

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΑΣ**  
**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

*Τίτλος Εργασίας*  
**«ΑΙΤΙΑ ΚΑΙ ΤΡΟΠΟΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ**  
**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ»**



**Πτυχιακή Εργασία των**

**ΓΚΑΖΓΚΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ**

**ΦΩΤΟΠΟΥΛΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ**

*Επιβλέπων ΖΑΧΟΥΡΗΣ ΠΑΡΗΣ*

**ΠΑΤΡΑ, 18/3/2012**

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ	ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1Ο ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ.....	2
1.1 Η ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ '30 ΚΑΙ Η ΣΗΜΕΡΙΝΗ ΚΡΙΣΗ.....	4
1.2 ΑΙΤΙΑ ΚΑΙ ΛΟΓΟΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΤΟΥ 2008.....	11
1.3 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ.....	13
1.4 ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ.....	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2Ο ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	19
2.1 ΤΑ ΧΑΜΗΛΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΣΤΙΣ Η.Π.Α.....	20
2.1.1 Η ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΩΝ Η.Π.Α. ΚΑΙ ΤΑ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ.....	20
2.1.2 ΤΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΤΗΣ ΚΙΝΑΣ ΚΑΙ ΤΑ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ.....	22
2.2 Η ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΠΕΚΤΑΣΗ.....	25
2.3 ΤΑ ΔΑΝΕΙΑ ΒΑΣΙΖΟΜΕΝΑ ΣΤΗΝ ΚΑΤΕΧΟΜΕΝΗ ΑΞΙΑ (HOME EQUITY LOANS).....	27
2.4 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ.....	32
2.4.1 Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ABS.....	32
2.5 ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ CDOS.....	37
2.6 Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΘΕΣΜΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ.....	40
2.7 ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΤΑ HEDGE FUNDS.....	41
2.8 ΤΑ PRIVATE EQUITIES.....	47
2.9 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	52
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3Ο ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....	56
3.1 ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΗΣ ΚΑΤΑΡΡΕΥΣΗΣ.....	56
3.1.Α ΤΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ.....	58
3.1.Β Η ΕΥΡΥΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΝΝΟΙΑΣ "ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ".....	58
3.2.Γ ΚΑΘΑΡΟ ΚΑΙ ΑΚΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ.....	60
3.2.Δ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ.....	60
3.2.Ε ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΟ , ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΟ ΚΑΙ ΠΑΓΙΟ ΧΡΕΟΣ .....	63
3.3. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ.....	65
3.3.1 ΔΗΜΟΣΙΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ.....	66
3.3.2 ΚΥΚΛΙΚΟΣ ΔΗΜΟΣΙΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ.....	67
3.3.3 ΔΟΜΙΚΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ.....	68

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4Ο ΤΑ ΜΕΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....</b>	<b>69</b>
<b>4.1.ΟΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ .....</b>	<b>69</b>
<b>4.2 ΤΟ ΠΡΩΤΟ ΣΚΕΛΟΣ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ.....</b>	<b>70</b>
<b>4.2.1.ΤΟ ΔΕΥΤΕΡΟ ΣΚΕΛΟΣ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ.....</b>	<b>71</b>
<b>4.2.2.ΤΟ ΤΡΙΤΟ ΣΚΕΛΟΣ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ.....</b>	<b>71</b>
<b>4.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΤΗΣ ΝΟΤΙΟ ΑΝΑΤΟΛΙΚΗ ΕΥΡΩΠΗ ΟΠΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΟΥΝΤΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ.....</b>	<b>72</b>
<b>4.4.Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ.....</b>	<b>78</b>
<b>4.4.1.ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ.....</b>	<b>80</b>
<b>4.4.2.ΑΝΕΡΓΙΑ.....</b>	<b>83</b>
<b>4.5.ΤΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....</b>	<b>89</b>
<b>4.5.1.Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ.....</b>	<b>89</b>
<b>4.5.2.Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ.....</b>	<b>91</b>
<b>4.5.3.Ο ΈΛΕΓΧΟΣ ΤΗΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ FISHER ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ... </b>	<b>97</b>
<b>4.5.4.Η ΧΡΟΝΙΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ.....</b>	<b>98</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>102</b>

## Κατάλογος

## Πινάκων

ΠΙΝΑΚΑΣ 2-1: ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΝΟΣ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΟΥ .....	29
ΠΙΝΑΚΑΣ 2-2: Η ΚΑΤΕΧΟΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΛΗΨΗ ΕΝΟΣ ΗΕΛ .....	29
ΠΙΝΑΚΑΣ 2-3: ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΠΟΠΛΗΡΩΜΗΣ ΔΑΝΕΙΟΥ .....	30
ΠΙΝΑΚΑΣ 2-4: Η ΕΞΥΠΗΡΕΤΗΣΗ ΕΝΟΣ ΥΦΙΣΤΑΜΕΝΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ ΚΑΙ Η ΑΥΞΗΣΗ ΤΗΣ ΔΑΝΕΙΟΔΟΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΗΕΛ .....	30
ΠΙΝΑΚΑΣ 2-5: ΒΑΣΙΚΕΣ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΗΕΛΟΚ ΚΑΙ ΤΩΝ ΗΕΛ.....	31
ΠΙΝΑΚΑΣ 2-6: Η ΔΟΜΗΣΗ ΤΟΥ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΙΔΙΚΟΥ ΣΚΟΠΟΥ .....	35
ΠΙΝΑΚΑΣ 2-7: ΟΙ ΑΠΩΛΕΙΕΣ ΚΑΙ Η ΔΟΜΗΣΗ ΤΟΥ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΙΔΙΚΟΥ ΣΚΟΠΟΥ (ΑΠΩΛΕΙΑ 0,5%).....	36
ΠΙΝΑΚΑΣ 0-8: Η ΔΙΑΦΟΡΑ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΜΕΤΑΞΥ ΕΛΛΑΔΟΣ ΚΑΙ ΖΩΝΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩ (1974-2000)66	
ΠΙΝΑΚΑΣ 0-9: ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΝΕΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ.....	78

## Κατάλογος

## Σχημάτων

ΣΧΗΜΑ 1-1: Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ .....	7
ΣΧΗΜΑ 1-2: Η ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ .....	8
ΣΧΗΜΑ 1-3: ΤΟ ΈΛΛΕΙΜΜΑ ΣΤΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ .....	8
ΣΧΗΜΑ 1-4: Η ΜΕΓΕΘΥΝΣΗ ΤΟΥ ΚΑΤΑ ΚΕΦΑΛΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΥ ΑΕΠ (ΣΕ ΟΡΟΥΣ PPP) .....	9
ΣΧΗΜΑ 1-5: ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ .....	10
ΣΧΗΜΑ 2-6: Ο ΣΤΟΧΟΣ ΓΙΑ ΤΟ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΟ ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ (ΙΑΝ.1988-ΙΑΝ. 2008) ..	21
ΣΧΗΜΑ 2-7: ΤΟ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΟ ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ (ΙΑΝ.2001-ΙΑΝ. 2009) .....	22
ΣΧΗΜΑ 0-8: Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΤΗΣ ΚΙΝΑΣ (ΣΕ \$ΔΙΣ).....	23
ΣΧΗΜΑ 2-9: Η ΑΞΙΑ ΤΩΝ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΧΑΜΗΛΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗΣ (\$ΔΙΣ).....	26
ΣΧΗΜΑ 2-10: Ο ΔΕΪΚΤΗ S&P/CASE-SHILLER (1987-2008).....	27
ΣΧΗΜΑ 0-11: Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΚΑΤΑ ΠΕΛΑΤΩΝ.....	32
ΣΧΗΜΑ 2-12: Η ΕΞΥΠΗΡΕΤΗΣΗ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΠΟΥ ΕΚΔΙΔΕΙ ΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΙΔΙΚΟΥ ΣΚΟΠΟΥ 33	
ΣΧΗΜΑ 2-13: Η ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΙΔΙΚΟΥ ΣΚΟΠΟΥ .....	34
ΣΧΗΜΑ 2-14: Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΕΝΟΣ CDOS .....	37
ΣΧΗΜΑ 0-15: Η ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΕΝΟΣ CDO.....	37
ΣΧΗΜΑ 2-16: Η ΈΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ CDOS ΣΕ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΚΛΙΜΑΚΑ (\$ΔΙΣ).....	38
ΣΧΗΜΑ 0-17: Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ ΤΟΥ ΑΕΠ, 1990-2006 .....	65
ΣΧΗΜΑ 0-18: ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΑΝΕΡΓΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ, 1990-2006 .....	68
ΣΧΗΜΑ 0-19: Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ ΤΟΥ ΑΕΠ ΚΑΙ ΤΟΥ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΑΝΕΡΓΙΑΣ, 1990-200669	
ΣΧΗΜΑ 0-20: Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ ΤΟΥ ΑΕΠ ΚΑΙ ΤΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΣΤΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΝΕΡΓΙΑΣ, 1990-2006.....	71

<b>ΣΧΗΜΑ 0-21: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΑΝΕΡΓΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ, 1967-1997 .....</b>	<b>74</b>
<b>ΣΧΗΜΑ 0-22: ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΝΕΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ (2003:01-2008:08).....</b>	<b>76</b>
<b>ΣΧΗΜΑ 0-23: ΤΟ ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΤΑ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΑ, 1998-2004</b>	<b>80</b>
<b>ΣΧΗΜΑ 0-24: ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΣΕ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΕΥΡΩΖΩΝΗ, ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2005.....</b>	<b>81</b>
<b>ΣΧΗΜΑ 0-25: ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΠΡΟΣ ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΔΑΝΕΙΩΝ, 1998-2004.....</b>	<b>82</b>
<b>ΣΧΗΜΑ 0-26: ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΈΞΟΔΑ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΥΦΙΣΤΑΜΕΝΩΝ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΥΠΟΛΟΙΠΩΝ, 1998-2004 .....</b>	<b>83</b>
<b>ΣΧΗΜΑ 0-27: ΔΕΙΚΤΗΣ HERFINDAHL ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΓΙΑ ΤΟ 2004 .....</b>	<b>83</b>
<b>ΣΧΗΜΑ 0-28: ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ, 1960-2005 .....</b>	<b>85</b>
<b>ΣΧΗΜΑ 0-29: Η ΚΑΜΠΥΛΗ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ.....</b>	<b>87</b>
<b>ΣΧΗΜΑ 0-30: Η ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ, 2001-2007 .....</b>	<b>88</b>

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση εκδηλώθηκε για πρώτη φορά στην Αμερικανική αγορά κατοικίας, τον Αύγουστο του 2007, και είχε ως βασικές αιτίες την πτώση των επιτοκίων, την ραγδαία εξάπλωση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου, την μέσω τιτλοποιήσεων μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου από τους ισολογισμούς των τραπεζών στους επενδυτές, και την ισχυρή ζήτηση, από πλευράς hedge funds για τα ομόλογα της τιτλοποίησης. Στόχος μας σε αυτή την εργασία είναι, από την μια, να αναλύσουμε τα αίτια της κρίσης, και, από την άλλη, να εξετάσουμε την επίδραση της στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup> ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ

Πολλές φορές έχουμε ακούσει την έκφραση ότι η Ιστορία επαναλαμβάνεται, με αυτή τη ρήση και αναφερόμενοι μόνο στους κατέχοντας των καίριων θέσεων αυτής της κοινωνίας, υπάρχει η ανάγκη να δηλωθεί ότι πολλά γεγονότα Ιστορικά έχουν επαναληφθεί ξανά και ξανά και ότι υπάρχει ένας μπούσουλας αντιμετώπισης αυτών. Αυτό που δε λέγεται είναι ότι οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν για να αντιμετωπιστούν, είχαν ως αποτέλεσμα τους να επαναληφθούν και πάλι τα ίδια γεγονότα στο μέλλον και να οδηγηθεί η κοινωνία μας στον ίδιο παρονομαστή.

Πρόσφατη μελέτη της McKinsey έδειξε ότι οι κρίσεις του, 1764-1768, του 1857, του 1990, του 1930 και του 2008 για την Αμερική έχουν κοινές πηγές ανάπτυξης οπότε μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε παρόμοιες μεθόδους αντιμετώπισης, μεθόδους που κατάφεραν να βοηθήσουν κάποιους ηγέτες της τότε αγοράς αλλά και κάποιους νεοεισερχόμενους, να επιβιώσουν και να χτίσουν τα νέα πλαίσια λειτουργίας της αγοράς.

Αυτό που δε λέγεται είναι ότι αν μια στρατηγική ακολουθήθηκε τέσσερις φορές και οδήγησε και πάλι σε κρίση γιατί τώρα θα πρέπει να είμαστε σίγουροι, ότι όταν τελειώσει και αυτή η κρίση δε θα οδηγηθούμε σε 20-30 χρόνια από τώρα σε μια νέα κρίση με ίδια χαρακτηριστικά. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μελέτη τα χαρακτηριστικά των κρίσεων αναφέρονταν χρονικά στα ακόλουθα:

1. 1764-1768: Αναφέρεται στη πτώση των τιμών της γης. Πολλοί Αμερικάνοι εκείνη τη περίοδο κατέληξαν στις φυλακές από χρέη.

2. 1857: Αναφέρεται σε παρόμοιους λόγους με το 1764-1768, η συγκεκριμένη κρίση όμως οδήγησε στον εμφύλιο πόλεμο. Εκείνη τη περίοδο οι τιμές των υποθηκών ανέβηκαν κατακόρυφα. Το αποτέλεσμα της κρίσης αναφέρθηκε.

- Σ' Οικονομική κρίση σ' όλα τα κοινωνικά στρώματα.
- Σ' αύξηση πληθυσμού σε συγκεκριμένες περιοχές επιβάρυνση αυτών.
- Σε Μεγάλες εξαγορές και συγχωνεύσεις για επιβίωση.

3. 1929-1933 (Το Κραχ του 1930): Η βάση της συγκεκριμένη κρίσης σχετίζεται με τη δανειακή πολιτική, τα υψηλά επιτόκια και γενικά τη στρατηγική των τραπεζών, αλλά και το χρηματιστήριο.

4. 1990-1991-2001: Νομοθετική καθίζηση του συστήματος. Λανθασμένες κινήσεις και πάλι σ' επίπεδο τραπεζικών στρατηγικών. Το τρίπτυχο της κρίσης ήταν Δάνεια-Στεγαστικό Θεσμικό πλαίσιο

5. 2007-?: Η κρίση του σήμερα αναφέρετε και πάλι στη Στεγαστική Αγορά, στο τραπεζικό Δανεισμό.

Οι κινήσεις που έγιναν σ' όλες τις προαναφερόμενες κρίσεις ήταν παρόμοιες, η μεθοδολογία που αποφάσισαν ν' ακολουθήσουν οι φορείς σε κάθε περίοδο ήταν η ίδια.

Συγκεκριμένα:

1. Διαχείριση Κρίσεων 1764-1768-1857: Ίδρυση θεσμοθετημένων οργάνων τα οποία είχαν ως αντικείμενο να διαχειριστούν τη κρίση. Συγκεκριμένα τα Federal Deposit και Insurance Corporation.



2. Διαχείριση Κρίσεων 1929-1933: Ίδρυση ισχυρών οικονομικών ιδρυμάτων για την αντιμετώπιση όπως τα:

- RFC: Reconstruction Finance Corporation.
- FDIC: Federal Deposit Insurance Corporation.

3. Διαχείριση Κρίσεων 1990-2000-2001: Οι δράσεις που αναπτύχθηκαν είναι οι ακόλουθες:

- Δράση 1: Ανάπτυξη του Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement Act το 1989 το οποίο είχε ως στόχο του ν' αντιμετωπίσει τη χρεοκοπία της στεγαστικής και δανειακής πολιτικής
- Δράση 2: Ανάπτυξη του RTC (Ratio to Complete), το οποίο ήταν ένα σύστημα εξισορρόπησης κόστους αγαθών και τιμών πώλησης.

Στη τωρινή κρίση αναπτύχθηκαν δράσεις σχετικές με την ανάπτυξη της δράσης για οικονομική σταθερότητα, με τη παροχή κρατικών κονδυλίων για ενίσχυση της οικονομίας, συγκεκριμένων κλάδων όπως η αυτοκινητοβιομηχανία.

### **1.1 Η ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ '30 ΚΑΙ Η ΣΗΜΕΡΙΝΗ ΚΡΙΣΗ**

Την περίοδο της Μεγάλης Ύφεσης εφαρμόστηκε το δόγμα ότι η παρέμβαση της Fed για τη διάσωση των τραπεζών που αντιμετώπιζαν σοβαρό πρόβλημα δεν ήταν επιθυμητή καθώς θα τις ενθάρρυνε τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς να αναλαμβάνουν υπερβολικούς κινδύνους (το επιχείρημα του ηθικού κινδύνου).

Η νομισματική πολιτική της εποχής, επίσης, επιδείνωνε τις οικονομικές συνθήκες, καθώς η Ομοσπονδιακή Τράπεζα συνέχιζε να αυξάνει τα επιτόκια ώστε να διατηρεί την

εμπιστοσύνη προς το δολάριο. Άλλα ούτε και η δημοσιονομική πολιτική της κυβέρνησης των ΗΠΑ βοήθησε καθώς αυξήθηκαν οι φόροι για την κάλυψη του ελλείμματος στα έσοδα του κράτους από τη φορολογία λόγω της μειωμένης οικονομικής δραστηριότητας.

Οι Reinhart και Rogoff (2008), στην μελέτη τους εξέτασαν κατά πόσον η χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε στις ΗΠΑ από τον Αύγουστο του 2007 αποτελεί ένα μοναδικό φαινόμενο ή, αντίθετα παρουσιάζει ομοιότητες με προηγούμενες κρίσεις. Οι εν λόγω συγγραφείς διαπίστωσαν σημαντικές ομοιότητες, αλλά και διαφορές, ανάμεσα στην προαναφερθείσα κρίση και στις ακόλουθες 18 τραπεζικές-χρηματοοικονομικές κρίσεις, κατά την μεταπολεμική περίοδο (το έτος στο οποίο αρχικά εκδηλώθηκε η κρίση αναγράφεται στην παρένθεση).

### **Πέντε Μεγάλες Τραπεζικές Κρίσεις**

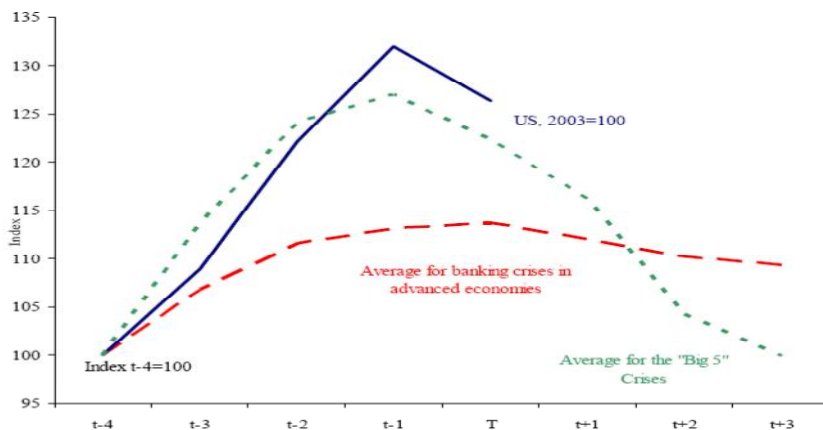
- § Ισπανία (1977)
- § Νορβηγία (1987)
- § Φινλανδία (1991)
- § Σουηδία (1991)
- § Ιαπωνία (1992)

### **Άλλες Τραπεζικές Κρίσεις**

- § Ηνωμένο Βασίλειο (1974, 1991, 1995)
- § Γερμανία (1977)
- § Καναδάς (1983)

- § Ηνωμένες Πολιτείες (1984).
- § Ισλανδία (1985)
- § Δανία (1987)
- § Νέα Ζηλανδία (1987),
- § Αυστραλία (1989)
- § Ιταλία (1990)
- § Ελλάδα (1991)
- § Γαλλία (1994)

Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς συνέκριναν τις προαναφερθείσες τραπεζικές κρίσεις με την πρόσφατη Αμερικανική κρίση στα εξής 5 σημεία: α) τιμές των ακινήτων, β) τιμές μετοχών, γ) έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών, δ) πραγματική αύξηση του ΑΕΠ, και 3) δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Αναφορικά με τις τιμές των ακινήτων παρατηρήθηκε μια σημαντική άνοδος των τιμών πριν την εκδήλωση της κρίσης, κατά την χρονική στιγμή T, με την Αμερική ωστόσο να ξεπερνά κατά πολύ τις υπόλοιπες περιπτώσεις.

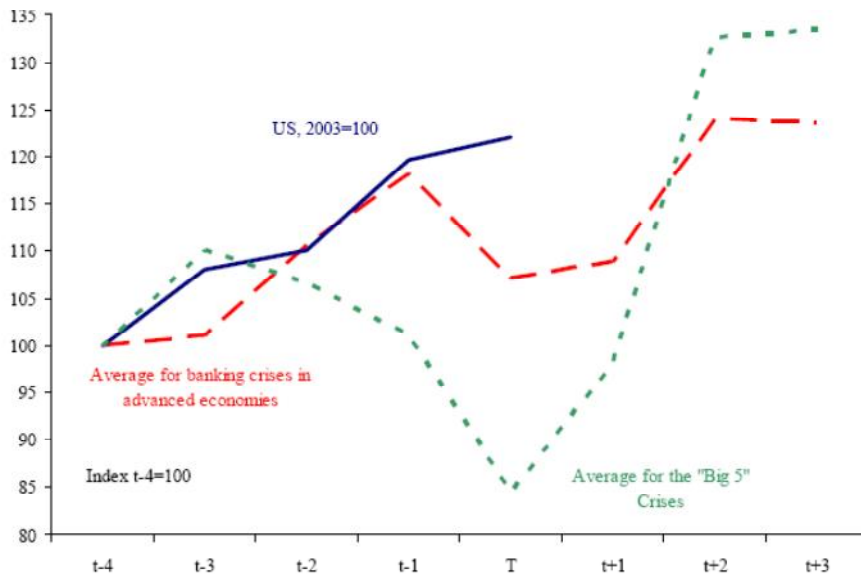


**Σχήμα 1-1:** Ο Δείκτης Τιμών των Ακινήτων

Πηγή: Reinhart και Rogoff (2008)

Είναι σαφές ότι η άνοδος των τιμών μετοχών και των ακινήτων αποτελεί, για χώρες με σημαντικές κεφαλαιακές εισροές στο ισοζύγιο πληρωμών της, αποτελεί προάγγελο της επερχόμενης κρίσης.

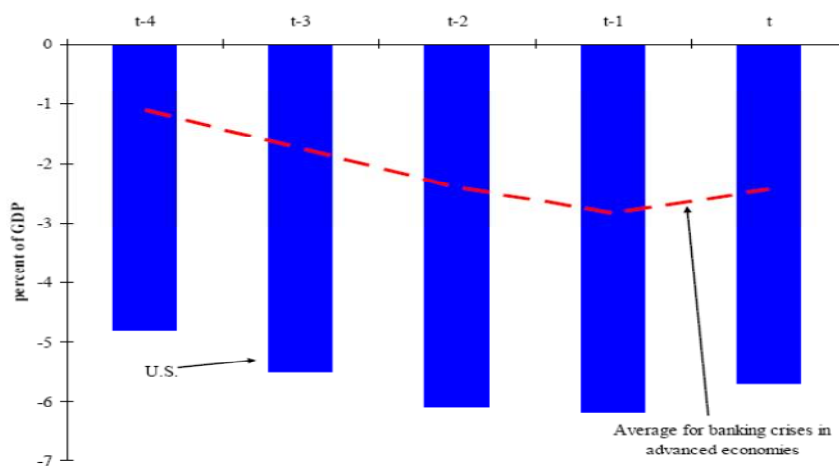
Και στην περίπτωση των μετοχών, η άνοδος της τιμών τους, κατά την περίοδο πριν την κρίση, υπήρξε μεγαλύτερη στις ΗΠΑ, αλλά εδώ ωστόσο βλέπουμε ότι στις 5-Μεγάλες Κρίσεις είχαμε πτώση των μετοχικών αξιών πριν από την εκδήλωση της κρίσης (Σχήμα 3-2).



