πορείας των επενδύσεων, οι οποίες σημείωσαν αύξηση 2,1%.
  - Η άνοδος του παγκόσμιου εμπορίου είχε ως αποτέλεσμα οι καθημερινές εξαγωγές της Ε.Ε. να συμβάλουν καθοριστικά στην αύξηση του ΑΕΠ κατά το α' εξάμηνο του 2004, ωστόσο η τάση αντιστρέφεται το δεύτερο μισό του έτους. Ειδικότερα στην Ευρωζώνη τα δύο πρώτα τρίμηνα οι καθαρές εξαγωγές συμβάλουν θετικά στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,4% και 0,2% αντίστοιχα, ενώ αντίθετα αρνητική συμβολή κατά 0,7 ποσοστιαίες μονάδες καταγράφεται το τρίτο τρίμηνο, εξέλιξη που διατηρείται και στο τέλος του 2004 με μικρότερη ένταση

(0,2%). Η δυσμενής συμβολή των καθαρών εξαγωγών οφείλεται στην επιβράδυνση της ανόδου των εξαγωγών 3,1% (2,7% το β' τρίμηνο).

Ο πληθωρισμός τόσο στην Ευρωζώνη όσο και στην ΕΕ-25 έμεινε σε σχετικά υψηλά επίπεδα (2,1%) κυρίως λόγω της ανόδου των τιμών ενέργειας και των έμμεσων φόρων, ιδιαίτερα στον καπνό και τις υπηρεσίες υγείας.

Στην αγορά εργασίας ύστερα από μια περίοδο οικονομικής ύφεσης (2001 – 2003) με αρνητικές επιπτώσεις στην απασχόληση, αν και με μικρότερη ένταση συγκριτικά με άλλες περιόδους οικονομικής επιβράδυνσης, το 2004 φαίνεται να τηρείται στάση αναμονής. Ο ρυθμός ανόδου της απασχόλησης ελαφρώς ανώτερος του 2003 και στις δύο οικονομικές ζώνες. Ως επακόλουθο η ανεργία στην Ευρωζώνη και στην ΕΕ-25 παρέμεινε σε επίπεδα κοντά στο 9% , οριακά αυξημένη έναντι του 2003.

(Πίνακας 6)

<b>Ρυθμός ανάπτυξης, ΕΕ-25</b>					
	<b>(ετήσιες % μεταβολές)</b>				
	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Βέλγιο	3,9	0,7	0,9	1,3	2,7
Γερμανία	2,9	0,8	0,1	-0,1	1,6
Ελλάδα	4,5	4,3	3,8	4,7	4,2
Ισπανία	4,4	2,8	2,2	2,5	2,7
Γαλλία	3,8	2,1	1,2	0,5	2,5
Ιρλανδία	9,9	6	6,1	3,7	5,4
Ιταλία	3	1,8	0,4	0,3	1,2
Λουξεμβούργο	9	1,5	2,5	2,9	4,2
Ολλανδία	3,5	1,4	0,6	-0,9	1,3
Αυστρία	3,4	0,7	1,2	0,8	2
Πορτογαλία	3,4	1,7	0,4	-1,1	1
Φιλανδία	5,1	1,1	2,2	2,4	3,7
<b>ΕΥΡΩΖΩΝΗ</b>	<b>3,5</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>2</b>
Δανία	2,8	1,6	1	0,4	2
Σουηδία	4,3	1	2	1,5	3,5
Μ. Βρετανία	3,9	2,3	1,8	2,2	3,1
<b>Ε.Ε. 15</b>					
Τσεχία	3,9	2,6	1,5	3,7	4
Εσθονία	7,8	6,4	7,2	5,1	6,2
Κύπρος	5	4,1	2,1	2	3,7
Λετονία	6,9	8	6,4	7,5	8,5
Λιθουανία	3,9	6,4	6,8	9,7	6,7
Ουγγαρία	5,2	3,8	3,5	3	4
Μάλτα	6,4	-1,7	2,2	-1,8	1,5
Πολωνία	4	1	1,4	3,8	5,3
Σλοβενία	3,9	2,7	3,3	2,5	4,6
Σλοβακία	2	3,8	4,6	4,5	5,5
<b>Ε.Ε - 25</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1</b>	<b>2,4</b>

Πηγή: European Union, Economic

## 2.7. Οικονομικά γεγονότα 2005

### 2.7.1 Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδας 2005

Μετά τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2003 και το 2004, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ για το 2005 επιβραδύνθηκε στο 3,7% έναντι του 4,2% το 2004. Η εξέλιξη αυτή ήταν αποτέλεσμα της υποχώρησης του ρυθμού των επενδύσεων που συνδέονταν με τους Ολυμπιακούς Αγώνες, της εκρηκτικής αύξησης των διεθνών τιμών του πετρελαίου στις αρχές του 2005 και της επιβράδυνσης του ρυθμού αύξησης των εισπράξεων από ναυτιλιακές υπηρεσίες. Επιπλέον, στην επιβράδυνση συνέτεινε και η σημαντική συγκράτηση των

επενδυτικών δαπανών, στο πλαίσιο της πολιτικής για δημοσιονομική προσαρμογή που ακολούθησε η κυβέρνηση.

Η αύξηση του ΑΕΠ με ρυθμό 3,7% το 2005 υπολείπεται μάλιστα του σεναρίου βάσης που είχε κατατεθεί το Μάρτιο του 2005 (ΠΣΑ 2004-2007), αλλά υπερτερεί έστω και οριακά από την εκτίμηση του 3,6% του ΠΣΑ 2005-2008 (Δεκέμβριος 2005).

Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υπερέβη τον αντίστοιχο στο σύνολο της ΕΕ-25 και στο σύνολο της ζώνης του ευρώ, καθώς και το μέσο ρυθμό στις χώρες του ΟΟΣΑ. Στη διατήρηση των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης, οι παράγοντες που συντέλεσαν ευνοϊκά ήταν, πέραν της τροφοδοτούμενης από την ιδιωτική κατανάλωση ισχυρής εγχώριας ζήτησης, οι αυξημένες εισπράξεις από τις θαλάσσιες μεταφορές, τα χαμηλά επιτόκια με την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ, η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση, οι εισροές κοινοτικών πόρων βάση των ΚΠΣ και οι επενδύσεις των Ολυμπιακών αγώνων.

Η ιδιωτική κατανάλωση <sup>(30)</sup>σημείωσε αύξηση 3,2% (έναντι 4,4% το 2004). Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η ιδιωτική κατανάλωση συνέβαλε κατά 2,9% στην άνοδο του ΑΕΠ το 2005, έναντι 5,7% το 2004.

Σημαντική επιβράδυνση σημειώθηκε και στην δημόσια κατανάλωση (2,9% έναντι 3,9% το 2004), ενώ οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου αυξήθηκαν με σημαντικά βραδύτερο ρυθμό (1%) έναντι του ιδιαίτερα υψηλού ρυθμού το 2004 (5,7%) κυρίως λόγω της επιβράδυνσης της κατασκευαστικής δραστηριότητας.

Η επιβράδυνση της αύξησης της εγχώριας δαπάνης αντισταθμίστηκε εν μέρη από τις εξελίξεις στον εξωτερικό τομέα της οικονομίας, όπου για πρώτη φορά μετά το 2001 οι καθαρές εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών συνέβαλαν θετικά στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 1% περίπου.

Από την πλευρά της προσφοράς, οι θετικές εξελίξεις στον τομέα των υπηρεσιών, ο οποίος καλύπτει πάνω από το 70% του ΑΕΠ και ειδικότερα, η ικανοποιητική οικονομική δραστηριότητα των κλάδων των τηλεπικοινωνιών, χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, εμπορίου και διαχείρισης ακίνητης περιουσίας, ενίσχυσε σημαντικά τον ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ.

---

(30)Πηγή: Στοιχεία του ΥΠΟΙΟ, Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και ανάπτυξης (ΠΣΑ) 2005-2008 ,Δεκέμβριος 2005



### 2.7.2. Διεθνείς Εξελίξεις 2005

Το 2005 η παγκόσμια οικονομία κατάφερε να διατηρήσει την δυναμική της παρά την περαιτέρω αύξηση των τιμών του πετρελαίου, αλλά και τις αρνητικές επιπτώσεις από τις φυσικές καταστροφές (τυφώνας Katrina). Ο<sup>(31)</sup> ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ διαμορφώθηκε το 2005 σε 4,3%, με περιορισμένη επιβράδυνση έναντι 5% του 2004.

Βασικότερος παράγων με ευνοϊκή συμβολή στη διατήρηση υψηλού ρυθμού ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ υπήρξε το 2005, η διεύρυνση του παγκόσμιου εμπορίου. Ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου σημείωσε αύξηση της τάξεως του 7%, ρυθμός ναι μεν βραδύτερος του 2004 (10,3%), αλλά σε επίπεδα ανώτερα του μακροχρόνιου μέσου όρου.

Στις ΗΠΑ ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας κινήθηκε στην περιοχή του 3,5%. Μέχρι και τα μέσα του 2005 η ανάπτυξη στηρίχτηκε στην ισχυρή αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης, στην άνοδο των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου και στην ενίσχυση της κατασκευαστικής δραστηριότητας. Η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στα τέλη του έτους συνδέεται αρχικά με τις αρνητικές επιπτώσεις από τον τυφώνα Katrina και το βραδύτερο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης στις περιοχές που επλήγησαν, ενώ σαφώς αρνητική ήταν η επίπτωση από τις υψηλές τιμές του πετρελαίου. Παράλληλα το «δίδυμο» έλλειμμα διευρύνεται στα τέλη του έτους με αποτέλεσμα το εμπορικό να φτάσει το 5,8% του ΑΕΠ, ενώ των τρεχουσών συναλλαγών να αυξηθεί στο 6,4% του ΑΕΠ.

Στην Ιαπωνία ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 2,5% , με την ανάπτυξη να τροφοδοτείται κυρίως από την άνοδο της εγχώριας ζήτησης. Το δ' τρίμηνο του 2005 <sup>(32)</sup>καταγράφηκε ιδιαίτερη βελτίωση του κλίματος με ρυθμό ανάπτυξης της τάξης του 5,5% σε σχέση με αντίστοιχο τρίμηνο του 2004.

Στην Κίνα το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 9,9%. Η έντονα δυναμική ανάπτυξη, αν και οριακά ασθενέστερη του 2004, συνδέεται με ενίσχυση των καθαρών

---

(31)Πηγή: Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου

(32)Πηγή: Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής,

εξαγωγών, ενώ θετική παραμένει η συμβολή του υψηλού επιπέδου επενδυτικών δαπανών.

Στην ΕΕ, η ανάπτυξη το 2005 εμφανίζεται ασθενέστερη των ενδείξεων του 2004, ενώ ανάλογη ήταν η εξέλιξη και στην Ευρωζώνη, όπου ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε 1,3% (2,4% το 2004). Έντονες ήταν οι διακυμάνσεις στην εξέλιξη του ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ κατά τη διάρκεια του έτους. Σε σύγκριση με το 2004 εντάθηκε ο ρυθμός ανόδου της εγχώριας κατανάλωσης, καθώς στην ΕΕ-25, από αύξηση της τάξεως 0,9%, φτάνει τα τέλη του 2005 το 1,9%.

## **2.8. Οικονομικά γεγονότα 2006**

### **2.8.1. Οικονομικά Γεγονότα Ελλάδας 2006**

Ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος στην Ελλάδα, εμφανίζει σταθερή και συνεχή βελτίωση, ως συνέχια της αυξητικής πορείας που ξεκίνησε το καλοκαίρι του 2005. Έτσι περίπου στα μέσα του έτους διαμορφώθηκε σε επίπεδα ανώτερα του μακροχρόνιου μέσου όρου (περίοδος 2000-2006) και έτεινε στα υψηλά επίπεδα που είχε κινηθεί το 2004.

Οι επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας κατά το 2006, όπως αποτυπώνονται σε βασικά μακροοικονομικά μεγέθη ήταν σαφώς ικανοποιητικές. Ο ρυθμός ανάπτυξης ξεπέρασε κάθε πρόβλεψη εθνικού ή διεθνή φορέα και ενώ είχε εκτιμηθεί από το ΥΠΟΙΟ (Υπουργείο Οικονομίας) εντός του 2006 ότι ενδεχομένως να προσεγγίσει το 4%, κατέληξε να αγγίζει μέχρι και το 4,3% , έναντι 3,7% το 2005. Υπενθυμίζεται ότι οι αρχικές εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών αναφέρονταν σε ανάπτυξη περί το 3,3- 3,4%.

Πράγματι το 2006 χαρακτηρίστηκε από σημαντική ανάκαμψη των συνολικών ακαθάριστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου, ο ρυθμός αύξησης των οποίων έφτασε το 12%, έναντι σχεδόν μηδενικής αύξησης το 2005. Η άνοδος αυτή συνδέεται με: α) τη μεγάλη αύξηση των επενδύσεων σε κατοικίες, οι οποίες μετά τη πτώση της διετίας 2004-2005, ανέκαμψαν το 2006 και αυξήθηκαν με ρυθμό άνω του 30%, β) τη σημαντική άνοδο και συμβολή των επιχειρηματικών επενδύσεων, με μέσο όρο ανόδου της τάξεως του 8,6%, από 1,5% το 2005, αν και οι επενδύσεις των δημοσίων επιχειρήσεων μειώθηκαν και γ) ανάκαμψη των δημοσίων

επενδύσεων , οι οποίες αυξήθηκαν κατά 7,6% , ύστερα από δραστικό περιορισμό τους το 2005.

Από την άλλη πλευρά η ιδιωτική κατανάλωση επιταχύνθηκε με 3,9% το 2006 (3,4% το 2005), τροφοδοτούμενη από την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, την ταχύτερη αύξηση της μισθωτής απασχόλησης και την επέκταση της καταναλωτικής πίστης. Το σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον, τα σχετικά χαμηλά επιτόκια και η απελευθέρωση του πιστωτικού συστήματος, εξακολούθησαν να επηρεάζουν θετικά τις προσδοκίες των καταναλωτών, με αποτέλεσμα την προσφυγή τους στο δανεισμό που διατηρεί σε υψηλά επίπεδα την ιδιωτική κατανάλωση. Ο αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 1,9%, ενώ οι ετήσιες προβλέψεις εκτιμούσαν ποσοστό μέχρι της τάξεως του 1,6%.

### **2.8.2. Διεθνείς Εξελίξεις 2006**

Το 2006, το κλίμα στην παγκόσμια οικονομία διατηρήθηκε ευνοϊκό. Ο ρυθμός της παγκόσμια οικονομίας άγγιξε το 5,1% , οριακά ταχύτερος από τον προηγούμενο χρόνο. Δύο είναι οι βασικοί μοχλοί ενίσχυσης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας: α) το διεθνές εμπόριο, το οποίο διευρύνθηκε κατά 9% το 2006, παρά τη διατήρηση σε υψηλά επίπεδα των τιμών του πετρελαίου κατά το πρώτο οκτάμηνο του 2006 και β) η επιτάχυνση των επιχειρηματικών επενδύσεων, ως αποτέλεσμα της αυξημένης κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Οι θετικές εξελίξεις στις χρηματιστηριακές αγορές ήταν ενδεικτικές της υγιούς χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων και των θετικών προσδοκιών τους στο μέλλον. Εξάλλου σημαντική επίδραση στην ανάπτυξη είχε και η ιδιωτική κατανάλωση, η οποία διατηρούσε ανοδική πορεία.

Στις ΗΠΑ, η οικονομική δραστηριότητα περιορίστηκε σημαντικά το 2007, αφού οι επενδύσεις σε κατοικίες είχαν υποχωρήσει ραγδαία και η κατανάλωση των νοικοκυριών ήταν διστακτική. Το ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 3,4%, ελάχιστα μειωμένο από το 2005 όπου ήταν 3,6%.

Η Ιαπωνία, σημείωσε ταχεία οικονομική ανάπτυξη ιδίως στο πρώτο εξάμηνο τροφοδοτούμενη κυρίως από την ισχυρή εγχώρια ζήτηση. Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ οδηγήθηκε στο 2,7% από την ενισχυμένη κατανάλωση λόγω των προοπτικών αύξησης της απασχόλησης, ενώ σημαντική ήταν η συνεισφορά των επενδύσεων οι οποίες ανέκαμψαν.

Η οικονομική ανάπτυξη της Κίνας έμεινε εύρωστη και το 2006, με ρυθμό ανάπτυξης στο 10,4% , με κύριους μοχλούς τις αυξημένες καθαρές εξαγωγές και τις επενδυτικές δαπάνες.

Στη Ρωσία, η ισχυρή εγχώρια ζήτηση και οι υψηλές τιμές ενέργειας, διατήρησαν ψηλά και το 2006 την ανάπτυξη ( 6,7%).

(Πίνακας 7)

<b>Διεθνές Περιβάλλον</b>		2006
(ετήσιες % μεταβολές σε πραγματικές τιμές)		
<b>ΑΕΠ</b>		
<b>ΗΠΑ</b>		3,4
Ιαπωνία		2,7
Ασία (εκτός Ιαπωνίας)		8,4
εκ των οποίων	Κίνα	10,4
ASEAN4+Κορέα		5,1
Ευρωζώνη		2,6
ΕΕ-25		2,8
Υποψήφιες χώρες (στην ΕΕ)		6,1
Κοινοπολιτεία Ανεξαρτήτων Κρατών (CIS)		7,1
εκ των οποίων	Ρωσία	6,7
MENA		5,5
Λατινική Αμερική		4,7
Παγκόσμια Οικονομία		5,1
Παγκόσμια Οικονομία (εκτός ΕΕ-25)		5,7

ASEAN4: Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες, Ταϊλάνδη.

Υποψήφιες χώρες: Βουλγαρία, Κροατία, Ρουμανία, Τουρκία

MENA (Middle East and North Africa): Αλγερία, Μπαχρέιν, Αίγυπτος, Ιράν, Ιράκ, Ισραήλ, Ιορδανία, Κουβέιτ, Λίβανος, Λιβύη, Μαρόκο, Ομάν, Κατάρ, Σουηδική Αραβία, Συρία, Τунησία, Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, Υεμένη

Ασία: Όλες οι χώρες εκτός Ιαπωνίας και ασιατικών MENA χωρών.

Αφρική: Όλες οι χώρες εκτός αφρικανικών MENA χωρών.

Πηγή: European Union, Economic Forecast, Spring 2005

Κατά το 2006 ο ρυθμός ανάπτυξης της ΕΕ και της Ευρωζώνης επιταχύνθηκε σε 2,8% και 2,6% αντίστοιχα (από 1,3% και 1,4% το 2005). Η ισχυρή εγχώρια ζήτηση και το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον παρέμειναν οι κύριοι παράγοντες ενίσχυσης της οικονομικής ανάπτυξης. Η αύξηση της εγχώριας ζήτησης συνδέθηκε πρωτίστως με την επιτάχυνση των επενδύσεων και δευτερευόντως με την αύξηση της ιδιωτικής

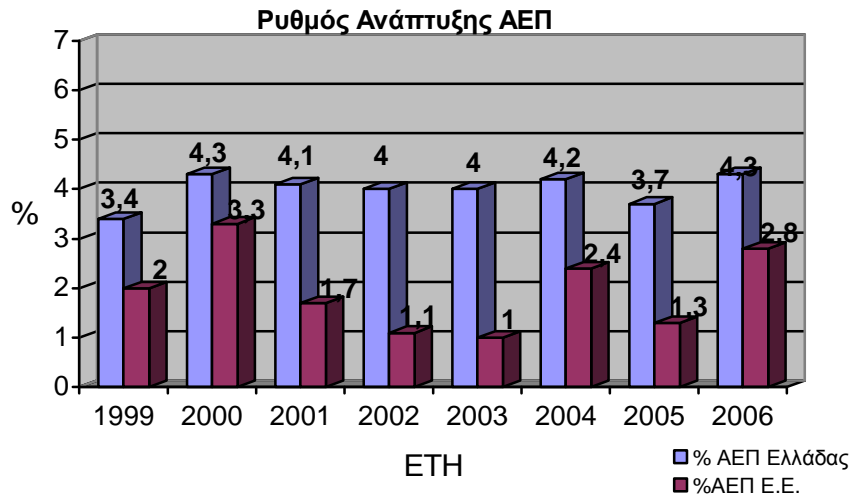
κατανάλωσης, ενώ ισχνά θετική συνεισφορά είχε και το εξωτερικό εμπόριο. Θετικές όμως ήταν και οι εξελίξεις στην απασχόληση, όπου ο ετήσιος ρυθμός αύξησης διαμορφώθηκε στο 1,4% (ΕΕ-25 και Ευρωζώνη), ενώ σημειώθηκε για πρώτη φορά τα τελευταία χρόνια άνοδος της απασχόληση σε επίπεδο επιχειρήσεων.

## 2.9. Σύνοψη Μακροοικονομικών γεγονότων 1999-2006

Παρακάτω θα αναφέρουμε τα πιο σημαντικά μακροοικονομικά γεγονότα που συνέβησαν στην Ελλάδα συνοπτικά, τα έτη 1999 έως 2006.

### Ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας

(Διάγραμμα 7)



Όπως παρατηρούμε και από το διάγραμμα αλλά και όπως έχουμε ήδη αναφέρει στο κεφάλαιο, στην Ελλάδα επικρατεί μια σταθερή και συνεχόμενη ανάπτυξη της οικονομίας από το έτος 1999 έως το 2006. Ο ρυθμός ανάπτυξης όλα τα χρόνια κινήθηκε σταθερά άνω του μέσου όρου της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι λόγοι αύξησης του ρυθμού ανάπτυξης στηρίζονται στην είσοδο της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ, στην ανάληψη των Ολυμπιακών αγώνων, στις αρχικές μειώσεις του δημόσιου χρέους που ήταν ένα κριτήριο για την είσοδο στην ευρωζώνη και των μικρότερων ελλειμμάτων που παρουσίαζε η ελληνική οικονομία.

### Δημοσιονομικό Έλλειμμα

#### Δημοσιονομικό Έλλειμμα (% ΑΕΠ)

(Πίνακας 8)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Έλλειμμα Ελλάδας	-1,5	-0,9	0,1	5,2	-3,2	-7,4	-5,1	-2,6

Πηγές: ΔΝΤ, Τράπεζα της Ελλάδος, ΣΕΒ,

[www.naftemporiki.gr/news/story.asp?id=1502846](http://www.naftemporiki.gr/news/story.asp?id=1502846)

Όπως παρατηρούμε και από τον συνοπτικό πίνακα που παρουσιάσαμε πιο πάνω η Ελλάδα σημειώνει όλες τις χρονιές δημοσιονομικό έλλειμμα, εκτός από το 2001 που σημειώνει πλεόνασμα. Ιδίως το 2004 το έλλειμμα αυξάνεται στο -7,4% του ΑΕΠ όπως και το 2005 στο 5,1% του ΑΕΠ, ποσοστό που είναι πολύ ανώτερο από το 3% που προβλέπει το σύμφωνο σταθερότητας της ευρωζώνης.

### Δημόσιο Χρέος

Το δημόσιο χρέος ήταν πάντα ένα σημαντικό πρόβλημα για την ελληνική οικονομία. Το υψηλό χρέος που έχουμε σημειώσει τόσα χρόνια και τα ελλείμματα της Ελλάδας δυσκολεύουν ακόμα περισσότερο την μείωση του έτσι ώστε να φτάσουμε στο επιθυμητό του συμφώνου σταθερότητας της ευρωζώνης που αντιστοιχεί στο 60% του ΑΕΠ. Η Ελλάδα για τα έτη 1999-2006 σημείωσε τα αντίστοιχα ποσοστά.

Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)

(Πίνακας 9)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Δημόσιο Χρέος	104,6	104,7	105,1	104,9	106,4	108,2	109	106,1

Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους

### Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός είναι ακόμα ένα θέμα που ταλανίζει την Ελλάδα τα τελευταία χρόνια. Μετά την ένταξη στην Ευρωζώνη, ήταν εξαιρετικά δημοφιλής η άποψη πως η ελληνική οικονομία θα απολάμβανε μια φάση εύκολης ανάπτυξης, η οποία αναπόφευκτα θα συνοδευόταν από βραχυχρόνιες πληθωριστικές πιέσεις. Ταυτόχρονα, η μείωση του κόστους του χρήματος θα οδηγούσε σε αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης και της ζήτησης ακινήτων, τροφοδοτώντας περαιτέρω την άνοδο των τιμών.

Παρακάτω παρατίθενται τα στοιχεία του πληθωρισμού για τα έτη 1999-2006.

Πληθωρισμός (%) (2005=100)

(Πίνακας 10)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Πληθωρισμός Ελλάδας	2,7	3,9	3	3,4	3,1	3,1	3,6	2,9

Πηγή: ΕΣΥΕ

Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα ο πληθωρισμός κινείται σε ένα εύρος από 2,7%- 3,9% χωρίς μεγάλες διακυμάνσεις, με τα στοιχεία της περιόδου αυτής να μην είναι τόσο απογοητευτικά.

## Χρηματιστήριο

(Διάγραμμα 8)



Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

Ο Γενικός δείκτης του ΧΑ ύστερα από την υπερβολική άνοδο του 1999 και το υψηλό του, που ήταν οι 6.500 μονάδες, κινήθηκε ιδιαίτερα πτωτικά την επόμενη τριετία χάνοντας όλα τα κέρδη του. Κινήθηκε στο χαμηλότερο σημείο της 7ετίας που ήταν οι 1.500 μονάδες, στις αρχές του 2003, ενώ από εκείνη την περίοδο και ύστερα κινήθηκε ιδιαίτερα θετικά σημειώνοντας συνεχόμενη άνοδο έως τα μέσα του 2006.

Κλεισίματα Γενικού Δείκτη

(Πίνακας 11)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Κλείσιμο έτους	5.535,09	3.388,86	2.591,56	1.748,42	2.263,58	2.786,18	3.663,90	4.394,13

Πηγή: [http://www.capital.gr/xa/close\\_history.asp?s=%C3%C4&pg=8](http://www.capital.gr/xa/close_history.asp?s=%C3%C4&pg=8)



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

### ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ 2007-2009

#### 3.1. Τα αίτια της οικονομικής κρίσης

Τα αίτια της κρίσης αποτέλεσαν και αποτελούν αμφιλεγόμενο θέμα έρευνας και συζήτησης μιας και η παρούσα κρίση είναι αναμφίβολα μια από τις μεγαλύτερες κρίσεις στην ιστορία.

Τα βασικότερα αίτια της κρίσης είναι<sup>(33)</sup>:

- i. Η αλόγιστη χρήση τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων (Securitization)
- ii. Η υπερβολική χρήση δανειακών κεφαλαίων (Financial Leverage)
- iii. Η πλημμελής διαβάθμιση πιστοληπτικού κινδύνου ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης (Bond Ratings)
- iv. Το σύστημα αμοιβών στο χρηματοπιστωτικό τομέα (Bonus)
- v. Το κανονιστικό πλαίσιο
- vi. Παγκοσμιοποίηση της οικονομίας

#### **i. Η αλόγιστη χρήση τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων (Securitization)**

Με τη μείωση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, στη Μεγάλη Βρετανία και στην Ευρωπαϊκή Ένωση, σημειώθηκε μια τεράστια αύξηση στις χορηγήσεις στεγαστικών δανείων ιδιαίτερα στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (με χρηματοδότηση μέχρι και του 120% της αξίας των ακινήτων αλλά και δανεισμό πολιτών που δεν διέθεταν τα οικονομικά στοιχεία για να δανειοδοτηθούν). Οι πάντες πίστευαν ότι η οικοδομική δραστηριότητα θα επεκτεινόταν συνεχώς και η αύξηση της κατανάλωσης θα ήταν το πρωταρχικό στοιχείο ανόδου της Οικονομίας των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής.

Οι σκέψεις αυτές διατυπώνονταν από τα πλέον έγκυρα στελέχη, όπως τον Πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve) Άλαν Κρίσμαν. Η Federal Reserve είναι η ανεξάρτητη αρχή του κράτους (δεν ελέγχεται

---

(33)Πηγή: Χρήστος Καμπόλης, Νικόλαος Τραυλός, " Τα αίτια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης "

από τον Πρόεδρο και το Κογκρέσο) και είναι υπεύθυνη για τον έλεγχο ολοκλήρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Έτσι οι εμπορικές Τράπεζες χορήγησαν αρχικά στεγαστικά δάνεια σε μεγάλο αριθμό πελατών, βοηθούμενες από τα χαμηλά επιτόκια και την τεράστια επέκταση της οικοδομικής δραστηριότητας σε αναλογία συνήθως, Ιδίων Κεφαλαίων Τράπεζας προς Υποχρεώσεις Δανειοληπτών 1/9 (σύμφωνα με την αναλογία εποπτικών κεφαλαίων που καθόριζε η Κεντρική Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής).

Οι Εμπορικές Τράπεζες στην προσπάθειά τους να αυξήσουν τα κεφάλαια τους με είσοδο μετρητών στο ενεργητικό του Ισολογισμού τους «πακετάρουν» διάφορα στεγαστικά δάνεια και εκδίδουν **εταιρικά ομόλογα (Mortgage Backed Securities – MBS)**.

Η τιτλοποίηση δανείων έλαβε κυρίως τεράστιες διαστάσεις, διότι τα στελέχη των τραπεζών προκειμένου να εμφανίσουν βραχυπρόθεσμα κέρδη και να εισπράξουν τεράστια χρηματικά ποσά με τη μορφή (Bonus) χρησιμοποιούσαν αυτά τα εργαλεία.

Τα **εταιρικά ομόλογα (MBS)** πωλούνταν από τις Επενδυτικές Τράπεζες (Lehman Brothers) σε :

- α. Αμοιβαία Κεφάλαια.
- β. Συνταξιοδοτικά Ταμεία (κρατικά, ημικρατικά ,εταιρικά).
- γ. Ασφαλιστικές εταιρείες.
- δ. Επενδυτικές Τράπεζες.
- ε. Εμπορικές Τράπεζες.
- στ. Hedge Funds

Το μέγεθος των MBS που εκδόθηκαν το 2007 στις ΗΠΑ ήταν 7,3 τρις δολάρια. Οι θεσμικοί επενδυτές προκειμένου να εξασφαλισθούν για τα ομόλογα που κατείχαν στα περιουσιακά τους στοιχεία αγόραζαν Συμβόλαια Προστασίας Έναντι Κινδύνων Χρεοκοπίας Ομολόγων (Credit Default Swaps). Τα περισσότερα από αυτά εξέδιδε ο ασφαλιστικός κολοσσός American International Group (AIG). Μετά τη χρεοκοπία όμως της Lehman Brothers, αλλά και την αδυναμία των επενδυτικών τραπεζών να επιστρέψουν κεφάλαια στους επενδυτές ομολόγων υποχρεώθηκε σε αποζημιώσεις τεραστίων χρηματικών ποσών έναντι των συμβολαίων CDS. Επίσης κινδύνεψε με χρεοκοπία με αποτέλεσμα η κυβέρνηση

των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής να σπεύσει σε κρατική βοήθεια δια της ομοσπονδιακής τράπεζας (Fed) παρέχοντας 85 δις. δολάρια και να λάβει τον έλεγχο του 80% του μετοχικού κεφαλαίου του ασφαλιστικού κολοσσού.

Παράλληλα η Αμερικανική κυβέρνηση διαμέσου της Fed παρείχε ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα ύψους 50 δις δολάρια.

Η 4η επενδυτική τράπεζα των ΗΠΑ (Lehman Brothers) κηρύχθηκε σε πτώχευση, ενώ τμήματα και περιουσιακά της στοιχεία πουλήθηκαν στην αγγλική τράπεζα Barclays.

### **ii. Η υπερβολική χρήση δανειακών κεφαλαίων (Financial Leverage)**

Τα χαμηλά επιτόκια και η υπερβάλλουσα ρευστότητα, λόγω της πολιτικής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, αύξησε υπερβολικά τον δανεισμό των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και μείωσε υπερβολικά την αποταμίευση.

Έτσι όταν ξέσπασε η κρίση, ο υπερβολικός δανεισμός καθιστούσε απαγορευτική την περαιτέρω χρηματοδότηση με αποτέλεσμα πολλές επιχειρήσεις, ακόμη και κολοσσοί, να οδηγηθούν σε χρεοκοπία όπως και πάρα πολλά νοικοκυριά.

Η αναλογία Υποχρεώσεων προς Ίδια κεφάλαια από 9 προς 1 στις εμπορικές τράπεζες μετατράπηκε σε 20 προς 1 στις επενδυτικές τράπεζες που υπήρξαν ανάδοχοι των εταιρικών ομολόγων (MBS).

### **iii. Η πλημμελής διαβάθμιση πιστοληπτικού κινδύνου ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης (Bond Ratings)**

Στη διεθνή οικονομική σκηνή υπάρχουν διεθνείς οίκοι αξιολόγησης όπως: Standard & Poor's Rating Service, Fitch, Moody's οι οποίοι αξιολογούν την πιστοληπτική ικανότητα εταιρειών (Τραπεζών, Ασφαλιστικών Εταιρειών, Αμοιβαίων Κεφαλαίων, Επενδυτικών Τραπεζών), τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, αλλά και την πιστοληπτική ικανότητα των κρατών.

Το τοπίο μέσα στο οποίο κινούνται οι διεθνείς αυτοί οίκοι είναι τόσο «θολό», ώστε να ενεργούν ανάλογα με τα συμφέροντα τους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι, ότι στις 16 Σεπτεμβρίου 2008 που η 4η επενδυτική τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής (Lehman Brothers) κατέθεσε αίτηση για υπαγωγή στο άρθρο 11 του αμερικανικού πτωχευτικού κώδικα, αξιολογούνταν θετικά από τους διεθνείς

οίκους. Μάλιστα πριν λίγες εβδομάδες είχε αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας AAA.