**Σχήμα 1-2:** Η Πραγματική Αξία των Μετοχών

Πηγή: Reinhart και Rogoff (2008)

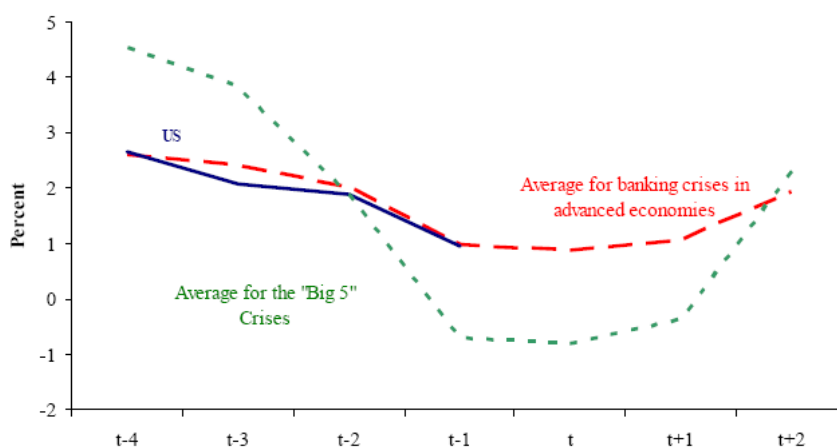
Η πορεία του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στην Αμερική ήταν χειρότερη σε σύγκριση με την πορεία του αντίστοιχου ελλείμματος σε χώρες, οι οποίες επλήγησαν από κάποια τραπεζική κρίση (Σχήμα 1-3).



**Σχήμα 1-3:** Το Έλλειμμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών

Πηγή: Reinhart και Rogoff (2008)

Σε όλες τις περιπτώσεις ο ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας μειώθηκε πριν την εκδήλωση της κρίσης, και παρέμεινε χαμηλός στην μετέπειτα περίοδο. Βέβαια η πτώση του εν λόγω ρυθμού ήταν σημαντικότερη στην περίπτωση των πέντε μεγάλων κρίσεων (Σχήμα 3-4).

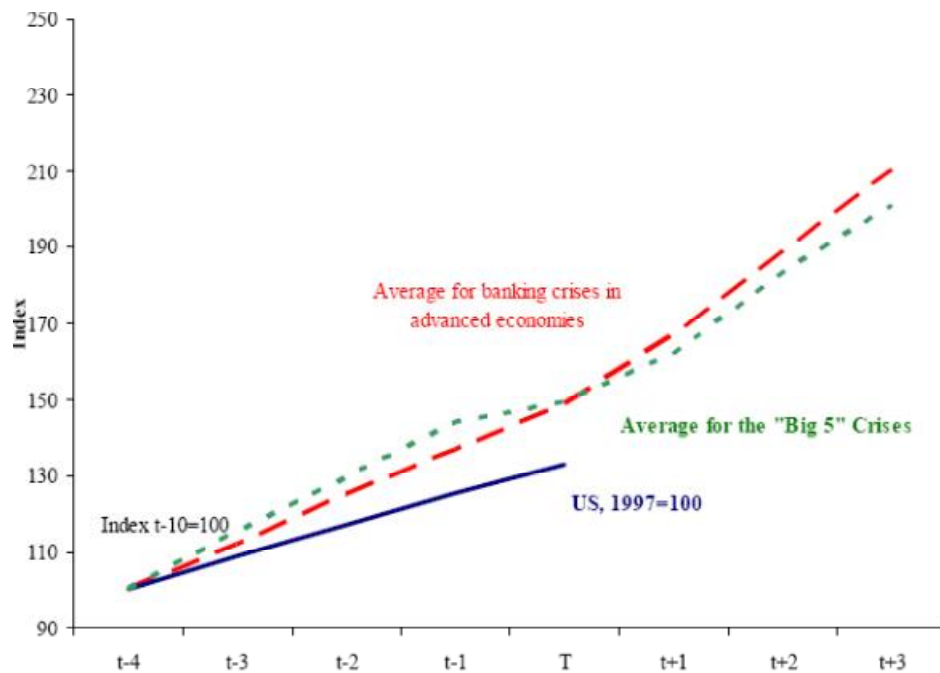


**Σχήμα 1-4:** Η Μεγέθυνση του Κατά Κεφαλήν Πραγματικού ΑΕΠ (σε όρους PPP)

Πηγή: Reinhart και Rogoff (2008)

Το ζητούμενο είναι κατά πόσον η Αμερικανική κρίση του 2007-2008 θα αποδειχθεί παρόμοια με τις πέντε μεγάλες κρίσεις που έπληξαν βιομηχανικές χώρες, οπότε σ' αυτή την περίπτωση θα πρέπει να αναμένουμε μια σημαντική υστέρηση του ΑΕΠ σε σχέση με το δυνητικό του επίπεδο για μια εκτεταμένη χρονική περίοδο.

Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε σε όλες τις περιπτώσεις, κατά την χρονική περίοδο τεσσάρων ετών πριν την κρίση, ωστόσο η άνοδος του στην περίπτωση της Αμερικής ήταν σαφώς μικρότερη σε σύγκριση με τις υπόλοιπες κρίσεις.



**Σχήμα 1-5:** Το Δημόσιο Χρέος

Πηγή: Reinhart και Rogoff (2008)

Τέλος θα πρέπει να αναφέρουμε ότι, πέρα από τις παραπάνω ομοιότητες και διαφορές, οι Reinhart και Rogoff (2008) διαπίστωσαν ότι στην πλειονότητα των τραπεζικών κρίσεων που εξέτασαν είχε προηγηθεί μια, τρόπον τινά, απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού κλάδου, υπό μορφή χαλαρότερης ρύθμισης του συστήματος, με αποτέλεσμα την εμφάνιση νέων, ελαφρώς ρυθμιζόμενων, θεσμών, οι οποίοι, τότε, ενίσχυσαν την σταθερότητα του συστήματος.

## 1.2 ΑΙΤΙΑ ΚΑΙ ΛΟΓΟΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΤΟΥ 2008

Ο πληθωρισμός αποτέλεσε πρόβλημα για το πρώτο εξάμηνο του 2008. Οι επιχειρήσεις άντεχαν στην οικονομική ύφεση όσο έβρισκαν κεφάλαια από την αγορά και όσο οι τράπεζες έδιναν δάνεια. Παρακάτω αναλύονται με βάση και στοιχεία που αποκόμισε ο γράφων από μελέτη που έκαναν οι Bryan L Farrell D το 2008 για την McKinsey Company τα αίτια και οι λόγοι δημιουργίας της κρίσης. Συγκεκριμένα αυτά ήταν<sup>1</sup>:

1. Πληθωρισμός-Τιμολογήσεις-Κεφάλαια: Συγκεκριμένα η αρχική αιτία για την αύξηση του πληθωρισμού θεωρήθηκε η αύξηση του πετρελαίου, όταν το βαρέλι σταθεροποιήθηκε κάτω από τα 100\$ αυτή η άποψη πέρασε σε δεύτερη μοίρα. Η δεύτερη και πιο πρόσφατη αιτία θεωρήθηκε η αύξηση του πληθωρισμού σε αγορές όπως η Κίνα και η Ινδία. Τέλος οι περισσότερες μεγάλες επιχειρήσεις ως αντίδοτο στο πληθωρισμό αποφάσισαν να εφαρμόσουν μια ανοδική στρατηγική τιμολόγησης, αυξάνοντας τις τιμές των προϊόντων τους.
2. Μείωση προσλήψεων Αύξηση παραγωγής: Μέσα σε διάστημα έξι μηνών παρατηρήθηκαν ραγδαίες μειώσεις προσωπικού, ως απόρροια της δυσμενούς οικονομικής κατάστασης των εταιρειών και ως πιθανή λύση μείωσης εξόδων. Συγκεκριμένα στις βιομηχανίες και στις οικονομικές υπηρεσίες, παρατηρήθηκαν περισσότερες περικοπές στο προσωπικό. Οι επιχειρήσεις που παράγουν ενέργεια, αντίθετα δε παρουσίασαν αυξημένη μείωση προσωπικού.

---

<sup>1</sup> Bryan L Farrell D.,(2008), Leading through uncertainty,McKinsey, pp.1-14



Σ' όλες τις βιομηχανίες εμφανίστηκαν δράσεις αύξησης της παραγωγικής τους ικανότητας όπως δράσεις σε Διεθνές Επίπεδο. Συγκεκριμένα η κρίση δημιούργησε μια ευρύτερη ανησυχία στις τάξεις των βιομηχανιών. Η έρευνα έδειξε ότι:

1. Το 78% των ερωτώμενων της έρευνας φοβόταν για τη δράση που ήδη είχε αναπτύξει σε διεθνές επίπεδο.
2. Το 94% δεν έδειξε ανησυχία για δράσεις που ανέπτυξε στην Ασία, μια και η συγκεκριμένη ήπειρος, δείχνει να είναι λιγότερο επηρεαζόμενη από τη κρίση.

Οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο εξωτερικό προσπάθησαν να περικόψουν έξοδα από τη κατανάλωση ενέργειας στα γραφεία και στα μηχανήματα τους.

Το Φθινόπωρο του 2008 οι διεθνείς αγορές παρουσίασαν μια ευρύτερη δυσλειτουργία. Συγκεκριμένα οι μεγάλες επιχειρήσεις επιδίωξαν τη πλήρη διεθνοποίηση, τα οικονομικά συστήματα κατέρρευσαν, οι μεγάλες τράπεζες επενδύσεων μεταμορφώθηκαν, Οι τιμές του πετρελαίου αυξήθηκαν και άλλα πολύτιμα αγαθά παρουσίασαν ανατιμήσεις<sup>2</sup>.

Οι τιμές των ακινήτων σε Ισπανία, Μεγάλη Βρετανία, Αμερική παρουσίασαν πτωτικές τάσεις. Μεγάλες Επιχειρήσεις παρουσίασαν στους ισολογισμούς μεγάλα ελλείμματα, ενώ συγχρόνως είχαμε μεγάλη πτώση του εμπορίου. Οι μόνες δράσεις που παρουσίασαν σταθερότητα οι οποίες όμως αποτελούν παράγοντα πιέσεις για τις παγκόσμιες οικονομίες ήταν η τρομοκρατία, οι παγκόσμιες κλιματικές αλλαγές και οι πόλεμοι.

---

<sup>2</sup> Wright R.E.,(2008), Financial crisis and reform: Looking back for clues to the future, McKinsey, pp.1-3

Συγκεκριμένα όλες οι παραπάνω αρνητικές δράσεις, αποτέλεσαν απόρροια της επεκτατικής και επιθετικής πολιτικής των Αμερικανών και από τη κυβέρνηση Κλίντον και από τη κυβέρνηση Μπούς. Η προσπάθεια για ενίσχυση της πολεμικής βιομηχανίας, οδήγησε σε μια παγκόσμια αναταραχή, η οποία εξουθένωσε ειδικά τις φτωχές χώρες και οδήγησε σε μια ευρύτερη οικονομική ύφεση.

Ως δράσεις αναστροφής της υφιστάμενης κατάστασης θεωρήθηκαν οι ακόλουθες:

1. Αλλαγές στη στρατηγική των επιχειρήσεων με βάση τις πιέσεις του περιβάλλοντος.
2. Στήριξη οικονομιών από τις κυβερνήσεις.
3. Στήριξη των μεγάλων βιομηχανιών-Για παράδειγμα οι ΗΠΑ ενίσχυσαν τις αυτοκινητοβιομηχανίες.
4. Οι μεγάλες επιχειρήσεις προσπάθησαν να γίνουν πιο ευέλικτες, πιο δραστικές και πιο ανταγωνιστικές.

Ως παράδειγμα προς μίμηση: Αποτέλεσε η στρατηγική του Rockefeller ο οποίος ενίσχυσε τη θέση του στη κρίση του 1870 με τις καινοτομίες τεχνολογικές δράσεις, οι οποίες υπερέρασαν τους ανταγωνιστές του.

### **1.3 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ**

Η κρίση ξεκίνησε από την απληστία των τραπεζών οι οποίες, θέλοντας να βγάλουν περισσότερα κέρδη, υποεκτίμησαν τους κινδύνους που ανελάμβαναν επενδύοντας τα χρήματα των καταθετών. Τα κέρδη των τραπεζών προέρχονται από τα

δάνεια που δίνουν και όχι από τις καταθέσεις, οι οποίες θεωρούνται «παθητικό». Και αυτό διότι από τα δάνεια εισπράττουν τόκους, δηλαδή έχουν κέρδος, ενώ στις καταθέσεις πληρώνουν τόκους, άρα τους δημιουργούν ζημιά. Προκειμένου να αυξήσουν τα κέρδη τους οι τράπεζες έδιναν όσο περισσότερα δάνεια μπορούσαν<sup>3</sup>.

Το πρόβλημα ξεκινά από τις ΗΠΑ και την Αγγλία. Συγκεκριμένα οι τράπεζες δάνειζαν για την αγορά σπιτιού ως και 120% της αξίας του. Στις ΗΠΑ τα δάνεια που δίνονταν σε ανθρώπους χωρίς περιουσία, χωρίς εισόδημα και τελικά χωρίς δυνατότητα αποπληρωμής αποκαλούνταν subprime και αυτά ήταν τα πρώτα που «έσκασαν», προκαλώντας ένα ντόμινο προβλημάτων στις τράπεζες. Δεν ήταν όμως μόνο τα στεγαστικά που είχαν πρόβλημα, αλλά ένα πλήθος δανείων και επενδύσεων σε σύνθετα τραπεζικά προϊόντα τα οποία έχασαν τελείως την αξία τους και κατέστρεψαν κυριολεκτικά τις μεγαλύτερες τράπεζες των ΗΠΑ και μερικές από τις μεγαλύτερες τράπεζες του κόσμου<sup>4</sup>. Τα προϊόντα αυτά σήμερα τα ονομάζουμε «τοξικά», ενώ πριν από λίγους μήνες θεωρούντο η επιτομή της τραπεζικής πρακτικής. Πώς δημιουργήθηκε το πρόβλημα στις τράπεζες; Με τα στεγαστικά και τα τοξικά να σκάνε το ένα μετά το άλλο, οι τράπεζες δεν είχαν ρευστότητα, οι υπόλοιπες τράπεζες- επειδή δεν ήξεραν ποιες έχουν πρόβλημα με τα τοξικά- έπαψαν να χρηματοδοτούν η μία την άλλη, τελικά όλες οι τράπεζες έκοψαν όλες τις χρηματοδοτήσεις, οι επιχειρήσεις δεν μπορούσαν να λειτουργήσουν, σταμάτησαν να πληρώνουν, έκαναν απολύσεις, πολλές έκλεισαν και έτσι το η κρίσης σάρωσε και συνεχίζει να σαρώνει την οικονομία παγκοσμίως.

---

<sup>3</sup> Πέτσας Σ.,(2009), Παγκόσμια οικονομική κρίση: Οι αιτίες και η αντιμετώπισή της, Ανάκτηση στις 2-5-2009 από <http://blogs.eliamep.gr/petsas/pagkosmia-ikonomiki-krisi-i-eties-ke-i-antimetopisi-tis-2/>

<sup>4</sup> Σπύρου Σ.,(2009),Οικονομική Κρίση του 1929, Ανάκτηση στις 3-5-2009 από <http://indy.gr/library/i-oikonomik-krisi-toy-1929>, Από το τεύχος Νο 4, Ιούνιος 2000, σελ. 120-124

#### 1.4 ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ

Τα ΜΜΕ έχουν πολλαπλό χαρακτήρα (ως Μέσα Ενημέρωσης, πλατφόρμα διαφήμισης και ως επιχειρήσεις-brands τα ίδια) και οι διαρκής επιδίωξή τους συνίσταται σε ενημέρωση - ψυχαγωγία, μερίδια - δημιουργία κοινών και διαφημιστικά έσοδα.

Στη περίοδο κρίσης, τα ΜΜΕ ως επιχειρήσεις βλέπουν μείωση των διαφημιστικών τους εσόδων, υπάρχει αβεβαιότητα και σκεπτικισμός, αδυναμία μακροχρόνιου σχεδιασμού, ένταση του ανταγωνισμού.

Σχετικά μικρότερη αναμένεται να είναι η επίδραση της διαφήμισης στο ραδιόφωνο, ενώ ευκαιρίες φαίνεται να αναδύονται για Internet και free press. Γενικά, αναμένονται ανακατατάξεις. Ως πηγές ενημέρωσης, τα ΜΜΕ θεωρείται ότι «έφεραν» την κρίση νωρίτερα, μέσα από την υπερβολή και την δραματοποίηση, χωρίς επαρκή τεκμηρίωση, επεξεργασία και επεξήγηση των σχετικών ειδήσεων από ειδικούς.

Δεν υπάρχει ισορροπία μεταξύ αρνητικών και θετικών ειδήσεων, τα ΜΜΕ πανικοβάλλουν, ενώ η τηλεόραση τείνει να απαξιώνει ως αξιόπιστο Μέσο Ενημέρωσης. Ως διαφημιστική πλατφόρμα, χάνουν την ελκυστικότητά τους, από την άλλη βλέπουμε στην τηλεόραση την αντίφαση να αυξάνεται το κοινό αλλά να μειώνονται τα διαφημιστικά έσοδα.

Η δημιουργία αρνητικού ψυχολογικού κλίματος δημιουργεί μια αλυσίδα που καταλήγει στην ακόμη μεγαλύτερη μείωση των διαφημιστικών εσόδων για τα ΜΜΕ. Όσον αφορά στις προσδοκίες από τα ΜΜΕ, αυτές αφορούν κυρίως σε αντικειμενική ενημέρωση, ψυχραιμία, ισορροπία, μέτρο, χρηστικότητα, εμπλουτισμό περιεχομένου,

προβολή και της καλής πλευράς της ζωής, περιορισμό της προβολής του υπέρ-πολυτελούς lifestyle<sup>5</sup>.

Ως πλατφόρμα διαφήμισης τα MME καλούνται να ανταποκριθούν στην ανάγκη ψυχολογικής τόνωσης της αγοράς, να αναθεωρήσουν την τιμολογιακή πολιτική τους, να βρουν νέες δημιουργικές λύσεις μέσα από τις συνεργίες με τα brands. Δεν είναι εύκολο, όμως τα MME διαθέτουν τα εφόδια για να ανταποκριθούν: Διαθέτουν προσαρμοστικότητα, μεγάλο πολιτιστικό και πνευματικό κεφάλαιο, έχουν αίσθημα ευθύνης.

Μία από τις αιτίες της εξάπλωσης του προβλήματος σε ολόκληρο τον κόσμο είναι η παγκοσμιοποίηση. Το άνοιγμα των οικονομιών, η ελεύθερη μετακίνηση κεφαλαίων από ήπειρο σε ήπειρο και από χώρα σε χώρα, η ενοποίηση όλων των αγορών είναι η αιτία της «επιδημίας». Στα τοξικά τραπεζικά προϊόντα επένδυναν όχι μόνο οι αμερικανικές τράπεζες αλλά τράπεζες από ολόκληρο τον κόσμο. Επένδυναν επίσης ασφαλιστικές εταιρείες, ασφαλιστικά ταμεία, εταιρείες επενδύσεων, επενδυτικές τράπεζες και ιδιώτες<sup>6</sup>.

Υπό μίαν έννοια όλοι είναι εκτεθειμένοι σε αυτή την κρίση, ακόμη και αν έχουμε μίαν απλή κατάθεση. Και αυτό διότι οι τράπεζες δεν τοποθετούν τα χρήματα των καταθέσεων σε ένα θησαυροφυλάκιο, αλλά τα δανείζουν σε επιχειρήσεις και ιδιώτες, τα δανείζουν η μία στην άλλη ή τα επενδύουν σε κάθε είδους τραπεζικά και χρηματιστηριακά προϊόντα προκειμένου να πάρουν μεγάλες αποδόσεις. Συνεπώς κάθε ένα ευρώ που έχει κατατεθεί στις τράπεζες είναι δανεισμένο ή επενδυμένο κάπου.

---

<sup>5</sup> Θανόπουλος Π.,(2008), Τα MME και η Κρίση, 2<sup>ο</sup> Συνέδριο Επικοινωνίας, σελ 1-10

<sup>6</sup> Στεργίου Ε.,(2009), Οικονομική κρίση: Πώς φτάσαμε ως εδώ, Ανάκτηση στις 3-5-2009 από [http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/w\\_articles\\_kathbreak\\_1\\_16/11/2008\\_256281](http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_kathbreak_1_16/11/2008_256281)

Ο λόγος για τον οποίο κανένας δεν προέβλεψε την κρίση ήταν ότι κανένας δεν είχε συμφέρον να την προβλέψει. Αντίθετα, όλοι είχαν λόγους να θεωρούν ότι όλα θα συνεχίσουν να πηγαίνουν καλά. Οι τράπεζες βγάζουν κέρδη όταν δίνουν δάνεια. Όσο περισσότερα δάνεια τόσο περισσότερα κέρδη. Όσο περισσότερα κέρδη τόσο μεγαλύτερες αμοιβές και μεγαλύτερα μπόνους για τα στελέχη. Ένας αμερικάνος τραπεζίτης, για παράδειγμα, έδινε ένα δάνειο για σπίτι σε έναν Αμερικανό χωρίς αποταμίευση και χωρίς περιουσία. Υποθήκευε το σπίτι. Παρ' όλα αυτά γνώριζε ότι μάλλον δεν θα μπορέσει να εισπράξει το δάνειο αφού ο δανειολήπτης ήταν αφερέγγυος<sup>7</sup>.

Οι τράπεζες μέσω των στελεχών τους συγκέντρωναν όλα αυτά τα επικίνδυνα, τα κακά δάνεια και τα ονόμαζε «ασφαλές ομόλογο». Το ομόλογο αυτό το πούλαγε σε άλλες τράπεζες ή σε ασφαλιστικά ταμεία ή σε επενδυτές, οι οποίοι το αγόραζαν επειδή ήταν ασφαλές. Και ήταν ασφαλές διότι το εξέδιδε η τράπεζα. Έτσι η τράπεζα έπαιρνε από την αγορά τα χρήματα που είχε δανείσει στους κακοπληρωτές. Και εφόσον έπαιρνε χρήματα, τα δάνειζε ξανά σε άλλους κακοπληρωτές και έτσι είχε δανείσει τα διπλά λεφτά στους διπλάσιους κακοπληρωτές. Γιατί; Για να βγάλει περισσότερα κέρδη και να πάρουν τα στελέχη της μεγαλύτερα μπόνους.