Οι οίκοι αυτοί αξιολογούσαν τα ομόλογα των επενδυτικών οίκων και είχαν κάθε συμφέρον να δίδουν αναληθείς αξιολογήσεις για τα προϊόντα και τις εταιρείες.

Με τέτοια αναξιοπιστία, πως οι οίκοι αυτοί θα αξιολογούν τον κίνδυνο των χρηματοοικονομικών προϊόντων, των εταιρειών και κρατών όταν κατέστησαν ανίκανοι να αξιολογήσουν και να διαγνώσουν έγκαιρα τον κίνδυνο χρεοκοπίας τραπεζών και διαφόρων εταιρειών;

#### **iv. Το σύστημα αμοιβών στο χρηματοπιστωτικό τομέα (Bonus)**

Τα στελέχη των μεγάλων πολυεθνικών εταιρειών του χρηματοοικονομικού τομέα (Τράπεζες, Ασφαλιστικές Εταιρείες, Αμοιβαία Κεφάλαια κλπ), λάμβαναν τεράστιες αμοιβές με την μορφή πρόσθετων παροχών (Bonus) για τα οικονομικά αποτελέσματα που επετύγχαναν στις εταιρείες τους. Αξίζει να σημειωθεί πως το σύνολο των <sup>(34)</sup>Bonus που δόθηκαν στα στελέχη της Wall Street ανέρχονται στο ποσό των 23,9 δισεκατομμυρίων δολαρίων για το έτος 2006. Ανάλογες υψηλές αμοιβές πραγματοποιήθηκαν και στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Επειδή όμως, τα στελέχη είχαν κίνητρο άμεσου πλουτισμού δεν ενδιαφέρονταν για τα μακροπρόθεσμα οικονομικά αποτελέσματα αλλά μόνο για τα βραχυπρόθεσμα.

Η νέα κυβέρνηση των ΗΠΑ, στην προσπάθεια της για εξάλειψη αυτού του φαινομένου έθεσε όρια στις αμοιβές των στελεχών των εταιρειών που έλαβαν κρατικές ενισχύσεις.

#### **v. Το κανονιστικό πλαίσιο**

Μια από τις αιτίες της χρηματοοικονομικής κρίσης, που οδήγησε σε κρίση της πραγματικής οικονομίας, είναι και ο παντελής έλεγχος του χρηματοοικονομικού τομέα εξ αιτίας των νομοθετικών ρυθμίσεων που θεσμοθετήθηκαν στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα.

---

(34)Πηγή: Ηλεκτρονική πηγή : <http://www.insight.gr/economy.php?artid=15>, «Η κρίση στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και οι επιπτώσεις στην Ελληνική οικονομία»

Ένας βασικός κανόνας που ίσχυε στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής, ήταν ο κανόνας του Glass Steagall Act που θεσμοθετήθηκε το 1933 (μετά το «κραχ» του 1929) και καταργήθηκε το Νοέμβριο του 1999, υπο την προεδρία του Κλίντον και του πρόεδρου της Ομοσπονδιακής Τράπεζας Alan Greenspan.

Ο κανόνας αυτός απαγόρευε τη συνεργασία εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών προκειμένου να προστατεύονται οι επενδυτές.

Από τον νόμο αυτό το μόνο που παρέμεινε μέχρι σήμερα είναι η κρατική εταιρεία FDIC (Federal Deposit Insurance Corporate) στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, που εγγυάται τις καταθέσεις αποταμιευτών στις εμπορικές τράπεζες (μέχρι 100.000 δολάρια ανά τράπεζα). Το ταμείο αυτό προστατεύει τους αποταμιευτές από χρεοκοπίες Εμπορικών Τραπεζών, δεν αφορά όμως προϊόντα Επενδυτικών Τραπεζών, όπως την προστασία των επενδυτών της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers.

<sup>(35)</sup>Επιπροσθέτως η μη ολοκληρωμένη εφαρμογή της Βασιλείας II οδήγησε τα τραπεζικά ιδρύματα σε μη ορθό υπολογισμό των πιστωτικών κινδύνων που αντιμετώπιζαν. Η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας σε συνδυασμό με άλλους κανόνες απελευθέρωσης της αγοράς επηρέασε αρνητικά την παγκόσμια οικονομία. Μερικοί από τους κανόνες απελευθέρωσης είναι:

α. η ελεύθερη διακίνηση των κεφαλαίων ανά την υφήλιο.

β. η πώληση χρηματοοικονομικών προϊόντων των εταιρειών όχι μόνο από τις χώρες του ΟΟΣΑ, αλλά από περιοχές φορολογικών παραδείσων χωρίς κανένα έλεγχο από τις αρμόδιες κρατικές αρχές.

γ. η πώληση σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων, που η γνώση τους ήταν δύσκολη, μέσα από ασφαλιστικές εταιρείες και από τους πλέον ικανούς οικονομολόγους.

δ. η πώληση από τις εμπορικές τράπεζες προϊόντων Επενδυτικών Τραπεζών που σε πολλές περιπτώσεις αναφέρονταν σαν προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου (τα ομόλογα εγγυημένου κεφαλαίου της Lehman Brothers που πουλήθηκαν στην Ελλάδα από την τράπεζα Citibank σε επιφανείς πελάτες της (private banking), χωρίς να ελεγχθεί το προϊόν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου).

---

(35)Πηγή: Ηλεκτρονική πηγή : <http://www.insight.gr/economy.php?artid=15>, «Η κρίση στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και οι επιπτώσεις στην Ελληνική οικονομία».

ε. η δυνατότητα των ασφαλιστικών ταμείων της κοινωνικής ασφάλισης να επενδύουν σε μετοχές, χωρίς την επιστημονική ανάλυση από επενδυτικές επιτροπές, αλλά και σύνθετα προϊόντα παραγωγών (ομόλογα που αγόρασαν ομαδικά στην Ελλάδα τα ασφαλιστικά ταμεία το 2007).

στ. Οι επενδύσεις σε κάθε είδους οικοδομική δραστηριότητα από funds που δεν δίδουν στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων τους.

Γενικά η πλήρης απελευθέρωση του νομοθετικού πλαισίου του χρηματοοικονομικού τομέα είχε σαν αποτέλεσμα να υπάρχουν φαινόμενα χρεοκοπίας τραπεζικών ιδρυμάτων με τεράστιες συνέπειες για την παγκόσμια και Ελληνική οικονομία.

#### **vi. Παγκοσμιοποίηση της οικονομίας**

Η παγκοσμιοποίηση της διεθνούς οικονομίας είχε σαν αποτέλεσμα, το χρηματοοικονομικό πρόβλημα που ξεκίνησε από τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής να μεταδοθεί σαν τοξικό απόβλητο σε ολόκληρο τον κόσμο.

Στα χαρτοφυλάκια πολλών Ευρωπαϊκών Τραπεζών, και κυρίως στη Μεγάλη Βρετανία, υπήρχε μεγάλος αριθμός τοξικών ομολόγων που δεν εξυπηρετούνταν, με αποτέλεσμα να κινδυνεύσουν πολλές τράπεζες και ενώπιον του κινδύνου χρεοκοπίας να ζητήσουν κρατική ενίσχυση.

Έτσι στις ΗΠΑ κρατικοποιήθηκαν οι πιστωτικοί οργανισμοί που παρείχαν στεγαστικά δάνεια (π.χ. Fannie Mae και Freddie Mac).

Στη Γερμανία κρατικοποιήθηκε η στεγαστική τράπεζα Hypo Real Estate ενώ στη Μεγάλη Βρετανία κρατικοποιήθηκε η τράπεζα Lloyd's από την κυβέρνηση Γκόρντον Μπράουν.

Τα «τοξικά» τιτλοποιημένα ομόλογα μόλυναν τα χαρτοφυλάκια πολλών ευρωπαϊκών Τραπεζών με αποτέλεσμα για διαγράφονται επισφάλειες και να ζητείται κρατική συνδρομή με τη μορφή κρατικών εγγυήσεων.

Η χρηματοπιστωτική κρίση στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής μεταδόθηκε σε ολόκληρο τον κόσμο και οι τράπεζες διέκοψαν τις χρηματοδοτήσεις σε ιδιώτες και επιχειρήσεις. Η κρίση μετατράπηκε σε βρόγχο για χιλιάδες επιχειρήσεις. Επηρέασε όλους τους κλάδους τις οικονομίας, με δυσάρεστα αποτελέσματα (μεγάλη αύξηση της ανεργίας, απολύσεις, συγχωνεύσεις επιχειρήσεων και χρεοκοπίες, σε πολλές χώρες η ανάπτυξη επιβραδύνεται ή καθίσταται αρνητική, το

ΑΕΠ μικραίνει, ο δανεισμός πολλών κρατών γίνεται πολύ ακριβός ή αδύνατος και αυξάνει το δημόσιο χρέος).

## **3.2. Οικονομικά γεγονότα εν μέσω χρηματοπιστωτικής κρίσης**

### **Πρόλογος**

Αναμφισβήτητα τον τελευταίο χρόνο το παγκόσμιο ενδιαφέρον περιστρέφεται γύρω από μια έντονη χρηματοοικονομική κρίση. Προ τριετίας και συγκεκριμένα τον Αύγουστο του 2007 κάποιος μίλησαν για μία πιστωτική «δυσλειτουργία» στην αμερικανική οικονομία. Από τα τέλη του 2008 και έχοντας ως δεδομένο τις εξελίξεις των αγορών ο όρος «κρίση» στην παγκόσμια οικονομία επιβεβαιώνεται και καθιερώνεται για να περιγράψει το σύνολο των επιπτώσεων μιας εκτεταμένης ύφεσης στην επιχειρηματική και γενικότερα οικονομική κοινότητα.

Από το γενικευμένο δυσμενές κλίμα δεν θα μπορούσε να μείνει ανεπηρέαστη η χώρα μας, καθώς από τον Σεπτέμβριο του 2008 και σταδιακά μέχρι και σήμερα η ελληνική πραγματικότητα βρίσκεται κάτω από ένα πέπλο έντονου προβληματισμού και ανησυχίας εξαιτίας μιας παγκοσμιοποιημένης οικονομικής κρίσης που έχει χαρακτηριστεί -δικαίως με βάση τα νούμερα και την διάρκεια- ως η χειρότερη των τελευταίων 70 ετών. Μιας κρίσης της οποίας τα αίτια δεν έγιναν αντιληπτά από μία σημαντική μερίδα της ελληνικής κοινωνίας που δεν έχουν τα ερεθίσματα και το ενδιαφέρον να την κατανοήσουν και να την αναλύσουν, κινούμενοι με γνώμονα την «ευημερία» της καθημερινής τους ζωής. Η ψευδαίσθηση της οικονομικής ασφάλειας που έπνεε πάνω από την ελληνική οικονομία κλονίστηκε το φθινόπωρο του 2008 με τα ΜΜΕ να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην εξάπλωση ενός κλίματος ανησυχίας προβάλλοντας τις δυσμενείς οικονομικές συνθήκες που παρατηρούνται διεθνώς, άλλοτε με την στοχευμένη παράθεση των γεγονότων και άλλοτε με όχημα την υπερβολή ως απόρροια της μη κατανόησης.

## Γεγονότα της κρίσης

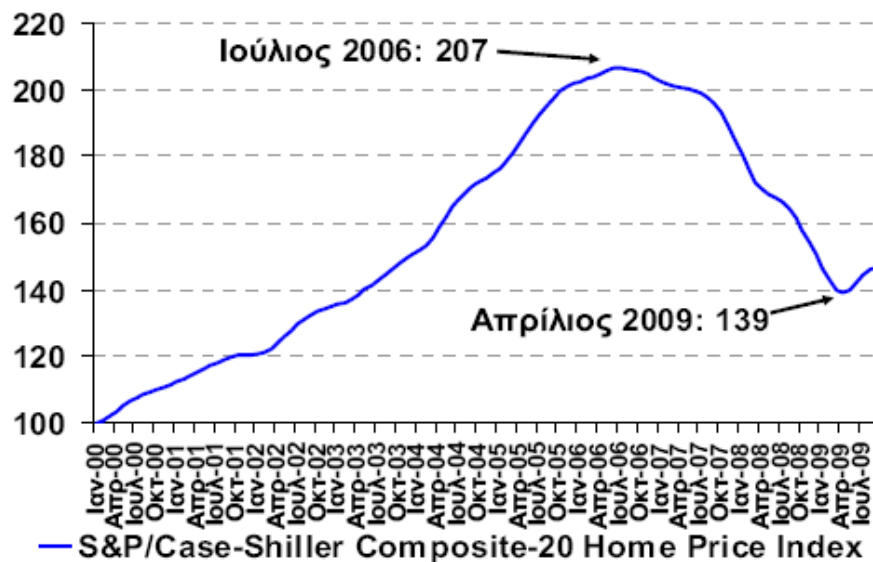
Παρακάτω παρατίθενται τα γεγονότα της κρίσης κατά ημερομηνία έτσι όπως εξελίχτηκαν και οδήγησαν στην κρίση.

### Α εξάμηνο 2007

Ξεκινώντας από το 2007 θα λέγαμε πως επικρατούσε έντονη φημολογία γύρω από την στεγαστική αγορά των ΗΠΑ που παρουσίαζε έντονα σημάδια κόπωσης.

Η φούσκα των ακινήτων που από το 2001 είχε ξεκινήσει μια ανοδική πορεία, η οποία είχε προβληματίσει πολλούς αναλυτές αλλά τελικά εξαπλώθηκε, ξεκίνησε την καθοδική της πορεία. Η πτώση των τιμών όπου ξεκίνησε το 2006 οδήγησε σε καθυστερήσεις των δόσεων των νοικοκυριών προς τις τράπεζες. Ορισμένα νοικοκυριά άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι η αξία του σπιτιού που πρόσφατα αγόρασαν έπεσε κάτω από την αξία δανείου τους και ότι τους συνέφερε να παραδώσουν τα κλειδιά στην τράπεζα και να φύγουν.

(Διάγραμμα 9) Η πορεία των τιμών κατοικιών στις κατοικίες



Πηγή: Bloomberg

Αναλυτές εξέφραζαν σε στήλες του οικονομικού τύπου την ανησυχία τους για μια επερχόμενη κρίση. Παράλληλα η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προέβαινε διαρκώς σε σταδιακές αυξήσεις του ευρωπαϊτικού ώστε να αντιμετωπίσει τις



πληθωριστικές πιέσεις που ταλάνιζαν την ευρωπαϊκή οικονομία. Έντονα πλήττονταν οι δανειολήπτες, ενώ παράγοντες στην τραπεζική αγορά συνιστούσαν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να είναι πιο φειδωλά στη χορήγηση δανείων<sup>(36)</sup>. Την ίδια στιγμή το δολάριο εξακολουθούσε να υποχωρεί έναντι του ευρώ. Η ανεργία στην Ευρώπη αυξανόταν, ενώ πλήττονταν παράλληλα και οι εξαγωγές.

Στην Ελλάδα δημιουργήθηκε τεράστιο απόθεμα νεόδητων κατοικιών, οι οποίες όμως γίνονταν δυσπρόσιτες λόγω, μεταξύ άλλων, των υψηλών επιτοκίων στα στεγαστικά δάνεια, τη στιγμή που έρευνες έδειχναν στροφή των καταναλωτών σε μικρότερα και μεταχειρισμένα διαμερίσματα<sup>(37)</sup>.

### **Ιούνιος - Ιούλιος 2007**

Κατά το καλοκαίρι του 2007 κι ενώ πολλοί επίσημοι παράγοντες της αμερικανικής οικονομίας προσπαθούσαν να καθησυχάσουν τους επενδυτές, κεφάλαια της Bear Stearns πτώχευσαν λόγω κατοχής CDOs που βασιζόνταν σε sub-primes στεγαστικά δάνεια και της υποχρέωσης της τράπεζας να εξυπηρετήσει τις απαιτήσεις των πιστωτών της με ρευστοποίηση των στοιχείων της. Οι οίκοι αξιολόγησης υποβάθμισαν τα CDOs που βασιζόνταν σε sub-primes και επλήγει η αυτοπεποίθηση της αγοράς για την ασφάλεια στη στεγαστική πίστη.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ-ECB) αυξάνει το ευρωεπιτόκιο στο 4,25% μπροστά στις πληθωριστικές πιέσεις, αλλά αναθεωρεί σχέδια περαιτέρω αυξήσεων μετά το ξέσπασμα της κρίσης.

Επενδυτές των ABCPs (Asset Backed Commercial Papers) άρχισαν να χάνουν την εμπιστοσύνη τους και η ζήτηση για τα συγκεκριμένα χρεόγραφα έπεφτε, ένα φαινόμενο που χαρακτηρίστηκε ως "flight to quality" (στροφή προς την ποιότητα)<sup>(38)</sup>. Τράπεζες που είχαν υιοθετήσει τα conduits και SVIs (κερδοσκοπικά προγράμματα που επωφελούνται από τη διαφορά μεταξύ βραχυπρόθεσμων επιτοκίων δανεισμού και μακροπρόθεσμες επιστροφές από δομημένα επενδυτικά προϊόντα) αναγκάστηκαν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους απέναντι στις εγγυήσεις ρευστοποίησης σε αρκετές μάλιστα περιπτώσεις ο βαθμός της

(36)Ο πρώην διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος κ. Γκαργκάνας είχε τακτικά εκφράσει στα ΜΜΕ εκείνη την περίοδο την ανησυχία του για την επερχόμενη πιστωτική κρίση και είχε προτείνει τη χορήγηση δανείων κάτω από πιο αυστηρές εισοδηματικές προϋποθέσεις

(37)Εαρινά τεύχη της Ημερησίας του 2007

(38)Πηγή: 50plus: ABCPs in your portfolio? 29/9/2008

πραγματικής έκθεσης στο ρίσκο ήταν τελείως απρόσμενος, ένα φαινόμενο που ονομάστηκε "disaster myopia" (μυωπία απέναντι στην καταστροφή). Η εμπιστοσύνη στη διατραπεζική αγορά κλονίστηκε λόγω της έκθεσης στον κίνδυνο ρευστότητας. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των διατραπεζικών επιτοκίων<sup>(39)</sup>.

### **Αύγουστος 2007**

Στις 9 Αυγούστου του 2007, μεγάλη κρίση ξέσπασε στις ΗΠΑ από την αδυναμία μεγάλων ομάδων του πληθυσμού να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του για δάνεια subprimes. Οι πλειστηριασμοί διαδέχθηκαν ο ένας τον άλλον και ολόκληρες πόλεις έμειναν στο δρόμο. Οι τράπεζες ξέμειναν από ρευστό και οι καταθέτες έσπευσαν στον γκισέ των τραπεζών για να κάνουν ανάληψη των χρημάτων τους. Άλλοι προέβησαν σε μαζικές ηλεκτρονικές αναλήψεις των λογαριασμών τους στη Βρετανία, ένα φαινόμενο γνωστό ως "Πανικός μέσω Ίντερνετ" (ή ιντερνετικός πανικός).

Η αδυναμία είσπραξης των απαιτήσεων των αμερικανικών τραπεζών από τους δανειολήπτες των sub-primes, είχε αποτέλεσμα την αδυναμία πληρωμής των υποχρεώσεων σε τοκομερίδια και αξίες ομολόγων και CDOs στα οποία είχαν επενδύσει πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες, την ίδια στιγμή που πλήθαιναν οι αναλήψεις πανικού. Τα ομόλογα που κατείχαν οι τελευταίες δεν είχαν αντίκρισμα, ενώ το πρόβλημα ρευστότητας προκάλεσε δυσπιστία στη δυνατότητα αποπληρωμής σε περίπτωση δανεισμού μιας τράπεζας από μια άλλη, με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς. Το γεγονός αυτό έκανε δύσκολη και δαπανηρή μια πιθανή αίτηση δανειοδότησης μιας ελληνικής τράπεζας από μία άλλη (ελληνική ή ευρωπαϊκή), κόστος που μετακυλήθηκε στους πελάτες, παράλληλα με τις αυξήσεις του ευρωεπιτοκίου.

---

(39)Πηγή: Financial Times: Structured investment vehicles' role in crisis, 29/9/2008

## **Σεπτέμβριος 2007**

Το Σεπτέμβριο του 2007, δύο γερμανικές τράπεζες, η Sachsen Landesbank και η IKB ανακοίνωσαν ότι υπέστησαν ουσιαστικές απώλειες από την κατοχή των conduits<sup>(40)</sup>. Η βρετανική <sup>(41)</sup>Northern Rock βίωσε τη μεγαλύτερη ουρά (bank run) των τελευταίων δεκαετιών σε μια χώρα που φημίζεται για τα μεγάλα εγγυημένα χρηματικά αποθέματα<sup>(42)</sup>.

## **΄Β εξάμηνο 2007**

Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007, οι κεντρικές τράπεζες μεσολάβησαν συγχρονισμένα για την τόνωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς με "ενέσεις ρευστότητας" και σταθεροποίησαν τις διακυμάνσεις στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Ορισμένες κεντρικές τράπεζες, όπως η Fed, μείωσαν ακόμη και το βασικό επιτόκιο χρηματοδότησης, ενώ άλλες, όπως η ECB, παρακολουθώντας τις εξελίξεις δεν προέβησαν στις προγραμματισμένες αυξήσεις. Παράλληλα, επλήγει η εμπιστοσύνη στις εταιρείες πιστοληπτικής διαβάθμισης ως προς την ικανότητά τους να βαθμολογήσουν τα δομημένα προϊόντα ("crisis of confidence").

Στην Ελλάδα προέκυψαν απαξιωμένα δομημένα ομόλογα 700 εκατομμυρίων ευρώ στα οποία βασίστηκε η χρηματοδότηση των ασφαλιστικών ταμείων, ένα γεγονός που χαρακτηρίστηκε από τα ΜΜΕ ως "Σκάνδαλο των δομημένων Ομολόγων"<sup>(43)</sup>. Τα στεγαστικά δάνεια στις ΗΠΑ έγιναν δυσπρόσιτα, ενώ κρατικοποιήθηκε η Northern Rock από τη βρετανική κυβέρνηση<sup>(44)</sup>. Επιπλέον, παρατηρήθηκαν παρενέργειες από τη δυσπιστία στις διατραπεζικές αγορές και στην Ελλάδα μειώθηκαν οι ρυθμοί της μέχρι πρότινος φρενήρους πιστωτικής επέκτασης, με τις τράπεζες να προτείνουν ευέλικτα τραπεζικά προϊόντα ή δάνεια σταθερού επιτοκίου αντί των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο. Παράγοντες της κτηματομεσιτικής αγοράς έκαναν εκκλήσεις για νομοθετική ρύθμιση με σκοπό τον

---

(40)Πηγή: BBC News: Sub-prime crisis to cost IKB \$1bn, 29/9/2008

(41)Πηγή: Bloomberg: SachsenLB Has EU3 Billion in Subprime, Person Says, 29/9/2008

(42)Πηγή: Mail on Line: Police called to break-up Northern Rock panic queues as customers withdraw millions, 29/9/2008

(43)Πηγή: Ελευθεροτυπία: 700 εκατ. ευρώ απαξιωμένα δομημένα ομόλογα, 29/9/2008

(44)Πηγή: The Independent: Business View: The Northern Rock auction: what a fiasco, 29/9/2008

περιορισμό των εκτελούμενων οικοδομικών αδειών, εφόσον δεν είχε πουληθεί πρώτα ένα συγκεκριμένο ποσοστό των ολοκληρωθέντων κατασκευών.

### **Σεπτέμβριος 2008**

Μετά την πώληση της Bear Stearns σε εξευτελιστική τιμή στην J.P. Morgan το Μάρτιο του 2008<sup>(45)</sup>, η διεθνής αγορά έδειχνε να έχει μπει στη δίνη της οικονομικής κρίσης. Το Σεπτέμβριο του 2008, η αμερικανική κεντρική τράπεζα προσέφερε έκτακτη οικονομική ενίσχυση 85 δισεκατομμυρίων δολαρίων στην ασφαλιστική εταιρεία AIG, προκειμένου να αποτρέψει την κατάρρευσή της. Ο αμερικανικός κολοσσός Lehman Brothers κήρυξε πτώχευση, προκαλώντας αναστάτωση στην κυβέρνηση των ΗΠΑ<sup>(46)</sup>.

Παρά το γεγονός πως οι ελληνικές τράπεζες δεν πρόλαβαν να επενδύσουν ιδιαίτερα σε τέτοια ριψοκίνδυνα προϊόντα, γνωστοποιήθηκαν ιδιωτικές επενδυτικές απώλειες<sup>(47)</sup>.

Τον ίδιο μήνα, η Merrill Lynch εξαγοράστηκε από την Bank of America. Ο πρόεδρος Τζορτζ Μπους πρότεινε την άμεση ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών για τη διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, πριν πληγεί περαιτέρω η οικονομία της χώρας, ενώ παράλληλα, εξαγοράζονται, οι Fannie Mae και Freddie Mac. Οι εξελίξεις διαδέχονταν η μία την άλλη, με την ανακοίνωση για λουκέτο στη Washington Mutual. Ο απρόσμενος κρατισμός των ΗΠΑ εξέπληξε αρχικά ευχάριστα τα χρηματιστήρια, ενώ αντιδράσεις διατυπώνονταν από τους αμερικανούς πολίτες για το φορολογικό βάρος που προέβλεπε το Σχέδιο Πόλσον να πέσει στην πλάτη τους. Την άποψη αυτή συμμερίστηκε και το Κογκρέσο, καταψηφίζοντας το σχέδιο κρατικής ενίσχυσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για αγορά των λεγόμενων "τοξικών ομολόγων" με δημόσιο χρήμα<sup>(48)</sup>. Τα χρηματιστήρια αντικατόπτριζαν την απαισιοδοξία της αγοράς στους δείκτες τους, σημειώνοντας πτώση. Ο πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Ένωσης Νικολά Σαρκοζί

---

(45)Πηγή: The New York Times: JP Morgan Pays \$2 a Share for Bear Stearns, 29/9/2008

(46)Πηγή: In.gr: Θύματα της Lehman Brothers και 100 Λαρισαίοι επενδυτές, 30/9/2008

(47)Πηγή: Ισοτιμία: "Σκότωσαν" το σχέδιο Πόλσον στο Κογκρέσο, 30/9/2008

(48)Πηγή:[http://www.kathimerini.gr/4dcgi/w\\_articles\\_kathremote\\_1\\_30/09/2008\\_25041](http://www.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_kathremote_1_30/09/2008_25041)

3 Καθημερινή: Μέτρα της γαλλικής κυβέρνησης για την ενίσχυση των τραπεζών, 2/10/2008

προανήγγειλε σχέδιο αντιμετώπισης του προβλήματος στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης<sup>(49)</sup>. Η κρίση μετά το πέρασμα του Ατλαντικού, πλησίασε όλο και νοτιότερα την Ευρώπη, καθώς μετά την κρατικοποίηση της Bradford and Bingley από τη βρετανική κυβέρνηση, πραγματοποιήθηκε μερική κρατικοποίηση του ευρωπαϊκού κολοσσού Fortis από το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο και την Ολλανδία<sup>(50)</sup>.

### **Οκτώβριος 2008**

Νέα βελτιωμένη πρόταση ψηφίστηκε στην αμερικανική Γερουσία. Παρά ταύτα, ακόμη και τα ίδια τα μέλη δεν μπορούν να εγγυηθούν με βεβαιότητα την επιτυχία ενός τέτοιου σχεδίου, ενώ παράγοντες της αγοράς μιλούν για επερχόμενη ύφεση που μπορεί να διαρκέσει μέχρι και 5 χρόνια. Ο πρόεδρος της ΕΚΤ, Ζαν Κλόντ Τρισέ δηλώνει πως η οικονομική κρίση των ΗΠΑ θα επιβραδύνει τους ρυθμούς ανάπτυξης στην Ευρωζώνη, ενώ σε μίνι διάσκεψη κορυφής υπό τον Νικολά Σαρκοζί διατυπώνεται η βούληση να σταθεροποιηθεί ή ακόμα και να πέσει το επιτόκιο της ΕΚΤ μετά την υποχώρηση της τιμής του πετρελαίου και των πληθωριστικών πιέσεων, δηλαδή κάτω από το 4,25%<sup>(51)</sup>. Πριν τη μίνι σύνοδο κορυφής της Ε.Ε., η Ιρλανδία υπόσχεται πλήρη κρατική εγγύηση των τραπεζικών καταθέσεων των πολιτών της, ενέργεια στην οποία προχωρά και ο υπουργός Οικονομίας και Οικονομικών της Ελλάδος, ο οποίος διαβεβαιώνει, μεταξύ άλλων μέτρων για την τραπεζική αγορά και την κρατική εγγύηση των καταθετικών λογαριασμών μέχρι 20.000 με 30.000 ευρώ, μετά από σχετικό διάγγελμα του Έλληνα πρωθυπουργού. Η Γερμανίδα καγκελάρια Άγκελα Μέρκελ προτείνει την αντιμετώπιση του προβλήματος σε κάθε χώρα σε εθνικό πλαίσιο, ανάλογα με τις ευθύνες της, αντί για τη σύσταση πανευρωπαϊκού σχεδίου, την ίδια στιγμή που στην αντίπερα όχθη του Ατλαντικού, υπερψηφίζεται η βελτιωμένη πρόταση του Πόλσον για οικονομική ενίσχυση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη Βουλή των Αντιπροσώπων. Στη σύνοδο κορυφής της Ε.Ε. είναι διάχυτη η νευρική κατάσταση για

---

(49)Πηγή: [http://www.enet.gr/online/online\\_text/c=114,id=1641616](http://www.enet.gr/online/online_text/c=114,id=1641616) Ελευθεροτυπία: Ο ιός πέρασε τον Ατλαντικό, 2/10/2008

(50)Πηγή: InsuranceDaily: Κολοσσός Fortis: Μερική Κρατικοποίηση, 2/10/2008

(51)Πηγή: Καθημερινή: Αμετάβλητα διατήρησε τα επιτόκια η ΕΚΤ, 3/10/2008

το μονομερές των δηλώσεων Ιρλανδίας και Ελλάδος ως προς την κρατική εγγύηση των καταθέσεων, τη στιγμή που δε φημίζονται για τα μεγάλα εγγυημένα τους χρηματικά αποθέματα<sup>(52)</sup>. Το Υπουργείο Οικονομικών παραδέχεται πως η δήλωση είχε περισσότερο πολιτική διάσταση. Την ίδια στιγμή, γίνεται αισθητό το κόστος της διατραπεζικής αγοράς στην Ελλάδα, με αύξηση 0,5% στα επιχειρηματικά και 1% στα στεγαστικά δάνεια, ακόμη και σε εκείνα με σταθερό επιτόκιο<sup>(53)</sup>.

Η στεγαστική αγορά στην Ελλάδα παγώνει και υπολογίζονται γύρω στις 200.000 απούλητα ακίνητα, μεταξύ των οποίων και πολλά νεόδμητα. Παρ' όλα αυτά οι κατασκευαστές δεν προχωρούν σε μείωση τιμών ενώ η έκδοση οικοδομικών αδειών μειώνεται κατά 19% σε σχέση με το προηγούμενο έτος<sup>(54)</sup>. Ο πρόεδρος του ΕΒΕΑ (Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο Αθηνών) διατυπώνει την άποψη πως η κρίση δεν οφείλεται αποκλειστικά στα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης, αλλά γενικότερα στον τρόπο διακυβέρνησης των επιχειρήσεων και του τραπεζικού κλάδου, αλλά και στην ίδια την πολιτική διακυβέρνηση της αμερικανικής πολιτείας των τελευταίων 15 ετών<sup>(55)</sup>.

Λίγες ώρες μετά τη λήξη της ευρωπαϊκής συνόδου κορυφής η Hypo Real Estate, η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα στεγαστικών δανείων της ευρωπαϊκής οικονομίας, ανακοινώνει ότι το σχέδιο διάσωσης της, ύψους 35 δισ. ευρώ κατέρρευσε, μετά την αποκάλυψη νέων ελλειμμάτων. Πέντε ευρωπαϊκές χώρες αντιμετωπίζουν μεγάλα προβλήματα προσπαθώντας να σώσουν τις μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες, η Γερμανία, το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο, η Ιταλία και η Ισλανδία.

Στην Ιταλία κινδυνεύει η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας, η Unicredit, ενώ το άλλοτε εύρωστο κράτος της μακρινής Ισλανδίας κινδυνεύει με πτώχευση, λόγω της μεγάλης έκθεσης στα τοξικά ομόλογα. Τα χρέη των ισλανδικών τραπεζών υπολογίζονται στα 138,34 δισ. δολάρια, σε σύγκριση με τα 19,37 δισ. δολάρια στα οποία ανέρχεται το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν. Το νόμισμα της

---

(52)Πηγή: Guardian: Greece's deposit guarantee deepens EU financial rift, 3/10/2008

(53)Πηγή: Ημερησία Online: Προς αυξήσεις επιτοκίων έως και 0,50% στα επιχειρηματικά δάνεια, 3/10/2008

(54)Πηγή: Ημερησία Online: Οικοδομικό σοκ στην οικονομία, 5/10/2008

(55)Πηγή: Συνέντευξη του προέδρου του ΕΒΕΑ στο βραδινό δελτίο του τηλεοπτικού σταθμού ALTER, 2/10/2008

χώρας υποτιμάται και οι πληθωριστικές πιέσεις εντείνονται και η κυβέρνηση διαπραγματεύεται τη δανειοδότησή της από τη Ρωσία.