Όταν οι αξίες των ακινήτων άρχισαν να πέφτουν, άρχισαν να «σκάνε» και τα κακά δάνεια. Όταν έσκασαν τα δάνεια, έσκασαν και τα «ασφαλή ομόλογα», αυτά που σήμερα τα λέμε «τοξικά», και μόλυναν το παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα και δυστυχώς όλους τους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Και γιατί δεν προέβλεψαν την κρίση οι κεντρικές τράπεζες, οι επιτροπές κεφαλαιαγορών και οι κυβερνήσεις, ώστε να

---

<sup>7</sup> McKinsey.,(2008)Economic and hiring outlook, third quarter 2008, McKinsey Quarterly, pp.1-7

προστατέψουν τις οικονομίες; Οι λόγοι για τους οποίους κανένας από τους θεσμικούς παράγοντες δεν είχε προβλέψει την κρίση είναι δύο: Πρώτον, διότι ο καθένας έβλεπε το δικό του κομματάκι από τη συνολική εικόνα της οικονομίας και κανένας δεν έβλεπε ολόκληρη την εικόνα. Βλέπανε δηλαδή όλοι από ένα δέντρο (την τοπική οικονομία) και κανένας δεν έβλεπε το δάσος (την παγκοσμιοποιημένη οικονομία). Δεύτερον, διότι κανένας δεν ήθελε να πιστέψει ότι έρχεται τέτοια κρίση. Ακόμη και οι κεντρικές τράπεζες ομολογούν σήμερα ότι ήξεραν πως υπάρχει «τρελός δανεισμός» αλλά θεωρούσαν ότι τα δάνεια και η άνοδος όλων των αξιών δικαιολογούνται από τον ρυθμό αύξησης των κερδών των τραπεζών και των επιχειρήσεων<sup>8</sup>.

Δυστυχώς από την κρίση αυτή ωφελήθηκαν μόνο αυτοί που την προκάλεσαν, δηλαδή τα μεγάλα στελέχη των επενδυτικών τραπεζών που εισέπραξαν κολοσσιαία μπόνους προκαλώντας τη φούσκα η οποία οδήγησε στην κρίση. Ωφελούνται επίσης αυτοί που έχουν τεράστιες αποταμιεύσεις σε μετρητά και οι οποίοι μπορούν να αγοράσουν τώρα φθηνότερα ακίνητα, επιχειρήσεις, μετοχές κτλ. Αυτοί όμως είναι ελάχιστοι, αφού όλοι οι πλούσιοι είχαν τοποθετήσει τα χρήματά τους σε διάφορες επενδύσεις που κατέρρευσαν. Γι' αυτό και η κρίση αυτή ονομάστηκε κρίση των Κροίσων. Ωστόσο, επειδή δεν έχει τελειώσει, αντίθετα έχει αρχίσει να απλώνεται στην πραγματική οικονομία, ο κίνδυνος είναι ότι θα μετατραπεί σε γενικευμένη κρίση όλων μας<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Γκρισιάν Α.,(2008), Η οικονομική Κρίση είναι η σοβαρότερη από το 2<sup>ο</sup> Παγκόσμιο Πόλεμο, Ανάκτηση στις 2-5-2009 από <http://www.in.gr/news/article.asp?lngEntityID=883151>

<sup>9</sup> Ελευθεροτυπία.,(2009), Διευρύνετε η Οικονομική Κρίση, Ανάκτηση στις 5-5-2009 από <http://www.enet.gr/?i=news.el.article&id=42148>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup> ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Ένα σημείο αναφοράς για τον εντοπισμό των αιτίων της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 είναι τα χαμηλά επιτόκια, τα οποία υπήρξαν απόρροια δυο παραγόντων: α) της χαλαρής νομισματικής πολιτικής που ακολούθησαν οι νομισματικές αρχές των ΗΠΑ (και οδήγησαν σε πτώση τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια), και β) της μεγάλης συσσώρευσης συναλλαγματικών διαθεσίμων της Κίνας (τα οποία συνέβαλλαν στην διατήρηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων σε χαμηλό επίπεδο). Από την μια, η πτώση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων δημιούργησε την επιθυμία στα νοικοκυριά να καταφύγουν σε τραπεζικό δανεισμό προκειμένου να βελτιώσουν το βιοτικό τους επίπεδο, από την άλλη η πτώση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων αφ' ενός μεν έδωσε την δυνατότητα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αντλούν φθηνή ρευστότητα, αφ' ετέρου δε τα ώθησε στην εύρεση όλο και μεγαλύτερων αποδόσεων, υποεκτιμώντας, πολλές φορές, το συνεπαγόμενο κίνδυνο.

Λόγω λοιπόν του χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων, η ζήτηση για στεγαστικά δάνεια αυξήθηκε δραματικά. Κατόπιν, οι τράπεζες, λόγω του έντονου ανταγωνισμού (πολλοί υποψήφιοι πελάτες), αποφάσισαν να ικανοποιήσουν αυτή την ζήτηση, έφτασαν δε στο σημείο να δανείζουν ακόμη και πελάτες με πολύ χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Αυτό είχε να κάνει με δυο παράγοντες. Πρώτον, η άνοδος των τιμών των ακίνητων δημιουργούσε θετική κατεχόμενη αξία (positive home equity), η οποία λειτουργούσε ως ασφάλεια σε περίπτωση αδυναμίας τήρησης, από πλευράς δανειολήπτη, των συμπεφωνημένων συμβατικών υποχρεώσεων. Δεύτερον, η δυνατότητα της τιτλοποίησης βοήθησε στο βγάλουν οι τράπεζες από τον ισολογισμό τους αυτά τα δάνεια. Στα παραπάνω μπορούμε να προσθέσουμε την υπερβολική χρήση δανειακών



κεφαλαίων, την πλημμελής διαβάθμιση του πιστοληπτικού κινδύνου, και προβλήματα με το κανονιστικό Πλαίσιο

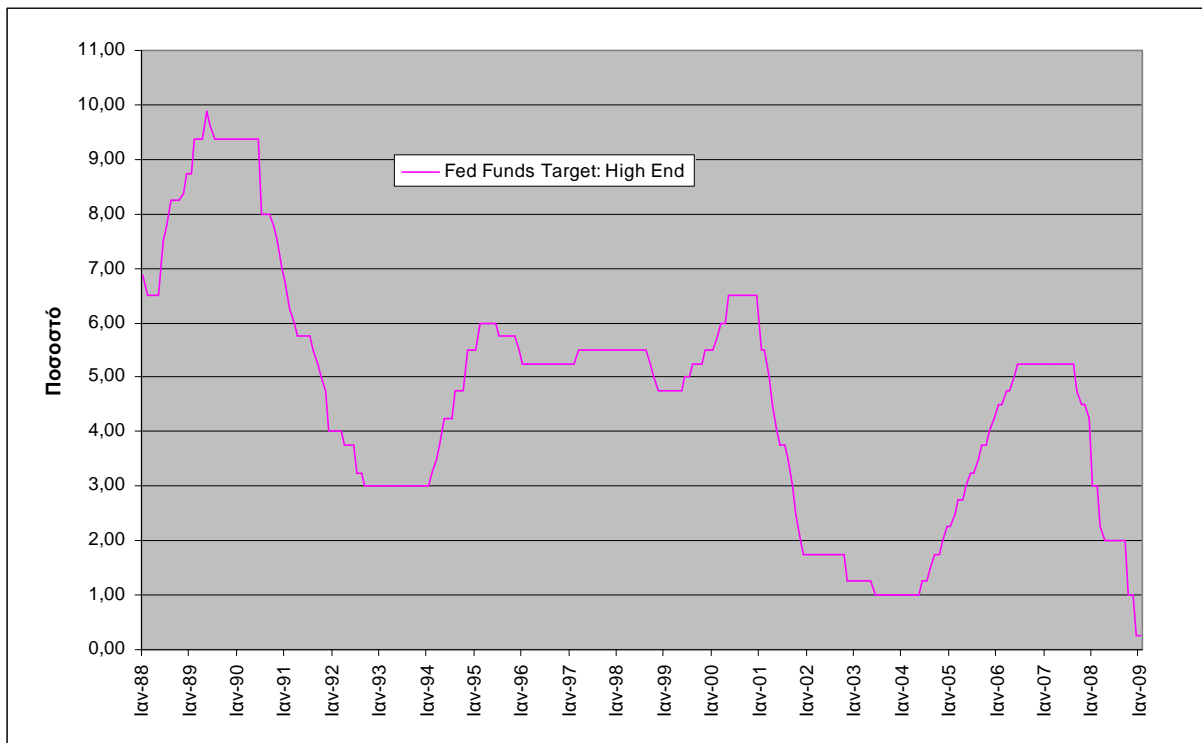
## 2.1 ΤΑ ΧΑΜΗΛΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΣΤΙΣ Η.Π.Α

### **2.1.1 Η ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΩΝ Η.Π.Α. ΚΑΙ ΤΑ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ**

Από το 1995 περίπου ξεκίνησε η ίδρυση μιας καινούργιας ομάδας επιχειρήσεων, σχετιζόμενης με τον χώρο διαδικτύου, οι οποίες ονομάστηκαν «dot-coms». Οι επενδυτές βλέποντας την θεαματική άνοδο των εταιρειών αποφάσισαν να τις χρηματοδοτήσουν. Πράγματι, το ύψος των επιχειρηματικών επενδύσεων στο τομέα αυτό ως ποσοστό του ΑΕΠ από 0,058% το 1994 έφτασε το 2000 στο 0,164%. Η δε τάση για επένδυση σε μετοχές υψηλής τεχνολογίας ήταν γενικευμένη.

Το φαινόμενο ωστόσο κορυφώθηκε τον Ιανουάριο του 2000, όταν η AOL εξαγόρασε με το αστρονομικό ποσό των \$200 δισ δολαρίων τον όμιλο Time Warner. Τον Μάρτιο του 2000 ο δείκτης μετοχών υψηλής τεχνολογίας NASDAQ έφτασε το ιστορικό ου υψηλό άνω των 5.0000 μονάδων. Η φούσκα έσκασε, με το δείκτη NASDAQ να χάνει μέχρι τον Οκτώβριο του 2002 το 78% της αξίας του.

Μετά λοιπόν την απότομη κατάρρευση των αποτιμήσεων των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας, οι Αμερικανικές νομισματικές αρχές αντέδρασαν με επιθετικές μειώσεις των επιτοκίων, προκειμένου να αποφύγουν μια σημαντική επιβράδυνση στην οικονομική δραστηριότητα, ύστερα και από τα αρνητικά γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου. Συγκεκριμένα, από το 2001 και μέχρι τον Ιανουάριο του 2004 υπήρξε μια παρατεταμένη περίοδος χαμηλών επιτοκίων στις ΗΠΑ (Σχήμα 1-1).

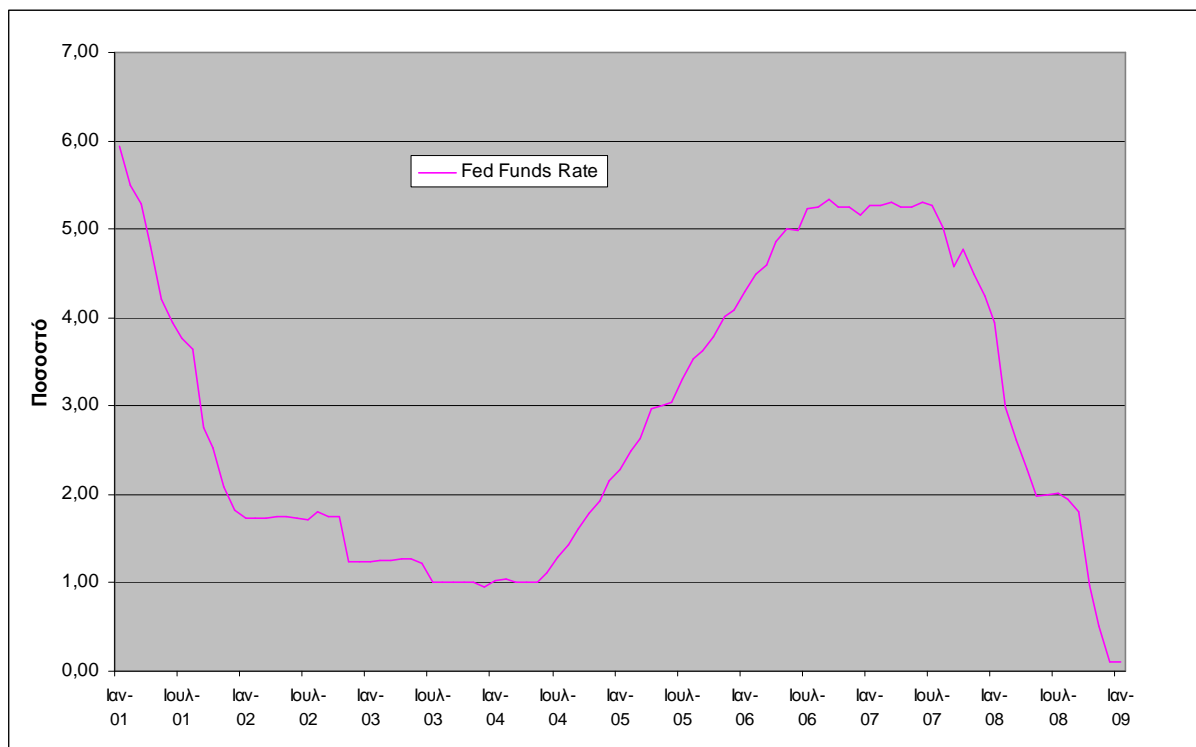


**Σχήμα 2-6:** Ο Στόχος για το Αμερικανικό Διατραπεζικό Επιτόκιο (Jan.1988-Jan. 2008)

**Πηγή:** Για τα δεδομένα EconStat<sup>10</sup>

Βάσει των στόχων που έθετε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) κατάφερε να μειώσει, σταδιακά, το επιτόκιο παρέμβασης (Fed Funds Rate) στο 1% (τον Ιούνιο του 2003), το οποίο ήταν το χαμηλότερο επίπεδο όλων των εποχών, μέχρι εκείνη την χρονική στιγμή (Σχήμα 1-2).

<sup>10</sup> [http://econstats.com/r/r\\_em2.htm](http://econstats.com/r/r_em2.htm)



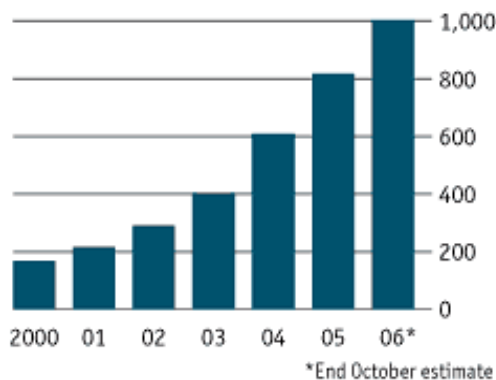
**Σχήμα 2-7:** Το Αμερικανικό Διατραπεζικό Επιτόκιο (Jan.2001-Jan. 2009)

Πηγή: Για τα δεδομένα EconStat<sup>11</sup>

## **2.1.2 ΤΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΤΗΣ ΚΙΝΑΣ ΚΑΙ ΤΑ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ**

Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Κίνας το 2006 είχαν φτάσει στα \$1 τρισεκατομμύρια, δηλαδή περισσότερο από το ένα πέμπτο των συνολικών συναλλαγματικών διαθεσίμων στον κόσμο (Σχήμα 1-3).

<sup>11</sup> [http://econstats.com/r/r\\_em2.htm](http://econstats.com/r/r_em2.htm)



**Σχήμα 0-8:** η Εξέλιξη των Συναλλαγματικών Διαθεσίμων της Κίνας (σε \$δισ)

Πηγή: The Economist (2006)

Η συσσώρευση συναλλαγματικών διαθεσίμων ήταν αποτέλεσμα (α) των μεγάλων πλεονασμάτων στον λογαριασμό τρεχουσών συναλλαγών, και (β) των σημαντικών εισροών κεφαλαίων για άμεσες ξένες επενδύσεις και επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Θεωρητικά, τα πλεονάσματα στον λογαριασμό τρεχουσών συναλλαγών και οι εισροές επενδυτικών κεφαλαίων στην Κίνα ασκούν ανατιμητικές πιέσεις στο γουάν (καθώς υπάρχει μεγάλη ζήτηση για το Κινεζικό νόμισμα), τις οποίες όμως απορροφά η Κεντρική Τράπεζα της χώρας προσφέροντας το εγχώριο νόμισμα με αντάλλαγμα δολάρια. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ο ρυθμός αύξησης των συναλλαγματικών αποθεμάτων σε δολάρια να ανέρχεται στα \$16 δισεκατομμύρια μηνιαίως<sup>12</sup>.

Αυτή η συσσώρευση συναλλαγματικών αποθεμάτων δημιουργεί υπερβολική ρευστότητα (στην Κινεζική οικονομία), η οποία μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερο πληθωρισμό και σε αύξηση των τιμών των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, όπως είναι οι μετοχές.

<sup>12</sup>

p.91.

The Economist, (2006). Who Wants to be a Trillionaire? The Economist, October 26<sup>th</sup>,

Υπάρχουν δύο τρόποι προκειμένου να σταματήσει η συσσώρευση συναλλαγματικών διαθεσίμων. Πρώτον, οι νομισματικές αρχές της Κίνας έχουν την δυνατότητα αφ' ενός μεν να αφήσουν την συναλλαγματική ισοτιμία του γεν-δολαρίου να διαμορφωθεί ελεύθερα στην αγορά (και δοθέντος της ισχυρής ζήτησης για γουαν το τελευταίο να ανατιμηθεί ) αφ' ετέρου δε να χαλαρώσουν τους περιορισμούς στις εκροές κεφαλαίων επιτρέποντας έτσι στους Κινέζους πολίτες να διακρατούν ξένα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, όπως είναι οι μετοχές, τα ομόλογα, και οι τραπεζικές καταθέσεις (δηλαδή να επιτρέψουν μια αύξηση της προσφοράς γουαν από τους Κινέζους, η οποία θα αντισταθμίσει την αυξημένη ζήτηση, χωρίς να υπάρξει ανάγκη ανατίμησης του γουάν). Δεύτερον, οι αρχές στην Κίνα θα πρέπει να λάβουν μέτρα προκειμένου να μειωθεί η ογκώδης εθνική αποταμίευση, η οποία δημιουργεί και το πλεόνασμα στο λογαριασμό τρεχουσών συναλλαγών.

Περίπου 70% των συναλλαγματικών αποθεμάτων της Κίνας επενδύεται σε δολάρια, κυρίως σε τίτλους του αμερικανικού δημοσίου Υπουργείου Οικονομικών<sup>13</sup>.

Ο τρόπος επένδυσης των συναλλαγματικών διαθεσίμων της Κίνας έχει μεγάλη σημασία για την Αμερικανική αλλά και παγκόσμια οικονομία. Συγκεκριμένα, οι επενδύσεις σε τίτλους του αμερικανικού δημοσίου αυξάνουν την ζήτηση και συνακόλουθα την τιμή των Αμερικανικών ομολόγων, δηλαδή οδηγούν σε πτώση των αποδόσεων αυτών των ομολόγων συμβάλλοντας, κατ' αυτόν τον τρόπο, στην παραμονή των Αμερικανικών μακροπρόθεσμων επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα. Ως εκ τούτου, η ζήτηση για στεγαστικά δάνεια είναι ισχυρή.

- Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου

---

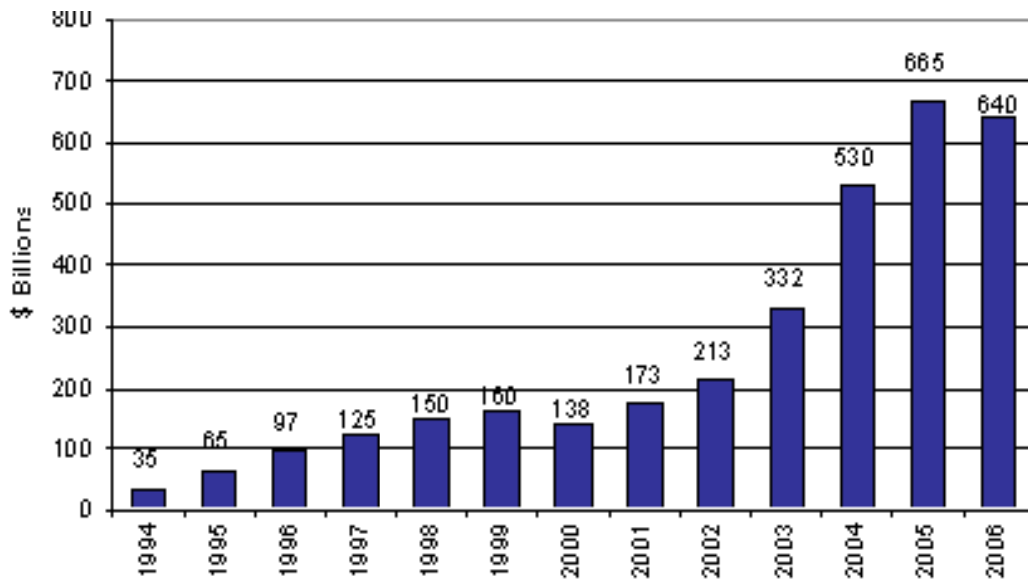
<sup>13</sup>

ο.π.

- Ομόλογα Δημοσίου διάρκειας μέχρι ενός έτους
- Πιστοποιητικά Καταθέσεων (τα οποία εκδίδονται από τις εμπορικές τράπεζες και αφορούν κυρίως μεγάλα ποσά)
- Βραχυπρόθεσμα Ομόλογα Εταιριών (Commercial Paper) (τα οποία εκδίδονται από ιδιωτικές επιχειρήσεις συνήθως με μόνη εγγύηση την οικονομική επιφάνεια και φερεγγυότητα του εκδότη).

## **2.2 Η ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΕΠΕΚΤΑΣΗ**

Λόγω του ανταγωνισμού και της ανόδου των τιμών των ακίνητων (Σχήμα 1-5), οι αμερικανικές τράπεζες δάνειζαν ακόμη και στους πελάτες χαμηλότερης πιστοληπτικής ικανότητας το 100% της αξίας του ακινήτου χωρίς να ελέγχουν τα εισοδήματά τους. Αυτά λοιπόν τα δάνεια, γνωστά και ως ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου (subprime loans), αυξήθηκαν και σε απόλυτο αριθμό (Σχήμα 1-4) αλλά ως ποσοστό επί των συνολικών δανείων



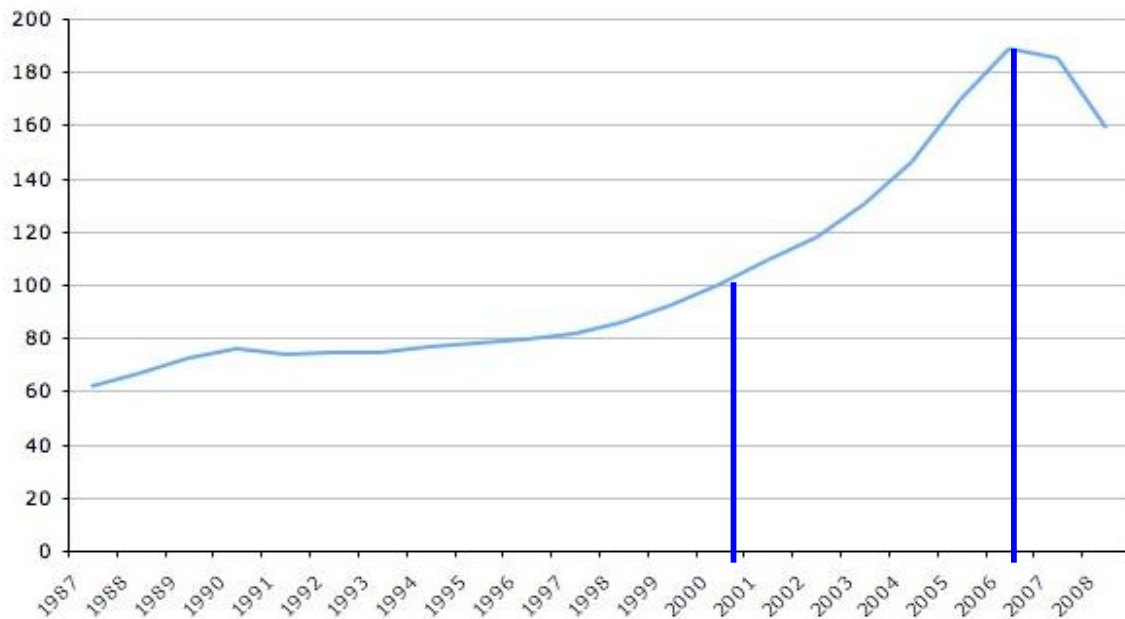
**Σχήμα 2-9:** Η Αξία των Ενυπόθηκων Δανείων Χαμηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης (\$δισ)

Πηγή: Petroff (2008)

Όπως βλέπουμε στο παραπάνω σχήμα, η αξία των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης εκτινάχθηκε από τα \$173 δισεκατομμύρια το 2001 στο επίπεδο ρεκόρ των \$665 δισεκατομμυρίων το 2005. Επίσης, το ποσοστό των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου επί των συνολικών στεγαστικών δανείων αυξήθηκε από 9% το 2003, στο 24% στα μέσα του 2007<sup>14</sup>.

Η πιστωτική επέκταση σε συνδυασμό με την ζήτηση για ακίνητα οδήγησε σε μια πρωτοφανή άνοδο των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ, κατά την περίοδο 2001-2007. Στο παρακάτω σχήμα βλέπουμε την πορεία του δείκτη τιμών ακινήτων S&P/Case-Shiller για την περίοδο 1997-2008.

<sup>14</sup> Χαρδουβέλης, Γ. (2008). “Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις.”



**Σχήμα 2-10:** Ο Δείκτη S&P/Case-Shiller (1987-2008)

Πηγή: Wikipedia

### **2.3 ΤΑ ΔΑΝΕΙΑ ΒΑΣΙΖΟΜΕΝΑ ΣΤΗΝ ΚΑΤΕΧΟΜΕΝΗ ΑΞΙΑ (HOME EQUITY LOANS)**

Αναφέρθηκε προηγουμένως ότι οι αμερικανικές τράπεζες δάνειζαν ακόμη και πελάτες με πολύ χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Αυτό είχε να κάνει με το γεγονός ότι η άνοδος των τιμών των ακινήτων προσέφερε μια ασφάλεια στις τράπεζες μέσω των home equity loans τα οποία προσέφεραν στους πελάτες τους με την χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα.

Τα δάνεια τύπου Home Equity (home equity loans, HEL) είναι δάνεια στα οποία η πιστώτρια τράπεζα χρησιμοποιεί ως εξασφάλιση την κατεχόμενη αξία ακινήτου (home equity), δηλαδή την διαφορά μεταξύ της αγοραίας αξίας του ακινήτου και του υπολοίπου



της αξίας του ενυπόθηκου δανείου, το οποίο χορηγήθηκε για την αγορά αυτού. Για παράδειγμα, εάν κάποιος έχει δαπανήσει για την αγορά μιας κατοικίας το ποσό των €200.000, έχοντας προηγουμένως καταβάλει μια προκαταβολή των €20.000 και έχοντας λάβει δάνειο ύψους €180.000, τότε την ημέρα της αγοράς του ακινήτου, η κατεχόμενη αξία του ακινήτου είναι η ίδια με την αξία της προκαταβολής, €20.000 = €200,000 (η αγοραία αξία του ακινήτου) - €180.000 (το υπόλοιπο του στεγαστικού δανείου)

Εάν τώρα μετά από 5 έτη, συνεπείς ον προς τις συμβατικές του υποχρεώσεις, ο δανειολήπτης έχει καλύψει €13.000 από την συνολική αξία του ενυπόθηκου χρέους του (δηλαδή οφείλει το ποσό των €167.000), και λόγω του πληθωρισμού η αγοραία αξία του ακινήτου έχει διαμορφωθεί στις €300.000, τότε σε αυτή την περίπτωση, η κατεχόμενη αξία του ακινήτου θα έχει ανέλθει στις, €133.000 = €300,000 (αγοραία αξία ακινήτου) - €167.000 (υπόλοιπο στεγαστικού δανείου)

Έτσι, η θετική κατεχόμενη αξία δίνει την δυνατότητα σε μια τράπεζα να δανείσει και πελάτες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα, διότι γνωρίζει ότι σε περίπτωση που περιέλθει ο δανειολήπτης σε κατάσταση αδυναμίας καταβολής των πληρωμών, τότε μπορεί να προβεί σε κατάσχεση του ακινήτου, το οποίο θα έχει σαφώς μεγαλύτερη αξία από το οφειλόμενο υπόλοιπο.

Η κατεχόμενη αξία όμως μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ως εξασφάλιση για περαιτέρω αύξηση του δανεισμού. Για παράδειγμα, ας εξετάσουμε τον παρακάτω ισολογισμό ενός νοικοκυριού, στην κατοχή του οποίου υπάρχει ακίνητο με αγοραία αξία των €150.000, ενώ, λόγω του ύψους του υφιστάμενου τραπεζικού δανεισμού (δηλαδή το χρεωστικό υπόλοιπο του στεγαστικού δανείου για την αγορά του ακινήτου) της

τάξεως των €50.000, η κατεχόμενη αξία (επί του ακινήτου) ανέρχεται στα €100.000 (=€150.000-€50.000).

**Πίνακας 2-1:** Ισολογισμός ενός Νοικοκυριού

<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΤΕΧΟΜΕΝΗ ΑΞΙΑ</b>
Κέρματα + Τραπεζογραμμάτια =0	Τραπεζικός Δανεισμός = €50.000
Καταθέσεις Ταμιευτηρίου και Προθεσμίας=0	Κατεχόμενη Αξία = €100.000
Ομόλογα (κρατικά και εταιρικά) και Μετοχές =0	
Ακίνητο = €150.000	

Εάν τώρα μια τράπεζα είναι διατεθειμένη να μας δανείσει μέχρι το 80% της αξίας του ακινήτου, τότε μπορούμε να δανειστούμε συνολικά το ποσό των €120.000 ( $=0,80 \times €150.000$ ). Έχοντας όμως ήδη χρεωστικό υπόλοιπο €50.000, αυτό σημαίνει ότι το μέγιστο ύψος του δανείου βασιζόμενο στην κατεχόμενη αξία θα διαμορφωθεί στα €70.000 ( $=€120.000 - €50.000$ ). Εάν τώρα αποφασίσουμε να λάβουμε ένα home equity loan των €70.000, τότε ο ισολογισμός του νοικοκυριού μας θα έχει ως εξής.

**Πίνακας 2-2:** Η Κατεχόμενη Αξία μετά την Λήψη ενός HEL

<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΤΕΧΟΜΕΝΗ ΑΞΙΑ</b>
Κέρματα + Τραπεζογραμμάτια =0	Τραπεζικός Δανεισμός = €50.000
Καταθέσεις Ταμιευτηρίου και Προθεσμίας= €70.000	Home Equity Loan = €70.000
Ομόλογα (κρατικά και εταιρικά) και Μετοχές =0	Κατεχόμενη Αξία = €100.000
Ακίνητο = €150.000	

<b>ΣΥΝΟΛΟ: €10.000</b>	<b>ΣΥΝΟΛΟ: €10.000</b>
------------------------	------------------------

Όπως βλέπουμε από τον παραπάνω πίνακα, η λήψη ενός HEL των €70.000 δεν επηρέασε την κατεχόμενη αξία του νοικοκυριού. Ένας τρόπος για την αύξηση της κατεχόμενης αξίας, και κατ' επέκταση της δανειοδοτικής ικανότητας αναφορικά με τα HEL, είναι η αποπληρωμή του υφιστάμενου δανείου. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι υπολείπονται 5 έτη για την αποπληρωμή του υφιστάμενου δανεισμού ύψους €50.000. Εάν το επιτόκιο είναι 4%, τότε ο πίνακας αποπληρωμής του δανείου έχει ως εξής:

**Πίνακας 2-3:** Πίνακας Αποπληρωμής Δανείου

Έτος	Χρεωστικό Υπόλοιπο (στο τέλος της περιόδου)	Δόση	Τόκος	Κεφάλαιο
0	50.000,00 €			
1	40.768,64	11.231,36 €	2.000,00 €	9.231,36 €
2	31.168,03	11.231,36	1.630,75	9.600,61
3	21.183,40	11.231,36	1.246,72	9.984,63
4	10.799,38	11.231,36	847,34	10.384,02
5	0,00	11.231,36	431,98	10.799,38

Εάν λοιπόν η αξία του ακινήτου παραμένει σταθερά, τότε βλέπουμε πως αυξάνεται η κατεχόμενη αξία και μαζί με αυτή η δανειοδοτική ικανότητα αναφορικά με τα δάνεια που στηρίζονται σε αυτή.

**Πίνακας 2-4:** Η Εξυπηρέτηση ενός Υφιστάμενου Δανείου και η Αύξηση της Δανειοδοτικής Ικανότητας των HEL

Έτος	Αξία Ακινήτου	Χρεωστικό Υπόλοιπο	Κατεχόμενη Αξία	HEL
------	---------------	--------------------	-----------------	-----

0	€150.000	€50.000	€100.000	€70.000
1	150.000	40.769	109.231	79.231
2	150.000	31.168	118.832	88.832
3	150.000	21.183	128.817	98.817
4	150.000	10.799	139.201	109.201
5	150.000	0	150.000	120.000

Υπάρχουν δύο είδη δανειοδοτήσεων, οι οποίες στηρίζονται στην κατεχόμενη αξία του ακινήτου. Η πρώτη αφορά τα λεγόμενα Home Equity Loans (HEL), δηλαδή τα δάνεια που στηρίζονται στην κατεχόμενη αξία, και η δεύτερη το Home Equity Line of Credit (HELOC), δηλαδή την γραμμή πίστωσης που βασίζεται στην κατεχόμενη αξία.

Μερικές βασικές διαφορές μεταξύ των HELC και των HEL αναφέρονται στον παρακάτω πίνακα.

**Πίνακας 2-5:** Βασικές Διαφορές μεταξύ των HELOC και των HEL

Home Equity Line of Credit	Home Equity Loans
Συνήθως Κυμαινόμενο Επιτόκιο	Συνήθως Σταθερό Επιτόκιο
Μπορεί να υπάρχουν ετήσιες εισφορές	Δεν υπάρχουν ετήσιες εισφορές
Υπάρχει ευελιξίας	Δεν υπάρχει η δυνατότητα υπεραναλήψεως

Συνήθως η αποπληρωμή αμφοτέρων των HEL και των HELOC λαμβάνει χώρα σε μικρότερη χρονική περίοδο σε σχέση με τα συνηθισμένα στεγαστικά δάνεια. Για παράδειγμα, ενώ στα συνηθισμένα στεγαστικά δάνειο το χρόνος αποπληρωμής μπορεί να εκτείνεται έως και τα 30 έτη, στα HEL και στα HELOC ο χρόνος αποπληρωμής δεν

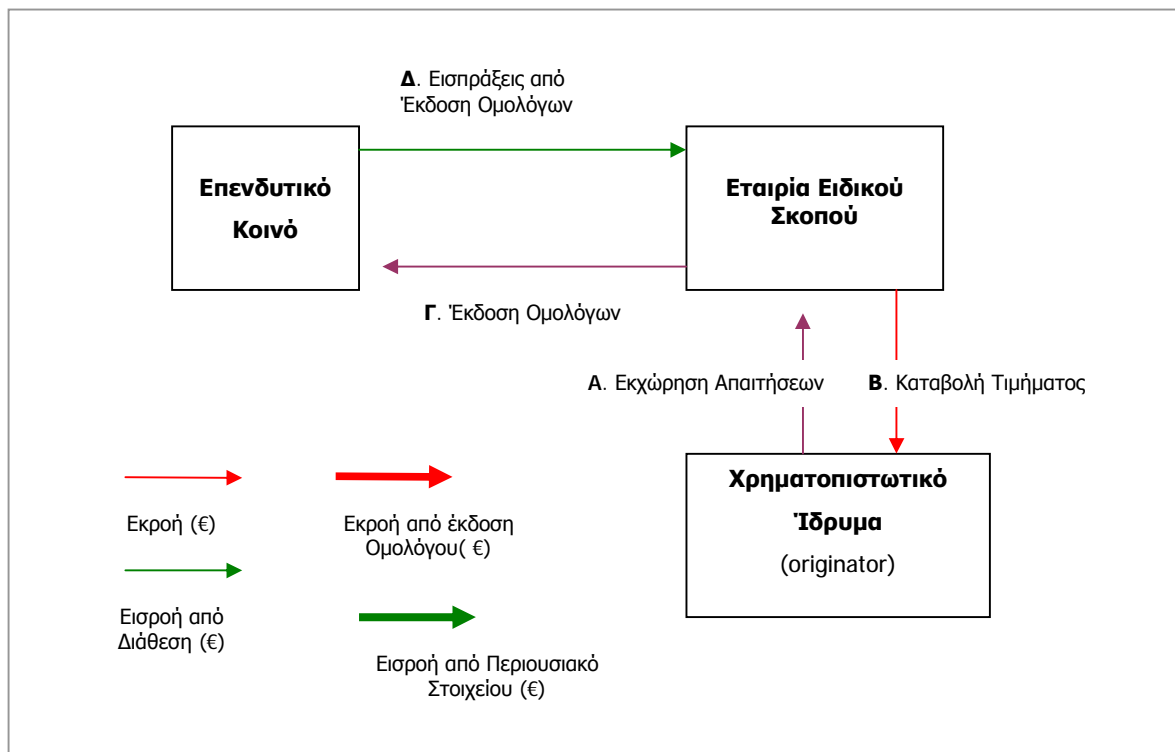
ξεπερνά τα 15 έτη.

## **2.4 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ**

### **2.4.1 Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ABS**

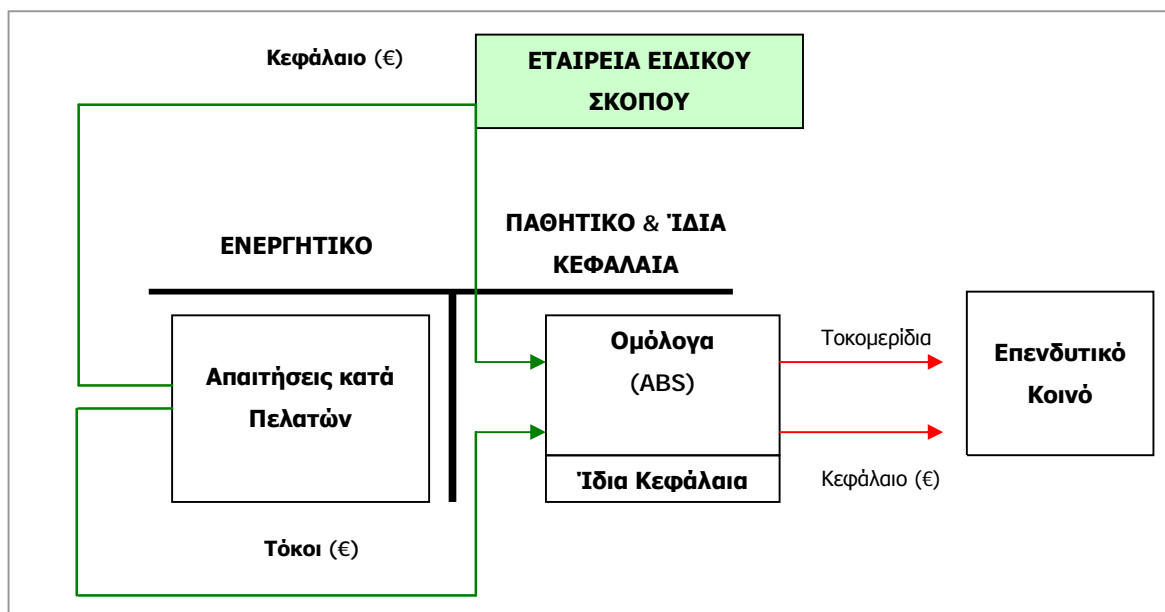
Η τιτλοποίηση απαιτήσεων αφορά στην διαδικασία μετατροπής απαιτήσεων (ή άλλων περιουσιακών στοιχείων) των τραπεζών κατά πελατών σε χρεόγραφα, όπως είναι τα ομόλογα. Με άλλα λόγια, δια της τιτλοποίησης εκδίδονται ομολογίες, οι οποίες χρηματοδοτούνται από τις ταμειακές ροές που δημιουργούν οι προς τιτλοποίηση απαιτήσεις.

Η διαδικασία τιτλοποίησης αρχίζει με την μεταφορά του πιστωτικού κινδύνου από τον χορηγό του δανείου προς την εταιρεία ειδικού σκοπού (ΕΕΣ) (Special Purpose Vehicle, SPV). Συνήθως ο χορηγός του δανείου πρόκειται για ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, το οποίο έχει χορηγήσει δάνεια και στη συνέχεια αποφασίζει, αφού πρώτα τα ομαδοποιήσει (βάσει κοινών χαρακτηριστικών ως προς τον χρόνο ωρίμανσης, το επιτόκιο αλλά και το είδος), για λόγους ευκολότερης διαχείρισης αλλά κυρίως για λόγους μείωσης του κόστους, να τα εκχωρήσει στην Εταιρεία Ειδικού Σκοπού (Σχήμα 1-6).



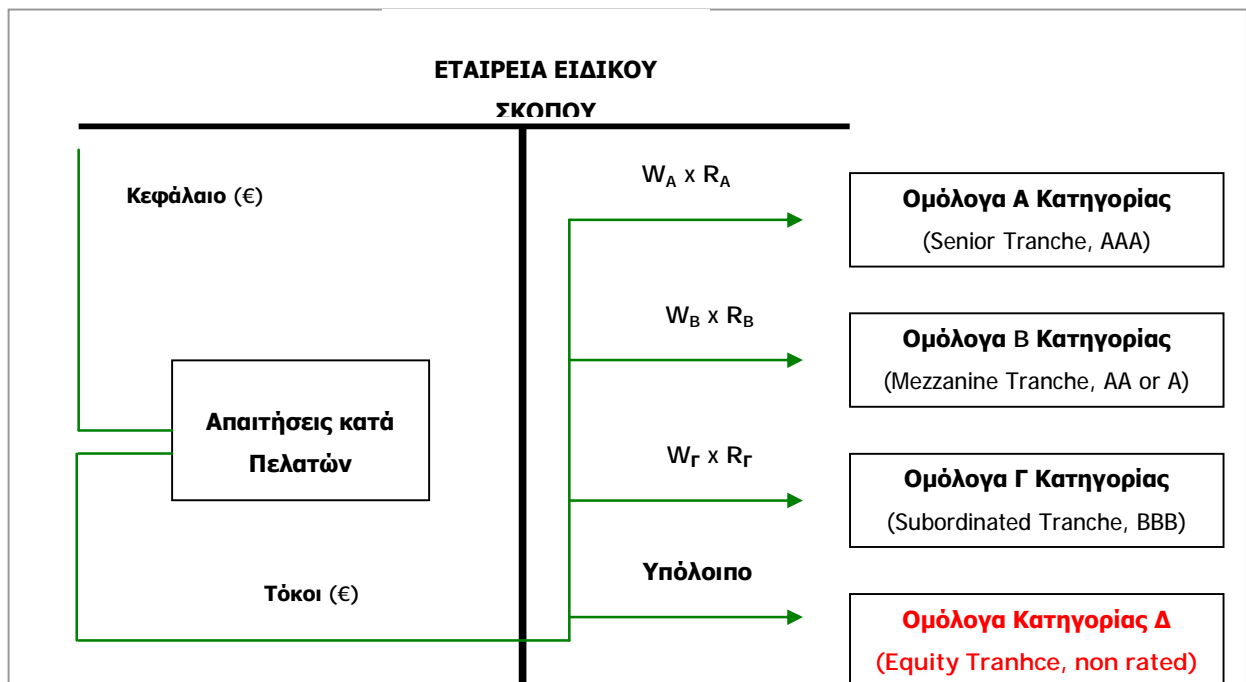
**ΣΧΗΜΑ 0-11:** Η Διαδικασία Τιτλοποίησης Απαιτήσεων κατά Πελατών

Στην συνέχεια, μετά την απόκτηση των απαιτήσεων κατά πελατών, ακολουθεί η δόμηση (structuring) του παθητικού της Εταιρείας Ειδικού Σκοπού. Η δόμηση αφορά αφ' ενός μεν τις κατηγορίες ομολόγων που θα εκδώσει η ΕΕΣ, αφ' ετέρου δε τους κανόνες βάσει των οποίων θα εξυπηρετηθούν αυτά τα ομόλογα. Συγκεκριμένα, η Εταιρεία Ειδικού Σκοπού προκειμένου να αγοράσει τα δάνεια από το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα εκδίδει και διαθέτει, μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης, ομόλογα, τα οποία προηγουμένως έχουν διαβαθμιστεί από κάποιον οίκο αξιολόγησης. Τα μεταβιβάσιμα αυτά ομόλογα, μεσοπρόθεσμης λήξης, είναι γνωστά ως asset backed securities (ABSs), καθώς η εξυπηρέτησή τους, δηλαδή η καταβολή του τοκομεριδίου και της ονομαστικής αξίας της ομολογίας στην λήξη της, στηρίζεται στα έσοδα από την τοκοχρεωλυτική δόση των δανείων που απέκτησε η εταιρεία ειδικού σκοπού (Σχήμα 1-7).



**Σχήμα 2-12:** Η Εξυπηρέτηση των Ομολόγων που Εκδίδει μια Εταιρεία Ειδικού Σκοπού

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού εκδίδει τέσσερις κατηγορίες ομολόγων, των οποίων οι ταμειακές ροές διαφοροποιούνται ανάλογα με τον κίνδυνο (Σχήμα 1-8).



**Σχήμα 2-13:** Η Κεφαλαιακή Διάρθρωση μιας Εταιρείας Ειδικού Σκοπού

Κάθε κατηγορία ομολόγων τυγχάνει διαφορετικής πιστοληπτικής διαβάθμισης, με τα ομόλογα της χαμηλότερης διαβάθμισης να έχουν και τον μεγαλύτερο κίνδυνο, αλλά και μεγαλύτερη απόδοση. Συνήθως, τα ομόλογα της τελευταίας κατηγορίας, της κατηγορίας equity tranche, διακρατούνται από το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που δημιούργησε την εταιρεία ειδικού σκοπού.