Οι αναλυτές καταλήγουν στο συμπέρασμα πως η ΕΚΤ θα προβεί σε μείωση επιτοκίων. Η άποψη αυτή ενισχύεται και από τη μείωση του επιτοκίου στην Αυστραλία -1%. Μετά την τροπή που πήραν τα πράγματα, η κα. Μέρκελ αναλαμβάνει την εγγύηση όλων των τραπεζικών καταθέσεων των πολιτών από το γερμανικό κράτος, κόστος που ανέρχεται στα 500 δισ. ευρώ, κίνηση στην οποία προχωράει και η Δανία. <sup>(56)</sup> Αρχίζει πλέον να αναθεωρείται η κατεύθυνση της Ε.Ε. υπέρ ενός καθολικού σχεδίου αντιμετώπισης του προβλήματος προτού πάρει μεγαλύτερες διαστάσεις. Από την Ιταλία προτείνεται η δημιουργία ενός ευρωκοινοτικού εγγυητικού ταμείου που θα συγκεντρώνει το 3% του ΑΕΠ. Παράλληλα, <sup>(57)</sup> συζητείται η χαλάρωση των δημοσιονομικών κριτηρίων στην ευρωζώνη.

Στις 7 Οκτωβρίου, το Ecofin έθεσε ως ελάχιστο όριο εγγύησης τις 50.000 ευρώ ανά καταθετικό λογαριασμό. Μετά τη λήξη της συνόδου στο Λουξεμβούργο, ο Έλληνας υπουργός οικονομικών εγγυήθηκε καταθέσεις 100.000 ευρώ <sup>(58)</sup>. Στις 8 Οκτωβρίου ανακοινώνεται μείωση του ευρωεπιτοκίου στο 3,75%, μεταβολή του επιτοκίου δανεισμού στην Αγγλία στο 4,5% και της Fed στο 1,5%. Ο Νικολά Σαρκοζί επιβεβαιώνει τη συγκρότηση ευρωκοινοτικού σχεδίου δράσης, την ίδια στιγμή που παγώνει η αγορά στην αυτοκινητοβιομηχανία της Γερμανίας και γίνονται μαζικές απολύσεις στη Σουηδία. Ο γενικός δείκτης στο ΧΑ πέφτει στις 2.512,01 μονάδες, σημειώνοντας απώλειες 4,31% ενώ η Βρετανία τονώνει τις τράπεζές της με οικονομική ενίσχυση 50 δισεκατομμυρίων λιρών. Η κρίση αντικατοπτρίζεται και στους δείκτες της Ευρασίας.

---

(56) Πηγή: Τεύχος της Απογευματινής, σελ. 37, "Η Ευρώπη στη δίνη του Οικονομικού Κυκλώνα, Κατερίνας Μπασακάλης, 6/10/2008

(57) Πηγή: Elliott, Francis; Christine Seib, "German savings pledge raises stakes for Gordon Brown", The Times, 2008-10-06. 2008-10-06

(58) Πηγή: <http://www.tanea.gr/default.asp?pid=2&ct=3&artid=1402911> Τα Νέα: Αύξηση από το σημερινό όριο των 20.000 ευρώ αποφάσισε το Ecofin Στις 100.000 € το όριο εγγύησης καταθέσεων στην Ελλάδα, στις 50.000 € στην Ευρωπαϊκή Ένωση, 7/10/2008

Παρά την εφαρμογή του σχεδίου Πόλσον στην Αμερική, οι ανακατατάξεις στον τραπεζικό τομέα συνεχίστηκαν, όπως επίσης και η κατακόρυφη πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών. Στην Ε.Ε. κατετέθησαν τρεις προτάσεις. Η Γαλλία επέμεινε στην πρότασή της για συγκρότηση πανευρωπαϊκού ταμείου, ζητώντας την επιστροφή καταθέσεων στις γαλλικές τράπεζες, υποσχόμενος ο κ. Σαρκοζί αμνηστία ως προς την προέλευσή τους, με σκοπό την ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας με κάθε μέσο. Η Γερμανία επέμεινε στην πρόταση για αντιμετώπιση του προβλήματος σε κάθε χώρα σε εθνικό επίπεδο, ενώ ο πρωθυπουργός της Αγγλίας Γκόρντον Μπράουν, σε άρθρο του στον τύπο προλείανε το έδαφος για την πρόταση που θα ακολουθούσε. Στις 13 Οκτωβρίου κατέθεσε σχέδιο καταγιγιστικών κρατικοποιήσεων των μισών βρετανικών τραπεζών, εκμεταλλευόμενος τα μεγάλα κεφαλαιακά αποθέματα της χώρας του. Η κίνηση αυτή γέμισε με αισιοδοξία την Ευρώπη, με όλες τις χώρες να εξευρίσκουν τεράστιους κεφαλαιακούς πόρους, για την εγγύηση των αποθεμάτων και την αισιοδοξία των Ευρωπαίων επενδυτών να αναπτερώνεται. Αυτά τα απρόσμενα κεφαλαιακά αποθέματα προκάλεσαν την εύλογη απορία της ευρωπαϊκής κοινής γνώμης, καθώς πολλοί συνδύασαν το γεγονός αυτό με τις υποσχέσεις του κ. Σαρκοζί. Παράλληλα, κατετέθησαν πολλές προτάσεις για περαιτέρω μείωση των επιτοκίων δανεισμού, κάτι που αναμένουν οι αναλυτές να γίνει αισθητό και στην Ελλάδα, ενώ πολλές ευρωπαϊκές χώρες συνδυάζουν το μέτρο με επιδόματα στους μισθούς για την τόνωση της αγοράς που έχει παγώσει. Οι ΗΠΑ προσανατολίζονται σε μια λύση παρόμοια με αυτή του βρετανού πρωθυπουργού, την ίδια στιγμή που στην Αυστραλία άρχισαν να δημιουργούνται οικισμοί από τροχόσπιτα.



( Πίνακας 11) Σχέδια Διάσωσης Τραπεζών

	Κόστος Σχεδίου	% ΑΕΠ 2009
<b>Ιταλία</b>	€52 δισ.	3,2 %
<b>Βέλγιο</b>	€19.6 δισ.	5,5 %
<b>Ελλάδα</b>	€28 δισ.	10,8 %
<b>Νορβηγία</b>	NOK 350 δισ.	13,5 %
<b>Πορτογαλία</b>	€24 δισ.	13,9 %
<b>ΗΠΑ</b>	\$ 2,500 δισ.	17,2 %
<b>Γαλλία</b>	€360 δισ.	18,0 %
<b>Γερμανία</b>	€500 δισ.	19,5 %
<b>Ισπανία</b>	€250 δισ.	22,4 %
<b>Φινλανδία</b>	€54 δισ.	27,3 %
<b>Αυστρία</b>	€100 δισ.	34,2 %
<b>Ολλανδία</b>	€237 δισ.	39,1 %
<b>Σουηδία</b>	SEK 1,565 δισ.	49,3 %
<b>Ην. Βασίλειο</b>	£ 1,163 δισ.	78,7 %
<b>Ιρλανδία</b>	€410 δισ.	220,0 %
<b>Ε.Ε.-27</b>	€3,460 δισ.	26,8 %

Πηγή: ΔΝΤ, Υπουργεία Οικονομικών, Κεντρικές Τράπεζες

Τα μέτρα αντιμετώπισης στην Ελλάδα εστιάζονται στη διασφάλιση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, με τη χορήγηση 28 δισ. ευρώ, εκ των οποίων τα 8 δισ. σε μορφή κρατικών ομολόγων, ενώ ορίζεται ως κεφαλαιακή βάση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ποσό μέχρι 5 δισ. ευρώ. Ο κ. Προβόπουλος σε ανοιχτή συνέντευξη εξέφρασε την εκτίμησή του πως το πρόβλημα ορισμένων τραπεζών θα αφορά το δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας λόγω των απωλειών τους στο χρηματιστήριο. Στην ίδια συγκέντρωση, ο κ. Αλογοσκούφης δήλωσε πως θα πρέπει να επαναπροσδιορισθούν οι αμοιβές των μεγάλων στελεχών και πως δε θα πρέπει να ξεπερνούν τις αμοιβές του διοικητή της τράπεζας της Ελλάδος, μια συζήτηση που έχει ανοίξει στην Ευρώπη τα τελευταία δύο χρόνια. Οι πρώτες ανακατατάξεις στην τραπεζική αγορά γίνονται αισθητές με τη συγχώνευση της Proton Bank με την Πειραιώς<sup>(59)</sup>.

Παρά την πτώση των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά από τη δράση της ΕΚΤ, οι ελληνικές τράπεζες αυξάνουν ισόποσα τα περιθώρια κέρδους στα επιτόκιά τους, με αποτέλεσμα να μη γίνεται αντιληπτή η ελάφρυνση στους πελάτες.

(59)Πηγή: Στην Πειραιώς το 26,98% της Proton Bank Καθημερινή: Στην Πειραιώς το 26,98% της Proton Bank, 18/10/2008

### 3.3. Επισκόπηση οικονομικών εξελίξεων 2008

#### 3.3.1. Επισκόπηση διεθνών οικονομικών εξελίξεων κατά το έτος 2008

Το εξωτερικό περιβάλλον της ελληνικής οικονομίας επιδεινώθηκε έντονα το δεύτερο εξάμηνο του 2008, καθώς η παγκόσμια οικονομία εισήλθε στη δυσμενέστερη μεταπολεμικά οικονομική συγκυρία, αντιμετωπίζοντας διπλή κρίση, τόσο σε χρηματοπιστωτικό όσο και σε μακροοικονομικό πλέον επίπεδο. Από το Σεπτέμβριο του 2008 οι διεθνείς οικονομικές εξελίξεις υπήρξαν ραγδαίες. Η ταχύτητα των γεγονότων που έλαβαν χώρα και το εύρος και βάθος των επιπτώσεών τους ξεπέρασαν κάθε προηγούμενη πρόβλεψη των διεθνών οργανισμών.<sup>(60)</sup> Η ταυτόχρονη εμφάνιση των γεγονότων αυτών και το μέγεθος των επιπτώσεων σχεδόν για όλες τις οικονομίες παγκοσμίως οδήγησαν σε μια πρωτοφανή στη σύγχρονη οικονομική ιστορία διεθνή συνεργασία<sup>(61)</sup> για τη λήψη έκτακτων και ουσιαστικών μέτρων προκειμένου να αντιμετωπιστεί η κρίση<sup>(62)</sup>.

Ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ, αφού κινήθηκε σε πολύ υψηλά επίπεδα επί τέσσερα συνεχή έτη, υποχώρησε σημαντικά το 2008 (στο 3,4% από 5,2% το 2007). Στις προηγμένες οικονομίες ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε το 2008 (στο 1,0% από 2,7% το 2007).<sup>(63)</sup> Σε ύφεση βρέθηκαν, στη διάρκεια του 2008, η ζώνη του ευρώ, η Ιαπωνία, οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Στις ΗΠΑ, η αύξηση του ΑΕΠ μειώθηκε σε 1,5% το 2008 έναντι 2% το 2007. Στην Ιαπωνία η αύξηση του ΑΕΠ μειώθηκε στο 0,4% το 2008 έναντι 2,1% το 2007 και η βιομηχανική παραγωγή της χώρας σημείωσε τη μεγαλύτερη μείωση της ιστορίας της, ενώ η ανεργία αυξήθηκε στο 3,9%.

---

(60) Σημειώνεται ότι τον Ιούλιο του 2008 οι εκτιμήσεις διεθνών οργανισμών (π.χ. του ΔΝΤ) για τις προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας το 2008 και το 2009 ήταν ευνοϊκότερες από εκείνες του Απριλίου του 2008, ενώ έγιναν πολύ δυσμενέστερες στη συνέχεια.

(61) Πηγή: Ομιλία του Dominique Strauss-Kahn στην Ετήσια Σύνοδο του ΔΝΤ και της Παγκόσμιας Τράπεζας, 13.10.2008.

(62) Πηγή: Παράρτημα 1.A1 του ΟΟΣΑ, Economic Outlook, No. 84, Prelim. Edition, Νοέμβριος 2008.

(63) Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2008-2009, σελ.44

Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υποχώρησε επίσης το 2008, αλλά παρέμεινε σχετικά υψηλός (6,3%, από 8,3% το 2007). Οι οικονομίες της <sup>(64)</sup>Κίνας, της Ινδίας, της Ρωσίας και της Βραζιλίας, οι οποίες παράγουν το 21% του παγκόσμιου προϊόντος, αν και σημείωσαν επιβράδυνση, συνέχισαν να στηρίζουν την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα, καθώς οι ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ τους το 2008 ήταν μεταξύ 5,8% και 9,0%. Στην Κίνα συγκεκριμένα το ΑΕΠ σημείωσε μείωση κατά 9%, λόγω της σημαντικής μείωσης των εξαγωγών και των σφικτών μακροοικονομικών πολιτικών που ακολουθήθηκαν.

Στη ζώνη του ευρώ, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υποχώρησε σημαντικά το 2008 στο 0,9% (από 2,7% το 2007), καθώς οι επιπτώσεις από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση άρχισαν να γίνονται περισσότερο αισθητές, ιδίως από το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Οι αρνητικοί ρυθμοί μεταβολής του ΑΕΠ στις περισσότερες χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ τα τελευταία τρίμηνα του 2008.

Η επιβράδυνση <sup>(65)</sup> του ΑΕΠ στις προηγμένες οικονομίες το 2008 οφειλόταν στην υποχώρηση του ρυθμού ανόδου τόσο της εγχώριας όσο και της εξωτερικής ζήτησης. Η γενικευμένη υποχώρηση της εμπιστοσύνης και η επιδείνωση των προσδοκιών οδήγησαν σε μεγάλη επιβράδυνση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων.

### **3.3.2. Οικονομικά γεγονότα Ελλάδας κατά το έτος 2008**

Η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της ελληνικής οικονομίας έγινε αισθητή από τα μέσα του 2007 και συνεχίστηκε το 2008. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός <sup>(66)</sup> ανόδου του ΑΕΠ ήταν 3,3% τους πρώτους εννέα μήνες του 2008 έναντι 4,2% την αντίστοιχη περίοδο του 2007. Το τρίτο τρίμηνο του 2008 το ΑΕΠ αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό 3,1% (έναντι 4,1% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2007). Ο ρυθμός πάντως αύξησης της ελληνικής οικονομίας διαμορφώθηκε στο 3%. Η επιβράδυνση

---

(64)Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2008, σελ. 18

(65)Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2008-2009, σελ.44

(66)Πηγή: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, World Economic Outlook

αυτή αντανακλά αφενός τη σταδιακή αποδυνάμωση των παραγόντων οι οποίοι επί μια μακρά περίοδο στήριζαν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης που υπερέβαιναν τη δυνητική διατηρήσιμη παραγωγική ικανότητα της οικονομίας<sup>(67)</sup> και αφετέρου τις πρώτες επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αναταραχής και της υποχώρησης των αναπτυξιακών ρυθμών σε παγκόσμιο επίπεδο.

Στο εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2008 το <sup>(68)</sup>έλλειμμα του Κρατικού Προϋπολογισμού αυξήθηκε σε 4,7% του ΑΕΠ, από 4,2% του ΑΕΠ την αντίστοιχη περίοδο του 2007. Σημειώνεται ότι ο ετήσιος στόχος ήταν να μειωθεί το έλλειμμα στο 3,4% του ΑΕΠ, από 4,6% το 2007. Το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδος τελικά εκτινάχθηκε στο 7,70% το 2008, διπλάσιο σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Επίσης, το πρωτογενές έλλειμμα του ΚΠ διευρύνθηκε σε 0,6% του ΑΕΠ, από 0,3% το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2007. Η διεύρυνση του ελλείμματος του ΚΠ στο εννεάμηνο εντοπίζεται αποκλειστικά στον Τακτικό Προϋπολογισμό (ΤΠ) και οφείλεται στην υστέρηση των εσόδων και στην υπέρβαση των δαπανών του σε σχέση με τους στόχους του προϋπολογισμού του 2008. Αντίθετα, ο Προϋπολογισμός Δημόσιων Επενδύσεων (ΠΔΕ) εμφάνισε στο εννεάμηνο έλλειμμα μικρότερο από ότι την αντίστοιχη περίοδο του 2007. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται τόσο στα έσοδα του ΠΔΕ, τα οποία εξελίχθηκαν ικανοποιητικά, όσο και στις δαπάνες, οι οποίες διαμορφώθηκαν στα ονομαστικά επίπεδα της αντίστοιχης περιόδου του 2007.

### **3.4. Ανασκόπηση Χρηματιστηριακών Εξελίξεων 2008**

#### **3.4.1. Διεθνή Χρηματιστήρια**

Το έτος 2008 χαρακτηρίστηκε από σημαντική μείωση των διεθνών χρηματιστηριακών δεικτών αλλά και σημαντική άνοδο της μεταβλητότητας των διεθνών αγορών. Οι ευρωπαϊκές και η αμερικανική αγορά πραγματοποίησαν

---

(67)Πηγή: Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2008, σελ. 14, 26-28.

(68)Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους

διψήφιες αρνητικές αποδόσεις ενώ οι αναπτυσσόμενες αγορές πραγματοποίησαν ακόμη χειρότερες. Η πορεία των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών επηρεάστηκε κυρίως από την εξέλιξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης που ξεκίνησε από τα προβλήματα στην αγορά τιτλοποιημένων δανείων μειωμένης εξασφάλισης των ΗΠΑ.

Το <sup>(69)</sup>2008 ο παγκόσμιος δείκτης MSCI World (\$) σημείωσε ετήσια μείωση κατά 42,22%, αντιστρέφοντας την ανοδική πορεία του προηγούμενου έτους. Μείωση επίσης σημείωσαν οι δείκτες MSCI Europe (€) κατά 40,93%, MSCI Pacific (\$) κατά 38,6%, DJ Euro Stoxx 50 (€) κατά 52,40% και ο δείκτης FTSE Eurotop 300 (€), που περιλαμβάνει τις μεγαλύτερες εισηγμένες σε χρηματιστήριο ευρωπαϊκές εταιρίες, κατά 44,05%. <sup>(70)</sup>Η μείωση απόδοσης των περισσότερων ευρωπαϊκών αγορών ήταν περίπου ίδια με την μείωση απόδοσης των αγορών των ΗΠΑ. Ειδικότερα, ο δείκτης FTSE 100 (£) του Λονδίνου σημείωσε ετήσια μείωση κατά 31,33%, ο δείκτης CAC40 (€) του Παρισιού κατά 42,68% και ο δείκτης Dax Xetra (€) της Φραγκφούρτης κατά 39,49%, ενώ ο δείκτης Dow Jones Industrial Average (\$) σημείωσε μείωση κατά 33,84%, ο δείκτης NASDAQ Comp (\$) σημείωσε ετήσια μείωση κατά 40,54%, και ο δείκτης Nikkei 225 Average (¥) σημείωσε ετήσια μείωση κατά 42,12%.

<sup>(71)</sup>Η συνολική αξία συναλλαγών στα χρηματιστήρια της Αμερικής αυξήθηκε (21,3%), ενώ στα χρηματιστήρια της Ευρώπης και Μέσης Ανατολής αλλά και της Ασίας μειώθηκε κατά 25,4% και 22,7% αντίστοιχα.

### **3.4.2. Ελληνικό χρηματιστήριο 2008**

Οι αρνητικές διεθνείς εξελίξεις επηρέασαν την πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η οποία κατά το 2008 χαρακτηρίστηκε από σημαντική μείωση των χρηματιστηριακών τιμών, μειωμένη συναλλακτική δραστηριότητα στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ) και μηδενική δραστηριότητα έκδοσης τίτλων νεοεισερχόμενων στο χρηματιστήριο. Η μείωση της συνολικής αξίας συναλλαγών

---

(69)Πηγή: Σύμφωνα με στοιχεία των Financial Times, 02.01.2009

(70)Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2008, σελ. 20

(71)Πηγή: World Federation of Exchanges (WFE)

και της χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών συντελέστηκε χωρίς έντονες ανωμαλίες με αποτέλεσμα οι χρηματιστηριακές διακυμάνσεις να μην αποτελούν παράγοντα αποσταθεροποίησης των συστημάτων της αγοράς.

Ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΤ/ΧΑ) <sup>(72)</sup>έκλεισε στο τέλος του 2008 στις 1.786,51 μονάδες, σημειώνοντας συνολική ετήσια μείωση κατά 65,5%. Η μείωση του ΓΔΤ χαρακτηρίστηκε από έντονες διακυμάνσεις. Η μέση μηνιαία μεταβλητότητα του συνόλου των αγορών του Χρηματιστηρίου Αθηνών το 2008 ήταν 30,62% έναντι 13,2% το 2007. Η μέση μηνιαία μεταβλητότητα των ημερησίων αποδόσεων του ΓΔΤ/ΧΑ ήταν 2,22% το 2008 έναντι 0,97% το 2007 και 1,08% το 2006.

Κατά το 2008, η ημερήσια αξία συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αθηνών διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 317 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας σημαντική ετήσια μείωση κατά 33,9% έναντι αύξησης κατά 40,6% το 2007, ενώ η συνολική ετήσια αξία συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 78 δισ. ευρώ, σημειώνοντας σημαντική ετήσια μείωση κατά 35,5% έναντι ετήσιας αύξησης κατά 42,1% το 2007. Στο τέλος του 2008 η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών ήταν 69 δισ. ευρώ, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 64,9% έναντι αύξησης κατά 184,1% το 2007 και αντιστοιχώντας στο 27,8% περίπου του ΑΕΠ της χώρας έναντι 85,2% το 2007.

Η συμμετοχή των αλλοδαπών επενδυτών στη συνολική κεφαλαιοποίηση του ΧΑ στο τέλος του 2008 μειώθηκε σε <sup>(73)</sup>47,8% από 51,8% τον Δεκέμβριο 2007. Το 2008 σημειώθηκε μείωση της συμμετοχής των αλλοδαπών επενδυτών στις ελληνικές εταιρίες σε 47,8% έναντι 51,8% το 2007.

---

(72)Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2008, σελ. 45

(73)Πηγή: Σύστημα Άυλων Τίτλων

### **3.5. Ανασκόπηση 2009**

#### **3.5.1. Ανασκόπηση διεθνών οικονομικών γεγονότων κατά το έτος 2009**

Η ταχεία, εκτεταμένη και εν πολλοίς συντονισμένη εφαρμογή σειράς συμβατικών και μη συμβατικών μέτρων νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής απέτρεψε αφενός την κατάρρευση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, κατά την έξαρση της κρίσης το δεύτερο εξάμηνο του 2008, και αφετέρου μια ακόμη μεγαλύτερη υποχώρηση του ΑΕΠ το 2009. Ωστόσο, η τεράστια ρευστότητα στο παγκόσμιο νομισματικό σύστημα αλλά και τα εξαιρετικά υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα που δημιουργήθηκαν λόγω των μέτρων για την αντιμετώπιση της κρίσης μπορούν να αποτελέσουν σοβαρό κίνδυνο αποσταθεροποίησης των οικονομιών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.

Σε ορισμένες προηγμένες οικονομίες, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης προβλέπεται ότι θα συνεχίσει να αυξάνεται, υπερβαίνοντας το 10% του ΑΕΠ το 2010. Τα βασικά επιτόκια των κεντρικών τραπεζών μειώθηκαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα στις περισσότερες μεγάλες οικονομίες το 2009. Πολλές κεντρικές τράπεζες, αφού εξάντλησαν τα συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής υιοθετώντας επιτόκια μεταξύ 0% και 1%, προέβησαν στη λήψη μη συμβατικών μέτρων, με την πολιτική της “ποσοτικής χαλάρωσης” (“quantitative easing”), με την παροχή ρευστότητας στις τράπεζες και με την αγορά εταιρικών και κρατικών ομολόγων, προκειμένου να τονωθεί η οικονομία γενικότερα.

Το παγκόσμιο ΑΕΠ υποχώρησε κατά <sup>(74)</sup>1,1% το 2009, έναντι ανόδου κατά 3,0% το 2008, ενώ αναμένεται ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας το 2010 με ρυθμό 3,1%. Στις προηγμένες οικονομίες το ΑΕΠ μειώθηκε εντονότερα (-3,4%) το 2009 έναντι αύξησης 0,6% το 2008, ενώ θα ανακάμψει με ρυθμό 1,3% το 2010. Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ, παρά τη σημαντική επιβράδυνση, παρέμεινε θετικός (1,7%, έναντι 6,0% το 2008) και θα επιταχυνθεί σημαντικά στο 5,1% το 2010.

---

(74)Πηγή: ΔΝΤ (World Economic Outlook, Οκτ. 2009), του ΟΟΣΑ (Economic Outlook, Ιούνιος 2009, και Interim Assessment, 3.9.2009), της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Interim Economic Forecast, 14.9.2009), των εμπειρογνομώνων της ΕΚΤ (3.9.2009)

Μεταξύ των μεγαλύτερων προηγμένων οικονομιών συγκριτικά εντονότερη πτώση στην οικονομική δραστηριότητα και μείωση του ΑΕΠ αντιμετωπίζουν το <sup>(75)</sup>2009 η Ιαπωνία (-5,4%), το Ηνωμένο Βασίλειο (-4,4%) και η ζώνη του ευρώ (-4,2%). Στις ΗΠΑ η μείωση του ΑΕΠ προβλέπεται να είναι συγκριτικά μικρότερη, καθώς οι επιπτώσεις της κρίσης φαίνεται να μετριάζονται από τις χωρίς προηγούμενο παρεμβάσεις της οικονομικής πολιτικής και από το συγκριτικά μικρότερο άνοιγμα των ΗΠΑ στο διεθνές εμπόριο.

Συγκεκριμένα, στις ΗΠΑ η μείωση του ΑΕΠ το 2009 (-2,7%, μετά από αύξηση 0,4% το 2008) αποδίδεται κατά κύριο λόγο στη μεγάλη υποχώρηση της εγχώριας ζήτησης το πρώτο εξάμηνο του έτους, η οποία οφείλεται στην πτώση της απασχόλησης, τη μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, εξαιτίας των δυσμενών εξελίξεων στην αγορά ακινήτων και την κάθετη πτώση των επενδύσεων σε κατοικίες και των επιχειρηματικών επενδύσεων (εξαιτίας της επικρατούσας αβεβαιότητας σχετικά με τις οικονομικές προοπτικές και τη συνεχιζόμενη πιστωτική στενότητα). Το ποσοστό ανεργίας αυξάνεται ραγδαία και ανήλθε στο 9,3% το 2009 από 5,8% το 2008. Λόγω της βελτίωσης του εμπορικού ισοζυγίου, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ περιορίστηκε περαιτέρω σημαντικά, στο 2,6% του ΑΕΠ το 2009 από 4,9% το 2008.

Στην Ιαπωνία, ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ προβλέπεται έντονα αρνητικός το 2009 (-5,4%), καθώς η οικονομία διέρχεται τη σοβαρότερη ύφεση μεταπολεμικά. Η μείωση του όγκου του διεθνούς εμπορίου αλλά και η ανατίμηση του γιεν από τα τέλη του 2008 είχαν δυσμενέστατες επιπτώσεις στις εξαγωγές και τις επιχειρηματικές επενδύσεις. Το δημοσιονομικό έλλειμμα ανήλθε στο 10,5% του ΑΕΠ το 2009 από 5,8% το 2008.

Στο <sup>(76)</sup>Ηνωμένο Βασίλειο, το πρώτο τρίμηνο του 2009 καταγράφηκε πτώση του ΑΕΠ κατά 2,5% έναντι του προηγούμενου τριμήνου, η μεγαλύτερη των τελευταίων 50 ετών, ενώ το δεύτερο τρίμηνο η συρρίκνωση του ΑΕΠ ήταν σημαντικά μικρότερη (-0,7%). Οι επιπτώσεις της συνεχιζόμενης κρίσης στην αγορά των ακινήτων, της αυξανόμενης ανεργίας και των προβλημάτων στο χρηματοπιστωτικό τομέα μετριάστηκαν από τις δίχως προηγούμενο νομισματικές

---

(75)Πηγή: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτ. 2009

(76)Πηγή: Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Interim Economic Forecast., 14.9.2009



και δημοσιονομικές παρεμβάσεις (το δημοσιονομικό έλλειμμα αυξήθηκε στο 11,6% του ΑΕΠ από 5,1% το 2008, αντανakλώντας τα δημοσιονομικά μέτρα και τις συνέπειες της κρίσης) και την υποχώρηση της στερλίνας. Ωστόσο, η οικονομική κρίση οδήγησε σε μεγάλη μείωση του ΑΕΠ το 2009 (-4,4%, έναντι αύξησης 0,7% το 2008).

Στην Κίνα, η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε μόνο ελαφρά, στο 8,5% από 9,0% το 2008, χάρη στην επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική, ενώ παρατηρείται ορισμένη μετατόπιση της δραστηριότητας προς όφελος της εγχώριας ζήτησης. Το συνολικό δημοσιονομικό αποτέλεσμα γίνεται για πρώτη φορά τα τελευταία έτη <sup>(77)</sup>αρνητικό (-3,0% του ΑΕΠ από +4,2% το 2008).

Τα πρώτο τρίμηνο του 2009, η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ σημείωσε τη μεγαλύτερη πτώση από την έναρξη της κρίσης, καθώς ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε -2,5% έναντι του προηγούμενου τριμήνου, μετά από επίσης αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής στο μεγαλύτερο μέρος του 2008. Ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ σημειώθηκε έντονα αρνητικός (-4,2%) το 2009.

Σημαντική υπήρξε η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ από τον Αύγουστο του 2008, κυρίως λόγω της υποχώρησης των διεθνών τιμών των καυσίμων και, σε μικρότερο βαθμό, άλλων πρώτων υλών, αλλά και της μείωσης των εγχώριων πληθωριστικών πιέσεων. Ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού, μετρούμενος με τον εναρμονισμένο ΔΤΚ, υποχώρησε από 4,0% τον Ιούλιο του 2008 σε 1,6% το Δεκέμβριο και ήταν αρνητικός από τον Ιούνιο (-0,1%) μέχρι και το Σεπτέμβριο (-0,3%, σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία).

Το δημοσιονομικό έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης στο σύνολο των χωρών της ζώνης του ευρώ ανήλθε σε <sup>(78)</sup>6,2% του ΑΕΠ το 2009, υπερτριπλάσιο

---

(77)Πηγή: OECD, Economic Outlook, Ιούνιος 2009. Σύμφωνα με το ΔΝΤ (World Economic Outlook, Οκτώβριος 2009), σε επίπεδο κεντρικής κυβέρνησης θα υπάρξει έλλειμμα ίσο με 2,0% του ΑΕΠ εφέτος, έναντι ουσιαστικά ισοσκελισμένου προϋπολογισμού (έλλειμμα ίσο με 0,1% του ΑΕΠ) το 2008.

(78)Πηγή: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτώβριος 2009.

από ότι το 2008, 1,8%. Η προοπτική αυτή διαμορφώνεται ως συνέπεια της οικονομικής ύφεσης και της λειτουργίας των αυτόματων σταθεροποιητών, αλλά και των δημοσιονομικών μέτρων των κρατών-μελών στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Σχεδίου για την Οικονομική Ανάκαμψη.

Το δημόσιο χρέος αυξήθηκε ακόμη περισσότερο, σε 80,0% του ΑΕΠ (από 69,2% το 2008), και θα αυξηθεί περαιτέρω σε 86,3% του ΑΕΠ το 2010, λόγω των υψηλών ελλειμμάτων και του αρνητικού ρυθμού αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ κατά τη διετία 2009-2010.

### **3.5.2. Ανασκόπηση οικονομικών γεγονότων Ελλάδας 2009**

Από τα τέλη του 2008 η ελληνική οικονομία άρχισε να επηρεάζεται αρνητικά από τη διεθνή οικονομική κρίση. Οι επιπτώσεις αυτές έγιναν πολύ πιο έντονες το 2009 και η διεθνής κρίση επηρέασε αρνητικά και την εκτέλεση του προϋπολογισμού στην Ελλάδα το πρώτο εξάμηνο του 2009.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υποχώρησε από 4,5% το 2007 σε 2,0% το 2008. Η υποχώρηση της δραστηριότητας συνεχίστηκε κατά τη διάρκεια του 2009, το πρώτο εξάμηνο του έτους το ΑΕΠ κατέγραψε <sup>(79)</sup>μηδενικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής.

Οι επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας είναι οι χειρότερες από την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ και ενσωματώνουν τις επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοοικονομικής αναταραχής, αλλά και την επίδραση εγχώριων παραγόντων τόσο κυκλικού όσο και διαρθρωτικού χαρακτήρα. Οι διαθέσιμοι βραχυχρόνιοι δείκτες, που καλύπτουν τους πρώτους εννέα μήνες του έτους συνεχίστηκαν και διαμόρφωσαν αρνητικό ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ της τάξεως του -0,80%.

Ο προϋπολογισμός του 2009 προέβλεπε μείωση του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού (ΚΠ) στο 3,4% του ΑΕΠ, από 5,8% το 2008. Όμως, το πρώτο εξάμηνο του τρέχοντος έτους το έλλειμμα του ΚΠ (σε δημοσιονομική βάση) ανήλθε σε 7,3% του ΑΕΠ, έναντι 3,8% την αντίστοιχη περίοδο του 2008. Στο ίδιο

---

(79)Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Interim Economic Forecast,, 14.9.2009

διάστημα, το πρωτογενές έλλειμμα του ΚΠ σχεδόν τετραπλασιάστηκε και έφθασε το 4,5% του ΑΕΠ, έναντι αντίστοιχου ελλείμματος 1,2% το 2008. Το έλλειμμα τελικά εκτοξεύτηκε στο τέλος του έτους στο <sup>(80)</sup> 12,7% του ΑΕΠ.

Η αύξηση του ελλείμματος του ΚΠ στο εξάμηνο προήλθε κατά το 56,9% από τον τακτικό προϋπολογισμό (ΤΠ) και κατά το υπόλοιπο 43,1% από τον προϋπολογισμό δημόσιων επενδύσεων (ΠΔΕ), οφειλόταν δε τόσο στη μεγάλη υστέρηση των εσόδων όσο και στην υπέρβαση των τρεχουσών δαπανών, καθώς και στην επίσπευση των επενδύσεων.