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι η εταιρεία ειδικού σκοπού έχει στο ενεργητικό της δάνεια ύψους 1€ δισ, τα οποία έχουν μέσο επιτόκιο 4% πλέον περιθωρίου 1%. Αυτά λοιπόν τα δάνεια αναμένεται, βάσει του προαναφερθέντος επιτοκίου, να δημιουργήσουν ταμειακές ροές ύψους 50€κατ (1€ δισ  $\times$  5%) =. Το ζητούμενο τώρα είναι με ποιο τρόπο θα κατανεμηθούν αυτές οι ροές στις διάφορες κατηγορίες ομολόγων που έχει εκδόσει η ΕΕΣ. Βεβαίως οι κατανομή των ταμειακών ροών των δανείων θα γίνει βάσει της δόμησης του παθητικού που έχει επιλέξει η



εταιρεία ειδικού σκοπού. Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε ένα τέτοιο τρόπο δόμησης του παθητικού της εν λόγω εταιρείας.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2-6:** Η Δόμηση του Παθητικού μιας Εταιρείας Ειδικού Σκοπού

	Ύψος	Επιτόκιο		Έσοδα από Τόκους	Απόδοση
		Euribor	Περιθώριο		
<b>Δάνεια</b>	1.000.000.000 €	4,00%	1,00%	50.000.000 €	5%
	Ύψος Έκδοσης	Κατανομή Επιτοκίου		Έσοδα από Τόκους	Απόδοση
		Euribor	Περιθώριο		
<b>Κατηγορία Α</b>	900.000.000 €	4,00%	0,20%	37.800.000 €	4,2%
<b>Κατηγορία Β</b>	60.000.000 €	4,00%	0,40%	2.640.000 €	4,4%
<b>Κατηγορία Γ</b>	30.000.000 €	4,00%	0,80%	1.440.000 €	4,8%
<b>Κατηγορία Δ</b>	10.000.000 €			8.120.000 €	81,20%

Από τον παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι η πρώτη κατηγορία έχει απόδοση 4,2%, δηλαδή ταμειακές εισροές της τάξεως των 37,8€ εκατ. (= 4,2%×900€ εκατ.) επί ενός ύψους έκδοσης της τάξεως των 37,8€ εκατ. Όπως τονίσαμε νωρίτερα, η τράπεζα διακρατεί τα ομόλογα της κατηγορίας Δ, δηλαδή τα ομόλογα με τον μεγαλύτερο κίνδυνο, αλλά και την μεγαλύτερη απόδοση. Η απόδοση αυτής της κατηγορίας, δηλαδή το 81,20%, προκύπτει ως εξής. Βάσει της συγκεκριμένης δόμησης του παθητικού, τα έσοδα από τόκους των κατηγοριών Α, Β, και Γ ανέρχονται σε 41,88€εκατ. (=37,8€εκατ. +2,64€εκατ. +1,44€εκατ.). Ως εκ τούτου αυτό που απομένει, από τα αναμενόμενα 50€εκατ σε τόκους, για την Κατηγορία Δ είναι 8,12€ εκατ. (=50€εκατ -41,88€εκατ.), τα οποία σε κεφάλαιο 10€εκατ. δίνουν απόδοση **81,20%** (=8,12€ εκατ/ 10€ εκατ).

Ας υποθέσουμε τώρα ότι το 0,5% των δανείων δεν εξυπηρετείται. Αυτό σημαίνει ότι τα έσοδα από τόκους θα μειωθούν στα 45€ εκατ. [= (5%-0,5%)×1€ δισ.]. Σε αυτή την περίπτωση, η απώλεια των 5€ εκατ. θα πλήξει μόνο την τελευταία κατηγορία, η οποία θα έχει έσοδα από τόκους 3,12€ εκατ. (=8,12€ εκατ. - 5€ εκατ.). Ως εκ τούτου, η απόδοση αυτής της κατηγορίας θα μειωθεί στο **31,20%** (=3,12€ εκατ/ 10€ εκατ) από 81,20% (Πίνακας 2-7).

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2-7:** Οι Απώλειες και η Δόμηση του Παθητικού μιας Εταιρείας Ειδικού Σκοπού (Απώλεια 0,5%)

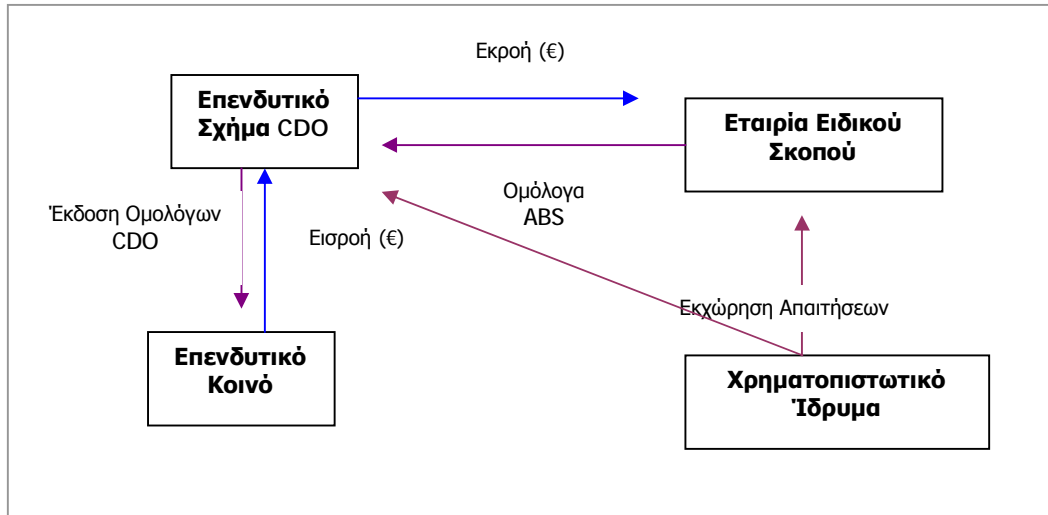
	Ύψος	Επιτόκιο		Έσοδα από Τόκους	Απόδοση
		Euribor	Περιθώριο		
<b>Δάνεια</b>	1.000.000.000 €	4,00%	1,00%- <b>0,5%</b>	45.000.000 €	4,5%
	Ύψος Έκδοσης	Κατανομή Επιτοκίου		Έσοδα από Τόκους	Απόδοση
		Euribor	Περιθώριο		
<b>Κατηγορία Α</b>	900.000.000 €	4,00%	0,20%	37.800.000 €	4,2%
<b>Κατηγορία Β</b>	60.000.000 €	4,00%	0,40%	2.640.000 €	4,4%
<b>Κατηγορία Γ</b>	30.000.000 €	4,00%	0,80%	1.440.000 €	4,8%
<b>Κατηγορία Δ</b>	10.000.000 €			<b>3.120.000 €</b>	<b>31,20%</b>

## 2.5 ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ CDO

Ένα collateralized debt obligation (CDO) αποτελεί ένα επενδυτικό σχήμα, το οποίο πουλάει και αγοράζει ομόλογα<sup>15</sup>. Συγκεκριμένα, τα ομόλογα που αγοράζει το εν λόγω

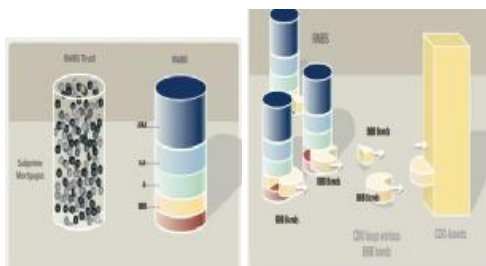
<sup>15</sup> Tully, S. (2007). "Wall Street's money Machine Breaks Down." Fortune, November 26, European edition, pp.40-46

επενδυτικό σχήμα είναι τα πακεταρισμένα δάνεια (ABS), ενώ τα ομόλογα που εκδίδει είναι γνωστά ως ομόλογα CDO (Σχήμα 1-9).



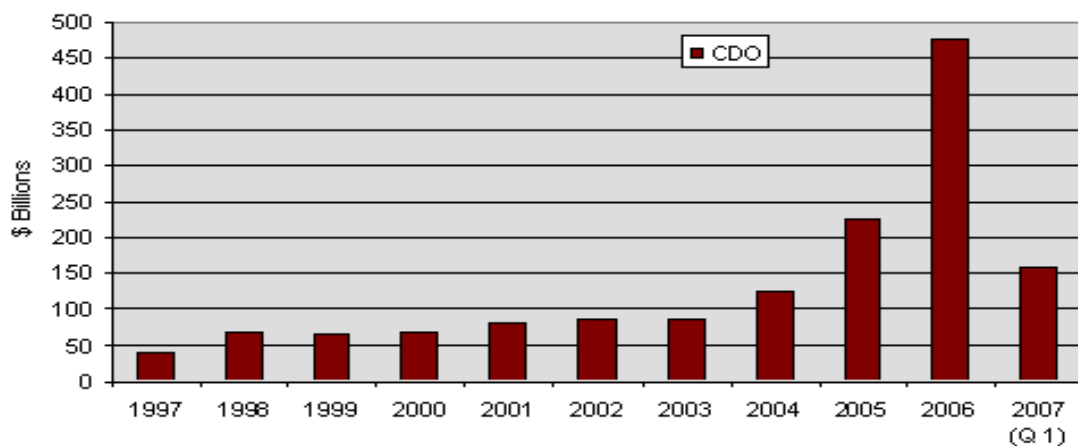
**Σχήμα 2-14:** Η Λειτουργία ενός CDOs

Ίσως και 150 ομόλογα βασισμένα σε στεγαστικά δάνεια (δηλαδή τα ομόλογα ABS) πακετάρονται σε ένα CDO. Για παράδειγμα, στο σχήμα που ακολουθεί βλέπουμε με ποιο τρόπο ομόλογα ABS της κατηγορίας BBB - λίγο δηλαδή πάνω από τα λεγόμενα junk bonds- συνθέτουν ένα CDO, το οποίο πλέον έχει ολόκληρο κατηγοριοποίηση BBB. Αυτό ανεβάζει την απόδοση που μπορεί να προσφέρει, αλλά ταυτόχρονα ανεβάζει και τον κίνδυνο για τους επενδυτές.



**Σχήμα 0-15:** Η Δημιουργία ενός CDO

Κατ'αυτόν τον τρόπο τα CDOs, τα οποία συνήθως διευθύνονται από μεγάλες εταιρίες διαχείρισης όπως είναι οι Cohen & Co., και η Pimco, συμβάλουν στην ζήτηση «πιτλοποιήσεων» και δημιουργούν ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, το οποίο έχει έκθεση, μέσω των ABS, σε δάνεια διαφόρων κλάδων (στεγαστικά, εταιρικά, καταναλωτικά κτλ), διαφόρων χωρών, και διαφορετικής ποιότητας πελατών, ενώ το κόστος για την δημιουργία αυτού του χαρτοφυλακίου καλύπτεται από την έκδοση ομολόγων CDOs<sup>16</sup>.



**Σχήμα 2-16:** Η Έκδοση Ομολόγων CDOs σε Παγκόσμια Κλίμακα (\$δισ)

Πηγή: Petroff (2008)

Οι κάτοχοι δεν των ομολόγων CDOs δεν έχουν ισότιμη έκθεση στα υποκείμενα δάνεια αλλά διαφορετική ανάλογα με την τάξη στην οποία έχουν επενδύσει.

Για παράδειγμα ας υποθέσουμε ότι ένα CDO εκδίδει ομολογίες αξίας €100εκ και αγοράζει αντίστοιχης αξίας ABS. Εάν το 10% των δανείων που στηρίζουν τα ABS δεν αποπληρωθεί αυτό θα “χτυπήσει” το πρώτο 10% των “ομολογιούχων” και όχι αναλογικά το σύνολο τους. Οι χαμηλού κινδύνου τάξεις αντιπροσωπεύουν συνήθως το top 50-60%

<sup>16</sup>

ο.π.

της εκδόσεως, δηλαδή προκειμένου να έχουν απώλειες πρέπει να πτωχεύσει περισσότερο από το 40% των υποκείμενων δανείων, οι μεσαίου κινδύνου τάξεις (mezzanine tranches) το 30-40% και τα υπόλοιπα είναι υψηλού κινδύνου.

Τα ομόλογα CDOs έχουν πολύ καλές αποδόσεις, διότι λόγω των μεγάλων επιτοκίων που χρεώνουν οι τράπεζες στους δανειολήπτες χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας, τα πακέτα δανείων (ABS) έχουν πολύ καλές χρηματοροές, οι οποίες με την σειρά τους χρηματοδοτούν τις υψηλές αποδόσεις των CDOs. Έτσι ένα CDO χαμηλού κινδύνου έχει πιστωτικό κίνδυνο (όπως αξιολογείται με βάση την πιθανότητα πτώχευσης) αντίστοιχο ενός κρατικού ομολόγου αλλά δίνει πολύ καλύτερο επιτόκιο (+0.3% περίπου στην τρέχουσα αγορά).

## **2.6 Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΘΕΣΜΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ**

Ένας επίσης σημαντικός παράγων, ο οποίος συνέβαλε στην εκδήλωση της κρίσης υπήρξε η ανάπτυξη της θεσμικής διαχείρισης, με την ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων, των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, των hedge funds, των private equities, και των ασφαλιστικών εταιρειών. Οι τελευταίες άρχισαν να προσφέρουν ποικιλία νέων προϊόντων ασφάλειας ζωής ή συνταξιοδοτικών προγραμμάτων με επενδυτικά χαρακτηριστικά<sup>17</sup>.

Στον τομέα της επαγγελματικής διαχείρισης της παγκόσμιας αποταμίευσης εντάσσονται οι τέσσερις νέες σύγχρονες μορφές εναλλακτικών διαχείρισης επενδύσεων: hedge funds, private equities, real estate funds και τα fund of funds. Κοινό

---

<sup>17</sup> Καλφάογλου, Φ. (2004). "Εποπτεία Τραπεζικών Κινδύνων." Τράπεζα της Ελλάδος, 7 Φεβρουαρίου.

χαρακτηριστικό αυτών των τεσσάρων νέων μορφών εναλλακτικής επένδυσης είναι η υψηλή μόχλευση, δηλαδή η χρησιμοποίηση, μέσω δανεισμού ή μεθόδων margin, περισσότερων κεφαλαίων από αυτά που έχουν στη διάθεσή τους.

Η ανάπτυξη της θεσμικής διαχείρισης οδήγησε στην αύξηση της ζήτησης για προϊόντα αγορών χρήματος και κεφαλαίου από τους διαχειριστές, καθιέρωσε σε εκτεταμένο βαθμό την ενεργή διαχείριση χαρτοφυλακίου, διεύρυνε τη ζήτηση για παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα για την κάλυψη ή μεταφορά και ανάληψη κινδύνων χαρτοφυλακίου και διεθνοποίησε τη διαχείριση των χρηματοοικονομικών πόρων. Επίσης, στην κατανομή των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών, το κομμάτι των τραπεζικών καταθέσεων έχει περιοριστεί κάτω του 40% του συνόλου στις κυριότερες ευρωπαϊκές χώρες, με το χαμηλότερο ποσοστό στην Ιταλία και το Ηνωμένο Βασίλειο, γύρω στο 25% του συνόλου, έναντι ποσοστού πάνω από 50% πριν 15 χρόνια<sup>18</sup>.

## **2.7 ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΤΑ HEDGE FUNDS**

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια και τα Hedge Funds αποτελούν ένα σύγχρονο και ευέλικτο τρόπο επένδυσης, ο οποίος δίνει την δυνατότητα σε διάφορους επενδυτές να ενώσουν τα κεφάλαιά τους ώστε να δημιουργήσουν μία κοινή περιουσία, στην οποία ο καθένας μπορεί να συμμετάσχει οποιαδήποτε στιγμή και να αποσύρει μέρος ή όλα τα χρήματα πάλι όποτε επιθυμεί..

---

<sup>18</sup> Καραμούζης, Ν. (2008). Σεμινάρια και διαλέξεις σε σύγχρονα τραπεζικά θέματα. Πανεπιστήμιο Πειραιώς Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής, Φεβρουάριος.

Την περιουσία αυτή (καθαρό ενεργητικό), η οποία χωρίζεται σε ισότιμα μερίδια. την επενδύει, για λογαριασμό των επενδυτών, για τα μεν Αμοιβαία Κεφάλαια η Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), για τα δε Hedge Funds οι αρμόδιοι διαχειριστές τους. Η συνολική περιουσία αμφοτέρων των επενδυτικών σχημάτων αποτιμάται σε τρέχουσες τιμές, ήτοι καθημερινά υπολογίζονται οι τιμές των ομολόγων, οι τόκοι, τα μετρητά, οι μετοχές, το συνάλλαγμα κλπ. και αθροίζονται για να προκύψει το ενεργητικό. Η αξία του ενεργητικού μεταβάλλεται τόσο από την διακύμανση της αξίας των επενδύσεων όσο και από τις ημερήσιες συμμετοχές και εξαγορές.

Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων (Α/Κ) υπό την σημερινή του μορφή πρωτοεμφανίστηκε στις ΗΠΑ στις αρχές του 20ου αιώνα. Επί σειρά ετών οι εταιρείες Α/Κ, και γενικά οι εταιρείες επενδύσεων, δεν γνώρισαν ιδιαίτερη αποδοχή από το ευρύ επενδυτικό κοινό, γεγονός στο οποίο συνέτεινε και η οικονομική κρίση του 1929.

Κατά την διάρκεια όμως των επόμενων δεκαετιών, ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων σημείωσε ραγδαία ανάπτυξη, η οποία αποδόθηκε κυρίως στην εντυπωσιακή ανάκαμψη της αμερικανικής οικονομίας, καθώς και στην ενίσχυση της, μέσω αυστηρών νομοθετικών πλαισίων<sup>19</sup>.

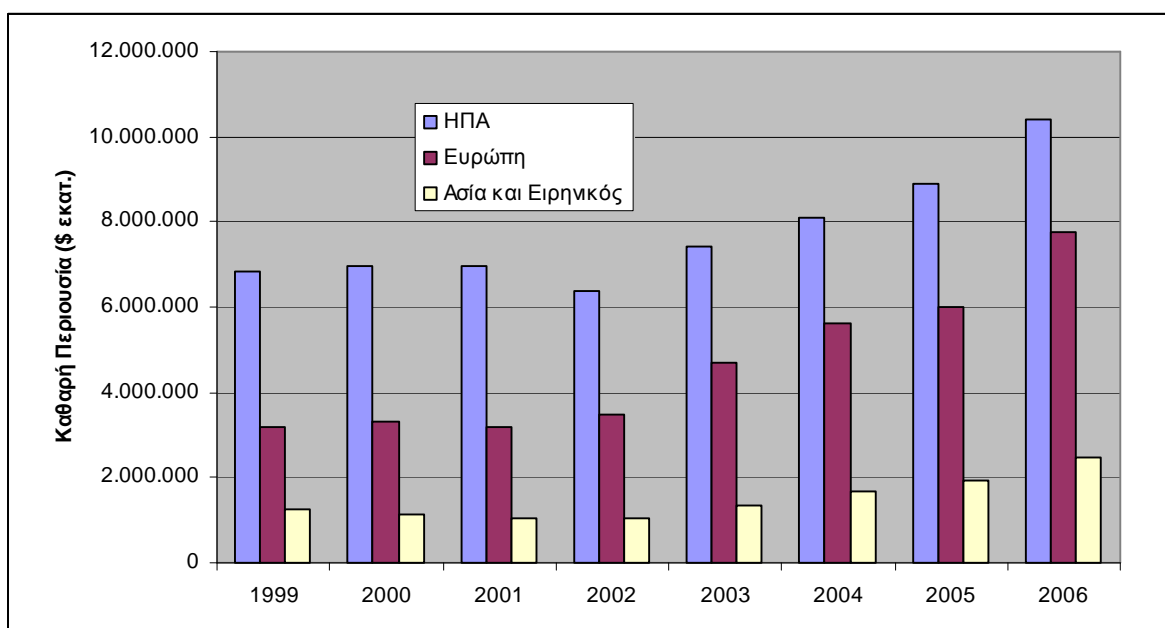
Οι αλλαγές, ωστόσο, που έχουν επέλθει στις χρηματοπιστωτικές αγορές κατά την τελευταία δεκαετία, λόγω της παγκοσμιοποίησης των αγορών, έχει ως αποτέλεσμα ένα πλήθος νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων να κάνει την εμφάνισή τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές προκειμένου να ικανοποιηθούν οι αυξημένες ποσοτικά, αλλά και διαφοροποιημένες ποιοτικά, ανάγκες του επενδυτικού κοινού. Αυτή η

---

<sup>19</sup> Goodhart, C. A. E. (1998). The Emerging Framework of Financial Regulation. Central Banking Publ. Ltd.

«μαζικοποίηση» των επενδυτικών αναγκών έχει οδηγήσει στην δημιουργία οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, όπως είναι οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ), αλλά και οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ).

Ενδεικτικό της σημασίας που έχουν αποκτήσει αυτά τα συλλογικά χαρτοφυλάκια είναι το ύψος των κεφαλαίων που διαχειρίζονται. Στο παρακάτω σχήμα βλέπουμε την εξέλιξη του καθαρού ενεργητικού των Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων παγκοσμίως.



**Σχήμα 1-12:** Η Εξέλιξη του Καθαρού Ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε Παγκόσμια Κλίμακα

Πηγή: Investment Company Fact Book (2008) και επεξεργασία δεδομένων από την συγγραφέα



Από το παραπάνω σχήμα βλέπουμε ότι η αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων των ΗΠΑ, κατά την διάρκεια της περιόδου 1999-2006, υπήρξε κατά πολύ μεγαλύτερη της αντίστοιχης αγοράς σε ολόκληρη την Ευρώπη. Με βάση τα στοιχεία του παραπάνω σχήμα βρίσκουμε ότι η μέση ετήσια αύξηση στο καθαρό ενεργητικό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ήταν 13,44% στη Ευρώπη, 6,17% στις ΗΠΑ, και 9,81% στην περιοχή της Ασίας και του Ειρηνικού.

Σύμφωνα με τον Καραμούζη (2008), η αξία των υπό διαχείριση κεφαλαίων από αμοιβαία κεφάλαια παγκοσμίως αυξήθηκε σε \$ 22.7 τρισεκ. στο τέλος Μαρτίου 2007 από \$ 11.7 τρισεκ. στο τέλος του 1999, ενώ το ύψος της αξίας τους έφτανε μόλις τα \$ 1.8 τρισεκ. στο τέλος του 1990. Ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων ξεπέρασε τις 62,000 παγκοσμίως στα τέλη Μαρτίου 2007 έναντι 52,000 στο τέλος του 1999 και 16,000 στο τέλος του 1990. Ραγδαία ήταν η άνοδος στην Ευρώπη, όπου σήμερα λειτουργούν 32,800 αμοιβαία κεφάλαια. Οργανισμοί, όπως η UBS, Barclays, Fidelity, Deutsche Bank, διαχειρίζονται ο καθένας από € 500 δισεκατομμύρια έως € 800 δισεκατομμύρια αποταμιεύσεων, με παγκόσμια παρουσία στις αγορές και σημαντική, αν όχι δεσπόζουσα θέση. Στην Ευρώπη τα κεφάλαια υπό διαχείριση από οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων συνολικά (αμοιβαία, ασφαλιστικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες, εταιρείες χαρτοφυλακίου) αυξήθηκαν από \$ 21 τρισεκατομμύρια το 1995 σε 46 τρισεκατομμύρια το 2005<sup>20</sup>.

Επίσης, σύμφωνα πάντοτε με τον ίδιο συγγραφέα, το 52% των υπό διαχείριση κεφαλαίων από αμοιβαία κεφάλαια βρίσκεται στις Ηνωμένες Πολιτείες και το 36% στην

---

<sup>20</sup> Καραμούζης, Ν. (2008). Σεμινάρια και διαλέξεις σε σύγχρονα τραπεζικά θέματα. Πανεπιστήμιο Πειραιώς Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής, Φεβρουάριος.

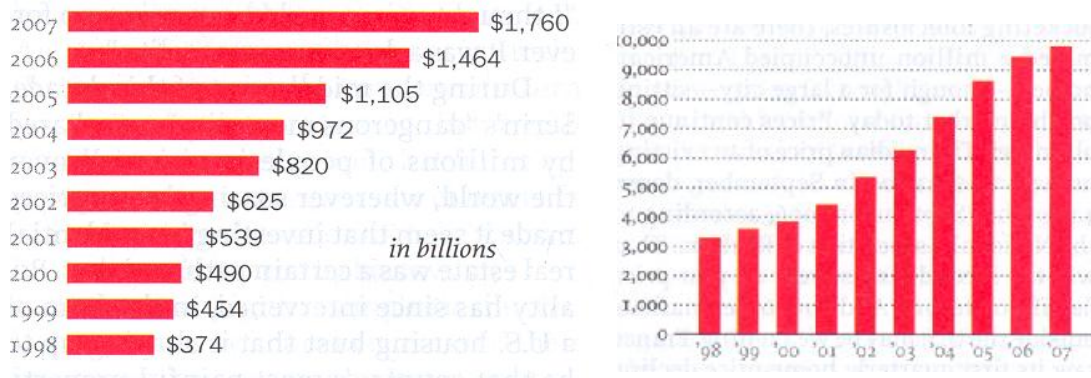
Ευρώπη, άρα η μεγάλη πλειοψηφία των κεφαλαίων είναι συγκεντρωμένη στις δύο ηπείρους.

Στα αμοιβαία κεφάλαια ο ρόλος των αναπτυξιακών αμοιβαίων, δηλαδή εκείνων που επενδύουν κυρίως σε μετοχές, αυξήθηκε σημαντικά, για παράδειγμα στην Ευρώπη από 25% του συνόλου των υπό διαχείριση κεφαλαίων το 1995 σε 48% του συνόλου στο τέλος Μαρτίου 2007. Στην κατανομή των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών, το κομμάτι των τραπεζικών καταθέσεων έχει περιοριστεί κάτω του 40% του συνόλου στις κυριότερες ευρωπαϊκές χώρες, με το χαμηλότερο ποσοστό στην Ιταλία και το Ηνωμένο Βασίλειο, γύρω στο 25% του συνόλου, έναντι ποσοστού πάνω από 50% πριν 15 χρόνια

Τα hedge funds, επενδυτικοί οίκοι αντισταθμιστικών κεφαλαίων, αποτελούν εκλεκτικές επενδυτικές κοινοπραξίες περιορισμένης ευθύνης (Limited Partnerships), με έδρα το εξωτερικό, κυρίως για φορολογικούς και ελεγκτικούς λόγους. Είναι δηλαδή εγκατεστημένοι σε εξωχώριες (offshore) δικαιοδοσίες, όπως οι Μπαχάμες και οι Ολλανδικές Αντίλλες.

Ο διαχειριστής του hedge fund είναι ο γενικός συνέταιρος (general partner) και οι επενδυτές είναι οι σύνεταροι περιορισμένης ευθύνης (limited partners). Συνήθως, και ο διαχειριστής είναι επίσης περιορισμένος σύνεταρος διότι και αυτός επενδύει μέρος ή όλο το κεφάλαιό του μέσω των υπό διαχείριση κεφαλαίων του hedge fund. Το 1990 υπήρχαν λιγότερα από 1.000 hedge funds, ενώ δέκα χρόνια αργότερα, το 2000, ο αριθμός τους έφτασε τις 4.000 (Σαρρής, 2004). Στο τέλος του 1993, τα υπό διαχείριση κεφάλαια των Hedge Funds ανέρχονταν μόλις στο 4% των κεφαλαίων που διαχειρίζονταν τα αμοιβαία κεφάλαια, ενώ μέχρι το 2005, αυτό το ποσοστό είχε αυξηθεί

στο 10%. Το 2007 το ενεργητικό του κλάδου των hedge funds είχε ανέλθει στα \$1,7 τρισεκατομμύρια διαχειριζόμενο από 10.000 περίπου ενεργές εταιρείες του κλάδου<sup>21</sup>.



**Σχήμα 2-13:** Υπό Διαχείριση Κεφάλαια και Αριθμός των Hedge Funds

Boston (2007)

Από το προαναφερθέν ποσό, υπολογίζεται ότι περίπου το 44% προέρχεται από άτομα με ιδιαίτερα υψηλή καθαρή θέση, το 24% από ειδικά χαρτοφυλάκια επενδυμένα σε μια σειρά από hedge funds, τα λεγόμενα funds of hedge funds, το 15% από θεσμικούς επενδυτές, το 9% από συνταξιοδοτικά ταμεία και το υπόλοιπο 8% από κληροδοτήματα και ιδρύματα<sup>22</sup>.

Ένα σημαντικό χαρακτηριστικό των αγορών των hedge funds είναι η ραγδαία ανάπτυξη της Ασιατικής αγοράς hedge funds, σε σύγκριση με την αντίστοιχη αμερικανική και ευρωπαϊκή. Συγκεκριμένα, ο αριθμός των Ασιατικών hedge funds έχει

<sup>21</sup> Boston, W. (2007). "Which Way Out? Time. November 12, pp. 46-47

<sup>22</sup> Βασσάλου, Μ. (2008). Hedge Funds: Προϊόντα για Ριψοκίνδυνους Επενδυτές [online].  
 Διαθέσιμο από: [http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w\\_articles/economyagor/1\\_13/08/2006\\_194111](http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles/economyagor/1_13/08/2006_194111)

τετραπλασιαστεί στα 700 από το έτος 2002, ενώ ο αριθμός των υπό διαχείριση κεφαλαίων έχει δεκαπλασιαστεί και υπολογίζεται ότι υπερβαίνει τα \$120 δισ.<sup>23</sup>. Βέβαια, το μέγεθος της ασιατικής αγοράς υστερεί ακόμη στη σύγκριση με την αμερικανική και την ευρωπαϊκή αγορά. Αυτή την σημαντικότερη αύξηση τροφοδότησε κυρίως ο επενδυτικός ενθουσιασμός για τις αναδυόμενες αγορές που έχουν εμφανίσει δυναμική πορεία τα τελευταία χρόνια.

## **2.8 ΤΑ PRIVATE EQUITIES**

Το private equity είναι ένα ιδιωτικό κεφάλαιο μετοχικών συμμετοχών (ΙΚΜΣ), το οποίο αγοράζει πλειοψηφικές συμμετοχικές, ή και όλο το μετοχικό κεφάλαιο, μιας επιχείρησης που αντιμετωπίζει σοβαρά χρηματοοικονομικά προβλήματα<sup>24</sup>. Στη συνέχεια το εν λόγω κεφάλαιο προβαίνει σε αντικατάσταση της διοίκησης της προβληματικής επιχείρησης, σε αναδιάρθρωση και αναδιοργάνωση αυτής, την εξυγιαίνει και την επαναφέρει στην κερδοφορία με τελικό στόχο να την πωλήσει με δημόσια προσφορά προκειμένου η πώληση να αποφέρει σημαντικά κέρδη στο κεφάλαιο .

Τα τελευταία χρόνια, τα private equity funds έχουν συγκεντρώσει τεράστια κεφάλαια που εκτιμώνται σε 750 δισεκατομμύρια δολάρια. Με δεδομένο ότι οι εξαγορές στις οποίες προβαίνουν χαρακτηρίζονται από υψηλή μόχλευση (high leverage) – βασίζονται δηλαδή σε δανειακά κεφάλαια υπερπολλαπλάσια των κεφαλαίων που τοποθετούν – η αγοραστική τους δύναμη υπολογίζεται σε 7 τρισεκατομμύρια δολάρια.

---

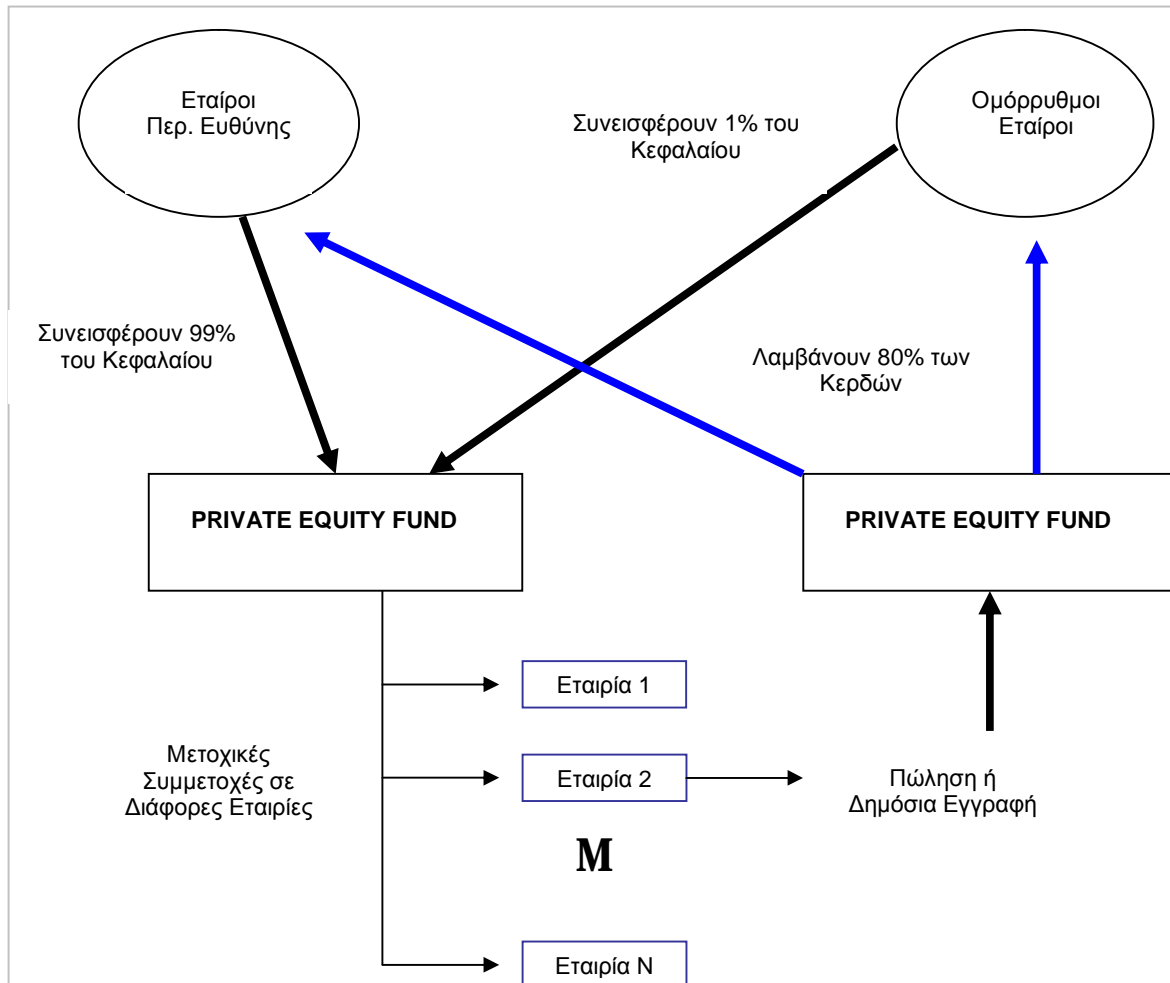
<sup>23</sup> Lockett, D. (1984). Money and Banking. 3<sup>rd</sup> ed. McGraw-Hill International Editions.

<sup>24</sup> [http://www.ine.otoe.gr/UplDocs/ekdoseis/leksiko/lexiko\\_P.pdf](http://www.ine.otoe.gr/UplDocs/ekdoseis/leksiko/lexiko_P.pdf)

Μόνο στο διάστημα Μάρτιος 2006 – Μάρτιος 2007 τα δάνεια υψηλής μόχλευσης για εξαγορές ανήλθαν σε 1,4 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Τα γνωστά ιδιωτικά κεφάλαια μετοχικών συμμετοχών είναι: α) το Blackstone Group με έδρα τη Νέα Υόρκη και με υπό διαχείριση κεφάλαια \$32 δισεκατομμύρια β) το KKR (Kohlberg Kravis Roberts) με έδρα τη Νέα Υόρκη και με υπό διαχείριση κεφάλαια 25 δισεκατομμύρια δολάρια γ) το Carlyle Group με έδρα την Ουάσινγκτον και με υπό διαχείριση κεφάλαια 25 δισεκατομμύρια δολάρια δ) το Permira Funds με έδρα τη Φραγκφούρτη και με υπό διαχείριση κεφάλαια 20 δισεκατομμύρια δολάρια και ε) το Texas Pacific Group με έδρα το Σαν Φραντσίσκο και με υπό διαχείριση κεφάλαια πάνω από 20 δισεκατομμύρια δολάρια.

Η νομική μορφή ενός ιδιωτικού κεφαλαίου μετοχικών συμμετοχών είναι η ομόρρυθμη εταιρία. Σύμφωνα με τους Brealey and Myers (2000: 991) η διαδικασία δημιουργίας μιας εταιρίας ιδιωτικών μετοχικών συμμετοχών παρουσιάζεται στο ακόλουθο σχήμα:



**Σχήμα 2.14:** Η Δημιουργία ενός Private Equity Fund

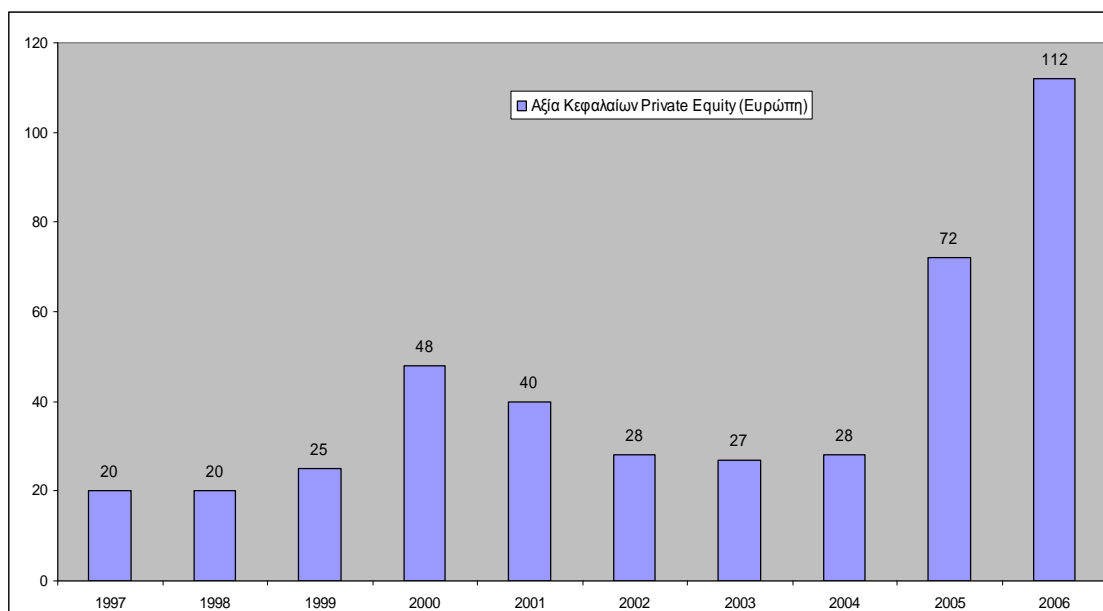
Πηγή: Brealey and Myers (2000: 991)

Στην πρώτη φάση λοιπόν της επένδυσης, οι ομόρρυθμοι εταίροι (general partners), οι οποίοι έχουν συνεισφέρει μέχρι και το 1% του κεφαλαίου της εταιρίας, διοικούν το ιδιωτικό κεφάλαιο, ενώ οι περιορισμένης ευθύνης εταίροι (limited partners), οι οποίοι έχουν συνεισφέρει την συντριπτική πλειονότητα των κεφαλαίων που απαιτούνται για την λειτουργία του ΙΚΜΣ, είναι, κατά κύριο λόγο τα συνταξιοδοτικά

ταμεία, τα τραπεζικά ιδρύματα, οι ασφαλιστικές εταιρίες και αρκετά πλούσια άτομα (Σχήμα 2.10).

Εν συνεχεία, οι ομόρρυθμοι εταίροι αναζητώντας εταιρίες, στις οποίες θα επενδύσουν, δημιουργούν ένα χαρτοφυλάκιο εταιριών, αποτελούμενο από συμμετοχές του ιδιωτικού κεφαλαίου σε αυτές. Συνήθως, το σύνολο των συμμετοχών του ιδιωτικού κεφαλαίου κυμαίνεται μεταξύ 15 και 25 εταιριών, ενώ η κάθε συμμετοχή δεν υπερβαίνει το 10% των συνολικών υποχρεώσεων. Οι ομόρρυθμοι εταίροι εστιάζουν την προσοχή τους σε κακοδιοικούμενες εταιρίες, την διοίκηση των οποίων επιθυμούν να αναδιαμορφώσουν προκειμένου να τις καταστήσουν κερδοφόρες κατά την χρονική στιγμή της πώλησης ή της δημόσιας εγγραφής των.

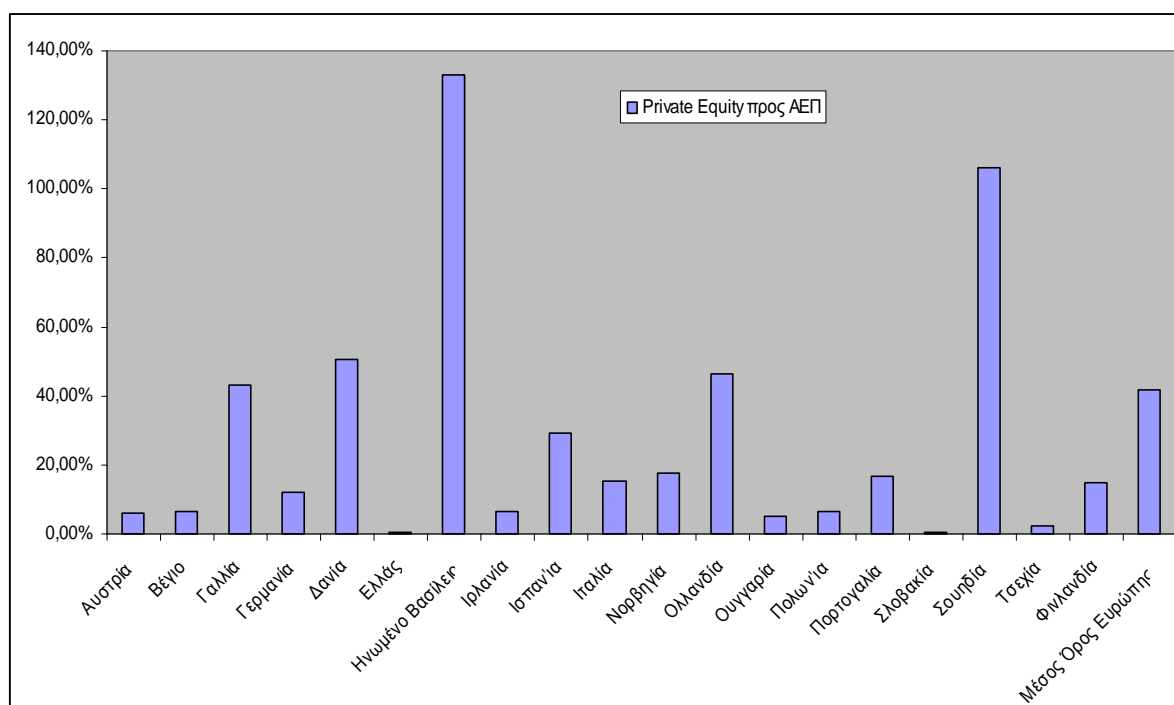
Στο παρακάτω σχήμα παρουσιάζουμε την διαχρονική εξέλιξη του μεγέθους των private equity funds, στην Ευρώπη, κατά την περίοδο 1997-2006.



**Σχήμα 2.15:** Η Αξία των Private Equity Στην Ευρώπη (σε €δισ)

Πηγή: EVCA/Thomson Financial/PricewaterhouseCoopers<sup>25</sup>

Από τα στοιχεία του παραπάνω σχήματος υπολογίζουμε ότι από το 1997 μέχρι και το 2006, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης των συγκεντρωθέντων υπό των Private equity funds κεφαλαίων ήταν 21,10%. Εν συνεχεία, στο παρακάτω σχήμα παρουσιάζουμε την αξία των private equity ως ποσοστό του ΑΕΠ σε μια σειρά από ευρωπαϊκές χώρες.



**Σχήμα 2.16:** Private Equity ως Ποσοστό του ΑΕΠ 2004

Βλέπουμε λοιπόν ότι μόνο στο Ηνωμένο Βασίλειο και στην Σουηδία η αξία των private equity ξεπερνά το 100% του ΑΕΠ. Από την άλλη η αντίστοιχη αξία στην Ελλάδα βρίσκεται στο 0,50%, φέρνοντας έτσι την χώρα στην προτελευταία θέση της κατάταξης 19 ευρωπαϊκών χωρών.

<sup>25</sup> Stock market index historical data:  
<http://www.jiskha.com/om/trading/stock%20market%20index%20historical%20data.html>  
[http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_21\\_art\\_35\\_att\\_1134.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_35_att_1134.pdf)



## **2.9 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Σε σχέση με τη χρηματοδότηση και τη λειτουργία των επιχειρήσεων, θα προσπαθήσουμε στη παρούσα ενότητα να δούμε τις δράσεις που έγιναν αλλά και που γίνονται προκειμένου να χαλιναγωγηθεί η κατάσταση και να μπουν κάποιοι περιορισμοί. Συγκεκριμένα οι τράπεζες και οι κυβερνήσεις αντιμετώπισαν τη κρίση μέσα από εγγυημένα δάνεια σ' επιχειρήσεις. Η κρίση του 2008 επέφερε μεγάλο χτύπημα στο καλά δουλεμένο σύστημα που αναφερόταν στη διεθνοποίηση της παγκόσμιας αγοράς και ήταν απόρροια του Bretton Woods<sup>26</sup>.

Η κρίση χτύπησε όλες τις Ευρωπαϊκές Οικονομίες. Ο λόγος αναφερόταν στο ότι οι τράπεζες έδιναν δάνεια χωρίς πολλές εγγυήσεις με στόχο να εισπράττουν τα μεγάλα επιτόκια. Το αποτέλεσμα ήταν ο υπερδανεισμός και η χρεοκοπία πολλών ειδικά μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων. Η Αμερικανική Κυβέρνηση έδρασε μέσα από αγορές υποθηκών και εξασφαλίσεις σε δανειζόμενους.

---

<sup>26</sup> Lyhus R.,(2008), How to win the Crises, McKinsey, pp.1-10

Οι κυβερνήσεις στη προσπάθεια τους ν' ανατρέψουν τη κατάσταση αύξησαν τους φόρους, πράγμα που μπορεί να επέφερε κέρδη στις εθνικές οικονομίες, αλλά οδήγησε στη χρεοκοπία πολλές επιχειρήσεις.