Οι πιο σημαντικές αιτίες αύξησης του ελλείμματος του 2009 και κατά συνέπεια του δημοσίου χρέους είναι η αύξηση των δημόσιων επενδύσεων και των επιχορηγήσεων με σκοπό να τονώσουν την αγορά και η αύξηση των τόκων από τον δανεισμό της Ελλάδας.

Οι δαπάνες για επιχορηγήσεις στο εξάμηνο αυξήθηκαν κατά <sup>(81)</sup> 31,7%. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην επιχορήγηση των ασφαλιστικών ταμείων για την καταβολή των συντάξεων, του “έκτακτου επιδόματος κοινωνικής συνοχής” (επίδομα “θέρμανσης”) ύψους 300 εκατ. ευρώ περίπου, καθώς και του “επιδόματος στεγαστικού δανείου” σε ανέργους και δικαιούχους ΕΚΑΣ οι οποίοι είχαν συνάψει στεγαστικά δάνεια πριν από τις 5 Μαρτίου 2009. Οφείλεται επίσης στην επιχορήγηση του ΟΑΕΔ, καθώς και σε άλλες παροχές.

<sup>(82)</sup>Οι δημόσιες επενδύσεις το πρώτο εξάμηνο του έτους διαμορφώθηκαν σε 5.498 εκατ. ευρώ. Η μεγάλη αύξηση του ελλείμματος οφείλεται τόσο στην καθυστέρηση είσπραξης των εσόδων, από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της ΕΕ (μείωση 72,7%) όσο και στην επιτάχυνση του ρυθμού εκτέλεσης των έργων και την αύξηση των πληρωμών για επενδύσεις κατά 45,1%.

Την ίδια περίοδο οι δαπάνες για τόκους εξελίχθηκαν σύμφωνα με την πρόβλεψη του προϋπολογισμού (άνοδος 7,0%). Το μέσο κόστος νέου δανεισμού του

---

(80)Πηγή: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτώβριος 2009.

(81)Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική, σελ.122

(82)Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική, σελ.123

Δημοσίου το πρώτο εξάμηνο του έτους παρέμεινε αμετάβλητο στο 4,6%,<sup>(83)</sup> όσο και το 2008. Η συγκράτηση του μέσου κόστους δανεισμού επιτεύχθηκε χάρη στη μεγαλύτερη προσφυγή σε βραχυχρόνιο δανεισμό (έντοκα γραμμάτια) με πολύ χαμηλά επιτόκια (από 1,8% έως 2,7% στο εξάμηνο). Αντίθετα, τα επιτόκια των μεσομακροπρόθεσμων ομολόγων του Δημοσίου που εκδόθηκαν στο εξάμηνο ήταν υψηλά (περίπου 5,0% έως 6,0%), με δυσμενείς συνέπειες για το κόστος εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους τα επόμενα έτη. Στο Β' μέρος θα γίνει περαιτέρω ανάλυση του δανεισμού της Ελλάδος στο κεφάλαιο 'Αγορές Χρήματος – Ομόλογα' αλλά και του δημοσίου χρέους στο κεφάλαιο 'Σύγκριση ελληνικής οικονομίας και εξωτερικού - Δημόσιο Χρέος'.

### 3.5.3. Χρηματιστηριακές εξελίξεις 2009

#### 3.5.3.1. Διεθνή χρηματιστήρια

Η μεταβλητότητα των χρηματιστηρίων παγκοσμίως συνεχίστηκε και το 2009. Η πτώση των χρηματιστηρίων συνεχίστηκε μέχρι το Μάρτιο του 2009, ενώ η αισιοδοξία επικράτησε από τις αρχές Απριλίου με τις αγορές να κινούνται ανοδικά.

Το <sup>(84)</sup>2009 ο παγκόσμιος δείκτης MSCI World (\$) σημείωσε ετήσια αύξηση κατά 30,79%, αντιστρέφοντας την καθοδική πορεία του προηγούμενου έτους. Αύξηση επίσης σημείωσαν οι δείκτες MSCI Europe (€) κατά 22,5%, DJ Euro Stoxx 50 (€) κατά 21,13% και ο δείκτης FTSE Eurotop 100 (€), που περιλαμβάνει τις μεγαλύτερες εισηγμένες σε χρηματιστήριο ευρωπαϊκές εταιρίες, κατά 24,18%.<sup>(85)</sup> Ο δείκτης FTSE 100 (£) του Λονδίνου σημείωσε ετήσια αύξηση κατά 22,07%, ο δείκτης CAC40 (€) του Παρισιού κατά 22,41% και ο δείκτης Dax Xetra (€) της Φραγκφούρτης κατά 23,84%, ενώ ο δείκτης Dow Jones Industrial Average (\$) σημείωσε αύξηση κατά 18,81%, ο δείκτης NASDAQ Comp (\$) σημείωσε ετήσια αύξηση κατά 43,88%, και ο δείκτης Nikkei 225 Average (¥) σημείωσε ετήσια αύξηση κατά 19,04%.

---

(83) Εάν ληφθεί υπόψη και ο δανεισμός που πραγματοποιήθηκε το μήνα Ιούλιο (και αποτελείτο εξολοκλήρου από έντοκα γραμμάτια), τότε το μέσο κόστος νέου δανεισμού του επταμήνου Ιανουαρίου- Ιουλίου περιορίζεται σε 4,3%.

(84) Πηγή: [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)

(85) Πηγή: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

### **3.5.3.2. Ελληνικό Χρηματιστήριο 2009**

Ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΤ/ΧΑ) \*έκλεισε στο τέλος του 2009 στις 2200 μονάδες, σημειώνοντας συνολική ετήσια μείωση κατά 23,14%. Η αύξηση του ΓΔΤ χαρακτηρίστηκε από έντονες διακυμάνσεις.

Κατά το 2009, η ημερήσια αξία συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αθηνών διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 205,1 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας σημαντική ετήσια μείωση κατά 35% αντίστοιχα με το 2008 που είχε μειωθεί κατά 33,9%, ενώ η συνολική ετήσια αξία συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 78 δισ. ευρώ, σημειώνοντας σημαντική ετήσια μείωση κατά 35,5% έναντι ετήσιας αύξησης κατά 42,1% το 2007. Στο τέλος του 2009 η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών ήταν 84 δισ. ευρώ, σημειώνοντας ετήσια αύξηση κατά 21%, και αντιστοιχώντας στο 30% περίπου του ΑΕΠ της χώρας έναντι 27,8% το 2008.

Περαιτέρω ανάλυση του Ελληνικού χρηματιστηρίου αλλά και των διεθνών δεικτών θα γίνει στο πρακτικό μέρος της εργασίας στο Κεφάλαιο ``Χρηματιστηριακές εξελίξεις``.

**Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα  
και οι κοινοτικές - διεθνείς εξελίξεις**

**ΜΕΡΟΣ 2<sup>ο</sup> Πρακτικό Μέρος**

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

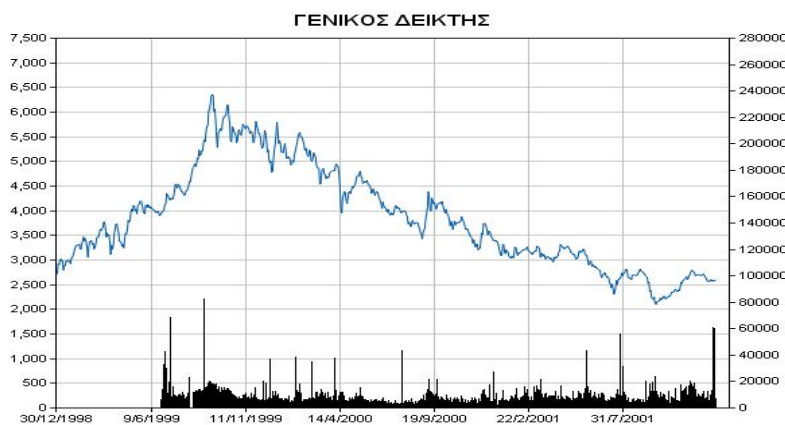
### ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

#### Εισαγωγή

Το χρηματιστήριο είναι ένα κομμάτι του χρηματοπιστωτικού συστήματος ενώ οι εξελίξεις του έδωσαν ένα διαφορετικό τόνο στην ελληνική οικονομία. Με αφορμή τα γεγονότα που συνέβησαν το 1999 στο ελληνικό χρηματιστήριο, δίνοντας μια διαφορετική πορεία σε αυτό, κρίναμε σκόπιμο να αναφερθούμε διεξοδικά στην πορεία του κατά τη διάρκεια της κρίσης. Πρώτα απ' όλα όμως θα κάνουμε μια μικρή αναφορά στο 1999 έτσι ώστε να αναφερθούν τα προβλήματα που δημιουργήθηκαν τότε, ενώ θα συνεχίσουμε με τα πιο πρόσφατα γεγονότα του 2008 και του 2009, κάνοντας συγκρίσεις στις πορείες των χρηματιστηρίων, στους λόγους μεταβολής τους και στα λόγους αποφυγής του ελληνικού χρηματιστηρίου.

Η ιστορία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σημαδεύτηκε από το κραχ του 1999 στο οποίο συμμετείχε μεγάλο μέρος των Ελλήνων.<sup>(86)</sup> Οι ενεργοί κωδικοί επενδυτών στο Χ.Α. έφτασαν το 1,5 εκατ. περίπου, όταν οι Έλληνες εργαζόμενοι υπολογίζονται σε περίπου 4,5 εκατομμύρια. Ο γενικός δείκτης τιμών, όπως θα δούμε και στο διάγραμμα παρακάτω, κάθε μέρα κατέρριπτε ρεκόρ ώσπου στις 23 Σεπτεμβρίου ξεκίνησε η πτώση του. Ο δείκτης σημείωσε υψηλό στις 6.355 μονάδες και έως σήμερα δεν το έχει καταρρίψει.

(Διάγραμμα 10)



Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

Όπως βλέπουμε και από το διάγραμμα ο γενικός δείκτης του Χ.Α. έχασε

(86) Πηγή: [http://el.wikipedia.org/wiki/Ελληνικό\\_χρηματιστηριακό\\_κραχ\\_του\\_1999](http://el.wikipedia.org/wiki/Ελληνικό_χρηματιστηριακό_κραχ_του_1999)

περίπου το 60% των κερδών του μέσα σε ένα χρόνο φτάνοντας περίπου τις 3.000 μονάδες χάνοντας δηλαδή τη μισή κεφαλαιοποίηση του. Σύμφωνα με <sup>(87)</sup> έρευνες περίπου 100 δισεκατομμύρια ευρώ άλλαξαν χέρια, μεγάλο μέρος το οποίο το έχασαν οι μικροεπενδυτές. Πολλές μετοχές αποδείχτηκαν φούσκες δηλαδή ήταν εταιρείες που εισήχθησαν έτσι ώστε να εκμεταλλευτούν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αλλά χωρίς έργα, ούτε κέρδη δηλαδή άνευ αντικρίσματος. Ένα παράδειγμα που είναι ένα από τα πολλά είναι η Ενωμένη Κλωστοϋφαντουργία.

(Διάγραμμα 11)



Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα η μετοχή ήταν υπερτιμημένη. Διαπραγματευόταν στα 290€ ενώ ύστερα από εφτά μήνες ανερχόταν στα 30€ Αυτή τη στιγμή η μετοχή διαπραγματεύεται στα 0,06€ Η ενωμένη κλωστοϋφαντουργία είναι ένα από τα πολλά παραδείγματα εκείνης της εποχής. <sup>(88)</sup>Το 1999 η κεφαλαιοποίηση του χρηματιστηρίου ήταν στο 171,9% του ΑΕΠ, ποσοστό τεράστιο για τα δεδομένα μίας χώρας, ενώ το 2000 το ποσοστό κεφαλαιοποίησης σε σχέση με το Α.Ε.Π. αντιστοιχούσε στο 97,7%.

Θεωρείται από πολλούς το μεγαλύτερο οικονομικοπολιτικό σκάνδαλο της μεταπολεμικής Ελλάδας, καθώς αποτέλεσε την αφορμή για σημαντικό μέγεθος αναδιανομή πλούτου. Πιστεύεται ότι το χρηματιστήριο χειραγωγήθηκε αθέμιτα από διάφορους παράγοντες. Πολλοί επιρρίπτουν ευθύνες στην τότε κυβέρνηση, καθώς υπάρχουν καταγεγραμμένες δηλώσεις υψηλών στελεχών ότι οι ανοδικές τάσεις αντικατοπτρίζουν την κατάσταση της οικονομίας της εποχής.

(87)Πηγή: [http://el.wikipedia.org/wiki/Ελληνικό\\_χρηματιστηριακό\\_κραχ\\_του\\_1999](http://el.wikipedia.org/wiki/Ελληνικό_χρηματιστηριακό_κραχ_του_1999)

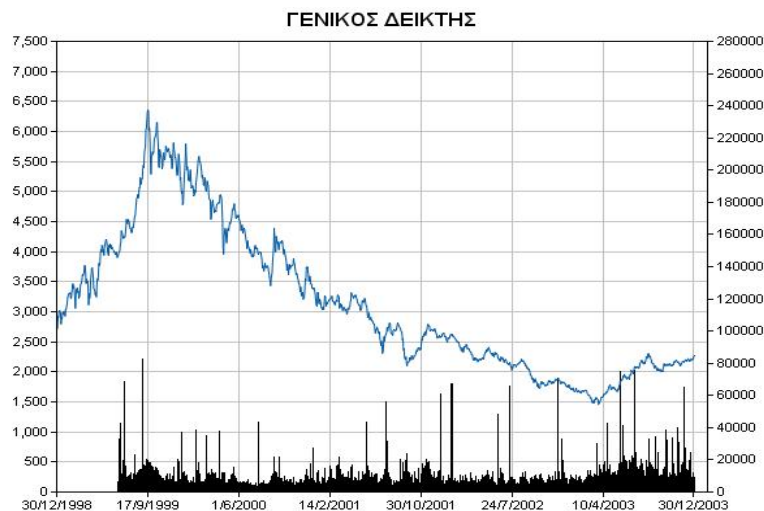
(88)Πηγή: Στοιχεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, Τμήμα Διαχ. Πληροφόρησης, 20/6/2001



Από εκείνο το διάστημα άρχισαν οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές να εισέρχονται στο χρηματιστήριο Αθηνών αυξάνοντας το ποσοστό συμμετοχής τους. Υπολογίζεται ότι εκείνη την εποχή δηλαδή το <sup>(89)</sup>1999 οι ξένοι επενδυτές συμμετείχαν στο Χ.Α. με ποσοστό 20% - 25% ενώ ύστερα από 3 χρόνια περίπου ανέβασαν το ποσοστό τους στο 51%. Ουσιαστικά οι ξένοι επενδυτές αγόρασαν τις μετοχές σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Η υποχώρηση των τιμών στα τέλη του 1999 και του 2000 δεν έχει αντίκρισμα μια κακή ελληνική οικονομία, αντιθέτως η οικονομία της χώρας ήταν σε επίπεδα συνεχόμενης ανόδου. Όλο αυτό που συνέβη ήταν ένα «ξεφούσκωμα» μιας υπερβολικής ανόδου των αποτιμήσεων. Η πτώση συνεχίστηκε για τα επόμενα 3 χρόνια με το γενικό δείκτη να φτάνει στα χαμηλά του επίπεδα στις 31 Μαρτίου 2003 αγγίζοντας τις 1.467 μονάδες. Πολλοί μικροεπενδυτές έχασαν περιουσίες αφού υπήρχαν επενδυτές που έπαιρναν και δάνεια για να τα τοποθετήσουν στο Χ.Α.

(Διάγραμμα 12)



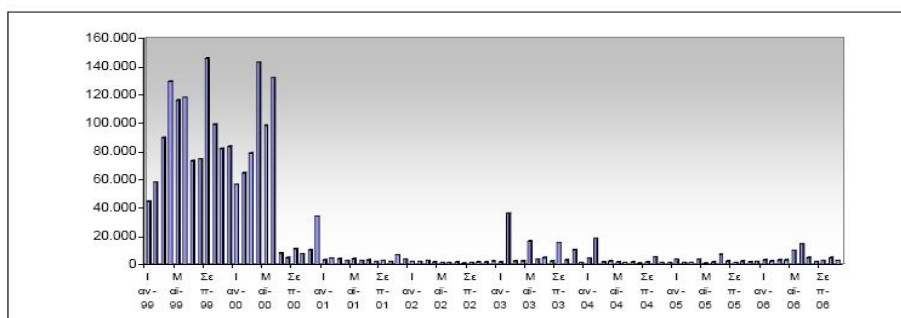
Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

Ένα χαρακτηριστικό που δείχνει την υπερβολή που έγινε στην Ελλάδα και την αναμενόμενη πτώση που θα επακολουθούσε είναι ο αριθμός νέων κωδικών που δημιουργήθηκαν στο Σύστημα Άυλων Τίτλων του Κ.Α.Α. Από το διάγραμμα που ακολουθεί φαίνεται καθαρά η υπερβολή που είχε ξεκινήσει από τον Ιανουάριο του 1999 με αποκορύφωμα τον Σεπτέμβριο του 1999 όπου δημιουργήθηκαν περίπου 150.000 νέοι κωδικοί. Το εργατικό δυναμικό της χώρας αντιστοιχεί σε 4,5 εκατ.

(89)Πηγή: Καθημερινή, Ανέστης Ντόκας, Από το φιάσκο του 1999 μέχρι το κραχ του 2008, 26/10/2008

(Διάγραμμα 13)

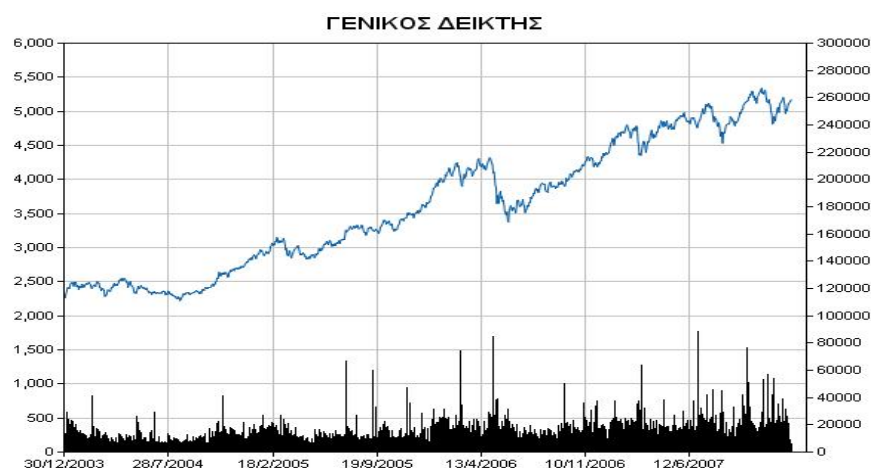
ΑΡΙΘΜΟΣ ΝΕΩΝ ΚΩΔΙΚΩΝ ΣΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΑΨΛΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΑΝΑ ΜΗΝΑ 1999-2006



πηγή: Κ.Α.Α., Μηνιαία Στατιστικά Δελτία

Η επόμενη τετραετία δηλαδή από το 2003 έως το 2007 ήταν μια τετραετία χωρίς ιδιαίτερα προβλήματα και μεγάλες μεταβολές του χρηματιστηρίου. Ήταν γενικά μια ήρεμη περίοδος για το χρηματιστήριο το οποίο άρχισε να ανακάμπτει και να επαναφέρει τα κέρδη που έχασε στην περίοδο 1999 – 2003. Έφτασε ο Γενικός Δείκτης στις 5.500 μονάδες δηλαδή 100% πάνω από τα τέλη του 2003. Παράλληλα και τα ξένα χρηματιστήρια είχαν την ίδια πορεία

(Διάγραμμα 14)



Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

#### 4.1. Το Ελληνικό χρηματιστήριο εν μέσω χρηματοοικονομικής κρίσης

Στα μέσα του 2008 όπου ξεκίνησε η χρηματοοικονομική κρίση βρήκε το χρηματιστήριο στις 3.000 μονάδες. Οι επιδόσεις της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς το 2007 παρέμειναν θετικές παρά την κάμψη των τιμών των μετοχών στη

διάρκεια του έτους. Ο γενικός δείκτης των μετοχών του Χ.Α. αυξήθηκε κατά 18% και η αξία των συναλλαγών κατά 40%, ενώ τα αντληθέντα κεφάλαια, κυρίως από εταιρίες του τραπεζικού κλάδου σχεδόν τετραπλασιάστηκαν. Οι θετικές αυτές εξελίξεις συνδέονταν κυρίως με την αυξημένη κερδοφορία των εταιριών, τις θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, τις επιχειρηματικές πρωτοβουλίες σε διάφορους κλάδους και την επιτυχημένη διείσδυση των ελληνικών επιχειρήσεων στο εξωτερικό. Θετική επίδραση είχε και το γεγονός ότι οι Ελληνικές εταιρίες και κυρίως οι τράπεζες είχαν περιορισμένη έκθεση σε επενδυτικά προϊόντα που σχετιζόνταν με τα στεγαστικά δάνεια της αμερικάνικης αγοράς. Σε αντίθεση με το 2007 που στο μεγαλύτερο μέρος οι τιμές των μετοχών όλων των χρηματιστηρίων παρουσίασαν κέρδη το 2008 δεν ήταν εξίσου κερδοφόρο. Από την αρχή του έτους οι μετοχές έχασαν περισσότερα από 24 τρις. δολάρια και οι απώλειες στο ΧΑ ξεπέρασαν τα 105 δις. ευρώ.

<sup>(90)</sup>Η κατάσταση οξύνεται με την χρεοκοπία της μεγάλης επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, την εξαγορά των RBS και Fortis από τις κυβερνήσεις τους, τη μετατροπή των Goldman Sachs και Morgan Stanley σε εταιρίες συμμετοχών υπό την εποπτεία της Fed, και την χρεοκοπία ενός μεγάλου συνόλου χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων παγκοσμίως.

Ο Οκτώβρης συνεχίζεται με συνεχείς ρευστοποιήσεις και αποκορύφωμα ήταν η 24η Οκτωβρίου όπου όλα τα χρηματιστήρια κατέγραψαν σημαντικές απώλειες όπως και το χρηματιστήριο της Αθήνας (πτώση 9,71%).σημαντικός παράγοντας που συνέβαλε στην πτώση των τιμών των μετοχών στο ΧΑ ήταν οι υψηλές καθαρές ρευστοποιήσεις στις οποίες προέβησαν οι ξένοι επενδυτές. Η επίδραση των ξένων επενδυτών στις συναλλαγές αλλά και τη χρηματιστηριακή αξία του Χ.Α. είναι σημαντική, λόγω του υψηλού βαθμού διεθνοποίησής του τα τελευταία έτη. Η συμμετοχή των ξένων επενδυτών στη συνολική χρηματιστηριακή αξία του ΧΑ μειώθηκε, για πρώτη φορά μετά το Μάρτιο του 2007, σε επίπεδο κάτω του 50%.

Η αποτίμηση των μετοχών του ΧΑ, όπως μετρείται με το λόγο της τιμής προς κέρδη (μετά από φόρους) ανά μετοχή (P/E) για τον ΓΔΧΑ), μειώθηκε σε ιστορικούς χαμηλά επίπεδα (5,8), ενώ ανάλογη εξέλιξη σημείωσε και ο αντίστοιχος λόγος (7,8) για τον ευρύ δείκτη Dow Jones EURO STOXX της ζώνης του ευρώ.

---

(90)Πηγή: Τράπεζα Ελλάδος

(Διάγραμμα 15)



Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

#### 4.1.1. Συσχέτιση και μεταβλητότητα Ελληνικού χρηματιστηρίου με ξένα χρηματιστήρια

Το πιο σημαντικό πάντως και αυτό που πρέπει να τονίσουμε είναι η συσχέτιση του Ελληνικού χρηματιστηρίου σε σχέση με τα ξένα χρηματιστήρια και το πώς αντιμετωπίστηκε η κρίση από τους Έλληνες επενδυτές και πώς από τους ξένους.

Πρώτα απ' όλα θα μελετήσουμε τη συσχέτιση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α. σε σχέση με άλλους δείκτες άλλων χωρών και την μεταβλητότητα που παρουσιάζει ο ελληνικός αλλά και οι ξένοι δείκτες έτσι ώστε να αντιληφθούμε πως κινούνται οι δείκτες μεταξύ τους.

(Διάγραμμα 16)



Πηγή: Reuters

Για αρχή θα συγκρίνουμε τη συσχέτιση του γενικού δείκτη του Χ.Α. με τον Dow Jones Industrial Average, ο οποίος είναι ένας από τους πιο σημαντικούς

δείκτες παγκοσμίως. Είναι ουσιαστικά ο δείκτης που δείχνει την πορεία του παγκόσμιου εμπορίου. Οι δείκτες αντιστοιχούν στο ίδιο χρονικό διάστημα, την περίοδο 28/11/2008 – 24/11/2009. Η συσχέτιση των δύο δεικτών δεν ξεπερνά τις 0,5 μονάδες ποσοστό ιδιαίτερα χαμηλό σε μια παγκοσμιοποιημένη αγορά. Αν παρατηρήσουμε το διάγραμμα ο γενικός δείκτης ακολουθεί τον αμερικάνικο αλλά η μεταβολή του είναι πολύ μεγαλύτερη σε σχέση με τον ξένο. Πρώτα απ' όλα την περίοδο της μεγάλης πτώσης των αγορών ο Γ.Δ. εμφανίζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα σε σχέση με τον DJIA. Η Ελλάδα δηλαδή σε περιόδους πτώσης έχει μεγαλύτερη καθημερινή μεταβλητότητα από τις Η.Π.Α. και σε ανοδικές περιόδους κινείται ανοδικά με μεγαλύτερο ποσοστό. Ο Γ.Δ. έφτασε σε σημείο την περίοδο που εμφανιζόντουσαν θετικά μακροοικονομικά στοιχεία για την παγκόσμια οικονομία να ανακάμπτει και να κερδίζει έως και 53% από τις 28/11/2008, τη στιγμή που ο DJIA κέρδιζε μόλις το 14% του αντίστοιχου διαστήματος.

Ο λόγος που συμβαίνει αυτό στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά δεν είναι τυχαίος, αντιθέτως έχει άμεση σχέση με την ελληνική οικονομία και την ελληνική αγορά.<sup>(91)</sup> Ο κίνδυνος χώρας που είναι αποτέλεσμα μακροοικονομικών στοιχείων κυρίως αλλά και άλλοι παράγοντες, όπως ο κίνδυνος ρευστότητας, ο πολιτικός κίνδυνος και ο συναλλαγματικός κίνδυνος είναι μερικοί παράγοντες που αντιμετωπίζει η Ελλάδα. Η ύπαρξη μακροοικονομικών ανισορροπιών, όπως υψηλό δημόσιο χρέος, υψηλά ελλείμματα, χαμηλή ανταγωνιστικότητα, τριβές στην αγορά εργασίας, φοροδιαφυγή, αποτελούν μόνιμα διαρθρωτικά προβλήματα της Ελληνικής Οικονομίας τα τελευταία τριάντα χρόνια και συμβάλουν στην αύξηση της επικινδυνότητας του Χρηματιστηρίου της Αθήνας.

Επιπρόσθετα, ιδιαίτερα χαρακτηριστικά<sup>(92)</sup> της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς, όπως είναι η χαμηλή εμπορευσιμότητα των μετοχικών τίτλων, η έλλειψη ρευστότητας, η ολιγοπωλιακή διάρθρωση στην αγορά χρήματος και κεφαλαίου, η έλλειψη βάθους και πλάτους, καθώς και άλλοι συστημικοί παράγοντες, αυξάνουν την επικινδυνότητα του εγχώριου χρηματιστηρίου.

---

(91)Πηγή: Φίλιππας Νικόλαος., “Πόσο Επικίνδυνο είναι Τελικά το Χρηματιστήριο των Αθηνών;”, Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 24 Μαΐου 2008.

(92)Πηγή: Αλεξάκης, Παναγιώτης (2006) : Το ελληνικό χρηματιστήριο κάτω από τις ευρωπαϊκές εξελίξεις, Εκδ. Έλλην, Αθήνα

Άλλοι δείκτες που πρέπει να συγκριθούν με τον αντίστοιχο ελληνικό είναι αυτοί της Ε.Ε., όπου η Ελλάδα είναι μέλος και σίγουρα έχει περισσότερα κοινά σε σχέση με τους δείκτες των Η.Π.Α. λόγω της κοινής πορείας σε οικονομικά, κοινωνικά, και πολιτικά θέματα. Ιδίως σε θέματα οικονομικά η Ελλάδα συμμετέχει στην ευρωζώνη και η πολιτική της στα συγκεκριμένα θέματα επηρεάζεται άμεσα από τις αποφάσεις της ευρωζώνης. Ο γενικός δείκτης πάντως του χρηματιστηρίου Αθηνών δεν συσχετίζεται άμεσα με τους δείκτες FTSE-100 της Αγγλίας και DAX Γερμανίας. Βλέπουμε τα ίδια αποτελέσματα όπως και στο προηγούμενο διάγραμμα με τον Dow Jones, εδώ όμως παρατηρούμε ότι έχουμε μεγαλύτερη συσχέτιση απ' ό,τι με τον DJIA. Οι μεταβολές για το ελληνικό χρηματιστήριο είναι μεγαλύτερες (σε ποσοστό) ενώ παρατηρούμε και την υπεραντίδραση που εκδηλώνει ο δείκτης σε σχέση με τους άλλους δύο δείκτες.

(Διάγραμμα 17)



(Διάγραμμα 18)



Πηγή: Reuters

Θα ήταν ενδιαφέρον να δούμε τις συσχετίσεις που έχει το ελληνικό χρηματιστήριο σε σχέση με τους κυριότερους ξένους δείκτες αλλά και τους ξένους δείκτες μεταξύ τους.

Πίνακας συντελεστών συσχέτισης μεταξύ των κυριότερων χρηματιστηριακών δεικτών 1/10/09-30/11/09 (Πίνακας 12)

	Ι Δ	FTSE 100	DAK	CAC 40	IBEX 35	BEL 20	AEX	ISE 20	OSK	SP 500	DJI	NIKKEI 225	HANGSING
Ι Δ	1.000												
FTSE-100	0.514	1.000											
DAK	0.579	0.427	1.000										
CAC-40	0.574	0.421	0.984	1.000									
IBEX-35	0.478	0.417	0.918	0.979	1.000								
BEL 20	0.531	0.397	0.511	0.505	0.337	1.000							
AEX	0.271	0.335	0.566	0.505	0.378	0.318	1.000						
ISE 20	0.473	0.331	0.661	0.605	0.306	0.310	0.372	1.000					
OSK	0.400	0.390	0.566	0.502	0.375	0.311	0.508	0.307	1.000				
SP-500	0.162	0.527	0.705	0.674	0.713	0.363	0.082	0.294	0.525	1.000			
DJI	0.126	0.506	0.683	0.661	0.709	0.308	0.051	0.271	0.517	0.983	1.000		
NIKKEI 225	0.491	0.311	0.011	0.001	0.085	0.021	0.066	0.112	0.039	0.120	0.059	1.000	
HANGSING	0.587	0.797	0.573	0.523	0.708	0.769	0.196	0.164	0.761	0.546	0.714	0.751	1.000

Πηγή: Reuters

Όπως βλέπουμε στον πίνακα παραπάνω η μεγαλύτερη συσχέτιση του Γ.Δ. εμφανίζεται με τον γαλλικό CAC – 40 και τον αγγλικό FTSE-100. Γενικά στον πίνακα παρατηρείται μια συσχέτιση σε μεγαλύτερο ποσοστό για την Ελλάδα με τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης ενώ σε μικρότερο ποσοστό με τις Η.Π.Α. και την Ιαπωνία. Αντίθετα τα μεγάλα χρηματιστήρια του κόσμου όπως των Η.Π.Α., της Γερμανίας και της Αγγλίας είναι περισσότερο συσχετισμένα μεταξύ τους, έχουν μια κοινή πορεία και η μεταβλητότητα τους είναι πολύ μικρότερη σε σχέση με την Ελλάδα.

Συμπέρασμα όλων αυτών που αναφέραμε παραπάνω αλλά θα αναλύσουμε και παρακάτω είναι η μεγάλη μεταβλητότητα του ελληνικού χρηματιστηρίου και η χαμηλή συσχέτιση που σημειώνει με τις ξένες αγορές. Μεγάλη μεταβλητότητα για ένα χρηματιστήριο ισούται και μεγάλος κίνδυνος γι' αυτό και σημειώνεται μεγάλη αποστροφή των επενδυτών από το ελληνικό χρηματιστήριο.

#### **4.1.2. Μεταβολή χρηματιστηρίων και αποδόσεις**

Πριν αναλύσαμε τη συσχέτιση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών με τους κυριότερους παγκοσμίως ξένους δείκτες και καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι ο ελληνικός δείκτης δεν είναι συσχετισμένος σε μεγάλο ποσοστό με τους ξένους δείκτες ενώ και η μεταβλητότητα του ιδίως σε περιόδους με έντονες διακυμάνσεις είναι ακόμα μεγαλύτερη.

*Παρακάτω θα μελετήσουμε αν η απόδοση του γενικού δείκτη είναι ικανοποιητική. Πόσο έχει αποδώσει σε σχέση με τους ξένους δείκτες; Αξίζει να επενδύσουμε στο Χ.Α.; Ο κίνδυνος που αναλαμβάνουμε μας αποδίδει τουλάχιστον σε απόδοση; Θα συγκρίνουμε μετά από μία σύντομη ανάλυση την μεταβολή του Γ.Δ. με τα διεθνή χρηματιστήρια και θα βγάλουμε κάποια συμπεράσματα από αυτή την ανάλυση.*

Πρώτα απ' όλα θα πρέπει να συγκρίνουμε την απόδοση του Γ.Δ. σε σχέση με τους ξένους δείκτες. Η σύγκριση θα γίνει για το διάστημα μιας τριετίας, από τις 9/1/2007 – 9/1/2010. Όπως παρατηρούμε στο διάγραμμα ο Γ.Δ. την τριετία παρουσιάζει πτώση της τάξεως του 48%. Δηλαδή αν επένδυε κάποιος τα χρήματα του στο ελληνικό χρηματιστήριο θα έχανε περίπου το 48% του κεφαλαίου του. Οι άλλοι δείκτες κινούνται και αυτοί καθοδικά αλλά σε μικρότερο ποσοστό. Καλύτερος δείκτης λόγω απόδοσης εμφανίζεται ο Dow Jones αφού εμφανίζει πτώση κερδών περίπου 8% την τριετία που εξετάζουμε. Πρέπει να παρατηρήσουμε

επίσης ότι ο Dow Jones κινείται σχεδόν πάντα πιο κερδοφόρος από τους άλλους δείκτες, ιδιαίτερα πριν τη χρηματοπιστωτική κρίση σημειώνει κέρδη περίπου 23% από τον Ιανουάριο του 2007. Από τις αρχές του 2008 σημειώνεται η αρχή της πτώσης. Τότε φυσικά εμφανίστηκαν και τα πρώτα προβλήματα στις αμερικάνικες τράπεζες και τα προβλήματα ρευστότητας. Το Μάρτιο του 2008 έγινε και η πρώτη πώληση εταιρείας σε εξευτελιστική τιμή. Η Bear Stearns εξαγοράστηκε από τη J.P. Morgan έναντι 2\$ και η παγκόσμια αγορά έδειχνε να μπαίνει στη δίνη της οικονομικής κρίσης. Το Σεπτέμβριο του 2008 συνέβη ένα από τα πιο σημαντικά γεγονότα στην οικονομική ιστορία των Η.Π.Α.. Ο αμερικανικός κολοσσός Lehman Brothers κήρυξε πτώχευση, προκαλώντας αναστάτωση στην παγκόσμια αγορά. Η ημερομηνία της ανακοίνωσης ήταν 23/9/2008.

Η πορεία του Dow Jones αλλά και όλων των δεικτών φαίνεται ξεκάθαρα στο διάγραμμα που ακολουθεί. Παρά το ότι ελληνικές τράπεζες σύμφωνα με δηλώσεις τους δεν είχαν επενδύσει στην εν λόγω επιχείρηση, ούτε σε επενδυτικά προϊόντα της, γνωστοποιήθηκαν ελληνικές ιδιωτικές επενδύσεις<sup>(93)</sup>. Το χρηματιστήριο πάντως της Ελλάδος κινήθηκε πτωτικά και μέχρι τα τέλη του Οκτωβρίου 2008 είχε χάσει ήδη 33% των κερδών του. Αντίστοιχο ποσοστό πτώσης σημειώθηκε και στο Dow Jones, ενώ οι δείκτες Dax (Γερμανίας) και FTSE-100 (Αγγλίας) εμφανίστηκαν πιο συγκρατημένοι χάνοντας περίπου 15% των κερδών τους μέχρι τα τέλη Οκτωβρίου. Γενικά από το διάγραμμα διακρίνουμε ότι οι δείκτες της Γερμανίας και της Αγγλίας συμβαδίζουν περισσότερο μεταξύ τους, επίσης η διακύμανση τους είναι μικρότερη σε ποσοστό και όλα αυτά είναι κάποια χαρακτηριστικά των σταθερών αγορών με γερές βάσεις. Η Ελλάδα αντίθετα έφτασε σε σημείο να έχει μειώσει τα κέρδη της έως και 68% (4/3/2009) από τον Ιανουάριο του 2007. Τέλος καταλήγει έως τις 9/1/2009 να έχει πτώση κερδών της τάξεως του 48%.

Φυσικά και τα προβλήματα της οικονομίας της χώρας έχουν το μεγαλύτερο αντίκτυπο στην εικόνα του δείκτη της. Πρώτα απ' όλα τα προβλήματα με το δανεισμό της χώρας, που θα εξετάσουμε παρακάτω, τα προβλήματα ρευστότητας που έχει το ελληνικό χρηματιστήριο και το βάθος και πλάτος της αγοράς, ανταποκρίνονται στο δείκτη.

---

(93)Πηγή: Αλεξιάκης, Παναγιώτης (2006) : Το ελληνικό χρηματιστήριο κάτω από τις ευρωπαϊκές εξελίξεις, Εκδ. Έλλην, Αθήνα



(Διάγραμμα 19)



Πηγή: Bloomberg

Το διάγραμμα μας παρουσιάζει ξεκάθαρα την πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου σε σχέση με τα διεθνή χρηματιστήρια. Η πολύ μεγάλη μεταβλητότητα του (που ισούται με μεγαλύτερη τυπική απόκλιση και άρα μεγαλύτερο κίνδυνο) προκαλεί αποστροφή των επενδυτών από αυτό. Στο διάγραμμα διακρίνεται και η πολύ χαμηλή συσχέτιση του Χ.Α. σε αντίθεση με την υψηλή συσχέτιση των κυριότερων αγορών μεταξύ τους. Ουσιαστικά η ελληνική αγορά παρουσιάζεται πολύ απομονωμένη από την διεθνή πορεία των αγορών, πολύ ευαίσθητη σε περιόδους πτώσης που αντιστοιχεί σε μεγαλύτερη μεταβλητότητα.

*Λόγοι αποστροφής από το ελληνικό χρηματιστήριο:*

- Υψηλή μεταβλητότητα, άρα μεγαλύτερη τυπική απόκλιση που ισούται με υψηλότερο κίνδυνο. Ο υψηλός κίνδυνος αντιστοιχεί σε υπερβολικά κέρδη είτε υπερβολικές ζημιές.
- Χαμηλή συσχέτιση με τα διεθνή χρηματιστήρια που προκαλεί μια ανεξάρτητη πορεία σε μια παγκοσμιοποιημένη αγορά.
- Σοβαρές απώλειες σε περιόδους κρίσεων ή σε κερδοσκοπικές περιόδους όπως το 1999.
- Προβλήματα από το μακροοικονομικά στοιχεία της Ελλάδος πχ. αυξημένο έλλειμμα, υψηλό δημόσιο χρέος.
- Μικρή διαφοροποίηση του ελληνικού χρηματιστηρίου όπως θα δούμε

παρακάτω. <sup>(94)</sup>Το ελληνικό χρηματιστήριο εμφανίζεται ιδιαίτερα τραπεζοκεντρικό, αφού το 47% του Γ.Δ. αποτελείται από τράπεζες. Ο DJIA αποτελείται από το 7,67% ενώ ο Standard & Poors 500 αποτελείται από το 17,6%.

---

(94)Πηγή: άρθρο “ Είναι ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α. αποτελεσματικός ”, Ν. Φίλιππας και Βαγενά Α., Καθημερινή, 6/4/2008

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

#### 5.1. Διατραπεζικά Επιτόκια

Μετά το ξέσπασμα της κρίσης πολλά στοιχεία του ενεργητικού των τραπεζών έχασαν την αξία τους, μειώνοντας τα κεφάλαια και την διαθέσιμη ρευστότητα. Η έλλειψη ρευστότητας οδήγησε πολλές τράπεζες να αναζητήσουν βραχυπρόθεσμα κεφάλαια στη διατραπεζική αγορά ώστε να καλύψουν τις χρηματοδοτικές τους ανάγκες. Η αγορά αυτή αποτυπώνει όπως θα δούμε παρακάτω τις δυσκολίες χρηματοδότησης.

(Διάγραμμα 20)



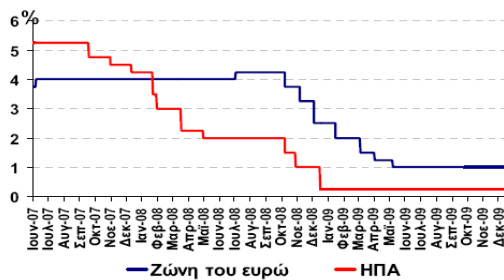
Πηγή: Bloomberg

Στο διάγραμμα περιγράφεται η αυξομείωση στην πίεση που δέχτηκε η διατραπεζική αγορά στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη. Οι μεταβλητές είναι τα περιθώρια στις ΗΠΑ και την Ευρωζώνη αντίστοιχα, ανάμεσα στο επιτόκιο με το οποίο δανείζεται μια τράπεζα για 3 μήνες από μια άλλη τράπεζα και το επιτόκιο με το οποίο δανείζεται το δημόσιο για 3 μήνες. Συγκεκριμένα, για τις ΗΠΑ, το περιθώριο είναι μεταξύ του επιτοκίου των τρίμηνων καταθέσεων σε ευρώδολάρια και των τρίμηνων εντόκων γραμματίων του αμερικανικού δημοσίου (TED spread). Για την Ευρωζώνη το περιθώριο είναι μεταξύ του τρίμηνου Euribor και των τρίμηνων εντόκων γραμματίων της ζώνης του ευρώ. Η αύξηση των περιθωρίων οφείλεται είτε σε αύξηση του κινδύνου χρεοκοπίας των τραπεζών, είτε στη καταφυγή των επενδυτών σε επενδύσεις σε τίτλους του δημοσίου.

Όπως παρατηρούμε από το διάγραμμα τα επιτόκια αυξήθηκαν μετά την έναρξη της κρίσης στα μέσα του 2007, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ, όπου εκεί ξεκίνησε η κρίση.

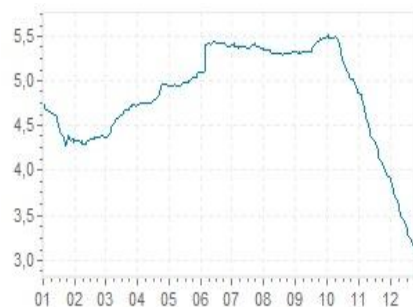
Στη συνέχεια παρατηρούμε συνεχείς διακυμάνσεις, ενώ η μεγάλη εκτόξευση έγινε μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008. Τα περιθώρια πάντως άρχισαν να μειώνονται μαζί με την σταδιακή ομαλοποίηση της αγοράς λόγω των κυβερνητικών πακέτων και της παροχής ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες.

Επιτόκια Κεντρικών τραπεζών (Διάγραμμα 21)



Πηγή: EKT, Federal Reserve

Euribor12m (2008) (Διάγραμμα 22)



Πηγή : euribor.org

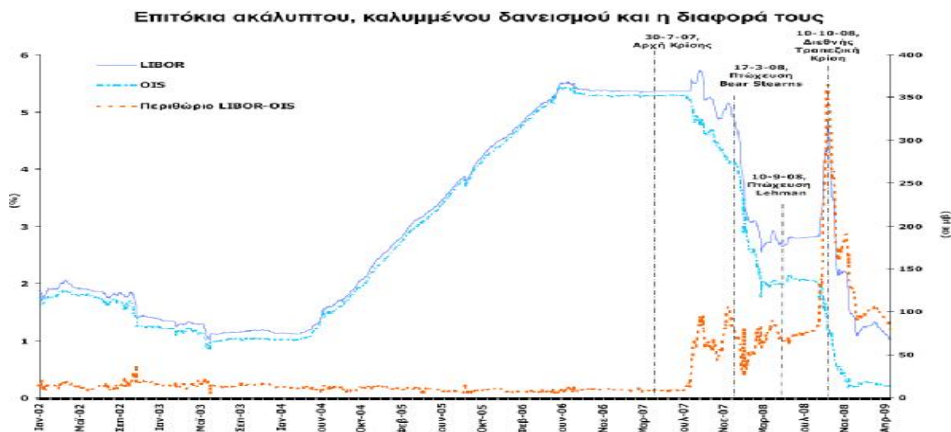
Για να καταλάβουμε αν το επιτόκιο των κεντρικών τραπεζών επηρεάζει άμεσα το euribor, θα ήταν ενδιαφέρον να κοιτάξουμε τα δυο διαγράμματα παράλληλα. Στο πρώτο διάγραμμα παρουσιάζεται το επιτόκιο των κεντρικών τραπεζών ενώ στο δεύτερο διάγραμμα παρουσιάζεται το euribor 12m. του 2008.

Η ραγδαία αύξηση στο euribor ξεκινά μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, όπου το επιτόκιο αυξάνεται μέσα σε ένα μήνα περίπου στις 100 μονάδες βάσης. Η πτώση του euribor έρχεται μετά την πρώτη μείωση των επιτοκίων τον Νοέμβρη του 2008 και από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και από την Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (FED). Έπειτα από αυτή τη μείωση επιτοκίων έρχονται συνεχόμενες μειώσεις των επιτοκίων έτσι ώστε να τονωθεί η ρευστότητα της αγοράς, το euribor μειώνεται συνεχώς και έως το τέλος του 2008 το επιτόκιο μειώθηκε στο 2,5%. Το αντίστοιχο euribor 12m έφτασε στο 3,049% στο τέλος του 2008, μείωση περίπου 45% από τα μέσα Οκτωβρίου (5,526% υψηλό). Το επιτόκιο από τις κεντρικές τράπεζες μειώνονταν συνεχώς έως το Μάιο του 2009 για την Ευρωζώνη φτάνοντας στο 1,00%, ενώ για τις ΗΠΑ έως το Δεκέμβριο του 2008, φτάνοντας στο 0,25%.

Ενδιαφέρον θα ήταν να μελετήσουμε το LIBOR ( London Interbank Offered Rate) σε σχέση με το OIS (Overnight Index Swap). Πρώτα απ' όλα το LIBOR των

τριών μηνών είναι το επιτόκιο που δανείζονται οι τράπεζες χωρίς εγγυήσεις για διάστημα 3 μηνών και είναι το επιτόκιο το οποίο θα εξετάσουμε, ενώ το OIS είναι ένα παράγωγο με αντίστοιχη λήξη όπου ο υπόχρεος καλείται να καταβάλει ένα μικρό τίμημα, προκειμένου να λάβει το μέσο όρο του κυμαινόμενου επιτοκίου της κεντρικής τράπεζας χωρίς να γίνεται ανταλλαγή μετρητών.

(Διάγραμμα 23)



Αριστερό άξονας : επιτόκιο

Δεξιός άξονας: διαφορές επιτοκίων σε μονάδες βάσης

Πηγή: Bloomberg LP & Eurobank Research

Η διαφορά μεταξύ LIBOR και OIS μέχρι τα μέσα του 2007 ήταν πολύ μικρή, περίπου 10μ.β. Αυτή η διαφορά οφείλονταν στο εξαιρετικά μικρό κόστος ασφάλισης. \*Μετά την πτώχευση της Bear Sterns (στις 17 Μαρτίου, 2008) το περιθώριο απόδοσης εκτινάσσεται πάνω από τις 100μ.β. δηλώνοντας την έντονη ανησυχία της αγοράς για την ικανότητα των τραπεζών να εξυπηρετήσουν τις υποχρεώσεις τους σε βραχυχρόνιο δανεισμό. Μετά την πτώχευση της Lehman Brothers (15 Σεπτεμβρίου, 2008) το περιθώριο αυξήθηκε κατακόρυφα, φτάνοντας τα πρωτοφανή επίπεδα των 364μ.β., στις 10/10/08, καθώς η ρευστότητα της αγοράς στέρεψε λόγω της απροθυμίας των τραπεζών παγκοσμίως να δανείσουν στη διατραπεζική αγορά από τον εύλογο φόβο ότι η αντισυμβαλλόμενη τράπεζα θα αθετήσει τις υποχρεώσεις της. Η διαφορά αυτή των δύο επιτοκίων δηλώνει την αποστροφή ουσιαστικά των τραπεζών να καταφύγουν στην διατραπεζική αγορά λόγω φόβου μη πληρωμής από την υπόχρεα τράπεζα.

## 5.2. Ομόλογα του ελληνικού δημοσίου

### 5.2.1. Ομόλογα του Ελληνικού δημοσίου εν μέσω χρηματοπιστωτικής κρίσης

Από το Φθινόπωρο του 2008 τα περιθώρια απόδοσης μεταξύ του 10ετούς ελληνικού και γερμανικού ομολόγου διευρύνθηκαν με αλματώδεις και πρωτόγνωρους ρυθμούς. Η αύξηση των περιθωρίων απόδοσης, η ταχύτητα και το εύρος μεταβολής τους, εύλογα δημιούργησαν έντονη ανησυχία τόσο στους ερευνητές όσο και στους επενδυτές, ξένους και εγχώριους.

Πρώτα όμως θα μελετήσουμε την πορεία των κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης και των ΗΠΑ. Μετά από έντονες διακυμάνσεις το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Σεπτεμβρίου και τον Οκτώβριο του 2008, οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις ακολούθησαν πτωτική πορεία το επόμενο δίμηνο, με αποτέλεσμα από τα μέσα Σεπτεμβρίου έως το τέλος του έτους να μειωθούν περίπου κατά 1% στη ζώνη του ευρώ και 1,5% στις ΗΠΑ και να φθάσουν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ενώ τον Ιανουάριο του 2009 αυξήθηκαν. Η μείωση μέχρι το τέλος του έτους μπορεί να αποδοθεί στις εκτιμήσεις των επενδυτών ότι οι κίνδυνοι ζημιών τους οποίους συνεπάγονται οι τοποθετήσεις σε εναλλακτικά προς τους κρατικούς τίτλους χρηματοοικονομικά μέσα είχαν αυξηθεί σημαντικά, καθώς και στην αύξηση της προτίμησης των επενδυτών για ρευστότητα. Πρακτικά δηλαδή οι επενδυτές αντιλήφθηκαν ότι τα εταιρικά ομόλογα ήταν πιο επικίνδυνα από ότι ένα κρατικό ομόλογο αλλά και η ρευστότητα των εταιρικών είναι μικρότερη.

Αποδόσεις 10ετών κρατικών ομολόγων ευρωζώνης και ΗΠΑ  
(Ιανουάριος 1999- Ιανουάριος 2009) (Διάγραμμα 24)



Χώρες, όπως η Ελλάδα, με υψηλό χρέος, μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα και υψηλό έλλειμμα ανταγωνιστικότητας, βρίσκονται στη δύσκολη θέση να αναγκάζονται να πληρώνουν υψηλότερα επιτόκια για την αναχρηματοδότηση του δημοσίου χρέους από άλλες χώρες. Οι πρωτοφανείς αυξήσεις και η μεταβλητότητα του περιθωρίου απόδοσης κατά την διάρκεια του 2008 και το πρώτο τρίμηνο του 2009, αντανakλούν όχι μόνο τη παγκόσμια αβεβαιότητα αλλά και την έλλειψη εμπιστοσύνης στην ελληνική οικονομία.

(Διάγραμμα 25)



Πηγή: Bloomberg

Παραπάνω παρατίθεται το διάγραμμα του 10ετούς ελληνικού ομολόγου από το 1998 έως τα τέλη του 2009. Η πορεία του ομολόγου ανταποκρίνεται στην εικόνα του ελληνικού κράτους, στα ελλείμματα που έχει παρουσιάσει, στα χρέος του κράτους και γενικά σε όλα δημοσιονομικά προβλήματα που αντιμετωπίζει η Ελλάδα.

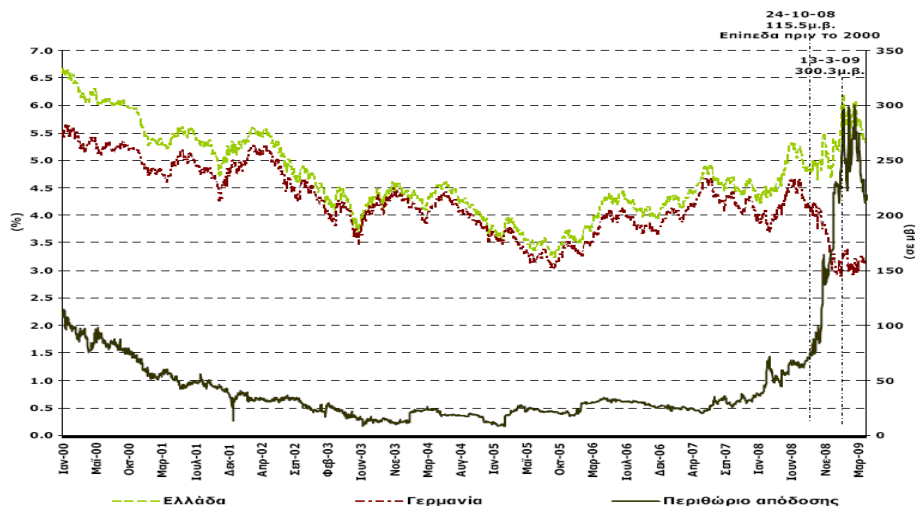
Όπως παρατηρούμε στο διάγραμμα το μεγαλύτερο κόστος της Ελλάδας στα ομόλογα ήταν την περίοδο του 1998 (λόγω της υποτίμησης της δραχμής και των κακών δημοσιονομικών της χώρας) και το 2009. Μετά το τέλος του 1998 αρχίζει μια ήρεμη περίοδος για το ελληνικό ομόλογο λόγω της εισόδου της Ελλάδας στην ευρωζώνη. Το κόστος δανεισμού όπως φαίνεται και από το διάγραμμα είχε μειωθεί για πολλά χρόνια έτσι ώστε να μη δημιουργεί προβλήματα για το δανεισμό της χώρας. Από τα τέλη πάντως του 2008 το επιτόκιο αυξάνεται. Είναι φυσικό επακόλουθο της κρίσης που ταλανίζει την παγκόσμια οικονομία και ιδιαίτερα σε μία χώρα που η πιστοληπτική της ικανότητα δεν είναι σε καλά επίπεδα, να

δανείζεται με μεγαλύτερο επιτόκιο το οποίο μπορεί να δημιουργήσει σοβαρά προβλήματα στην αναχρηματοδότηση του δημοσίου χρέους.

Το βασικό ερώτημα που θα μας απασχολήσει σε αυτό το κεφάλαιο είναι το πόσο ακριβά η Ελλάδα αναχρηματοδοτεί το δημόσιο χρέος της και ποιες οι αιτίες που οδηγούν σε αυτή την κατάσταση; Για να γίνει πιο σαφές και πιο εύκολο στην ανάλυση του θα πρέπει να συγκριθεί το 10ετές ελληνικό ομόλογο με το αντίστοιχο 10ετές ομόλογο άλλης χώρας έτσι ώστε να καταλάβουμε την πορεία του. Το αντίστοιχο ομόλογο που έχει η Ευρωζώνη σαν μέτρο σύγκρισης είναι το γερμανικό ομόλογο. Η διαφορά των δύο ομολόγων ονομάζεται spread ή περιθώριο απόδοσης. Έτσι από εδώ και πέρα η σύγκριση του ελληνικού ομολόγου θα γίνεται με το αντίστοιχο γερμανικό.

#### Περιθώριο απόδοσης 10ετούς ελληνικού ομολόγου έναντι γερμανικού ομολόγου

(Διάγραμμα 26)



Πηγή: ΔΝΤ

Θα πρέπει να παρατηρήσουμε την πορεία των δύο ομολόγων πριν εκδηλωθούν τα πρώτα σημάδια από την κρίση. Όπως βλέπουμε το ελληνικό ομόλογο κινείται στην διεθνή αγορά με πολύ μικρό περιθώριο απόδοσης από το γερμανικό ομόλογο, γύρω στις 50 μονάδες βάσης κατά μέσο όρο. Ύστερα από την έναρξη της κρίσης αρχίζουν οι πρώτες δυσπιστίες για την Ελλάδα έτσι ώστε το περιθώριο της να αυξηθεί. Μια διεύρυνση του περιθωρίου απόδοσης των ομολόγων του ελληνικού έναντι των ομολόγων του γερμανικού δημοσίου σημαίνει ότι οι **επενδυτές κρίνουν πιο ριψοκίνδυνο να αγοράσουν χρέος από την Ελλάδα απ' ότι από την Γερμανία**. Ο λόγος για τον οποίο η αύξηση του περιθωρίου απόδοσης απασχολεί

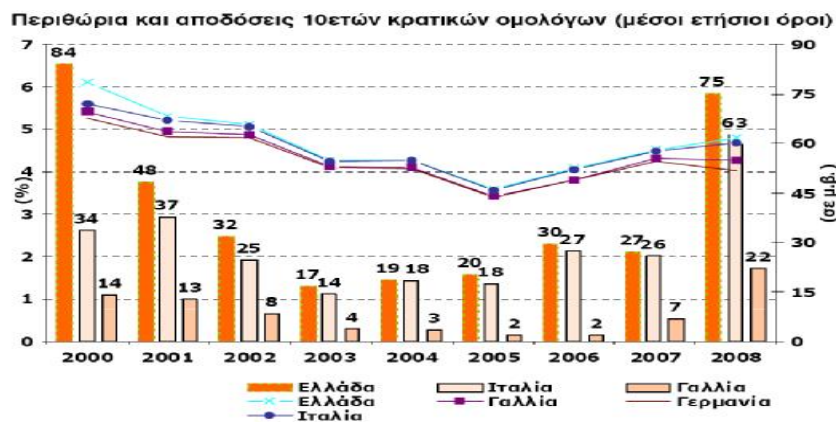


τόσο είναι η άμεση επίπτωση που έχει στο κόστος δανεισμού της υποκείμενης χώρας (Ελλάδας) και συνεπώς στο χρέος της. Η αύξησή τους σηματοδοτεί την άρνηση ή την δυστοκία των επενδυτών να αγοράσουν χρέος στις παρούσες τιμές, απαιτώντας επιπλέον εξασφαλίσεις. Στα μέσα Μαρτίου, 2009, το περιθώριο απόδοσης της Ελλάδας έναντι της Γερμανίας αυξήθηκε σε βαθμό ασύγκριτα υψηλό σε σχέση με τα συνήθη επίπεδα, καθώς εγείρονταν φόβοι για αυξανόμενα προβλήματα σε ένα διεθνώς επιδεινωμένο χρηματοοικονομικό κλίμα.

Με την έλευση της κρίσης οι επενδυτές στράφηκαν σε γερμανικά ομόλογα τα οποία θεωρούνται πιο ασφαλή. Οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων αυξήθηκαν στα πιο υψηλά επίπεδα σε σχέση με τα γερμανικά από την έναρξη της Ευρωζώνης τον Ιανουάριο του 1999, με τα ελληνικά να καταγράφουν υψηλά της τάξεως των 300,3 μονάδων βάσης στις 12 Μαρτίου 2009. Αυτό σημαίνει ότι το ελληνικό δημόσιο υποχρεώνεται να προσφέρει 3% επιπλέον απόδοση έναντι του γερμανικού έτσι ώστε να αναχρηματοδοτήσει το δημόσιο χρέος.

Εκτός από την Γερμανία όμως ενδιαφέρον έχουν και τα ομόλογα των άλλων χωρών της Ευρωζώνης.

( Διάγραμμα 27)



Σε αυτό το διάγραμμα παρακολουθούμε την πορεία τεσσάρων 10ετών κρατικών ομολόγων, της Ελλάδας, της Ιταλίας, της Γαλλίας και της Γερμανίας. Στην Ελλάδα παρατηρούμε θεαματική πτώση των επιτοκίων από το 2000 και μετά, δηλαδή μετά την υιοθέτηση του ευρώ. Τα περιθώρια απόδοσης ομολόγων μέχρι το 2007 κινούνται σε πολύ χαμηλά επίπεδα σε σχέση με το γερμανικό ομόλογο και πάντα το ελληνικό ομόλογο έχει μεγαλύτερο spread. Οι άλλες χώρες της Ευρωζώνης έχουν μια σταθερή οικονομία και πολύ καλύτερα δημοσιονομικά μεγέθη έτσι ώστε η διαφορά του spread να είναι σε χαμηλότερα επίπεδα. Το 2008 όπου η κρίση έχει

εμφανιστεί, τα προβλήματα στο ελληνικό ομόλογο είναι εμφανή και ο μέσος όρος διαφοράς εκτινάσσεται στις 75 μ.β.

### 5.2.2. Πρόσφατες εξελίξεις

Όπως αναφέραμε πριν η πορεία των ομολόγων εξαρτάται άμεσα από την ικανότητα της χώρας να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της και να αντιμετωπίζει τα δημοσιονομικά της προβλήματα. Στην Ελλάδα το 2009 ήταν μια χρονιά με πάρα πολλά προβλήματα για την οικονομία της. Το δημοσιονομικό έλλειμμα της χώρας εκτοξεύτηκε στο 12,7% του ΑΕΠ, ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης της χώρας ήταν αρνητικός. Το δημόσιο χρέος της Ελλάδας ανήλθε στο 110% έτσι οι όροι δανεισμού αυξήθηκαν. Με την υποβάθμιση της χώρας από τις εταιρείες πιστοληπτικής ικανότητας αρχίζει και η ανησυχία των επενδυτών να αναχρηματοδοτήσουν το δημόσιο χρέος της χώρας.

Η πρώτη υποβάθμιση της χώρας μας γίνεται στις 8/12/2009 από το διεθνή οίκο αξιολόγησης Fitch Ratings, που μετά από δέκα χρόνια μας υποβαθμίζει από A- σε BBB+. Τα επιτόκια των ομολόγων εκείνη την ημέρα εκτοξεύτηκαν και το spread ξεπέρασε τις 220 μονάδες βάσης σε σχέση πάντα με το γερμανικό ομόλογο.

Η επόμενη υποβάθμιση έγινε στις 22/12/2009 από τον διεθνή οίκο Moody' s. Ο οίκος μας υποβάθμισε από A1 σε A2 δηλώνοντας όμως ότι τα ομόλογα και οι τραπεζικές καταθέσεις δεν υποβαθμίζονται και παραμένουν στα προηγούμενα επίπεδα και όσο των υπόλοιπων χωρών της Ευρωζώνης. Παρακάτω παρατίθεται ο πίνακας με τις αξιολογήσεις των τριών οίκων αξιολόγησης.

(Πίνακας 13)

Οι βαθμίδες μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής βαθμολογίας των εταιρειών Standard & Poor's, Fitch, Moody's					
	Πιστοληπτική ικανότητα	Standard & Poor's	Fitch Moody's		Ποσοστό αθέτησης υποχρεώσεων (ανά έτος)
			Fitch	Moody's	
Επενδυτική κατηγορία (Investment grade)	Ανώτατη βαθμολογία	AAA	AAA	Aaa	0,00%
	Πολύ ισχυρή ικανότητα εκπλήρωσης των χρηματοοικονομικών τους υποχρεώσεων.	AA-	AA+	Aa1	0,00%
		AA	AA	Aa2	
		AA-	AA-	Aa3	
	Ισχυρή ικανότητα εκπλήρωσης των χρηματοοικονομικών τους υποχρεώσεων.	A+	A+	A1	0,02%
		A	A	A2	
	A-	A-	A3		
Κερδοσκοπική κατηγορία (speculative-grade)	Επαρκής ικανότητα εκπλήρωσης των χρηματοοικονομικών τους υποχρεώσεων.	BBB+	BBB	Baa1	0,19%
		BBB	BBB	Baa2	
		BBB-	BBB-	Baa3	
	Αιγότερο ευάλωτη βραχυπρόθεσμα, αλλά με σημαντικές οφειλόμενες σχέσεις με τις οικονομικές και επιχειρηματικές συνθήκες.	BB+	BB+	Ba1	1,22%
		BB	BB	Ba2	
		BB-	BB-	Ba3	
	Ευάλωτη και εξαρτώμενη από τις συνολικές οικονομικές και επιχειρηματικές συνθήκες για την εκπλήρωση των χρηματικών υποχρεώσεων της.	B+	B+	B1	5,81%
		B	B	B2	
	B-	B-	B3		
Ιδιαίτερα αστάθεια		CCC+	CCC-	Caa1	22,43%
		CCC	CCC	Caa2	
		CCC-	CCC-	Caa3	
		CC	CC		
Σε στάση ή κοντά σε στάση πληρωμών στις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις της.		SD	DDD	Ca	
		D	DD	C	
			D		

Όπως βλέπουμε και στον πίνακα, η αξιολόγηση της Fitch Ratings είχε περισσότερη επίδραση στα κρατικά ομόλογα λόγω του ότι η χώρα μας αλλάζει επενδυτική κατηγορία. Αυξάνεται το ποσοστό αθέτησης των υποχρεώσεων ανά έτος από 0,02% σε 0,19% και από ισχυρή ικανότητα εκπλήρωσης των χρηματοοικονομικών μας υποχρεώσεων "κατεβαίνουμε" σε επαρκή ικανότητα. Αντίθετα για την Moody's παραμένουμε στην ίδια κατηγορία και τα ομόλογα και οι τραπεζικές καταθέσεις μας είναι στην ανώτατη βαθμίδα.

Κατά τη διάρκεια αυτών των γεγονότων τα ελληνικά spread είχαν μεγάλες διακυμάνσεις αγγίζοντας και τις 278 μ.β. ενώ υπήρχαν πηγές που υποστήριζαν την πτώχευση της χώρας αν δε ληφθούν άμεσα μέτρα. Τα άμεσα μέτρα που ανακοίνωσε η κυβέρνηση μετρίασαν την κατάσταση και τα επιτόκια μειώθηκαν φτάνοντας τις 190-200 μ.β..