Ο τραπεζικός δανεισμός μείωσε τη καταναλωτική ικανότητα της αγοράς, μείωσε τη δυναμική των τραπεζών οι οποίες δεν εισέπρατταν τους τόκους, μείωσε την εισροή φόρων για τις κυβερνήσεις, οι οποίες δεν μπορούσαν να είχαν πόρους να επενδύσουν στη υγεία, στη παιδεία, στις υποδομές κ.λ.π

Οι επιχειρήσεις επιδίωξαν να βρουν άλλες πηγές δανεισμού με λιγότερο ρίσκο . Άλλαξαν το επιχειρησιακό τους μοντέλο εστιάζοντας σε ποιο ευέλικτη παραγωγική διαδικασία, μειώνοντας τους δανεισμούς, μικραίνοντας το κύκλος ζωής των προϊόντων τους κ.λ.π. Το πρόβλημα όμως ήταν και είναι η ανταγωνιστικότητα μεταξύ των κρατών σ' όλα τα επίπεδα η οποία επιδείνωσε τη κρίση. Ένας βασικός λόγος στη συγκεκριμένη αδυναμία των εταιρειών ήταν η αποτυχία του μοντέλου της παγκοσμιοποίησης αλλά και οι μη σκεπτόμενες αποφάσεις τους σ' όλα τα επίπεδα. Επιπροσθέτως επιβαρυντικές ήταν και οι υψηλές στοχοθετήσεις των επιχειρήσεων οι οποίες οδήγησαν σε πωλήσεις χωρίς αντίκρισμα. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα μεγάλα και μη καλυπτόμενα οικονομικά ανοίγματα.

Οι τράπεζες σταματάνε να δίνουν δάνεια και αυξάνουν τα επιτόκια των δανείων που έχουν δώσει. Τα νοικοκυριά δυσκολεύονται να πληρώσουν τις δόσεις των στεγαστικών, των καρτών κτλ. Οι τράπεζες αρχίζουν να κατάσχουν τα σπίτια και τα αυτοκίνητα, και τα νοικοκυριά περιορίζουν την κατανάλωσή τους γιατί δεν έχουν χρήματα. Ταυτόχρονα οι τράπεζες διακόπτουν τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων ή τους αυξάνουν τα επιτόκια.

Οι επιχειρήσεις δυσκολεύονται να πληρώσουν και κάνουν απολύσεις. Ταυτόχρονα έχουν μειωθεί οι πωλήσεις τους επειδή τα νοικοκυριά μείωσαν την κατανάλωση. Τα κέρδη τους περιορίζονται και περνάνε σε ζημιές. Αρχίζουν τις απολύσεις και τη μείωση μισθών, ενώ πολλές κλείνουν.

Όσοι χάνουν τη δουλειά τους δεν έχουν εισόδημα για να καταναλώσουν ούτε για να πληρώσουν τα δάνειά τους. Η μείωση της κατανάλωσης συνεχίζεται προκαλώντας νέα κλεισίματα επιχειρήσεων και νέα προβλήματα στις τράπεζες, που συνεχίζουν να περιορίζουν τα δάνεια και ούτω καθ' εξής. Αυτό είναι το πέρασμα της κρίσης από τις τράπεζες στην πραγματική οικονομία και στα νοικοκυριά<sup>27</sup>.

Από ότι λένε όλοι οι οικονομολόγοι παγκοσμίως κανένας δεν γνωρίζει πού φτάνουν οι ζημιές. Όλα εξαρτώνται πλέον από τις αποφάσεις των ηγετών της Ευρώπης, των ΗΠΑ, της Κίνας και της Ρωσίας. Οι άνθρωποι αυτοί θα πρέπει να αποφασίσουν τι και ποιους θα θυσιάσουν για να σώσουν τις οικονομίες τους. Είναι αποφάσεις δύσκολες και με μεγάλο κόστος για όλους. Οι περισσότεροι πάντως πιστεύουν ότι έχουμε αρκετούς μήνες μπροστά μας ώσπου να αντιληφθούμε το βάθος της κρίσης και να βγάλουμε συμπεράσματα για τη διάρκειά της. Ποιο είναι το πιο αισιόδοξο σενάριο. Το πιο αισιόδοξο σενάριο είναι να αποδώσουν τα μέτρα των κυβερνήσεων και να αποκατασταθεί η ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος. Αν αυτό συμβεί, οι τράπεζες θα αρχίσουν να χρηματοδοτούν ξανά την παγκόσμια οικονομία και η ισορροπία θα αποκατασταθεί σχετικά σύντομα.

---

<sup>27</sup> Ανδρανόπουλος Α., (2008), Η κρίση χτυπά τα χρηματιστήρια, Ανάκτηση στις 5-5-2009 από <http://e-rooster.gr/10/2008/967>

Το πιο απαισιόδοξο σενάριο είναι να μην αποδώσουν τα μέτρα διότι οι ζημιές θα είναι πολύ μεγαλύτερες από αυτά που μπορούν να δώσουν οι κυβερνήσεις, να συνεχιστεί η κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος, η απαξίωση όλων των αξιών να οδηγήσει σε απώλειες περιουσιών, σε μαζικό κλείσιμο επιχειρήσεων και σε μεγάλα διψήφια ποσοστά ανεργίας. Μια νομισματική κρίση που θα απαξιώνε το χρήμα θα έφερνε την ολοκληρωτική καταστροφή της παγκόσμιας οικονομίας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### 3.1 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

#### 3.1.1 ΤΟ ΧΡΟΝΙΚΟ ΤΗΣ ΚΑΤΑΡΡΕΥΣΗΣ

Η Ελλάδα, μετά την Επανάσταση του '21, χρειάστηκε χρήματα για την οικονομική και εδαφική της ανεξαρτοποίησης. Τα κατοχικά ή "λυστρικά" δάνεια του 1824 είναι γεγονός. Η Αγγλία δανείζει στην Ελλάδα χρήματα για την αγορά όπλων στόλου και πολεμοφοδίων. Τα χρήματα αυτά χρησιμοποιούνται από τις τότε πολιτικές δυνάμεις για την εξυπηρέτηση των στόχων τους και των κομματικών επικρατήσεων. Από το ύψος 4.000.000 Ε μόνο το 20% (περίπου 600.000 Ε ) φτάνουν στην Ελλάδα με σκοπό την επικράτηση του πολιτικού σχεδιασμού του Κουντουριώτη ,τα χρήματα δεν επιστράφηκαν ποτέ. Αυτή είναι και η πρώτη χρεοκοπία του έθνους.

Όταν ο Καποδίστριας το 1843 προσπάθησε να μοιράσει την εδαφική ελεύθερη ακεραιότητα σε μικροκαλλιεργητές για την ανάπτυξη της αγροτικής παραγωγής, οι Άγγλοι πιστωτές τον εμπόδισαν. Η Ελλάδα σταματά την πληρωμή των χρεών της και οδηγείτε σε μία ..... διαδικασία. Οι συνέπειες δεν φαίνονται γιατί την ελεύθερη χώρα η Ελλάδα δεν είχε ούτε 30 χρόνια ζωής, ταυτόχρονα τα οικονομικά της είναι είδη άσχημα. Όταν ο Όθωνας ήρθε στην Ελλάδα έφερε "πρόικα" 60.000.000 φράγκα. Τα χρήματα αυτά δεν έφτασαν για την αποπληρωμή του δανείου και την εφαρμογή της πολιτικής του Όθωνα. Ο βασιλιάς το 1862 επιβάλλει οικονομικό έλεγχο παρουσίας των χρεωστών μας για τον έλεγχο των οικονομικών του κράτους και την καταβολή των χρημάτων τους.

Το 1868 η Ελλάδα προετοιμάζετε για πόλεμο στην πλευρά της βαλκανικής. Χρήματα, στρατός και στόλος εξηπηρετούνται πάλι από τους ξένους εταίρους. Η μεγένθυση του χρέους σε συνδιασμό με τις μικρές παραγωγές των αγροτικών προϊόντων οδηγεί στην 3η χρεοκοπία (1893) με την φράση του Χαρίλαου Τρικούπη: 'Δυστυχώς, επτωχεύσαμεν!' Ο Χ. Τρικούπης σε εκείνη τη φράση συνεχίζει την καταβολή μισθών και συντάξεων , ενώ σταματά να εξυπηρετεί προσωρινά τους δανειστές, προσαρμόζοντας στο χρέος την Ελλάδα ένα "κούρεμα" , όπως θα λέγαμε σήμερα ύψους 35% σε όλους όσους είχαν ελληνικά ομόλογα.

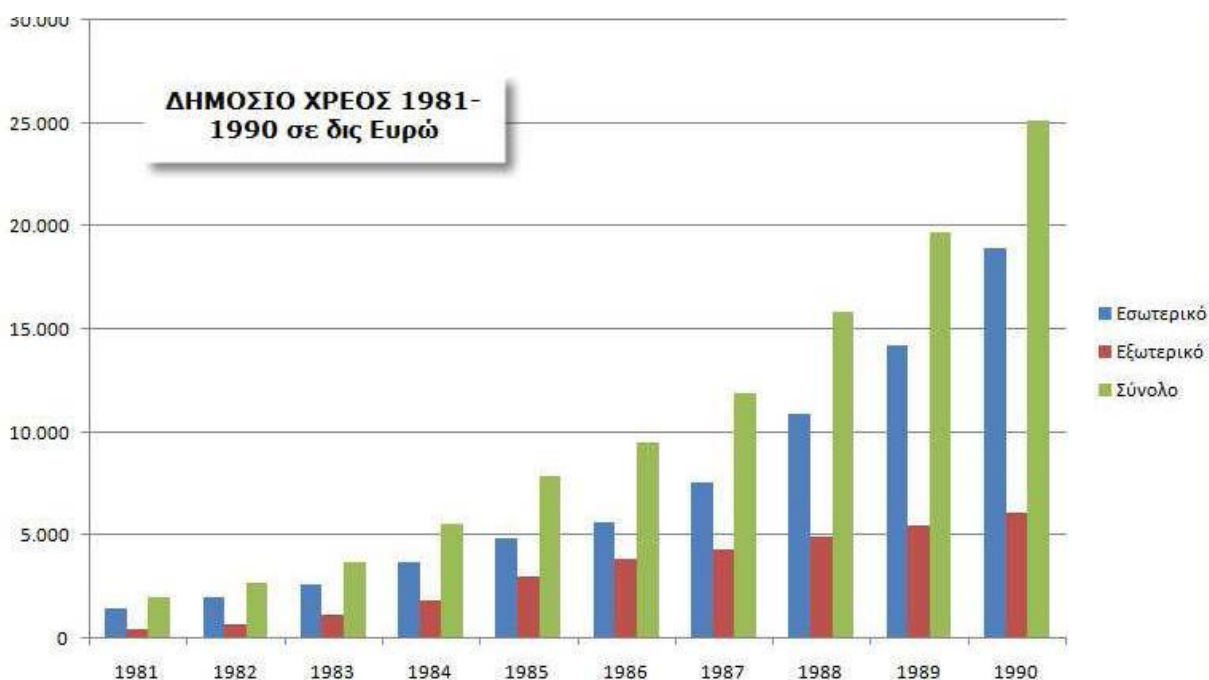
Μετά τον καταστροφικό πόλεμο του 1897 η Ελλάδα αδυνατεί να συνεχίσει να πληρώνει τους δανειστές, οι οποίοι επιβάλλουν οικονομικό έλεγχο για την καταβολή των χρεών τους. Το ελληνικό κράτος δεν μπορεί να δαπανήσει όπως αυτό θέλει, και ταυτόχρονα οι πόροι των τελωνείων χρησιμοποιούνται για την εξυπηρέτηση του χρέους. Είναι ο πρώτος εξορθολογισμός της δημόσιας διοίκησης που επιβάλλεται στην

Ελλάδα. Το ελληνικό κράτος εξυπηρετεί τα υπάρχοντα δάνεια, αλλά δεν μπορεί να συνάψει άλλα. Τότε ιδρύεται η πρώτη τράπεζα, η Τράπεζα της Ελλάδος που μέσω αυτής η Ελλάδα ξεκινά να δανείζεται από το εξωτερικό.

1928: Ο Ελ. Βενιζέλος δανίζεται από τις ξένες τράπεζες για την αναπτυξιακή της Ελλάδος από το City του Λονδίνου. Τα αναπτυξιακά έργα βοηθούν το πρώτο (ά) εξάμηνο και οι πρώτες και πολλές θέσεις εργασίας είναι γεγονός. Ένα χρόνο αργότερα όμως ξεσπά το κράχ του '29 και οι ευρωπαϊκές τράπεζες, μαζί με την τράπεζα της Ελλάδος χρεοκοπούν. Το "δυστυχώς, επτωχεύσαμεν" του Τρικούπη αλλάζει χείλη αλλά όχι κανόνες και οδηγεί στο "τελίκως, επτωχεύσαμεν" του Βενιζέλου, το 1932. Ήταν η τελευταία φορά που η λέξη χρεοκοπία ακούστηκε από στόμα πολιτικού.

Η Ελλάδα μέχρι και το 1962 θα καταφέρει να ρυθμίσει τις οφειλές από όλα τα δάνεια που είχε πάρει, κατοχικά, προπολεμικά και τα δάνεια του Όθωνα. Η ανάπτυξη και η ευημερία θα έρθουν μαζί με τις θέσεις εργασίας και την οικονομική άνθιση του εμπορίου και της παραγωγής μέχρι τα τέλη του '70.

Οι εποχές που ακολουθούν είναι δισοιώνες. Χαρακτηριστικό για τον τρόπο που αυξήθηκε το δημοσιο χρέος, τα χρόνια που ακολούθησαν, αποτελεί ο παρακάτω πίνακας.



## 3.2 Ορισμός δημόσιου χρέους

Δημόσιο χρέος είναι το μέγεθος που αναφέρεται στον υφιστάμενο δανεισμό του Δημοσίου σε δεδομένο χρονικό σημείο. Γενικά, το χρονικό σημείο αναφοράς είναι το τέλος κάθε χρόνου. Το δημόσιο χρέος δημιουργείται με τον δημόσιο δανεισμό, ο οποίος συνιστά ένα από τα μέσα χρηματοδότησης των δημοσίων δαπανών. Υπάρχουν και άλλοι τρόποι, όπως η φορολογία και παλιότερα η έκδοση νέου χρήματος (μέτρο, το οποίο καταργήθηκε με την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ).

Το δημόσιο χρέος είναι χρήμα το οποίο κατέχεται από οποιοδήποτε διοικητικό επίπεδο. Είτε πρόκειται για κεντρική κυβέρνηση, είτε για ομοσπονδιακή κυβέρνηση, είτε για δημοτική ή για τοπική. Το ετήσιο δημοσιονομικό έλλειμμα, ωστόσο, αναφέρεται στη διαφορά μεταξύ των εσόδων και των δαπανών της κυβέρνησης. Οι κυβερνήσεις συνήθως δανείζονται από την έκδοση κινητών αξιών, κρατικά χρεόγραφα και γραμμάτια. Λιγότερο χώρες φερέγγυους ενίοτε δανείζονται απευθείας από υπερεθνικά όργανα. Ορισμένοι θεωρούν το σύνολο των υποχρεώσεων της κυβέρνησης, συμπεριλαμβανομένων των μελλοντικών πληρωμών, των συντάξεων και των πληρωμών για αγαθά και υπηρεσίες που η κυβέρνηση έχει συνάψει αλλά δεν έχουν ακόμη καταβληθεί, ως δημόσιο χρέος.

### 3.2.α. Το ποσοστό του δημόσιου χρέους

Το ποσοστό του δημοσίου χρέους προκύπτει αν διαιρέσουμε το Χρέος προς το ΑΕΠ της χρονιάς και το πολλαπλασιάσουμε με το 100.

$$\text{Ποσοστό Χρέους} = (\text{Δημόσιο Χρέος} / \text{ΑΕΠ}) * 100$$

### 3.2.β. Η ευρύτητα της έννοιας “δημόσιο χρέος”

Το πρώτο ζήτημα που παρουσιάζεται σχετικά αφορά το περιεχόμενο του όρου «δημόσιο» και κατά πόσο αυτός χρησιμοποιείται με την εθνικολογική έννοια της γενικής κυβέρνησης, δηλαδή περιλαμβάνει μόνο την κεντρική διοίκηση ή την κεντρική

κυβέρνηση, την τοπική αυτοδιοίκηση, τους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης και τα νομικά πρόσωπα δημόσιου δικαίου ή χρησιμοποιείται με την έννοια του ευρύτερου δημόσιου τομέα, οπότε περιλαμβάνονται και οι δημόσιες επιχειρήσεις. Η χρησιμοποίηση του όρου 'δημόσιο χρέος' με την έννοια του χρέους του δημόσιου τομέα παρέχει μια περισσότερο αξιόπιστη εικόνα του συνολικού δημόσιου δανεισμού, γιατί, ως γνωστόν, τμήμα των εσόδων των δημόσιων επιχειρήσεων προέρχεται από επιχορηγήσεις του τακτικού προϋπολογισμού και του προγράμματος δημόσιων επενδύσεων. Τα έσοδα αυτά επηρεάζουν το μέγεθος της δαπάνης της κεντρικής διοίκησης ή της γενικής κυβέρνησης και επομένως και το μέγεθος των ελλειμμάτων και του χρέους των φορέων αυτών.

Στο μέτρο όμως που οι δημόσιες επιχειρήσεις χρηματοδοτούν τις ανάγκες τους σε κεφάλαια με εξωτερικό ή εσωτερικό δανεισμό, ο δανεισμός αυτός δεν επηρεάζει μεν το μέγεθος της δαπάνης της κεντρικής διοίκησης ή της γενικής κυβέρνησης-και κατά συνέπεια και το χρέος αυτών-, αυξάνει όμως το χρέος των δημόσιων επιχειρήσεων.

Τυχόν αναφορά μόνο στο χρέος της κεντρικής διοίκησης θα αγνοούσε τον τυχόν δανεισμό των δημόσιων επιχειρήσεων, μέρος του οποίου αποτελεί εν δυνάμει έλλειμμα της κεντρικής διοίκησης, αφού συχνά οι δημόσιες επιχειρήσεις αδυνατούν αν εξυπηρετήσουν τα δάνεια τους, που είναι εγγυημένα από το Δημόσιο, τα οποία όταν καταπίπτουν επιβαρύνουν τον κρατικό προϋπολογισμό για την εξόφλησή τους. Εξάλλου, όχι σπάνια, μέρος του χρέους του δημοσιοεπιχειρηματικού τομέα μεταφέρεται στο χρέος της κεντρικής διοίκησης.

Στις διεθνείς όμως συγκρίσεις, εξαιτίας τόσο της ανεπάρκειας των στατιστικών στοιχείων, τα οποία είναι σχετικά περιορισμένα ακόμα και στις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας οι οποίες έχουν αναπτυγμένα οικονομικά συστήματα, αλλά κυρίως εξαιτίας των διαφορών ως προς τον ορισμό των δημόσιων επιχειρήσεων, η χρησιμοποίηση του όρου δημόσιο χρέος με την έννοια του χρέους της γενικής κυβέρνησης φαίνεται ότι είναι η περισσότερο ενδεδειγμένη, δεδομένου ότι εξασφαλίζει σχετική συγκρισιμότητα μεταξύ των διαφόρων χωρών και συνέπεια με το σύστημα των εθνικών λογαριασμών.



### **3.2.γ. Καθαρό και ακαθόριστο δημόσιο χρέος**

Ένα δεύτερο ζήτημα που παρουσιάζεται αφορά τη διάκριση μεταξύ ακαθόριστου και καθαρού δημόσιου χρέους. Το καθαρό χρέος του ευρύτερου δημόσιου τομέα προκύπτει από το ακαθόριστο χρέος του, δηλαδή το σύνολο των χρηματικών υποχρεώσεων του, αφού αφαιρεθούν τα διαθέσιμα, ρευστά και καταθέσεις όψεως και προθεσμίας, των δημόσιων επιχειρήσεων και οργανισμών. Παρόλα αυτά, το ακαθόριστο δημόσιο χρέος παραμένει χρήσιμη έννοια, γιατί σχετίζεται άμεσα με το ύψος των δαπανών εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους (κυρίως χρεολύσια και τόκοι), οι οποίες αποτελούν μια από τις σημαντικότερες όψεις του προβλήματος του δημόσιου χρέους.

### **3.2.δ. Εσωτερικό και εξωτερικό χρέος**

Ανάλογα με την προέλευση του, το δημόσιο χρέος διακρίνεται σε εσωτερικό, έναντι δανειστών στο εσωτερικό της χώρας και εξωτερικό, οφειλόμενο σε ξένους δανειστές. Το εξωτερικό δημόσιο χρέος διαφέρει από το χρέος σε συνάλλαγμα, γιατί το δεύτερο εκτός από το εξωτερικό δημόσιο χρέος, περιλαμβάνει και τα εσωτερικά δάνεια που έχουν εκδοθεί σε ξένο νόμισμα και το κράτος έχει αναλάβει τη σε ξένο νόμισμα εξυπηρέτησή τους. Στο εξωτερικό δημόσιο χρέος περιλαμβάνεται μέρος μόνο των δανείων του Δημοσίου που έχουν εκδοθεί με ασφαλιστικές ρήτρες ευρώ ή νομισμάτων άλλων χωρών.

Καταρχήν, τα κεφάλαια του εξωτερικού δανεισμού αντιπροσωπεύουν ξένη αποταμίευση, ενώ τα κεφάλαια του εσωτερικού δανεισμού αντιπροσωπεύουν ημεδαπή αποταμίευση. Ιδιαίτερη έκταση όμως έχει λάβει τελευταία η βοήθεια που προσέφερε στην ελληνική κυβέρνηση τα τελευταία χρόνια η Goldman Sachs με σκοπό αφετέρου να μπορέσει η χώρα μας να εισέλθει στην ζώνη του ευρώ και αφετέρου να καταφέρει να διατηρηθεί σε αυτήν. Μεταξύ άλλων, τονίζεται ότι τακτικές της Wall Street, ανάλογες με αυτές που οδήγησαν στην κρίση των δανείων υψηλού κινδύνου (subprime) στην Αμερική, επιδεινώνουν την οικονομική κρίση, κλονίζουν την Ελλάδα και υπονομεύουν το ευρώ, διευκολύνοντας τις ευρωπαϊκές κυβερνήσεις να κρύψουν τα διογκούμενα χρέη τους. Η Wall Street, όπως επισημαίνεται, δεν δημιούργησε το

πρόβλημα των χρεών της Ευρώπης, ωστόσο οι τραπεζίτες της διευκόλυναν την Ελλάδα και άλλους να δανειστούν πέρα από τις δυνατότητές τους, με απόλυτα νόμιμες συμφωνίες και να κρύψουν τα συσσωρευμένα χρέη τους. Όπως σωστά ανησυχούν οι παγκόσμιες αγορές για την Ελλάδα, τα αρχεία και συνεντεύξεις δείχνουν ότι με τη βοήθεια της Wall Street, το έθνος μας μπήκε σε μια δεκαετή προσπάθεια να κουκουλώσει το χρέος του και να παραμείνει στα ευρωπαϊκά όρια. Μία συμφωνία που δημιουργήθηκε από την Goldman Sachs βοήθησε σκοτεινή συκάλυψη δισεκατομμυρίων χρεών από τον εποπτικό προϋπολογισμό των Βρυξελλών.

Ακόμη και τώρα καθώς το τέλος της κρίσης πλησιάζει, οι τράπεζες αναζητούν τρόπους για να βοηθήσουν την Ελλάδα να αποφύγει την μέρα της κρίσης. Στις αρχές Νοεμβρίου - τρεις μήνες πριν η Αθήνα γίνει το επίκεντρο της παγκόσμιας οικονομικής ανησυχίας - μια ομάδα από την Goldman Sachs έφτασε στην χώρα μας με μια πολύ μοντέρνα πρόταση για μια κυβέρνηση που αγωνίζεται να πληρώσει τους λογαριασμούς της. Οι τραπεζίτες, με επικεφαλής τον πρόεδρο της Goldman, Gary D. Cohn, χρησιμοποίησαν ένα χρηματοδοτικό μέσο που θα ωθήσει το χρέος από το σύστημα υγείας στην Ελλάδα μακριά στο μέλλον. Είχε δουλέψει στο παρελθόν. Το 2001, λίγο αφότου η Ελλάδα εισήχθη στη νομισματική ένωση της Ευρώπης, η Goldman βοήθησε την κυβέρνηση αθόρυβα δανείζοντας της δισεκατομμύρια, σύμφωνα με ανθρώπους που γνωρίζουν καλά την εν λόγω συναλλαγή. Αυτή η συναλλαγή, η οποία κρατήθηκε κρυφή από τη δημόσια θέα, επειδή θεωρήθηκε ως νόμισμα συναλλαγών και όχι ως δάνειο, βοήθησε την Ελλάδα να τηρήσει τους κανόνες για την κάλυψη του ελλείμματος της Ευρώπης, συνεχίζοντας παράλληλα ως χώρα να δαπανά πάνω από τις δυνατότητές της.