Οι παράγοντες τελικά που διαμορφώνουν την πορεία των ομολόγων σύμφωνα με τα στοιχεία που έχουμε έως τώρα είναι:

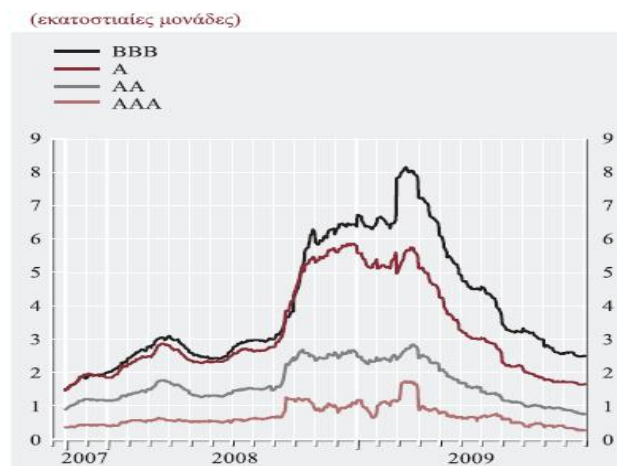
- Η δημοσιονομική κατάσταση της χώρας, που στην Ελλάδα τα μακροοικονομικά προβλήματα που εμφανίστηκαν από τα τέλη του 2009 έως

τα τέλη του Ιανουαρίου είχαν άμεση ανταπόκριση στο επιτόκιο δανεισμού της χώρας.

- Η γενικότερη κατάσταση της παγκόσμιας οικονομίας. Σε ένα παγκοσμιοποιημένο οικονομικό περιβάλλον η πορεία μιας χώρας επηρεάζει και επηρεάζεται άμεσα. Κατά τη διάρκεια της κρίσης τα αντίστοιχα προβλήματα αντιμετώπισε και η Ελλάδα.
- Η υποβάθμιση της χώρας από τους οίκους αξιολόγησης ουσιαστικά ανταποκρίνεται στα οικονομικά αποτελέσματα που σημειώνει η χώρα, αλλά η ανακοίνωση της υποβάθμισης δημιουργεί ένα κλίμα πανικού και η πτώση είναι αποτέλεσμα αυτών.

Θα πρέπει φυσικά να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στην υποβάθμιση της χώρας μας από τους οίκους αξιολόγησης γιατί έχει αντίκτυπο στο σύνολο της οικονομίας της χώρας και όχι μόνο στα κρατικά ομόλογα. Για να γίνει πιο κατανοητό θα ελέγξουμε την διαφορά αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων σε σχέση με τα κρατικά σύμφωνα με την πιστοληπτική τους ικανότητα. Το διάγραμμα παρακάτω θα μας διαφωτίσει.

Διαφορά αποδόσεων μεταξύ κρατικών ομολόγων και εταιρικών στη ευρωζώνη (1/11/2007 – 30/11/2009) (Διάγραμμα 28)



Πηγή: Thomson Financial Datastream

Τα στοιχεία αφορούν δείκτες της Merrill Lynch για εταιρικά και κρατικά ομόλογα διάρκειας 7 – 10 ετών. Οι δείκτες για τα εταιρικά ομόλογα αφορούν εκείνα που αξιολογούνται σε 4 κατηγορίες πιστοληπτικής αξιολόγησης, όπου AAA είναι η υψηλότερη και BBB η χαμηλότερη.

Στη ζώνη του ευρώ η διαφορά απόδοσης μεταξύ των ομολόγων των κρατών-μελών, εκτός από την εκτίμηση των επενδυτών για το γενικότερο επίπεδο κινδύνου στην παγκόσμια οικονομία (χαμηλότερο επίπεδο κινδύνου συνδέεται θετικά με τη

μείωση της διαφοράς απόδοσης), <sup>(95)</sup> επηρεάζεται μεταξύ άλλων και από τη δημοσιονομική κατάσταση των κρατών-μελών. Μάλιστα, η αυξημένη αντίληψη περί κινδύνου που απέκτησαν οι επενδυτές κατά τη διάρκεια της κρίσης έχει δημιουργήσει τις προϋποθέσεις για τη διατήρηση της διαφοράς απόδοσης μεταξύ των ομολόγων σε επίπεδα υψηλότερα εκείνων που παρατηρούνταν κατά την προ κρίσης περίοδο. Γι' αυτό το λόγο οι επιχειρήσεις και ιδιαίτερα οι τράπεζες φοβούνται την υποβάθμιση της χώρας και σε τέτοιες περιόδους είναι δύσκολη η αναχρηματοδότηση τους γιατί αναγκάζονται να πληρώσουν 3% - 5% ακριβότερα από το κράτος την νέα έκδοση ενός ομολόγου τους.

### 5.3. Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου

Τα επιτόκια των ομολόγων είχαν άμεση επίπτωση στα έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού δημοσίου. Η τελευταία έκδοση έντοκων γραμματίων έγινε στις 12 Ιανουαρίου 2010 και τα αποτελέσματα της υποβάθμισης της χώρας φαίνονται ξεκάθαρα στον πίνακα που ακολουθεί.

(Πίνακας 14)

Επιτόκια Εντόκων Γραμματίων Ελληνικού Δημοσίου			
Ημερομηνία	13 εβδ.	26 εβδ.	52 εβδ.
12/1/2010		1,38%	2,20%
20/10/2009	0,35%		
13/10/2009		0,59%	0,91%
21/7/2009	0,52%		
14/7/2009		0,91%	1,12%
14/4/2009	1,25%		
7/4/2009		1,48%	1,78%
13/1/2009	2,40%	2,46%	2,67%
30/9/2008	4,46%	5,09%	5,09%
1/7/2008	4,76%	4,95%	5,25%
1/4/2008	4,52%	4,53%	4,43%
8/1/2008	4,13%	4,41%	4,41%
2/10/2007	4,14%	4,18%	4,18%
3/7/2007	3,82%	3,97%	4,18%
3/4/2007	3,58%	3,64%	3,80%
9/1/2007	3,42%	3,54%	3,66%
3/10/2006	3,21%	3,38%	3,53%
4/7/2006	2,98%	3,13%	3,39%
4/4/2006	2,58%	2,73%	2,97%
3/1/2006	2,29%	2,48%	2,68%
18/10/2005	2,05%	2,11%	2,28%
26/7/2005	2,12%	2,06%	2,06%
5/4/2005	2,08%	2,08%	2,15%
4/1/2005	2,09%	2,11%	2,19%
19/10/2004	2,06%	2,07%	2,13%

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών

(95)Πηγή: European Economy, “Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis”, Economic Papers, 388, Νοέμβριος 2009

Τα στοιχεία που έχουμε από τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου μας δείχνουν την πορεία του δημόσιου χρέους μας. Πρώτα απ' όλα, η ραγδαία αύξηση των γραμματίων από τα τέλη του 2007 είναι λόγω της κρίσης. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι επενδυτές να φεύγουν από χώρες με υψηλά έως υπερβολικά ρίσκα, έτσι και η ελληνική αγορά υφίσταται μεγαλύτερη πίεση σε σχέση με άλλες. Έτσι το ετήσιο γραμμάτιο αυξάνεται στα τέλη του 2007 κατά 30 μ.β. και φτάνει το έντοκο γραμμάτιο να πωλείται έναντι 5,25% ετησίως. Μετά από μια καθυστερημένη περίοδο και χωρίς ιδιαίτερες πιέσεις για την ελληνική οικονομία μειώνεται περίπου στο 45% από το υψηλό του (5,25%), διαμορφωμένο στο 2,67%. Μετά όμως από τις πληροφορίες για τα δημοσιονομικά της χώρας για το 2009, το ετήσιο γραμμάτιο διαμορφώθηκε στο 2,20%. Πρέπει όμως να αναφέρουμε ότι το ετήσιο γραμμάτιο της Γερμανίας διαμορφώθηκε στο 0,66%, 154 μ.β. πιο χαμηλά. Την αντίστοιχη περίοδο (12/1/2010) τα δεκαετή ομόλογα είχαν διαφορά επιτοκίων με τα γερμανικά 230 μονάδες βάσης, ενώ τα πενταετή 232 μονάδες βάσεις και τα διετή 170 μονάδες βάσης. Να σημειωθεί ότι τα <sup>(96)</sup>έντοκα γραμμάτια του δημοσίου καλύπτουν για το διάστημα Ιανουαρίου – Σεπτεμβρίου 2009 το 17,9% της αναχρηματοδότησης του δημοσίου χρέους και το υπόλοιπο 82,1% καλύπτεται από τα ομόλογα.

---

(96)Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2009, σελ.159

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>

### ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

#### 6.1. Τραπεζικός κλάδος κατά την διάρκεια της κρίσης

Ο κλάδος που αντιμετώπισε τα περισσότερα προβλήματα εν μέσω κρίσης ήταν ο τραπεζικός. Οι τράπεζες βρίσκονται στο κέντρο του συστήματος αφού ως γνωστό έχουν την ικανότητα να μεταβάλλουν την προσφορά χρήματος μιας χώρας, να επιδρούν στην αγοραστική δύναμη, να ενοποιούν την οικονομική διαδικασία της παραγωγής, της διανομής και της κατανάλωσης. Ιδίως σε μια παγκοσμιοποιημένη αγορά, η πορεία μιας τράπεζας μπορεί να επηρεάσει όλες τις αγορές του κόσμου όπως συνέβη με την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση. Τα αποτελέσματα που τάραξαν την παγκόσμια οικονομία με την πτώχευση της Lehman Brothers έχουν ακόμα συνέπειες σε όλες σχεδόν τις χώρες του κόσμου. Από το 2008 έως τώρα 161 τράπεζες έχουν καταρρεύσει στις ΗΠΑ.

Η διεθνής κρίση επηρέασε αρνητικά και το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και την πραγματική οικονομία της Ελλάδος, καθώς η έλλειψη ρευστότητας στις διεθνείς αγορές σταδιακά επηρέασε και τη ρευστότητα των τραπεζών, με αντανάκλαση στη χρηματοδότηση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. <sup>(97)</sup>**Ήταν αναπόφευκτο για τις ελληνικές τράπεζες να επηρεαστούν από την διεθνή κατάσταση των αγορών.** Ωστόσο, η οριακή μόνο έκθεση των ελληνικών τραπεζών σε στοιχεία ενεργητικού που συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με τα αρχικά αίτια της αναταραχής, τα ικανοποιητικά επίπεδα της κεφαλαιακής τους επάρκειας και του βαθμού μόχλευσής τους, η μικρή εξάρτηση από τη χρηματαγορά για την άντληση κεφαλαίων, η εφαρμογή αυστηρότερων κριτηρίων στις πιστοδοτήσεις και οι συνεχείς έλεγχοι από την Τράπεζα της Ελλάδος έχουν συμβάλει ώστε τα θεμελιώδη μεγέθη του ελληνικού τραπεζικού συστήματος να έχουν επηρεαστεί σε χαμηλό βαθμό, με αποτέλεσμα οι ελληνικές τράπεζες να παραμένουν κατά βάση υγιείς και ισχυρές.

---

(97)Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2008 – 2009, Φεβρουάριος 2009, σελ. 129

(Πίνακας 15) Βασικά μεγέθη Ελληνικών τραπεζών και Ε.Ε.27

Ποσοστό (%) <sup>1</sup>	Ελλάδα				ΕΕ 27 <sup>2</sup>
	Τράπεζες		Τραπεζικοί όμιλοι		Τραπεζικοί όμιλοι
	α' εξάμηνο 2008	α' εξάμηνο 2009	α' εξάμηνο 2008	α' εξάμηνο 2009	2008
Καθαρό επιτοκιακό περιθώριο	2,3	1,7	3,0	2,6	1,5
Λειτουργικά έξοδα/ενεργητικό	1,5	1,3	2,1	1,9	1,5
Δεύτερης αποτελεσματικότητας	53,9	52,8	53,0	51,9	62,1
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο/ενεργητικό	0,35	0,71	0,38	0,86	0,56
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο/λειτουργικά έσοδα	15,2	32,8	12,4	29,9	29,0
Αποδοτικότητα ενεργητικού (μετά από φόρους)	0,7	0,2	1,1	0,5	0,2
Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (μετά από φόρους)	11,7	5,0	15,7	7,7	5,0

Πηγές: Οικονομικές καταστάσεις ελληνικών εμπορικών τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ και ECB, *EU Banking Sector Stability*, Αύγουστος 2009.

1 Για τον υπολογισμό των δεικτών χρησιμοποιείται το μέσο ενεργητικό της περιόδου.

2 Στοιχεία για τους μεσαίου μεγέθους τραπεζικούς ομίλους στην ΕΕ 27.

Ο πίνακας μας αναφέρει κάποιους σημαντικούς δείκτες των ελληνικών και των Ευρωπαϊκών τραπεζών. Όπως βλέπουμε οι δείκτες των ελληνικών τραπεζών είναι σε καλύτερα επίπεδα από ότι των ευρωπαϊκών. Φυσικά και είναι μειωμένοι από το 2008 στο 2009 λόγω της κρίσης αλλά ως αποδοτικότητα ενεργητικού, ιδίων κεφαλαίων και καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου είναι σε καλύτερα επίπεδα.

(Πίνακας 16)

(ποσά σε εκατ. ευρώ)

	Τράπεζες			Τραπεζικοί όμιλοι		
	α' εξάμηνο 2008	α' εξάμηνο 2009	Μεταβολή %	α' εξάμηνο 2008	α' εξάμηνο 2009	Μεταβολή %
<b>Λειτουργικά έσοδα</b>	<b>4.877</b>	<b>5.170</b>	<b>6,0</b>	<b>7.347</b>	<b>7.686</b>	<b>4,6</b>
Καθαρά έσοδα από τόκους	3.901	3.628	-7,0	5.454	5.394	-1,1
- Έσοδα από τόκους	11.152	10.030	-10,1	13.321	12.509	-6,1
- Έξοδα τόκων	7.251	6.402	-11,7	7.867	7.114	-9,6
Καθαρά έσοδα από μη τοκοφόρες εργασίες	976	1.542	58,0	1.893	2.292	21,1
- Καθαρά έσοδα από προμήθειες	631	579	-8,1	1.293	1.032	-20,2
- Έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις	-68	720	-	113	951	743,2
- Λοιπά έσοδα	414	242	-41,4	488	309	-36,6
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>	<b>2.627</b>	<b>2.728</b>	<b>3,8</b>	<b>3.893</b>	<b>3.989</b>	<b>2,5</b>
Δαπάνες προσωπικού	1.573	1.625	3,3	2.224	2.263	1,8
Διοικητικά έξοδα	869	902	3,8	1.355	1.372	1,3
Αποσβέσεις	172	184	7,1	290	324	11,9
Λοιπά έξοδα	13	17	31,2	25	29	18,2
<b>Καθαρά έσοδα (λειτουργικά έσοδα - έξοδα)</b>	<b>2.250</b>	<b>2.442</b>	<b>8,5</b>	<b>3.457</b>	<b>3.704</b>	<b>7,2</b>
Προβλέψεις για τον πιστωτικό κίνδυνο	749	1.695	126,3	910	2.298	152,4
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>1.501</b>	<b>747</b>	<b>-50,3</b>	<b>2.546</b>	<b>1.406</b>	<b>-44,8</b>
Φόροι	281	243	-13,3	476	413	-13,2
<b>Κέρδη μετά από φόρους</b>	<b>1.221</b>	<b>503</b>	<b>-58,8</b>	<b>2.071</b>	<b>994</b>	<b>-52,0</b>

Πηγή: Οικονομικές καταστάσεις ελληνικών εμπορικών τραπεζών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ.

Ο παραπάνω πίνακας αναφέρει τα αποτελέσματα χρήσης των ελληνικών τραπεζών που είναι εισηγμένες στο Χ.Α.. Φυσικά και λόγω της οικονομικής κρίσης τα μεγέθη είναι μειωμένα. Πρώτα απ' όλα, τα έσοδα από τόκους είναι



μειωμένα λόγω των μειωμένων δανείων που δόθηκαν αλλά και των αυξημένων επιτοκίων κατάθεσης που δόθηκαν για να προσελκύσουν τον κόσμο έτσι ώστε να καταθέσει τα λεφτά του, και τα πιστωτικά ιδρύματα να αποκτήσουν ρευστότητα. Εκεί που αξίζει να σταθούμε είναι τα έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις. Αν προσέξουμε εμφανίζουν κατακόρυφη αύξηση. Ο λόγος είναι ότι τα πιστωτικά ιδρύματα εκμεταλλεύτηκαν το χαμηλό επιτόκιο δανεισμού από την ΕΚΤ έτσι ώστε να δανείζονται με επιτόκιο 1% και να αγοράζουν τα ομόλογα του ελληνικού κράτους που είχαν επιτόκιο μεγαλύτερο. Τα ομόλογα επίσης του Ελληνικού Δημοσίου σημείωσαν ανοδική τάση τιμής το β' τρίμηνο του 2009.

Επίσης λόγω της χρηματιστηριακής αγοράς που ήταν στα χαμηλά της επίπεδα, οι τράπεζες αγόραζαν τις μετοχές στα χαμηλά τους επίπεδα, έτσι ώστε όταν το χρηματιστήριο άρχισε να αυξάνεται τα κέρδη τους εκτοξεύτηκαν αμέσως. Δηλαδή οι τράπεζες **το κύριο έσοδο που είχαν όλο αυτό το διάστημα ήταν τα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις**. Τα λειτουργικά έσοδα των τραπεζών εμφανίζονται αυξημένα κατά 8,5%, αν δηλαδή οι προβλέψεις των τραπεζών για πιστωτικό κίνδυνο ήταν σε χαμηλότερα επίπεδα τότε οι τράπεζες θα εμφάνιζαν και αύξηση κερδών. Η τράπεζα της Ελλάδος υποχρεώνει όλες τις τράπεζες να εμφανίζουν μεγαλύτερες προβλέψεις για την κάλυψη των ζημιών από δάνεια σε καθυστέρηση λόγω του οικονομικού περιβάλλοντος. Έτσι οι τράπεζες εμφανίζουν μείωση κερδών κατά 58,8%.

## 6.2. Πορεία ελληνικών και ξένων τραπεζών

Θα μελετήσουμε τα οικονομικά μεγέθη τριών τραπεζών: της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, της γερμανικής Deutsche Bank και της αμερικάνικης Bank of America.

(Πίνακας 17)

Αποτελέσματα χρήσης												
	Εθνική Τράπεζα ( χιλ.€)				Deutsche Bank ( εκατ.€)				Bank of America ( εκατ.\$)			
	2008	2007%	3Q 2009	%3Q 2008	2008	2007%	3Q 2009	%3Q 2008	2008	2007%	3Q 2009	%3Q 2008
Καθαρά έσοδα από τόκους	3.579.534	17%	2.902.477	10%	12.453	41%	9.740	12%	45.360	31%	35.550	10%
Καθ. έσοδα από λοιπές δραστ/τες	1.328.525	-11,90%	965.791	13%	1.037	-95%	12.678	119%	27.422	-15,00%	59.017	137%
Κάλυψη πισ/κού κινδύνου	519.859	57,50%	734.880	151%	1.076	76%	2.070	326%	26.825	219%	38.460	110%
Κέρδη/Ζημιές	1.546.012	-3,50%	1.040.234	-15,80%	-3.896	n.m	3.649	250%	4.008	-73%	6.470	8,20%
Στοιχεία Ισολογισμού												
	2008	2007%	3Q 2009	2008%	2008	2007%	3Q 2009	2008%	2008	2007%	3Q 2009	2008%
Ενεργητικό	101.838.628	12,60%	112.240.740	10%	2.202.423	14%	1.659.557	-25%	1.843.979	15%	2.442.905	32%
Ξένα κεφάλαια	93.571.574	14,30%	101.695.092	8%	2.170.509	15%	1.623.900	-25%	1.679.148	14,50%	1.993.360	18%
Καταθέσεις	82.496.978	16,30%	91.059.740	10%	395.553	-14%	364.973	-8%	831.144	16%	976.182	17,40%
Ίδια Κεφάλαια	8.267.054	-3,20%	10.545.648	27%	31.914	-19%	35.657	12%	164.831	20,60%	242.638	47%

\*Πηγή: Ισολογισμοί και Αποτελέσματα Χρήσης Εθνικής Τράπεζας , Deutsche Bank, Bank of America.

*Όπως παρατηρούμε στον πίνακα και οι τρεις τράπεζες σημείωσαν πτώση κερδών το 2008 σε σχέση με το 2007.*

### 6.2.1 Αποτελέσματα 2008

Η Εθνική τράπεζα σημείωσε πτώση μόλις 3,5% από την προηγούμενη χρονιά. Σε αυτό συνέβαλαν τα έσοδα από τόκους που είχαν αύξηση κατά 17% το 2008, ενώ τα έσοδα από τις λοιπές δραστηριότητες μειώθηκαν κατά 11,9% λόγω των πτωτικών αγορών των χρηματιστηρίων, με αποτέλεσμα το επενδυτικό της χαρτοφυλάκιο να μειωθεί κατά 30%. Η μείωση των κερδών της φυσικά οφείλεται στην απομείωση για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου που υποχρεώθηκε να κάνει γιατί το επέβαλε η Τράπεζα της Ελλάδος. Έτσι η αύξηση στις ζημιές λόγω

πιστωτικού κινδύνου μείωσε τα κέρδη της τράπεζας κατά 3,5%, διατηρώντας όμως ακόμα κέρδη. Επίσης η Τράπεζα προσπάθησε να έχει την επαρκή ρευστότητα κάνοντας αύξηση στα επιτόκια καταθέσεων, με αποτέλεσμα να αυξηθούν οι καταθέσεις της κατά 16,3%.

Τα αποτελέσματα της Deutsche Bank μας δείχνουν την εικόνα των τραπεζών που χτυπήθηκαν περισσότερο από την οικονομική κρίση. Η τράπεζα σημειώνει ζημιές για τη χρήση 2008. Τα κέρδη της από τους τόκους είναι αυξημένα αλλά από τις υπόλοιπες δραστηριότητες είναι μειωμένα κατά 95%. Αυτό φυσικά παραπέμπει στα προϊόντα που είχε επενδύσει η τράπεζα που σύμφωνα με τις δηλώσεις της, είχε επενδύσει σε αμερικάνικες μετοχές και ιδιαίτερα τραπεζικές. Οι ζημιές απομείωσης για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου αυξήθηκαν κατά 76%, ενώ τα ξένα κεφάλαια λόγω της απαραίτητης ρευστότητας που πρέπει να έχει η τράπεζα αυξήθηκαν κατά 15%.

Η Bank of America που ήταν στην καρδιά της οικονομικής κρίσης σημείωσε και αυτή αύξηση εσόδων από τόκους κατά 31% ενώ το επενδυτικό της χαρτοφυλάκιο εμφανίζεται μειωμένο λόγω των επενδυτικών της επιλογών κατά τη διάρκεια της κρίσης. Οι πιστωτικοί κίνδυνοι στις ΗΠΑ την περίοδο του 2008 ήταν πιο αυξημένοι λόγω των στεγαστικών δανείων που ήταν το βασικό αίτιο της κρίσης και η απομείωση έπρεπε να γίνει σε μεγαλύτερο βαθμό. Γι' αυτό το λόγο η τράπεζα αποφάσισε και βάση του ενεργητικού της να αυξήσει τις ζημιές απομείωσης 219% σε σχέση με το 2007. Αποτέλεσμα αυτού ήταν να μειωθούν τα έσοδα της κατά 73%. Για να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις η τράπεζα δανείστηκε περισσότερο το 2008 έτσι ώστε οι υποχρεώσεις της να αυξηθούν κατά 14,5% με αποτέλεσμα την αύξηση του ενεργητικού της κατά 15%.

### **6.2.2 Αποτελέσματα 9μήνου**

Τα αποτελέσματα 9μήνου για την Εθνική τράπεζα δεν ήταν και ιδιαίτερα ενθαρρυντικά. Ιδιαίτερα σημαντική είναι η πληροφόρηση για την αύξηση των λοιπών καθαρών κερδών. Στα αποτελέσματα αυτά περιλαμβάνονται τα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις και τίτλους του επενδυτικού χαρτοφυλακίου. Τα κέρδη αυτά ανέρχονται στις 390.000 χιλ. ευρώ, ενώ τα υπόλοιπα αναφέρονται στις προμήθειες της τράπεζας, οι οποίες μειώθηκαν κατά 60.000 χιλ. ευρώ. Ουσιαστικά τα μόνα κέρδη που αποκόμισαν οι τράπεζες και επηρέασαν θετικά τα αποτελέσματα χρήσης ήταν από χρηματοοικονομικές πράξεις. Η Εθνική τράπεζα

στο α' 8μηνο του 2009 αγόρασε πάνω από 6 δισ. ευρώ νέα ομόλογα από τις δημοπρασίες χρεογράφων του ελληνικού δημοσίου. Η Εθνική έχει πουλήσει 6 δισ και ως το τέλος του 2009 σχεδίαζε να πουλήσει συνολικό χαρτοφυλάκιο ομολόγων αξίας 15 με 16 δισ. ευρώ. <sup>(98)</sup>**Με μαζικές πωλήσεις ομολόγων που πραγματοποίησαν οι ελληνικές τράπεζες κατάφεραν να καταγράψουν κέρδη στους ισολογισμούς τους. Ταυτόχρονα απέκτησαν επαρκή ρευστότητα ώστε να καλύψουν τις νέες δημοπρασίες ομολόγων που σχεδιάζει το ελληνικό δημόσιο για το 2010.** Συνολικά εκτιμάται ότι ρευστοποίησαν 12 με 14 δισ. ευρώ σε ομόλογα τα οποία κατά βάση αγόρασαν οι ξένοι. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι οι ελληνικές τράπεζες άντλησαν ρευστότητα με 1% από την ΕΚΤ, αγόρασαν ομόλογα με 4% και ουσιαστικά εμφάνισαν ένα καθαρό κέρδος 3% από τις θέσεις τους στα ομόλογα μόνο από το επιτοκιακό σκέλος. Θα πρέπει επίσης να σημειώσουμε ότι οι ελληνικές τράπεζες δάνεισαν περίπου 30 δισ ευρώ στο ελληνικό κράτος αγοράζοντας ομόλογα του, μόνο το έτος 2009 και ότι είναι οι κύριοι δανειστές του.

Έτσι οποιαδήποτε υποβάθμιση της χώρας έχει μεγάλο αντίκρυσμα στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών γιατί τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου χρησιμοποιούνται έτσι ώστε οι τράπεζες να δανείζονται από την ΕΚΤ, χρησιμοποιούνται δηλαδή ως ενέχυρο. <sup>(99)</sup>Οποιαδήποτε υποβάθμιση των ελληνικών ομολόγων της χώρας από τους οίκους αξιολόγησης έχει ως αντίκτυπο και μια ενδεχόμενη υποβάθμιση των τραπεζικών καλυμμένων ομολογιών και ιδιαίτερα των ενυπόθηκων καλυμμένων ομολογιών.

Οι ζημιές από την απομείωση του πιστωτικού κινδύνου ανήλθαν στις 734.880 χιλ. ευρώ, αυξημένες κατά 151%, ενώ τα κέρδη μειώθηκαν κατά 15,8% λόγω των υψηλών απομειώσεων. Θετικά πάντως συνέβαλε η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Εθνικής τράπεζας κατά 1,25 δισ ευρώ που πραγματοποιήθηκε τον Ιούλιο του 2009, έτσι ώστε η τράπεζα να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της και στα αυξημένα δανειακά κεφάλαια.

Φανερά σε καλύτερα επίπεδα βρίσκεται η γερμανική Deutsche Bank αφού τα αποτελέσματα 9μήνου δείχνουν πολύ καλύτερη πορεία σε σχέση με τα περσινά επίπεδα. Τα καθαρά έσοδα από τόκους εμφανίζονται αυξημένα. Ο λόγος δεν είναι

---

(98)Πηγή: [www.reporter.gr](http://www.reporter.gr)

(99)Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr), Σε επιφυλακή οι τράπεζες για τις καλυμμένες ομολογίες, Νένα Μαλλιάρα, 11/12/2009

ότι αυξήθηκαν τα έσοδα από τόκους αλλά μειώθηκαν σε μεγαλύτερο ποσοστό τα έξοδα από τόκους. Οι απομειώσεις της τράπεζας τετραπλασιάστηκαν αλλά τα έσοδα από το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο εμφανίζονται ιδιαίτερα αυξημένα σε σχέση με το 9μηνο του 2008 που το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο ήταν αρνητικό. Συγκεκριμένα τα κέρδη από τις χρηματοοικονομικές πράξεις ανήλθαν σε 903 εκατ. ευρώ. Την πώληση χρηματοοικονομικών στοιχείων την αντιλαμβανόμαστε επίσης από την μείωση του ενεργητικού της τράπεζας κατά 25%. Δηλαδή η τράπεζα για να εμφανίσει κέρδη στο 9μηνο και να αποκτήσει ξανά την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού πούλησε περίπου το 25% του ενεργητικού της, το αντίστοιχο 43% του επενδυτικού της χαρτοφυλακίου.

Καλύτερα επίσης και τα αποτελέσματα της Bank of America για το 9μηνο του 2009. Η εταιρία σημείωσε αύξηση κερδών κατά 8,2% σε σχέση με το 9μηνο του 2008. Τα κέρδη από τόκους εμφανίζονται μειωμένα λόγω της μείωσης του κόστους για την τράπεζα ενώ τα κέρδη από τις υπόλοιπες δραστηριότητες εμφανίζονται σε πολύ καλά επίπεδα και αυξημένα κατά 137%. Η Bank of America είναι ακόμα μια τράπεζα που εκμεταλλεύτηκε τα ομόλογα που είχε στη κατοχή της και τις μετοχές του χαρτοφυλακίου της και σημείωσε κέρδη της τάξεως των 14.300 εκατ. δολαρίων που αντιστοιχούν περίπου στο 30% των κερδών από λοιπές δραστηριότητες ενώ το αντίστοιχο περσινό διάστημα σημείωσε ζημιά από αυτές τις δραστηριότητες. Οι απομειώσεις λόγω πιστωτικού κινδύνου που σημείωσε η τράπεζα είναι αυξημένες κατά 110%, λόγω της κατάστασης που σημειώνεται στις ΗΠΑ με τα στεγαστικά δάνεια αλλά και τις καθυστερήσεις και στα υπόλοιπα. Τρομερή αύξηση στα ξένα κεφάλαια της τράπεζας έτσι ώστε να μην αντιμετωπίσει πρόβλημα σε θέματα ρευστότητας, με μεγαλύτερη αύξηση στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις που αυξήθηκαν από 231.235 εκατ. δολ. σε 456.288 εκατ. δολ., δηλαδή περίπου 100% αύξηση.

*Σύμφωνα με όλα τα στοιχεία που έχουμε αναλύσει παραπάνω εξάγουμε τα εξής αποτελέσματα:*

- 1) Όλες οι τράπεζες ανεξαρτήτως χώρας στην οποία έχουν την έδρα τους, επηρεάστηκαν από την κρίση.
- 2) Οι τράπεζες στις ΗΠΑ όπως στο παράδειγμα μας η Bank of America επηρεάστηκε άμεσα και τα αποτελέσματα της είναι εμφανή στον ισολογισμό της. Το ίδιο συνέβη και με τη Deutsche Bank που είχε επενδύσει σε αμερικάνικα επενδυτικά προϊόντα.

- 3) **Οι ελληνικές τράπεζες φάνηκαν ιδιαίτερα συγκρατημένες, με ιδιαίτερη προσοχή στις επενδυτικές τους επιλογές ιδιαίτερα σε αμερικάνικα προϊόντα που δεν είχαν επενδύσει.** <sup>(100)</sup>Μόνο κάποιοι Έλληνες επενδυτές είχαν επενδύσει στις τράπεζες των ΗΠΑ, όπως τη Lehman Brothers.
- 4) Όλες οι τράπεζες εμφανίζονται υπερδανεισμένες αυτή τη περίοδο σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια.
- 5) Τα προβλήματα στις ελληνικές τράπεζες εμφανίστηκαν από το 2009 ενώ σε όλο τον κόσμο εμφανίστηκαν σχεδόν αμέσως. Αυτό δείχνει και μια υστέρηση της χώρας μας ως προς την παγκόσμια οικονομία.
- 6) Τα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις και το επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο διέσωσαν τις τράπεζες παγκοσμίως με αποτέλεσμα να σημειώσουν κέρδη στους ισολογισμούς τους.
- 7) Οι ζημιές από την απομείωση λόγω πιστωτικού κινδύνου μας δείχνει ουσιαστικά ότι τίποτα δεν έχει τελειώσει ακόμα και τα δάνεια που μπορεί να μην αποπληρωθούν είναι περίπου ίσα με τις απομειώσεις.

---

(100)Πηγή: in.gr, Θύματα της Lehman Brothers και 100 Λαρισινόι επενδυτές

### 6.3. Πορεία τραπεζών στο χρηματιστήριο

Η πτωτική πορεία των τραπεζών, η οποία όπως είδαμε και πριν εμφανίζεται στον ισολογισμό, τους έχει άμεση ανταπόκριση στην πορεία τους στο χρηματιστήριο. Η κάθετη πορεία των τραπεζών και ιδιαίτερα μετά την πτώση της Lehman Brothers εμφανίζεται στο διάγραμμα της τιμής τους στο χρηματιστήριο. Τα πρώτα προβλήματα και αυτά που είχαν άμεση επίδραση μετά την πτώχευση του μεγάλου επενδυτικού κολοσσού, ήταν κυρίως τραπεζικού χαρακτήρα. Τα υψηλά διατραπεζικά επιτόκια, ο φόβος και η αρνητική ψυχολογία για τις τράπεζες παγκοσμίως, τα δάνεια που μπορεί να μην αποπληρωθούν αφού ήταν χαμηλής εξασφάλισης και η κρατική βοήθεια στις τράπεζες ήταν τα πρώτα ερωτήματα για τους επενδυτές των χρηματιστηρίων. Αυτός ήταν και ο λόγος που η πορεία των τραπεζών ήταν κάθετα πτωτική.

(Διάγραμμα 29)



Πηγή: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

Η τράπεζα που αντιμετώπισε τα περισσότερα προβλήματα ήταν η Citibank, όπου σημείωσε ζημιές ύψους 27,7 δις δολάρια, ενώ η τιμή της στην τριετία που εξετάζουμε μειώθηκε έως και 97%. Η επόμενη εταιρία με μεγάλη πτώση που ανέκαμψε όμως από τα μέσα του 2009 είναι η Bank of America που όπως είδαμε και πριν το 2008 σημείωσε ζημιές αλλά το 9μηνο του 2009 ανέκαμψε και επανήλθε στα κέρδη. Ανάλογη πορεία είχε και η μετοχή της, όπου έφτασε στα χαμηλά της με την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων του 2008 αλλά σταδιακά ανέκαμψε κατά 25%, λόγω των κερδών που εμφάνισε. Η τρίτη τράπεζα του

διαγράμματος είναι η Deutsche Bank. Η μεγάλη πτώση των κερδών για το 2008 ανταποκρίνεται και στην πορεία της μετοχής, ενώ η πορεία της το 2009 είναι κερδοφόρα, με ανάκαμψη 30% από τα χαμηλά της. Η επενδυτική τράπεζα JP Morgan είχε την καλύτερη χρηματιστηριακή πορεία σε σχέση με τις άλλες τράπεζες που εξετάσαμε. Η πτώση των κερδών της, ήταν της τάξεως του 68% για το 2008 σε σχέση με το 2007, ενώ στα επόμενα τρίμηνα τα κέρδη αυξάνονται συνεχώς. Το 9μηνο του 2009 η JP Morgan σημειώνει 72% αύξηση κερδών. Αντίστοιχη πορεία έχει και η τιμή της μετοχής της, με αποτέλεσμα στο τριετές διάγραμμα να σημειώνει πτώση μόλις 10%.

(Διάγραμμα 30)



Πηγή: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

Ενδιαφέρον έχει και η πορεία των τραπεζών σε σχέση φυσικά και με το γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου, δηλαδή μπορεί οι τραπεζικές μετοχές να είναι πτωτικές αλλά να είναι σε καλύτερα επίπεδα από τη πορεία όλων των μετοχών που είναι εισηγμένες. Ο δείκτης δηλαδή Dow Jones Industrial Average μας δείχνει το σύνολο των τριάντα μεγαλύτερων εταιριών των ΗΠΑ. Αυτός ο δείκτης αναφέρεται σε εταιρείες τεχνολογίας, πληροφορικής, βιομηχανίες, τράπεζες, που αντιστοιχούν στο 30% των εταιριών που είναι εισηγμένες στις ΗΠΑ.

Στην παρούσα φάση, ο δείκτης DJIA κινείται στο μεγαλύτερο διάστημα ανώτερα από τις Bank of America και Citibank ενώ και μέχρι το διάστημα του Απριλίου του 2009 κινείται σε καλύτερα επίπεδα και από την JP Morgan. Αυτό είναι μια ένδειξη ότι οι τράπεζες κινούνται σε χαμηλότερα επίπεδα από τον δείκτη



και τους άλλους κλάδους της οικονομίας. Θα πρέπει να αναφέρουμε ότι μια μετοχή δεν εξαρτάται μόνο από τον δικό της κίνδυνο (μη συστημικό κίνδυνο) αλλά και από τον κίνδυνο της αγοράς (συστημικό κίνδυνο). Δηλαδή σε μια αγορά με πτωτική πορεία είναι δύσκολο μια εταιρεία να ξεφύγει και να έχει μια αυτόνομη πορεία, αντίθετη από την αγορά σαν σύνολο. Επειδή όμως το χρηματιστήριο θεωρείται ο καθρέπτης των εταιρειών, βλέπουμε ότι η εταιρεία που ανέκαμψε περισσότερο είναι η JP Morgan, όπως είδαμε και πριν από τα αποτελέσματά της. Έτσι η JP Morgan σημείωσε περισσότερα κέρδη από τον DJIA, ενώ οι άλλες δύο τράπεζες είναι σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα.



Πηγή: [www.capital.gr](http://www.capital.gr)

Στην Ελλάδα τώρα τα αποτελέσματα για τις τράπεζες ήταν πολύ αρνητικά όπως είδαμε και στην προηγούμενη ενότητα της εργασίας. Τα κέρδη για τις ελληνικές τράπεζες ήταν μειωμένα κατά 52% από το α' εξάμηνο του 2007 στο α' εξάμηνο του 2008. Οι ελληνικές τράπεζες επίσης αναγκάστηκαν να αυξήσουν τους κινδύνους από πιστωτικό κίνδυνο κατά 152% το ίδιο διάστημα.

Οι μετοχές τους αντίστοιχα κινήθηκαν και αυτές πτωτικά την τριετία 18/1/2008 – 18/1/2010. Ο δείκτης που συμπεριλαμβάνει όλες τις τράπεζες του χρηματιστηρίου Αθηνών κινήθηκε πτωτικά κατά 62% το διάστημα που εξετάζουμε ενώ ο Γενικός δείκτης του Χ.Α. κινήθηκε και αυτός πτωτικά αλλά σε μικρότερο ποσοστό, της τάξεως του 54%. Ο κλάδος των τραπεζών δηλαδή είχε περισσότερες

απώλειες σε σχέση με το σύνολο της υπόλοιπης αγοράς. Αυτή είναι μια γενική εικόνα του τραπεζικού κλάδου.

Αν συγκρίνουμε και την πορεία κάποιων ελληνικών τραπεζών σε σχέση με το σύνολο της αγοράς και το δείκτη των τραπεζών θα βγάλουμε κάποια αποτελέσματα πιο ενδιαφέροντα.

Πρώτα απ' όλα και σύμφωνα με το διάγραμμα, την καλύτερη πορεία στο συγκεκριμένο διάστημα είχε η Εθνική τράπεζα. Η πτώση της τιμής της μετοχής της ήταν της τάξεως του 50%. Στο προηγούμενο μέρος όταν αναλύσαμε την Εθνική είδαμε ότι τα κέρδη της μειώθηκαν μόλις κατά 3%, ενώ η πορεία της μετοχής της στο τέλος του 2008 ήταν περίπου 70%. Φυσικά και τα δύο μεγέθη δεν πρέπει να συσχετιστούν και ο λόγος είναι ότι η τιμή μιας εταιρείας που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο δεν εξαρτάται μόνο από την εταιρεία αλλά και από το σύνολο της αγοράς, δηλαδή την πορεία της αγοράς. Η Εθνική πάντως κινείται με καλύτερες αποδόσεις από το Γ.Δ. και τον κλαδικό δείκτη των τραπεζών.

Η Alpha Bank αντίστοιχα που είναι η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα στην Ελλάδα με ενεργητικό 68 δις ευρώ, το έτος 2008 είχε μείωση κερδών κατά 40% σε σχέση με το 2007, ενώ το 9μηνο του 2009 είχε μείωση κερδών κατά 28% σε σχέση με το αντίστοιχο περσινό διάστημα. Η πορεία της μετοχής της ήταν πτωτική, στο διάστημα που εξετάζουμε μειώθηκε κατά 65%, ενώ σε σχέση με το δείκτη των τραπεζών σε όλη την πορεία του διαγράμματος εμφανίζεται με μεγαλύτερη πτώση. Η πορεία δηλαδή της μετοχής ήταν πτωτική και με μεγαλύτερο ποσοστό από το σύνολο των τραπεζών.

Η επόμενη τράπεζα που θα εξετάσουμε είναι η Eurobank. Με ενεργητικό 93 δις ευρώ είναι μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες στην Ελλάδα. Τα κέρδη της ανήλθαν για τη χρήση 2008 τα 246 εκατ. ευρώ, μειωμένα κατά 66% από το 2007. Το 9μηνο του 2009 τα κέρδη μειώθηκαν κατά 56% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2008. Η μετοχή κινήθηκε πτωτικά μέχρι και 85% από τις αρχές του 2008, με χαμηλότερο σημείο τον Μάρτιο του 2009 που ανακοίνωσε τα ετήσια αποτελέσματα του 2008. Ύστερα ανέκαμψε και τελικά μέχρι τις 18/1/2010 σημείωσε πτώση 68%.

Σύμφωνα με όσα αναφέραμε παραπάνω τα αποτελέσματα για τις τιμές των μετοχών των τραπεζών ήταν οδυνηρά, με εξαίρεση την τιμή της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας Ελλάδος που κινήθηκε πολύ καλύτερα από τον γενικό δείκτη. Τα αποτελέσματα της οικονομικής κρίσης όπως παρατηρούμε και από τα

διαγράμματα παραπάνω δεν επέδρασαν αρνητικά μόνο στα οικονομικά των τραπεζών αλλά και στις χρηματιστηριακές τους αξίες. Ορισμένες τράπεζες μόνο, μπόρεσαν και αντέδρασαν σωστά στα προβλήματα της κρίσης. Αυτό φαίνεται και από την πορεία τους στα χρηματιστήρια. Στην Ελλάδα η Εθνική τράπεζα αντιμετώπισε τα οικονομικά προβλήματα όπως φαίνεται και από τον ισολογισμό της και σε αυτή τη δύσκολη περίοδο για τις αγορές κεφαλαίου έκανε μια επιτυχημένη αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με σκοπό να εκμεταλλευτεί τις τυχόν ευκαιρίες που δημιουργούνται αυτή την περίοδο στις παγκόσμιες αγορές.

Αντίστοιχη περίπτωση τράπεζας στις ΗΠΑ είναι η JP Morgan, που πέτυχε αύξηση κερδών από τρίμηνο σε τρίμηνο μέσα στο 2009 και η οικονομική της πορεία ανταποκρίνεται στο διάγραμμα που μελετήσαμε παραπάνω.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7<sup>ο</sup>

# ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

### 7.1 Μακροοικονομικά αποτελέσματα

Την τελευταία διετία το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα παρακολουθεί την εξέλιξη μιας κρίσης της οποίας οι προεκτάσεις δεν έχουν ακόμα καθορισθεί. Στο κεφάλαιο που ακολουθεί *θα παρουσιαστεί και θα συγκριθεί η κατάσταση της ελληνική οικονομίας σε συνάρτηση με το διεθνές πλαίσιο των αγορών.*

Η αρχή της κρίσης χρονολογείται από το καλοκαίρι του 2007, όπου ξέσπασε η πρώτη φούσκα των ακινήτων. Οι κατοικίες στις ΗΠΑ είχαν αγοραστεί με ενυπόθηκα δάνεια χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης. Στη συνέχεια οι αγορές όπου διαπραγματεύονταν προϊόντα τα οποία προέρχονταν από τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων ενώ συνεχίστηκε με φούσκες σε αγορές πιο σύνθετων προϊόντων. Με αυτά όμως που συνέβησαν, η ικανότητα των τραπεζών να απορροφούν κινδύνους βρέθηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα, όχι μόνο ανεπαρκούς κεφαλαιακής βάσης, αλλά και λόγω του τεράστιου βραχυπρόθεσμου δανεισμού τους.

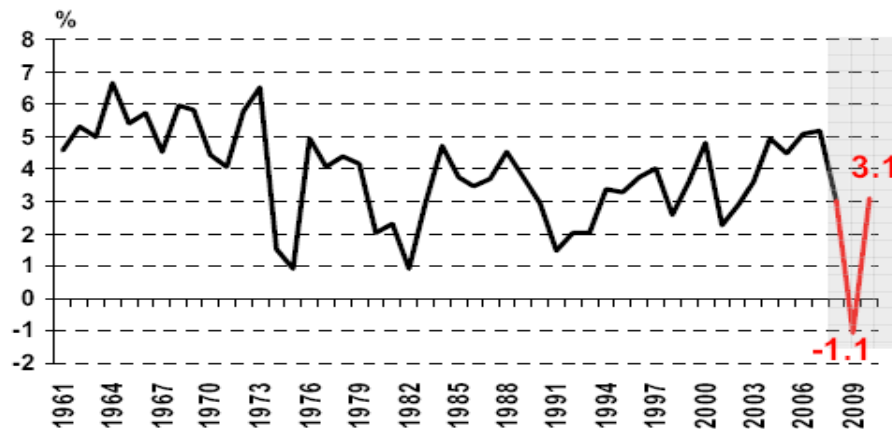
Η Lehman Brothers ήταν η πρώτη που δεν άντεξε και κατέρρευσε το Σεπτέμβριο του 2008. Τα προβλήματα στις τράπεζες ξεκίνησαν από εκείνη την περίοδο να είναι τεράστια λόγω μη εμπιστοσύνης μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων και στη συνέχεια εκδηλώθηκε η κρίση ρευστότητας. Τα διατραπεζικά επιτόκια έφτασαν στα ύψη ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις το περιθώριο επιτοκίου δανεισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων ήταν εφταπλάσιο σε σχέση με το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο δανεισμού του δημοσίου.

Η χρηματοοικονομική κρίση ήταν αναμενόμενο να περάσει και στην πραγματική οικονομία. Πέρασε πρώτα μέσω της απροθυμίας των πιστωτικών ιδρυμάτων να χορηγήσουν δάνεια στα νοικοκυριά αλλά και στις επιχειρήσεις και δεύτερον μέσω της μεγάλης πτώσης των τιμών στις λεγόμενες φούσκες. Η κατανάλωση αλλά και το εμπόριο κατέρρευσε και οι ρυθμοί ανάπτυξης όπως θα δούμε παρακάτω ήταν αρνητικοί.

Όλες σχεδόν οι χώρες αντέδρασαν με μείωση των επιτοκίων και με σημαντικές πολιτικές για την ενίσχυση της ρευστότητας, κυρίως μέσω εγγυήσεων που δόθηκαν στις εμπορικές τράπεζες μέσω της ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους βάσης καθώς και με την απομάκρυνση απαξιωμένων στοιχείων του ενεργητικού τους. <sup>(101)</sup>Οι κυβερνήσεις των κρατών ήταν αναμενόμενο να εφαρμόσουν επεκτατική δημοσιονομική πολιτική με στόχο την ενίσχυση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Αυτός είναι και ο κύριος λόγος που επλήγησαν τα δημοσιονομικά όλων των κρατών με την εμφάνιση της κρίσης. Κατευθείαν τα ελλείμματα αυξήθηκαν για τις χώρες αλλά και οι ρυθμοί ανάπτυξης μειώθηκαν ενώ σε πολλές περιπτώσεις εμφανίστηκαν και αρνητικοί.

### 7.1.1 Ρυθμοί ανάπτυξης Παγκοσμίως

(Διάγραμμα 32) Παγκόσμιος πραγματικός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ



Πηγή: ΔΝΤ, Παγκόσμια Τράπεζα

Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και την Παγκόσμια Τράπεζα, η παγκόσμια οικονομία έχει δεχτεί ένα μεγάλο πλήγμα από την οικονομική κρίση. Οι ρυθμοί ανάπτυξης για την παγκόσμια οικονομία εμφανίζονται πολύ μειωμένοι και σε μερικές χώρες εμφανίζονται και αρνητικοί. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ για το 2009 προβλέπεται αρνητικός. <sup>(102)</sup>Η επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης επιταχύνθηκε με τη ραγδαία πτώση των εξαγωγών εξαιτίας της μείωσης της παγκόσμιας ζήτησης, τη μείωση των δανείων που χορηγούν οι τράπεζες και την πτώση των τιμών των μετοχών αλλά και των ακινήτων. Το παγκόσμιο ΑΕΠ αυξήθηκε με ρυθμό 3% το 2008, μειωμένο από το προηγούμενο έτος κατά 2,2%,

(101)Πηγή: Τράπεζα Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2008, σελ.14

(102)Πηγή: Eurobank Research, Οικονομία και Αγορές, Τεύχος 8, Δεκέμβριος 2009, σελ.35

ενώ για το 2009 εμφανίζεται αρνητικό της τάξεως του -1,1%.

Οι επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης έγιναν εμφανείς στις πραγματικές οικονομίες πλήττοντας όχι μόνο χώρες όπως οι ΗΠΑ, που βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης αλλά όλες τις χώρες.

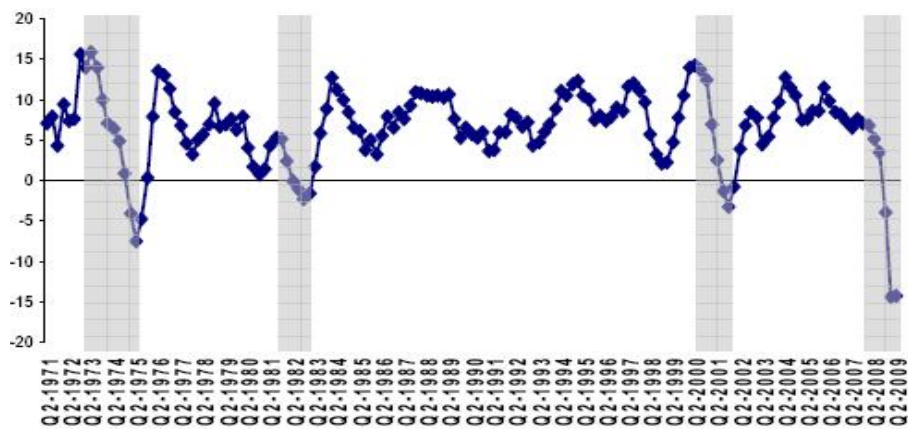
Το ενδιαφέρον σε αυτή την περίπτωση είναι να μελετήσουμε γιατί μειώθηκε ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ και τι προκάλεσε αυτή τη μείωση. Για να ξεκινήσουμε πρέπει να αναφέρουμε ότι το ΑΕΠ έχει άμεση σχέση με το εμπόριο και ιδιαίτερα σε αυτή την παγκοσμιοποιημένη αγορά το διεθνές εμπόριο. Σύμφωνα με τις μελέτες <sup>(103)</sup> Freund C. (2009) κατά τη διάρκεια των μεγαλύτερων υφέσεων στην μεταπολεμική περίοδο το παγκόσμιο εμπόριο μειώθηκε κατά 4,8 φορές περισσότερο από ότι το ΑΕΠ ενώ στις άλλες περιπτώσεις μειώθηκε 2,3 φορές. Σύμφωνα όμως με τα στοιχεία όμως που έχουμε, το εμπόριο μειώθηκε κατά 14%.

#### Διεθνές Εμπόριο

( Τριμηνιαία στοιχεία 1971 Q2 – 2009 Q2, σε σταθερές τιμές 2000,

ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής%)

(Διάγραμμα 33)



Πηγή: ΟΟΣΑ

Σύμφωνα με τον <sup>(104)</sup> Baldwin η σύνθεση του παγκόσμιου εμπορίου και η παγκοσμιοποίηση είναι οι αιτίες για την τόσο μεγάλη πτώση του διεθνές εμπορίου.

(103) Πηγή: Freund C. (2009) “The trade response to global downturns”, Chapter 7 in “The great trade collapse: causes, consequences and prospects”, CEPR, November 2009.

(104) Πηγή: Baldwin R. (2009) “The great trade collapse: What caused it and what does it mean?”, Foreword in “The great trade collapse: causes, consequences and prospects”, CEPR, November 2009.

Η ύφεση και ανασφάλεια προκάλεσαν αναβολές στην κατανάλωση και την παραγωγή κάποιων αγαθών και υπηρεσιών, όπως διαρκή καταναλωτικά αγαθά, καθώς και στα ενδιάμεσα αγαθά που αφορούν την κατανάλωση αυτών όπως χημικά και πλαστικά. **Η παραγωγή αυτών των αγαθών αποτελεί μικρό κομμάτι του ΑΕΠ αλλά αποτελεί το σύνολο του παγκοσμίου εμπορίου.** Έτσι η επίπτωση αυτών των αγαθών είχε πολλαπλά αποτελέσματα για το διεθνές εμπόριο, σε αντίθεση με τις προηγούμενες περιόδους ύφεσης.

Παρακάτω θα εξετάσουμε το ρυθμό ανάπτυξης διάφορων κρατών αλλά και τις προβλέψεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου για την πορεία της ανάπτυξης του ΑΕΠ.

(Πίνακας 18)

	Ρυθμός Ανάπτυξης				
	2007	2008	2009	2010	2014
Παγκόσμια Οικονομία	5,20%	3,00%	-1,10%	3,10%	4,50%
Ανεπτυγμένες Οικονομίες	2,70%	0,60%	-3,40%	1,30%	2,40%
ΗΠΑ	2,10%	0,40%	-2,70%	1,50%	2,10%
Ευρωζώνη	2,70%	0,70%	-4,20%	0,30%	2,10%
ΕΕ	3,10%	1,00%	-4,20%	0,50%	n.a
Βραζιλία	5,70%	5,10%	-0,70%	3,50%	3,70%
Ρωσία	8,10%	5,60%	-7,50%	1,50%	5,00%
Ινδία	9,40%	7,30%	5,40%	6,40%	8,10%
Κίνα	13,00%	9,00%	8,50%	9,00%	9,50%
Ιαπωνία	2,30%	-0,70%	-5,40%	1,70%	1,80%
Ελλάδα	4,00%	2,90%	-0,80%	-1,00%	1,90%
Πηγή: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτ.09.					

Η οικονομία της ευρωζώνης είχε μια συνεχή αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης, ενώ το 2008 σημείωσε πτώση. Το 2009 ο ρυθμός ανάπτυξης της ήταν αρνητικός κατά 4,20%, ενώ για τα επόμενα χρόνια προβλέπεται <sup>(105)</sup> σταδιακή και βραδεία ανάπτυξη.

Αντίστοιχα κινήθηκαν και οι ΗΠΑ με ρυθμό ανάπτυξης 0,40% για το 2008 ενώ το 2009 σημείωσαν αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης της τάξεως του -2,70%. Οι ΗΠΑ που συμπεριλαμβάνονται στις ανεπτυγμένες οικονομίες προβλέπεται ότι μέσα στο 2010 θα μπορέσουν να αντιμετωπίσουν τα προβλήματα της οικονομικής κρίσης και θα έχουν αύξηση του ΑΕΠ τους κατά 1,5%. Τα θετικά μηνύματα από την

(105) Πηγή: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

αγορά των ΗΠΑ εμφανίστηκαν ήδη από τα μέσα του 2009 που οι τιμές των μετοχών, των κατοικιών αλλά και τα αποτελέσματα των τραπεζών ήταν σε πολύ καλύτερα επίπεδα.

Για την ελληνική οικονομία τα αποτελέσματα ήταν σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Το ΑΕΠ της αυξήθηκε το 2008 κατά 2,9% από 4% την προηγούμενη χρονιά ενώ το 2009 σημειώθηκε αρνητική ανάπτυξη της τάξεως του 0,80%. Οι επιδόσεις αυτές είναι οι χειρότερες από την είσοδο της χώρας στην ευρωζώνη και η κύρια αιτία φυσικά είναι η χρηματοοικονομική κρίση. <sup>(106)</sup>Τροχοπέδη στην ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας εκτιμάται ότι θα αποτελέσουν, εάν δεν αντιμετωπιστούν αποφασιστικά, οι **χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, όπως ο περιορισμένος βαθμός ανοίγματος της οικονομίας στο διεθνές εμπόριο και οι δυσκαμψίες στις αγορές συντελεστών παραγωγής και τελικών προϊόντων**. Οι παράγοντες αυτοί έχουν ίσως βραχυπρόθεσμα συμβάλει ως ένα βαθμό στην προσωρινή άμβλυνση των επιδράσεων της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης. Σημαντική θετική επίδραση στο ΑΕΠ είχε η <sup>(107)</sup>**αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης κατά 10,9%** σε σταθερές τιμές, ενώ αντίθετα η εγχώρια ζήτηση εμφανίζεται μειωμένη λόγω της χαμηλής ιδιωτικής κατανάλωσης, με αποτέλεσμα να εμφανίζει αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης.

### 7.1.2 Ελλείμματα

*Ποια είναι όμως η αιτία που η Ελλάδα εμφανίζει τόσο μεγάλο έλλειμμα σε σχέση φυσικά και με τις ξένες χώρες; Αυτό θα αναλύσουμε παρακάτω.*

Όπως αναφέραμε και πριν η αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης είχε θετική συμβολή στο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. **Η επεκτατική πολιτική της κυβέρνησης έτσι ώστε να διασώσει την οικονομία της χώρας και ιδιαίτερα των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων είχε σαν αποτέλεσμα τη σημαντική υπέρβαση των δαπανών του κρατικού προϋπολογισμού**. Ιδιαίτερα κατά τη διάρκεια του 2008 αλλά κυρίως του 2009 παρατηρήθηκε χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής τόσο από την πλευρά των εσόδων όσο και των δαπανών. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε σημαντική διεύρυνση του δημοσιονομικού ελλείμματος, με δυσμενείς επιπτώσεις στην πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας.

---

(106)Πηγή: Ενδιάμεση Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα Δεκέμβριος 2009,σελ.22

(107)Πηγή: Εκτιμήσεις ΕΣΥΕ



<sup>(108)</sup> Η διεύρυνση του ελλείμματος είναι ένας αποτελεσματικός τρόπος να αυξηθεί βραχυπρόθεσμα το ΑΕΠ, είτε μέσω της δημόσιας δαπάνης είτε μέσω της περικοπής φόρων. Το μεν πρώτο υποκαθιστά εν μέρει τις ιδιωτικές επενδύσεις με επακόλουθο να βρεθεί διέξοδος από την κρίση ενώ το δεύτερο αυξάνει το εισόδημα των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων.

(Πίνακας 19)

	Έλλειμμα ως % του ΑΕΠ				
	2007	2008	2009	2010	2014
ΗΠΑ	-2,80%	-5,90%	-12,50%	-10,00%	-6,70%
Ευρωζώνη	-0,60%	-1,80%	-6,20%	-6,60%	-3,50%
ΕΕ	-0,90%	-2,30%	-6,90%	-7,50%	n.a
Ιαπωνία	-2,50%	-5,80%	-10,50%	-10,20%	-8,00%
Ελλάδα	-3,70%	-7,70%	-12,70%	-12,20%	n.a

Πηγές: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Regional Outlooks, Οκτ. 09.  
Στοιχεία για την ΕΕ και την Ελλάδα: European Commission: European Economic Forecast, Νοέμ.09

Η κακή δημοσιονομική πολιτική της Ελλάδος είχε σαν αποτέλεσμα το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδος να εκτιναχθεί στο 7,70% το 2008, διπλάσιο σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά, ενώ ο μέσος όρος της ευρωζώνης ήταν μόλις 1,80%. Δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι οι χώρες της ευρωζώνης είναι αναγκασμένες να έχουν έλλειμμα έως 3% ενώ η Ελλάδα συνεχώς το ξεπερνά.

Το 2009 το έλλειμμα αυξήθηκε παγκοσμίως με αποτέλεσμα και οι ΗΠΑ να έχουν έλλειμμα της τάξεως του 12,50% αλλά και οι χώρες της ευρωζώνης ξεπέρασαν το 3% και έχοντας έλλειμμα της τάξεως του 6,2%. Αυτή η δημοσιονομική εξέλιξη είναι αποτέλεσμα της **χαλαρότητας στα δημοσιονομικά των χωρών έτσι ώστε να διασωθεί η παγκόσμια οικονομία για να μπορέσουν οι χώρες να εξέλθουν από την κρίση**. Έτσι τα αποτελέσματα της δημοσιονομικής χαλαρότητας φάνηκαν απευθείας στα ελλείμματα των χωρών. Σύμφωνα και με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ για το 2010, αλλά και με τα σχέδια των κρατών για τη δημοσιονομική τους πολιτική, η ευρωζώνη θα συνεχίσει να έχει έλλειμμα αντίστοιχο της προηγούμενης χρονιάς ενώ οι ΗΠΑ θα το μειώσουν περίπου στο 10%. Αντίθετα η Ελλάδα, παρ' ότι έχει υψηλό έλλειμμα, θα συνεχίσει με το ίδιο ποσοστό και το 2010. Τα προβλήματα όμως της χώρας μας με αυτή την κατάσταση της οικονομίας είναι πολλαπλά λόγω του αυξημένου δημόσιου χρέους.

(108) Πηγή: Eurobank Research, Οικονομία και Αγορές, σελ. 8

### 7.1.3 Δημόσιο Χρέος

Ο δημόσιος δανεισμός αποτελεί, κατ' αρχήν και υπό ορισμένες προϋποθέσεις, ένα σημαντικό εργαλείο υποβοήθησης της οικονομικής πολιτικής. Με προσφυγή σε δανεισμό οι αρχές μπορούν να αντιμετωπίσουν μια ύφεση (ακολουθώντας αντικυκλική πολιτική), έκτακτα γεγονότα (π.χ. φυσικές καταστροφές) ή να κατασκευάσουν έργα υποδομής και να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις σε τομείς όπως η υγεία και η παιδεία, οι οποίες θα βελτιώσουν την ποιότητα του ανθρώπινου κεφαλαίου και θα αυξήσουν το ρυθμό της οικονομικής ανάπτυξης.

Ωστόσο, η επί σειρά ετών συσσώρευση δημόσιων ελλειμμάτων αυξάνει σημαντικά το δημόσιο χρέος, γεγονός που έχει σημαντικές και μακροχρόνιες επιπτώσεις.<sup>(109)</sup> Το υψηλό δημόσιο έλλειμμα και το υψηλό χρέος επηρεάζουν την κατανομή των συντελεστών παραγωγής, την οικονομική δραστηριότητα και τη διανομή του εισοδήματος. Επηρεάζουν επίσης τις προσδοκίες και τις αποφάσεις των φορέων της οικονομίας (επιχειρήσεων, εργαζομένων και νοικοκυριών) και περιορίζουν τις δυνατότητες και την αποτελεσματικότητα άσκησης της δημοσιονομικής πολιτικής. Η μείωση του υψηλού δημόσιου χρέους απαιτεί επώδυνα οικονομικά μέτρα.

Το σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον που διαμορφώθηκε με την είσοδο της χώρας στη νομισματική ένωση το 2001 συνέβαλε στη δημιουργία ευνοϊκών συνθηκών για τη μείωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ. Ο υψηλός ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης από το 2000 και μετά (κατά μέσο όρο 4,0% περίπου ετησίως) διευκόλυνε την επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων ορισμένα έτη της περιόδου, αλλά αυτά διαμορφώθηκαν σε επίπεδο χαμηλότερο σε σύγκριση με την τριετία 1997-1999. Επιπλέον, τα επιτόκια δανεισμού του Δημοσίου σημείωναν συνεχή πτώση μέχρι το τέλος του 2005 και διαμορφώνονταν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ενώ εισπράττονταν και σημαντικά ποσά από τις αποκρατικοποιήσεις. Εξαιτίας των ανωτέρω, την οκταετία 2000-2007 το δημόσιο χρέος μειώθηκε κατά 7,8 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Το ερώτημα που τίθεται εδώ είναι: *ποιοι είναι οι λόγοι που χρωστάει το κράτος;* Το ερώτημα αυτό θα εξετάσουμε πιο κάτω.

---

(109) Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2009 σελ. 128

(Πίνακας 20)

	Δημόσιο Χρέος ως % του ΑΕΠ				
	2007	2008	2009	2010	2014
ΗΠΑ	61,90%	70,40%	84,80%	93,60%	108,20%
Ευρωζώνη	65,70%	69,20%	80,00%	86,30%	95,60%
ΕΕ	66,00%	69,30%	78,20%	84,00%	n.a
Ιαπωνία	187,70%	196,60%	218,60%	227,00%	245,60%
Ελλάδα	95,60%	99,20%	112,60%	124,90%	n.a

Πηγές: ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτ. 09. Στοιχεία για την ΕΕ και την Ελλάδα: European Commission: European Economic Forecast, Nov.09

Όμως το 2008, λόγω των υψηλών καθαρών δανειακών αναγκών της γενικής κυβέρνησης, της υποχώρησης του ρυθμού ανάπτυξης στο 2,9% και της **αύξησης του μέσου επιτοκίου δανεισμού του Δημοσίου στο 4,6%** (από 4,4% το 2007), η πτωτική τάση αναστράφηκε. Έτσι, ο λόγος του χρέους παρουσίασε **σημαντική αύξηση 3,6 εκατοστιαίων μονάδων και διαμορφώθηκε στο 99,2% του ΑΕΠ.**

Παράλληλα με την αύξηση του χρέους, το 2008 σημειώθηκε και **μεγάλη αύξηση των εγγυημένων από το Δημόσιο δανείων, τα οποία στο τέλος του 2008 έφθασαν τα 22,2 δισ. ευρώ ή 9,0% του ΑΕΠ**, ενώ την τριετία 2000-2002 κυμαίνονταν στο 6,1% του ΑΕΠ περίπου. Τα δάνεια αυτά αυξήθηκαν σημαντικά και το 2009, αλλά προς το παρόν δεν υπάρχουν επίσημα στοιχεία. **Επίσης, υπάρχουν σημαντικές υποχρεώσεις του Δημοσίου κυρίως προς τους προμηθευτές του (π.χ. προμηθευτές φαρμακευτικού και υγειονομικού υλικού, εργολάβους δημόσιων έργων, εταιρίες πληροφορικής κ.ά.), οι οποίες υπερβαίνουν, σύμφωνα με όλες τις ενδείξεις, τα 12 δισ. ευρώ.**

Για το 2009 τα πράγματα για το ελληνικό χρέος ήταν σε χειρότερα επίπεδα, με το χρέος να εκτινάσσεται στο 112,60%, δηλαδή να έχει ξεπεράσει το ΑΕΠ της χώρας. Τα **υψηλά επιτόκια που σημειώθηκαν στα ελληνικά ομόλογα** στο τέλος του 2009 και τον Ιανουάριο του 2010 δυσκολεύουν ακόμα περισσότερο την κατάσταση του δημοσίου χρέους, έτσι ώστε όποια προσπάθεια γίνει μέσα στο 2010 για αναχρηματοδότηση του χρέους να γίνει με δυσμενέστερους όρους για το ελληνικό κράτος.

Έτσι, αν διατηρηθούν σταθεροί όλοι οι άλλοι παράγοντες, όσο μεγαλύτερο είναι το χρέος, τόσο μεγαλύτερο είναι το κόστος δανεισμού. Στο βαθμό που η πληρωμή

των τόκων απαιτεί νέο δανεισμό, είναι δυνατόν να προκύψει ένας *φαύλος κύκλος* (debt deficit spiral), όπου<sup>(110)</sup> η **αύξηση των επιτοκίων οδηγεί σε μεγαλύτερες δαπάνες για τόκους και κατά συνέπεια σε περαιτέρω αύξηση του δανεισμού, η οποία οδηγεί σε νέα άνοδο των επιτοκίων κ.ο.κ.**

#### **7.1.3.1. Λόγοι αύξησης δημοσίου χρέους**

- <sup>(111)</sup>Συσσώρευση μακροχρόνιων δημόσιων ελλειμμάτων που αυξάνει το δημόσιο χρέος.
- Μη επαρκή οικονομικά μέτρα από την πλευρά της κυβέρνησης
- <sup>(112)</sup>Η αύξηση των περιθωρίων επιτοκίων (spreads) των τίτλων των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ επηρεάστηκε από την αυξανόμενη αποστροφή των διεθνών επενδυτών προς τον κίνδυνο (risk aversion) και τη στροφή προς ασφαλέστερες επενδύσεις (flight to quality), από τις μη ικανοποιητικές δημοσιονομικές επιδόσεις ορισμένων χωρών και από την προσδοκία επιδείνωσης των δημοσιονομικών ανισορροπιών και από τις προβλέψεις για το μελλοντικό δημοσιονομικό κόστος της γήρανσης του πληθυσμού.
- Επιπλέον, η χαμηλή ρευστότητα στις αγορές κρατικών τίτλων αυξάνει το περιθώριο επιτοκίου.

#### **7.1.3.2. Επιπτώσεις αύξησης δημοσίου χρέους στην Ελλάδα**

- Οι κρατικές δαπάνες που πραγματοποιούνται για την εξυπηρέτηση και την αποπληρωμή του δημόσιου χρέους συνεπάγονται μεταφορά εισοδήματος από το σύνολο του πληθυσμού (<sup>(113)</sup>το οποίο επιβαρύνεται με άμεσους και έμμεσους φόρους και με την περικοπή κοινωνικών δαπανών). Με λίγα λόγια χαμηλότερο εισόδημα για την ελληνική κοινωνία.

---

(110)Πηγή: Buiters, H. W. (1985), “A guide to public sector debt and deficits”, Economic Policy, London (σελ. 15).

(111)Πηγή: Τράπεζα Ελλάδος, Νομισματική πολιτική σελ.128

(112)Πηγή: OECD (2009), “What drives sovereign risk premiums? An analysis of recent evidence from the euro area”, Economics Department Working Paper No 718.

(113)Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική σελ.128

- Όπως αναφέραμε και πριν, υψηλότερο χρέος συνεπάγεται με υψηλότερο επιτόκιο δανεισμού.
- Στο βαθμό που το υψηλό δημόσιο χρέος προκαλεί άνοδο των επιτοκίων, θα υπάρξει επιτάχυνση της “εκτόπισης” των ιδιωτικών επενδύσεων (crowding out effect), με επώδυνες επιπτώσεις για την οικονομία.
- Στη μεσομακροπρόθεσμη περίοδο η <sup>(114)</sup>εκτόπιση των ιδιωτικών επενδύσεων οδηγεί σε επιβράδυνση του ρυθμού σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου. Έτσι, μακροχρόνια, το υψηλό δημόσιο χρέος οδηγεί σε μείωση των παραγωγικών δυνατοτήτων της οικονομίας και κατά συνέπεια σε μείωση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης.
- Επιπλέον, η αύξηση των επιτοκίων εξαιτίας του υψηλού χρέους επιβαρύνει το κόστος δανεισμού των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Συνεπώς, <sup>(115)</sup>οι δυσμενείς επιπτώσεις από το υψηλό δημόσιο χρέος διαχέονται εν συνεχεία στην οικονομία με τη μορφή υψηλότερων επιτοκίων χορηγήσεων, επιβαρύνοντας τους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα τον περιορισμό του τραπεζικού δανεισμού και της ανάληψης επενδυτικών δραστηριοτήτων.

## 7.2. Πορεία ελληνικής οικονομίας και ιρλανδικής

Αντίστοιχη πορεία με την ελληνική οικονομία είχε και η ιρλανδική. Η Ιρλανδία θεωρούνταν το θαύμα της ευρωζώνης. Ήταν μια από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες οικονομίες της Ευρώπης. Πετυχαίνοντας ρυθμούς ανάπτυξης από <sup>(116)</sup>4,4% έως 9,4%

---

(114)Πηγή: OECD (2009), “What drives sovereign risk premiums? An analysis of recent evidence from the euro area”, Economics Department Working Paper No 718.

(115)Πηγή: Αθανασίου, Έρση (2009), Δημοσιονομική Πολιτική και Ύφεση: Η περίπτωση της Ελλάδας, ΚΕΠΕ, μελέτη No 103Α, Αθήνα, Ιούλιος 2009.

(116)Πηγή: Άρθρο, Ιρλανδία: Από τα συντρίμια επεξεργάζεται μεθοδικά το σχέδιο ανάκαμψης, [www.eurocapital.gr](http://www.eurocapital.gr), 30/11/2009

κατά το μεγαλύτερο διάστημα της δεκαετίας. Η Ιρλανδία κατάφερε από το 1987, όπου το χρέος της είχε διαμορφωθεί στο <sup>(117)</sup>109,2%, να το μειώσει στο 32,2<sup>(118)</sup> μέχρι το 2007. Η Ιρλανδία όμως ήταν ένα ακόμα θύμα της οικονομικής κρίσης. Τα προβλήματα στο τραπεζικό της σύστημα και ο υπερβολικός δανεισμός των κατοίκων της, ήταν μερικά από τα προβλήματα που αντιμετώπισε η χώρα. Οι τράπεζές της είχαν ενεργητικό 10 φορές μεγαλύτερο σε σχέση με το ΑΕΠ. Ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας με την εμφάνιση της κρίσης κατέρρευσε με συνέπεια στα μέσα του 2009 να είναι η οικονομία με τα περισσότερα προβλήματα στην Ευρώπη.

Θα πρέπει να επισημάνουμε ότι το **δημοσιονομικό πρόβλημα της Ιρλανδίας οφείλεται στην ανάγκη στήριξης του τραπεζικού συστήματος από τον προϋπολογισμό της χώρας, λόγω της σημαντικής αρνητικής επίπτωσης που υπέστη από την μεγάλη πτώση που συνέβη στην εγχώρια αγορά ακινήτων λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.** Το κράτος δηλαδή για να διασώσει το χρηματοπιστωτικό του σύστημα, επιβάρυνε τον προϋπολογισμό του με συνέπεια η Ιρλανδία να διαμορφώσει έλλειμμα 22,1 δις ευρώ μέχρι το Νοέμβριο του 2009, ποσοστό περίπου ίσο με το 12% του ΑΕΠ.

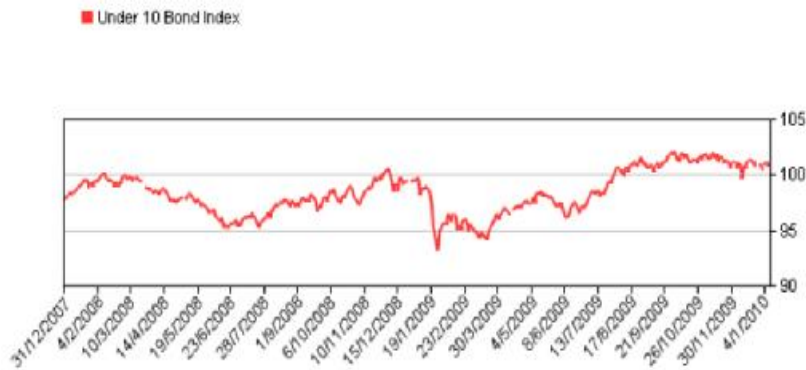
Η χώρα υποβαθμίστηκε από τους οίκους αξιολόγησης, ενώ το spread των ομολόγων τους εκτινάχθηκε. Παρακάτω παρατίθεται το διάγραμμα των ομολόγων της Ιρλανδίας που είναι μικρότερα της δεκαετίας. Φαίνεται ξεκάθαρα ότι η μεγαλύτερη πτώση των τιμών είναι στις αρχές και τα μέσα του 2009. Θα πρέπει να προσθέσουμε ότι στα ομόλογα η πτώση των τιμών συνεπάγεται με αύξηση του επιτοκίου.

---

(117)Πηγή: “ Δεν φτάνει η τριετία για μείωση του χρέους ”, Δημ.Κοντογιάννη, Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 24/1/2010

(118)Πηγή: Eurostat

(Διάγραμμα 33) Τιμή ομολόγων μικρότερων της δεκαετίας



Πηγή: Irish Stock Exchange

Σχεδόν την ίδια πορεία είχε και η ελληνική οικονομία με συνεχόμενη αύξηση των ρυθμών ανάπτυξης για τη δεκαετία του 2000, αλλά ποτέ το χρέος της δεν έφτασε σε τόσο χαμηλά επίπεδα σε σχέση με το ΑΕΠ της. **Το επιτόκιο των ομολόγων και των δύο κρατών έφτασε σε πολύ υψηλά επίπεδα και οι αγορές ήταν πολύ απόμακρες σε σχέση με τα δημοσιονομικά μεγέθη των δύο κρατών.**

Η Ιρλανδία όμως έχοντας επίγνωση των αδυναμιών της αλλά και του χαρακτήρα της οικονομίας της κινητοποιήθηκε άμεσα και η κυβέρνηση από τον Νοέμβριο του 2009, ανέθεσε σε μια ευρεία κυβερνητική επιτροπή να μελετήσει την κατάσταση και να υποβάλει δημόσιες προτάσεις, ενώ μετέβαλε διαρκώς τον προϋπολογισμό της, μετά από συνεννόηση με την Ευρωπαϊκή επιτροπή, εξέδωσε το *''Report of the Special Group on Public Service Numbers and Expenditure Programmes''*, όπου αναθεωρήθηκε το σύνολο του προϋπολογισμού και του τρόπου λειτουργίας του. Το νέο σχέδιο περιλαμβάνει περικοπές μισθών και συντάξεων και περισσότερους φόρους στις επιχειρήσεις στην παραγωγή διοξειδίου του άνθρακα. Κύριος σκοπός για την κυβέρνηση της Ιρλανδίας είναι η διάσωση του τραπεζικού συστήματος αλλά και των δημοσιονομικών προβλημάτων της χώρας.

Η κατάσταση αυτή παρακολουθείται από τις αγορές που σιγά μειώνουν το spread των 10ετών ομολόγων, που κινήθηκε στα μέσα Νοεμβρίου του 2009 μεταξύ 1,67% και 1,75% πάνω από το γερμανικό, ενώ το αντίστοιχο ελληνικό κινήθηκε ανάμεσα στο 1,84% και 2,02%.

Μετά τα αποτελέσματα της ελληνικής οικονομίας για το 2009 και η θέση που βρέθηκε η Ελλάδα λόγω των δημοσιονομικών της, η ευρωζώνη πιέζει την Ελλάδα

να πάρει άμεσα μέτρα έτσι ώστε να μειωθεί άμεσα το χρέος της, το έλλειμμα της και να αυξηθούν έσοδα του κράτους. Υποστηρίζει η ευρωζώνη ότι η ελληνική κυβέρνηση <sup>(119)</sup>θα πρέπει να πάρει σχεδόν τα ίδια μέτρα με την ιρλανδική κυβέρνηση έτσι ώστε να έχει άμεσα αποτελέσματα. Ο μόνος τρόπος για να γίνει αυτό θα είναι με περικοπή μισθών, συντάξεων αλλά και αύξηση φόρων. Η δημοσιονομική προσαρμογή της Ελλάδας θα γίνει ευκολότερα αν τα επιτόκια μείνουν σε χαμηλά επίπεδα (τα επίπεδα που είναι σήμερα), και με την διολίσθηση του ευρώ. Τα επιτόκια σύμφωνα με την ευρωζώνη θα αυξηθούν, μένει να δούμε την πορεία του ευρώ σε σχέση με τα ξένα νομίσματα.

---

(119)Πηγή: Συνταγή Ιρλανδίας προτείνει ο Τρισέ στην Ελλάδα, Ελευθεροτυπία, 7/12/2009



## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Σύμφωνα με όσα έχουμε αναφέρει στην εργασία βγάζουμε κάποια συμπεράσματα τα οποία θα αναλύσουμε παρακάτω.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα πρώτα απ' όλα είναι το σύστημα που έχει διαμορφωθεί έτσι ώστε να φέρνει κοντά δύο ομάδες, τους θετικούς αποταμιευτές και τους αρνητικούς αποταμιευτές. Ουσιαστικά είναι το πιο σημαντικό για την οικονομία σε μία κοινωνία, είτε είναι μία χώρα, είτε μία ένωση χωρών όπως η Ευρωπαϊκή Ένωση, τα νοικοκυριά να έρθουν σε επαφή με τις εταιρείες. Το ρόλο αυτό αναλαμβάνουν να κάνουν οι τράπεζες οι οποίες είναι ένα μέρος του συστήματος αλλά όχι το μοναδικό.

Το κράτος επίσης κατέχει τον δικό του ρόλο στην όλη διαδικασία, ο οποίος πρώτα απ' όλα είναι εποπτικός έτσι ώστε να ελέγχει τη σωστή λειτουργία των τραπεζών για να μη γίνονται παρατυπίες και δημιουργούνται προβλήματα όπως επίσης με την πολιτική του στην οικονομία επηρεάζει τις τράπεζες. Το ΑΕΠ του, η πολιτική του πάνω στα επιτόκια, τα ομόλογα που εκδίδει, τα ελλείμματα που σημειώνει και η οικονομική πολιτική του επηρεάζει το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου επίσης είναι μέρη του συστήματος. Τα ομόλογα (κρατικά ή εταιρικά), τα επιτόκια, τα έντοκα γραμμάτια είναι κάποια μέρη που έχουν άμεση ανταπόκριση στη ρευστότητα και την ευρωστία του συστήματος αλλά και της οικονομίας γενικά. Το χρηματιστήριο επίσης είναι ένα ακόμα μέρος του συστήματος γιατί μπορεί και το ίδιο να παίξει το ρόλο του μεσολαβητή έτσι ώστε να μεταφερθεί το εισόδημα από τα νοικοκυριά στις εταιρείες.

Σύμφωνα με όσα έχουμε αναπτύξει στην εργασία βγάζουμε κάποια συμπεράσματα για το πώς έχει κινηθεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην Ελλάδα αλλά και στο εξωτερικό. Ιδιαίτερα αυτήν την περίοδο υπήρξαν πολλές αλλαγές στη λειτουργία και πορεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Πρώτα απ' όλα πρέπει να αναφέρουμε την αλλαγή στο θεσμικό πλαίσιο που έγινε σε όλα τα κράτη. Αυτή η αλλαγή η οποία όπως αποδείχθηκε έπρεπε να είχε γίνει πολύ πιο πριν έτσι ώστε να αποφευχθούν τα προβλήματα και να μη δημιουργούταν η κρίση. Σκληρότερα μέτρα για το δανεισμό των τραπεζών, μεγαλύτερη επίβλεψη από τις κεντρικές τράπεζες των χωρών, μικρότερη αποδοχή

κινδύνων, είναι μερικά από τα αποτελέσματα που δημιούργησε η κρίση στις τράπεζες.

Θα πρέπει να αναφέρουμε ότι η κρίση στο τραπεζικό σύστημα δεν επηρέασε μόνο αυτό αλλά πέρασε και στην πραγματική οικονομία. Με το κόστος του χρήματος να έχει ανέβει λόγω της άρνησης των τραπεζών να δανείσουν η μία την άλλη, το κόστος πέρασε στους δανειολήπτες που επιβαρύνθηκαν περισσότερο και δυσκολεύονται στον περαιτέρω δανεισμό. Αξιοσημείωτο επίσης στην πρόσφατη κρίση είναι η ταχύτητα που εξαπλώθηκε σε όλες τις χώρες αφού τα προβλήματα των ΗΠΑ εξαπλώθηκαν ραγδαία και στις χώρες της Ευρώπης. Οι τράπεζες, η μία μετά την άλλη ζητούσαν βοήθεια από τα κράτη τους έτσι ώστε να διασωθούν. Τα κράτη αναγκάστηκαν να διασώσουν τις τράπεζες και τις ασφαλιστικές για να μην περάσουν τα προβλήματα από αυτές στην κοινωνία, είτε μέσω των δανείων είτε της ανεργίας κτλ.

Η ελληνική οικονομία φυσικά και δεν βγήκε αλώβητη από την κρίση. Η συνεχόμενη ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας κατά την επταετία 1999 – 2006 δεν συνεχίστηκε έως σήμερα. Τα προβλήματα που ανέδειξε η οικονομία μας και ο τρόπος που αντιμετώπισε την οικονομική κρίση έδειξαν ότι τόσα χρόνια η Ελλάδα δεν αναπτύχθηκε σωστά. Η ανάπτυξη που αναφέραμε παραπάνω ήταν ένα αποτέλεσμα της εισόδου της χώρας στην ζώνη του ευρώ, των χαμηλών επιτοκίων ύστερα από αυτή την είσοδο, τον φθηνότερο δανεισμό που είχαμε, το κοινό νόμισμα και τους ολυμπιακούς αγώνες που αναλάβαμε. Ουσιαστικά όμως δεν ανταπεξήλθαμε σωστά στους όρους που είχαμε για την ευρωζώνη, το δημόσιο χρέος μας ποτέ δεν μειώθηκε κάτω του 60%, και τα ελλείμματά μας κινήθηκαν σχεδόν τις περισσότερες φορές πάνω από το 3%.

Αποτέλεσμα όλων αυτών είναι από το 2007 που έχει εμφανιστεί η κρίση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα η Ελλάδα να περνάει μια βαθιά ύφεση, με πάρα πολλά προβλήματα στα οικονομικά της. Το έλλειμμα της για το 2009 εκτινάχθηκε στο 12,2% του ΑΕΠ ενώ το δημόσιο χρέος, λόγω της δημοσιονομικής πολιτικής που αναγκάστηκε να πάρει έτσι ώστε να διασώσει το χρηματοπιστωτικό της σύστημα, εκτινάχθηκε σε ποσοστά ανώτερα από όλες τις χώρες της ευρωζώνης. Η διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος με τα 28 δις ευρώ που διέθεσε το ελληνικό κράτος στις τράπεζες ήταν μείζονος σημασίας. Το μόνο που τελικά όπως αποδεικνύεται έως σήμερα που διασώθηκε στην Ελλάδα είναι το τραπεζικό σύστημα. Οι τράπεζες στην Ελλάδα μπορεί ωστόσο να έδειξαν κάποια

προβλήματα όπως ότι σημείωσαν ζημία σε αυτές τις χρήσεις αλλά με τίποτα δεν κινήθηκαν όπως οι τράπεζες στο εξωτερικό. Πρώτα απ' όλα καμία ελληνική τράπεζα όπως είδαμε και στην εργασία δεν πτώχευσε και οι μεγαλύτερες τράπεζες κινήθηκαν πολύ καλύτερα από τις αντίστοιχες ευρωπαϊκές και τις αμερικάνικες. Πρέπει να αναφέρουμε ότι ο πιο σημαντικός παράγοντας που διέσωσε την πορεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος ήταν η αμυντική πολιτική τους έτσι ώστε να μην επενδύουν σε επικίνδυνα επενδυτικά προγράμματα. Επίσης και ο χαμηλός δανεισμός σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια ήταν ακόμα ένας λόγος που δεν εμφανίστηκαν πολλά προβλήματα στις τράπεζες. Το μόνο κέρδη των ελληνικών τραπεζών αλλά και γενικά των τραπεζών του εξωτερικού ήταν τα κέρδη από χρηματοοικονομικές πράξεις. Όπως επίσης και οι αναγκαστικές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου είναι ένα γεγονός που έλαβε χώρα την τελευταία περίοδο έτσι ώστε να διασωθούν οι τράπεζες.

Ένα ακόμα συμπέρασμα που αναφέραμε και στην εργασία είναι η πορεία των κρατικών ομολόγων σε κράτη όπως την Ελλάδα. Σε περιόδους κρίσης όλοι οι επενδυτές στρέφονται σε προϊόντα λιγότερο επικίνδυνα και σε αγορές που είναι πιο σταθερές. Αυτός είναι ένας κύριος λόγος όπου τα επιτόκια των ελληνικών ομολόγων αυξήθηκαν ιδιαίτερα αφού δημιουργήθηκε ένα κύμα αποστροφής των επενδυτών και επένδυσης σε σταθερότερα όπως της Γερμανίας.

Η πορεία επίσης του ελληνικού χρηματιστηρίου ήταν καθοδική λόγω της πορείας της ελληνικής αγοράς, της παγκόσμιας κρίσης και της μεγάλης αποστροφής των επενδυτών και ιδιαίτερα των ξένων να επενδύσουν σε αυτή. Η μεγάλη επικινδυνότητα του ελληνικού χρηματιστηρίου και η χαμηλή συσχέτιση που έχει με τα διεθνή χρηματιστήρια είναι κάποιιοι από τους λόγους αποστροφής των ξένων. Όπως είδαμε στην εργασία από την αρχή της κρίσης το ποσοστό των ξένων μειώθηκε αρκετά στο ελληνικό χρηματιστήριο.

Ένα ακόμη γεγονός και αποτέλεσμα της κρίσης είναι η έλλειψη σωστής αξιολόγησης από τους οργανισμούς πιστοληπτικής αξιολόγησης. Κανένας από αυτούς τους οργανισμούς δεν προέβλεψε την οικονομική κρίση, δεν μείωσε την αξιολόγηση του για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που πρωταγωνίστησαν στην κρίση, αντιθέτως ήταν ιδιαίτερα θετικοί με τις καλύτερες αξιολογήσεις για τα συγκεκριμένα ιδρύματα. Ύστερα από αυτό ο έλεγχος των αντίστοιχων οίκων είναι απαραίτητος για τα κράτη έτσι να αποφεύγονται τυχόν λάθη και παρατυπίες των αντίστοιχών οίκων.

Αντίστοιχα με την ελληνική οικονομία κινήθηκαν οι περισσότερες οικονομίες στον κόσμο. Τα μεγάλα ελλείμματα και η αύξηση στο δημόσιο χρέος είναι γεγονότα για το σύνολο των χωρών. Ιδιαίτερα τα μεγέθη που παρουσίασαν οι ΗΠΑ αυτή τη διετία δεν ήταν καθόλου ενθαρρυντικά ενώ το πρόβλημα από τις αμερικάνικες τράπεζες εξαπλώθηκε και συνεχίζει να εξαπλώνεται σε όλες τις οικονομίες του κόσμου. Μία σοβαρή ένδειξη που μας έδειξε η πρόσφατη κρίση ήταν ότι τα προβλήματα που παρουσιάζει μια οικονομία στον κόσμο δεν ανήκουν μόνο σε αυτή αλλά εξαπλώνονται με τρομερές ταχύτητες από χώρα σε χώρα. Ο λόγος φυσικά και είναι η παγκοσμιοποίηση. Εδώ θα πρέπει να προσθέσουμε ότι η παγκοσμιοποίηση εκτός από τα πολλά θετικά που έχει, μπορεί να προκαλέσει και πολλά προβλήματα εκτός και αν τα μέτρα που θα ληφθούν θα είναι κατάλληλα.

Τελειώνοντας, θα πρέπει να αναφέρουμε τις προβλέψεις των ειδικών για την οικονομία. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος για το 2009 προβλέπεται πτώση των κερδών για τις ελληνικές τράπεζες περίπου 40%, ενώ θα χρειαστούν για ακόμα μία χρονιά να σχηματιστούν υψηλές προβλέψεις για τις τράπεζες έτσι ώστε να αποφευχθούν οι κίνδυνοι για αυτές.

Για την ελληνική οικονομία το ΔΝΤ προβλέπει ύφεση και το 2010 με το έλλειμμα της Ελλάδος να μένει σταθερά κοντά στο 12% και το ΑΕΠ της να κινείται σε αρνητικά επίπεδα.

Για την παγκόσμια οικονομία προβλέπεται αύξηση κατά 3,1%, ενώ για την ευρωζώνη το ΑΕΠ θα κινηθεί, σύμφωνα πάντα με το ΔΝΤ, θετικά αλλά μόλις κατά 0,30%.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ηλεκτρονικά

[http://en.wikipedia.org/wiki/Basel\\_II\\_Accord](http://en.wikipedia.org/wiki/Basel_II_Accord)

[www.capital.gr](http://www.capital.gr)

«Οι συνέπειες της Βασιλείας II για δανειολήπτες και δανειζόμενους». Άρθρο του Οργανωτικού Γραμματέα της ΟΤΟΕ, κου Ζώη Πεπέ, δημοσιευμένο στην [www.ine.otoe.gr/UplPages/documentation/baselII.asp](http://www.ine.otoe.gr/UplPages/documentation/baselII.asp)

[www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

[www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

Πηγή: [www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr)

[http://el.wikipedia.org/wiki/Ελληνικό\\_χρηματοπιστωτικό\\_κράχ\\_του\\_1999](http://el.wikipedia.org/wiki/Ελληνικό_χρηματοπιστωτικό_κράχ_του_1999)

[www.naftemporiki.gr/news/story.asp?id=1502846](http://www.naftemporiki.gr/news/story.asp?id=1502846)

[http://www.capital.gr/xa/close\\_history.asp?s=%C3%C4&pg=8](http://www.capital.gr/xa/close_history.asp?s=%C3%C4&pg=8)

<http://www.insight.gr/economy.php?artid=15>, «Η κρίση στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και οι επιπτώσεις στην Ελληνική οικονομία»

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

Financial Times: Structured investment vehicles' role in crisis, 29/9/2008

Bloomberg: SachsenLB Has EU3 Billion in Subprime, Person Says, 29/9/2008

Mail on Line: Police called to break-up Northern Rock panic queues as customers withdraw millions, 29/9/2008

The New York Times: JP Morgan Pays \$2 a Share for Bear Stearns, 29/9/2008

In.gr: Θύματα της Lehman Brothers και 100 Λαρισαίοι επενδυτές, 30/9/2008

[http://www.kathimerini.gr/4dcgi/w\\_articles\\_kathremote\\_1\\_30/09/2008\\_250413](http://www.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_kathremote_1_30/09/2008_250413)

[http://www.enet.gr/online/online\\_text/c=114,id=1641616](http://www.enet.gr/online/online_text/c=114,id=1641616) Ελευθεροτυπία: Ο ιός πέρασε τον Ατλαντικό, 2/10/2008

Ημερησία Online: Προς αυξήσεις επιτοκίων έως και 0,50% στα επιχειρηματικά δάνεια, 3/10/2008

Ημερησία Online: Οικοδομικό σοκ στην οικονομία, 5/10/2008

<http://www.tanea.gr/default.asp?pid=2&ct=3&artid=1402911> Τα Νέα: Αύξηση από το σημερινό όριο των 20.000 ευρώ αποφάσισε το Ecofin Στις 100.000 € το όριο εγγύησης καταθέσεων στην Ελλάδα, στις 50.000 € στην Ευρωπαϊκή Ένωση, 7/10/2008

World Federation of Exchanges (WFE)

[www.reporter.gr](http://www.reporter.gr)

[www.capital.gr](http://www.capital.gr), Σε επιφυλακή οι τράπεζες για τις καλυμμένες ομολογίες, Νένα Μαλλιάρα, 11/12/2009

[www.eurocapital.gr](http://www.eurocapital.gr), 30/11/2009 άρθρο, Ιρλανδία: Από τα συντρίμια επεξεργάζεται μεθοδικά το σχέδιο ανάκαμψης,

### **Άρθρα**

Χρήστος Καμπόλης, Νικόλαος Τραυλός, `` Τα αίτια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης ``

Εαρινά τεύχη της Ημερησίας του 2007

50plus: ABCPs in your portfolio? 29/9/2008

BBC News: Sub-prime crisis to cost IKB \$1bn, 29/9/2008

Ελευθεροτυπία: 700 εκατ. ευρώ απαξιωμένα δομημένα ομόλογα, 29/9/2008

Ισοτιμία: "Σκότωσαν" το σχέδιο Πόλσον στο Κογκρέσο, 30/9/2008

Καθημερινή: Μέτρα της γαλλικής κυβέρνησης για την ενίσχυση των τραπεζών, 2/10/2008

InsuranceDaily: Κολοσσός Fortis: Μερική Κρατικοποίηση, 2/10/2008

Καθημερινή: Αμετάβλητα διατήρησε τα επιτόκια η EKT, 3/10/2008

Guardian: Greece's deposit guarantee deepens EU financial rift, 3/10/2008

Στην Πειραιώς το 26,98% της Proton Bank Καθημερινή: Στην Πειραιώς το 26,98% της Proton Bank, 18/10/2008

The Independent: Business View: The Northern Rock auction: what a fiasco, 29/9/2008

Συνέντευξη του προέδρου του ΕΒΕΑ στο βραδινό δελτίο του τηλεοπτικού σταθμού ALTER, 2/10/2008

Τεύχος της Απογευματινής, σελ. 37, "Η Ευρώπη στη δίνη του Οικονομικού Κυκλώνα, Κατερίνας Μπασακάλης, 6/10/2008

Elliott, Francis; Christine Seib, "German savings pledge raises stakes for Gordon Brown", The Times, 2008-10-06. 2008-10-06

Σύμφωνα με στοιχεία των Financial Times, 02.01.2009

Καθημερινή, Ανέστης Ντόκας, Από το φιάσκο του 1999 μέχρι το κραχ του 2008, 26/10/2008

Φίλιππας Νικόλαος., "Πόσο Επικίνδυνο είναι Τελικά το Χρηματιστήριο των Αθηνών;", Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 24 Μαΐου 2008.

Αλεξιάκης, Παναγιώτης (2006) : Το ελληνικό χρηματιστήριο κάτω από τις ευρωπαϊκές εξελίξεις, Εκδ. Έλλην, Αθήνα

“ Είναι ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α. αποτελεσματικός ”, Ν. Φίλιππας και Βαγενά Α., Καθημερινή, 6/4/2008

“ Δεν φτάνει η τριετία για μείωση του χρέους ”, Δημ. Κοντογιάννη, Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 24/1/2010

Συνταγή Ιρλανδίας προτείνει ο Τρισέ στην Ελλάδα, Ελευθεροτυπία, 7/12/2009

### **Εκθέσεις - Βιβλία**

Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, γενική διεύθυνση οικονομικής πολιτικής, διεύθυνση μακροοικονομικής ανάλυσης, Εξαμηνιαία Έκθεση 1999

Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, Τρέχουσες εξελίξεις και προοπτικές της ελληνικής και της διεθνούς οικονομίας, εξαμηνιαία έκθεση 2000

Υπουργείο Οικονομικών, ετήσια έκθεση 2003

Στοιχεία του ΥΠΟΙΟ, Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και ανάπτυξης (ΠΣΑ) 2005-2008 ,Δεκέμβριος 2005

Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική – Ενδιάμεση Έκθεση 2008

Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2009

Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2008 – 2009, Φεβρουάριος 2009

Τράπεζα Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική 2008

Ενδιάμεση Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα Δεκέμβριος 2009

ΣΕΒ, Ελληνική Βιομηχανία κατά το έτος 2001

ΣΕΒ, Ελληνική Βιομηχανία 2003

ΣΕΒ, Ελληνική Βιομηχανία 2004

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ετήσια Έκθεση 2008

Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, World Economic Outlook

IMF, Global Financial Stability Report, Οκτώβριος 2009

IMF, World Economic Outlook, 5/2001

European Union, Economic Forecast, Spring 2005

ΔΝΤ, World Economic Outlook, Οκτ. 2009

Στοιχεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, Τμήμα Διαχ. Πληροφόρησης, 20 Ιουνίου 2001

Παράρτημα 1.Α1 του ΟΟΣΑ, Economic Outlook, No. 84, Prelim. Edition, Νοέμβριος 2008.

Bank for International Settlements, “Comprehensive response to the global banking crisis”, δελτίο τύπου 7.9.2009

Ομιλία του Dominique Strauss-Kahn στην Ετήσια Σύνοδο του ΔΝΤ και της Παγκόσμιας Τράπεζας, 13.10.2008.

ΟΟΣΑ, Economic Outlook, Ιούνιος 2009

European Economy, “Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis”, Economic Papers, 388, Νοέμβριος 2009)

OECD (2009), “What drives sovereign risk premiums? An analysis of recent evidence from the euro area”, Economics Department Working Paper No 718.

Αθανασίου, Έρση (2009), Δημοσιονομική Πολιτική και Ύφεση: Η περίπτωση της Ελλάδας, ΚΕΠΕ, μελέτη Νο 103Α, Αθήνα, Ιούλιος 2009

Στοιχεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, Τμήμα Διαχ. Πληροφόρησης, 20/6/2001

Reuters

Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Interim Economic Forecast, 14.9.2009

Interim Assessment, 3.9.2009

Eurobank Research, Οικονομία και Αγορές, Τεύχος 8, Δεκέμβριος 2009

Freund C. (2009) “The trade response to global downturns”, Chapter 7 in “The great trade collapse: causes, consequences and prospects”, CEPR, November 2009.

Baldwin R. (2009) “The great trade collapse: What caused it and what does it mean?”, Foreword in “The great trade collapse: causes, consequences and prospects”, CEPR, November 2009.

Buiter, H. W. (1985), “A guide to public sector debt and deficits”, Economic Policy, London

### Διάφορα

Eurostat

Ινστιτούτο Εργασίας

Εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου

Γενικό Λογιστήριο του Κράτους

ΕΣΥΕ

Σύστημα Άυλων Τίτλων

Ισολογισμοί και Αποτελέσματα Χρήσης Εθνικής Τράπεζας, Deutsche Bank, Bank of America.

Διεθνές Νομισματικό Ταμείο