Η Ελλάδα δεν αποδέχθηκε την τελευταία προσφορά της Goldman Sachs. Παρόλα ταυτά οι συναλλαγές της τελευταίας δεκαετίας θέτουν ερωτήματα για το ρόλο της Wall Street στο τελευταίο οικονομικό δράμα του κόσμου. Όπως και στην αμερικανική subprime κρίση και την κατάρρευση της American International Group, παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα έπαιξαν κάποιο ρόλο στην πορεία του ελληνικού χρέους. Χρηματοοικονομικά εργαλεία τα οποία αναπτύχθηκαν μέσα από την Goldman Sachs, την JPMorgan Chase και ένα ευρύ φάσμα άλλων τραπεζών επέτρεψαν

στους πολιτικούς να παρέχουν επιπλέον δανεισμό στην Ελλάδα, την Ιταλία και πιθανότατα και αλλού.

Σε δεκάδες συναλλαγές σε όλη την Ευρώπη, οι τράπεζες παρείχαν προκαταβολικά μετρητά με αντάλλαγμα μελλοντικές πληρωμές, με αυτές τις υποχρεώσεις να μένουν εκτός των επίσημων βιβλίων. Η Ελλάδα, για παράδειγμα, έδωσε ως αντάλλαγμα τους φόρους αεροδρομίου και τα έσοδα από τα τυχερά παιχνίδια στα επόμενα χρόνια. Οι επικριτές λένε ότι οι εν λόγω συμφωνίες, επειδή δεν καταγράφονται ως δάνεια, παραπλανούν τους επενδυτές και τις ρυθμιστικές αρχές σχετικά με το βάθος των υποχρεώσεων μιας χώρας. Μερικές από τις ελληνικές συναλλαγές έφεραν ονομασίες εμπνευσμένες από την ελληνική μυθολογία όπως Αίολος και Αριάδνη και στην ουσία αποτελούσαν «συγκαλυμμένα δάνεια» τα οποία όμως «δεν ήταν καταγεγραμμένα» ως τέτοια.

Η κρίση στην Ελλάδα παρουσιάζει την πιο σημαντική πρόκληση για την οικονομική ενότητα της Ευρώπης και το κοινό νόμισμά της, το ευρώ. Η χώρα είναι, κατά την αργκό των τραπεζών, πολύ μεγάλη για να της επιτραπεί να αποτύχει. Η Ελλάδα χρωστάει 300 δισεκατομμύρια δολάρια, και μεγάλες τράπεζες βρίσκονται στο άγκιστρο για μεγάλο μέρος αυτής της οφειλής. Μια ενδεχόμενη χρεοκοπία θα αντηχήσει σε όλη την υδρόγειο.

Οι πολιτικοί θέλουν «να περάσουν τη μπάλα προς τα εμπρός», και εάν μια τράπεζα μπορεί να τους δείξει έναν τρόπο για να μεταθέσουν ένα πρόβλημα για το μέλλον, τότε θα τον ακολουθήσουν. Η Wall Street δεν δημιούργησε το πρόβλημα του χρέους της Ελλάδας. Αλλά οι τραπεζίτες έδωσαν τη δυνατότητα στην Ελλάδα και σε άλλους να δανείζονται πάνω από τις δυνατότητές τους, σε συμφωνίες που ήταν απολύτως νόμιμες. Λίγοι κανόνες διέπουν τον τρόπο, με τον οποίο τα έθνη μπορούν να δανειστούν τα χρήματα που χρειάζονται για δαπάνες, όπως η στρατιωτική και η υγειονομική περίθαλψη. Η αγορά τίτλων δημοσίου χρέους, είναι τόσο απεριόριστη, όσο και τεράστια.

"Εάν μια κυβέρνηση θέλει να εξαπατήσει, μπορεί να εξαπατήσει», δήλωσε ο Garry Schinasi, ένας βετεράνος της μονάδας παρακολούθησης των κεφαλαίων του

Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, η οποία παρακολουθεί το θέμα ευπάθειας στις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές. Μπορεί η Ελλάδα να μην εκμεταλλεύτηκε την πρόταση της Goldman Sachs το Νοέμβριο του 2009, όμως είχε καταβάλει στην τράπεζα 300 εκατομμύρια ευρώ ως αμοιβή για το διακανονισμό του 2001, σύμφωνα με τραπεζίτες που γνωρίζουν το θέμα. Η Goldman Sachs εμφανίζεται στην αθηναϊκή σκηνή το 2002 με τον διακανονισμό μαζικών συναλλαγών swaps ώστε να μειωθεί το κόστος χρηματοδότησης του δημόσιου χρέους της χώρας. Η συμφωνία περιελάμβανε τότε swaps 5 δισ. συνδεδεμένων με το ελληνικό χρέος, ενώ ομόλογα αποτιμημένα σε γεν και δολάρια ανταλλάχθηκαν με ευρώ. Ο αμερικανικός όμιλος ανέλαβε πιστωτικό κίνδυνο ύψους 1 δισ. ευρώ, τον οποίο αντιστάθμισε με μια γερμανική τράπεζα, ενώ ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (ΟΔΔΗΧ) δαπάνησε 200 εκατ. ευρώ σε αμοιβές και προμήθειες. Το 2005, γράφουν οι «F.T.», το swap μεταφέρθηκε στην Εθνική Τράπεζα, η οποία έστησε ένα όχημα ειδικού σκοπού με το όνομα «Τίτλος» και μεταμόρφωσε το swap σε τιτλοποιημένο 20ετές ομόλογο.

### **3.2.ε. Βραχυπρόθεσμο, μεσομακροπρόθεσμο και πάγιο δημόσιο χρέος**

Μια άλλη κοινή διάκριση του δημοσίου χρέους είναι με βάση την διάρκεια αποπληρωμής. Έτσι το δημόσιο χρέος διακρίνεται i) σε βραχυπρόθεσμο, το οποίο συνίσταται από δάνεια των οποίων η ληκτικότητα δεν υπερβαίνει το ένα έτος, ii) σε μεσοπρόθεσμο, το οποίο συνίσταται από δάνεια των οποίων η ληκτικότητα είναι από ένα έως δέκα έτη και iii) μακροπρόθεσμο, το οποίο έχει διάρκεια μεγαλύτερη από δέκα έτη. Βέβαια ο ακριβής προσδιορισμός των χρονικών περιόδων ποικίλλει και εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις συνθήκες της κάθε αγοράς. Ο βραχυπρόθεσμος δημόσιος δανεισμός δημιουργείται κυρίως για την αντιμετώπιση ταμειακών δυσχερειών του δημόσιου τομέα που προκύπτουν από τον ετεροχρονισμό των δημόσιων εσόδων (εισπράξεις φόρων) και των δημόσιων δαπανών (πληρωμές σε μισθούς, συντάξεις κ.α.), οπότε οι δημόσιοι φορείς αναγκάζονται να προσφύγουν σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό

από την ευρωπαϊκή τράπεζα, τις εμπορικές τράπεζες ή το ευρύ κοινό π.χ. μέσω των λαϊκών ομολόγων.

Ο βραχυπρόθεσμος δημόσιος δανεισμός χρησιμοποιείται ως μέσο χρηματοδότησης των δημόσιων δαπανών, εάν οι αποταμιευτές είναι διστακτικοί να προβούν σε μεσομακροχρόνιες τοποθετήσεις σε κρατικά χρεόγραφα, όπως συμβαίνει συχνά σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού, γεγονός βέβαια το οποίο εξαρτάται και από τους όρους δανεισμού (σταθερό ή κυμαινόμενο επιτόκιο, για παράδειγμα). Στις περιπτώσεις εκείνες μάλιστα όπου το κράτος προσφεύγει σε βραχυπρόθεσμα δάνεια, με την έκδοση κυρίως εντόκων γραμματίων του τρίμηνης ή εξάμηνης λήξης, συχνά ανανεώνει τους τίτλους αυτούς με την λήξη τους, με συνέπεια να επιτυγχάνει κατ'ουσίαν μεσομακροπρόθεσμο δανεισμό. Τέλος, ενώ ο δημόσιος δανεισμός χρησιμοποιείται για την χρηματοδότηση τόσο των παραγωγικών όσο και των μη παραγωγικών δημόσιων δαπανών, συνήθως δεν μπορεί να διακριθεί ως προς το είδος των δαπανών που χρηματοδοτεί και αυτό μπορεί να οδηγήσει σε αρνητικά αποτελέσματα αν χρησιμοποιηθεί με ανορθόδοξο τρόπο.

Σε περιόδους κατά τις οποίες η οικονομία χαρακτηρίζεται από οικονομική ύφεση, η έκδοση βραχυπρόθεσμων δανείων για την απορρόφηση από τον δημόσιο τομέα των αδρανούντων αποταμιευτικών πόρων για την αύξηση της συνολικής ζήτησης θεωρείται προτιμότερη από την έκδοση μεσομακροπρόθεσμων δανείων, γιατί τα βραχυπρόθεσμα δάνεια και συνδέονται με σχετικά χαμηλότερα επιτόκια και το κράτος αποφεύγει με αυτά τις μεγάλης διάρκειας δεσμεύσεις του μεσομακροπρόθεσμου δανεισμού. Βέβαια από την άλλη είναι γεγονός ότι ένα μεγάλο βραχυπρόθεσμο δημόσιο χρέος δημιουργεί κινδύνους εκδήλωσης πληθωρισμού, δεδομένου ότι οι τίτλοι του βραχυπρόθεσμου χρέους(έντοκα γραμμάτια) συνδέονται με σχετικά μεγαλύτερο βαθμό ρευστότητας, ιδιαίτερα όταν κατέχονται από το ευρύ κοινό.

Ο μεσομακροπρόθεσμος δημόσιος δανεισμός δημιουργείται για την χρηματοδότηση δημόσιων επενδύσεων αλλά και καταναλωτικών δημόσιων δαπανών ή και μεταβιβαστικών πληρωμών του Δημοσίου, δηλαδή μεταβιβάσεων και τόκων του δημόσιου χρέους. Βασικός σκοπός του μεσομακροπρόθεσμου δανεισμού είναι η βελτίωση της διαχρονικής κατανομής του κόστους των δαπανών του δημόσιου τομέα,

ιδιαίτερα των δημόσιων επενδύσεων, με σκοπό να αποφευχθεί η υπερβολική αύξηση της τρέχουσας φορολογικής επιβάρυνσης. Άλλωστε, δεδομένου ότι η κυβέρνηση αντλεί τα έσοδά της από μεγάλο μέρος του πληθυσμού, το δημόσιο χρέος είναι ένα έμμεσο χρέος των φορολογουμένων.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι το δημόσιο χρέος δεν αποτελείται μόνο από δάνεια ορισμένης ληκτικότητας (βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα, μακροπρόθεσμα), αλλά και από δάνεια που γίνονται απαιτητά με την εμφάνιση του τίτλου, καθώς και από δάνεια τα οποία ή το Δημόσιο δεν αναλαμβάνει την ευθύνη να εξοφλήσει (γνήσια πάγια δάνεια) ή δεν δεσμεύεται μεν να εξοφλήσει σε συγκεκριμένη ημερομηνία, διατηρεί όμως το δικαίωμα εξόφλησής τους όταν αυτό κρίνει (μη γνήσια πάγια δάνεια). Οι τελευταίες δύο κατηγορίες δανείων, τα γνήσια και τα μη γνήσια πάγια δάνεια, συνιστούν το πάγιο δημόσιο χρέος. Είναι προφανές, ότι οι κάτοχοι τίτλων του πάγιου δημόσιου χρέους μπορούν να τους ρευστοποιήσουν μόνο με την πώλησή τους στο χρηματιστήριο.

### **3.3. Δημόσιος δανεισμός**

Ο δημόσιος δανεισμός αφορά το ποσό που η κυβέρνηση δανείζεται για να καλύψει τις υποχρεώσεις της. Συνήθως, οι κυβερνήσεις ξοδεύουν περισσότερα απ' ότι μπορούν να συγκεντρώσουν μέσω της φορολόγησης των νοικοκυριών και επιχειρήσεων με αποτέλεσμα να καταφεύγουν στο δανεισμό για να καλύψουν τη διαφορά.

Για να αντιληφθούμε αν το ύψος του δημόσιου δανεισμού μιας χώρας ξεπερνά τα όρια ασφαλείας δεν αρκεί να γνωρίζουμε μόνο το πόσο του ετήσιου δανεισμού, διότι αν και μεγάλο, δεν μας δίνει την πραγματική διάσταση του προβλήματος. Για παράδειγμα, η χώρα μας το 2009 δανείστηκε περίπου 25 δις ευρώ. Το ποσό φαίνεται να είναι μεγάλο, αλλά για να αποκτήσουμε μία αίσθηση του μεγέθους του δανεισμού θα πρέπει να το συσχετίσουμε με την επιφάνεια της οικονομίας που αντιπροσωπεύεται από το ΑΕΠ. Για παράδειγμα, αν το χρέος ως ποσοστό επί του ΑΕΠ είναι σχετικά μικρό τότε η αποπληρωμή του θα είναι σχετικά εύκολη και επομένως δεν θα πρέπει να μας ανησυχεί.

### **3.3.α. Ανεκτό ποσοστό δημόσιου δανεισμού**

Οι διεθνείς οργανισμοί μαζί και η Ευρωπαϊκή Ένωση έχουν θέσει ένα ανεκτό όριο δανεισμού ως ποσοστό του ΑΕΠ της χώρας και αυτό δεν πρέπει να ξεπερνά το 3%. Επομένως, ο δημόσιος δανεισμός της χώρας μας για το 2009 που φτάνει το 12,7 % του ΑΕΠ της ίδιας χρονιάς θα πρέπει να θεωρείται επικίνδυνος, με την έννοια ότι αν δεν πάρει η κυβέρνηση δραστικά μέτρα περιορισμού του δανεισμού τότε ίσως να αντιμετωπίσει αδυναμία να βρει πρόθυμους δανειστές.

### **3.3.β Δημόσιος δανεισμός και οικονομική δραστηριότητα**

#### **Η οικονομία σε φάση ύφεσης**

Ο Δημόσιος Δανεισμός επηρεάζεται από το φαινόμενο των οικονομικών διακυμάνσεων. Όταν το επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας μεταβάλλεται, η κρατική δαπάνη και τα φορολογικά έσοδα επηρεάζονται κατά τρόπο αυτόματο. Κατά την διάρκεια της ύφεσης κάποιοι χάνουν τις δουλειές τους ενώ άλλοι βλέπουν τα εισοδήματά τους να μειώνονται. Ο άμεσος αντίκτυπος της κακής κατάστασης της οικονομίας είναι η μείωση των εισπράξεων από την άμεση φορολογία (φόρος εισοδήματος). Αλλά μείωση θα υπάρξει και από την έμμεση φορολογία- τις εισπράξεις από ΦΠΑ- διότι τα νοικοκυριά περικόπτουν τις δαπάνες τους αγοράζοντας τα τελείως απαραίτητα. Επίσης, η μείωση των κερδών των εταιριών μειώνει περαιτέρω φορολογικά έσοδα του κράτους .

Από την πλευρά των δαπανών του κράτους λόγω των εκτάκτων αναγκών που δημιουργεί η ύφεση, η ανάγκη για στήριξη των ανέργων, των οποίων ο αριθμός αυξάνει υποχρεώνει την κυβέρνηση να αυξήσει τις κοινωνικές της δαπάνες. Το συμπέρασμα είναι πως σε περιόδους ύφεσης της οικονομικής δραστηριότητας, η ανάγκη του δημοσίου για δανεισμό μεγαλώνει.

#### **Η οικονομία σε φάση ανόδου**

Με την οικονομία σε φάση ανάκαμψης όπου η παραγωγή μεγαλώνει ανταποκρινόμενη στην άνοδο της συνολικής ζήτησης, ο δημόσιος δανεισμός τείνει να

μειώνεται. Στη φάση αυτή συμβαίνουν ευχάριστα πράγματα.

Μεταξύ των άλλων, με τη μείωση του αριθμού των ανέργων περιορίζονται τα έξοδα του δημοσίου για επιδόματα προς τους ανέργους και άλλες παροχές κοινωνικής στήριξης σε ευπαθείς ομάδες του πληθυσμού. Επίσης, λόγω της αύξησης της απασχόλησης τα νοικοκυριά στο σύνολό τους απολαμβάνουν υψηλότερα εισοδήματα και αυτό δημιουργεί καλή ψυχολογία για να ξοδεύουν το μεγαλύτερο μέρος του εισοδήματός τους. Επομένως, είναι αναμενόμενο και οι εισπράξεις του δημοσίου να παρουσιάζουν σημαντική βελτίωση από την άμεση φορολογία και την έμμεση φορολογία.

Συνεπώς, σε περιόδους άνθησης της οικονομικής δραστηριότητας η ανάγκη για Δημόσιο Δανεισμό μειώνεται δραστικά ή και εξαλείφεται εντελώς στην περίπτωση δημιουργίας πλεονάσματος στο ταμείο του δημοσίου.

### **3.3.γ. Κυκλικός δανεισμός του δημοσίου**

Όπως είδαμε, ο Δημόσιος Δανεισμός αυξομειώνεται ανάλογα με την φάση του οικονομικού κύκλου την οποία διέρχεται η οικονομία. Στις καλές φάσεις ο δανεισμός μηδενίζεται αφού δημιουργούνται πλεονάσματα, ενώ στις κακές συγκυρίες ο δανεισμός αυξάνει. Το ιδανικό θα ήταν μακροχρόνια ο δημόσιος δανεισμός να κυμαίνεται γύρω από μια μέση αξία ίση με το μηδέν. Αυτό σημαίνει ότι δεν πρέπει να ανησυχούμε ιδιαίτερα όταν δημιουργούνται υψηλά ελλείμματα σε μία κακή περίοδο της οικονομίας, διότι με την έλευση της καλής περιόδου τα ελλείμματα εξαφανίζονται και στη θέση τους δημιουργούνται πλεονάσματα και θα παραμείνουν μέχρις ότου η οικονομία μπει ξανά σε καθοδική φάση. Η πορεία αυτή του δανεισμού που διαμορφώνεται από την πορεία του οικονομικού κύκλου ονομάζεται κυκλικός δανεισμός του κράτους. Αξίζει να αναφερθεί, ότι ο κυκλικός δανεισμός μακροπρόθεσμα δεν επηρεάζει το Δημόσιο Χρέος. Η ύφεση μπορεί να μεγαλώνει τον δανεισμό, αλλά με την έλευση της ανοδικής φάσης ο δανεισμός μειώνεται.



### 3.3.δ. Δομικός δανεισμός του δημοσίου

Συχνά οι κυβερνήσεις δανείζονται ανεξάρτητα της φάσης που διέρχεται η οικονομία. Ο δανεισμός αυτός καλείται δομικός δανεισμός. Όλοι μας θα πρέπει να ανησυχούμε για τον δομικό δανεισμό παρά για τον κυκλικό δανεισμό, δεδομένου ότι ο πρώτος συμβάλει στη διόγκωση του δημοσίου χρέους, ενώ ο δεύτερος μακροπρόθεσμα ισορροπεί στο σημείο όπου μηδενίζεται ο δανεισμός. Για τον λόγο αυτό οι κυβερνήσεις θα πρέπει να δείξουν αποφασιστικότητα και προσήλωση στην μείωση δανεικών τους αναγκών.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup> ΤΑ ΜΕΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

### 4.1.ΟΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Για την αντιμετώπιση της κρίσης, η Ελληνική Κυβέρνηση εκπόνησε ένα σχέδιο, αξίας 28€ δισ, αποτελούμενο από τρία σκέλη. Το πρώτο σκέλος αφορούσε στην συμμετοχή του Ελληνικού Δημοσίου στο μετοχικό κεφάλαιο των τραπεζών έως το ύψος των 5 δισεκατομμυρίων ευρώ. Η συμμετοχή αυτή υπήρξε η απαραίτητη προϋπόθεση, προκειμένου να εγκριθεί η συμμετοχή των τραπεζών και στα άλλα δύο σκέλη του σχεδίου.

Το δεύτερο σκέλος προέβλεπε την παροχή των εγγυήσεων του Δημοσίου για τη σύναψη μεσομακροπροθέσμων δανείων, από τις συμμετέχουσες τράπεζες, ύψους έως και 15 δισεκατομμύρια ευρώ, ενώ το τρίτο σκέλος περιλάμβανε την έκδοση ειδικών ομολόγων του Δημοσίου διάρκειας 3-5 ετών και ύψους έως 8 δισεκατομμυρίων ευρώ<sup>28</sup>.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε ότι τα παραπάνω μέτρα που έλαβε η Ελληνική κυβέρνηση για την αντιμετώπιση της κρίσεως δεν ήταν αναγκαία, καθώς στην Ελλάδα τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν είχαν κάποια έκθεση στα δάνεια subprime, ή στα παράγωγα τους, ενώ παράλληλα διέθεταν υψηλή κεφαλαιακή επάρκεια.

---

<sup>28</sup> Κράλογλου, Σ. και Καραγεώργου, Ε. (2008). Γ. Αλογοσκούφης: Έως 28 δισ. ευρώ για την Στήριξη των Τραπεζών. [online].: <http://www.capital.gr/news.asp?details=597536>.

## **4.2 ΤΟ ΠΡΩΤΟ ΣΚΕΛΟΣ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ**

Το πρώτο σκέλος του σχεδίου για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, προέβλεπε την συμμετοχή του Ελληνικού Δημοσίου στη κεφαλαιακή διάρθρωση των εγχωρίων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δια της απόκτησης προνομιούχων μετοχών των τελευταίων, οι οποίες είχαν απόδοση 10%, και τον διορισμό εκπροσώπων του στο Διοικητικό Συμβούλιο κάθε τράπεζας που θα αποφάσιζε να υπαχθεί στο πρόγραμμα. Ο εκπρόσωπος του Δημοσίου έχει δικαίωμα βέτο στον καθορισμό των αμοιβών και των μπόνους των ανωτάτων στελεχών των τραπεζών, καθώς και στην πολιτική διανομής των κερδών.

Για τις τράπεζες που θα συμμετέχουν στο σχέδιο, οι αποδοχές των ανωτάτων στελεχών-του Προέδρου, του Διευθύνοντος Συμβούλου, των Γενικών Διευθυντών, των Αναπληρωτών Γενικών Διευθυντών και των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου- δεν μπορούν να ξεπερνούν το σύνολο των αποδοχών του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος. Τα πάσης φύσεως μπόνους καταργούνται κατά τη διάρκεια εφαρμογής του σχεδίου. Όσον αφορά τη διανομή κερδών, για τη διάρκεια εφαρμογής του σχεδίου, καμία από τις συμμετέχουσες τράπεζες δεν θα μπορεί να διανέμει ως μέρος στους μετόχους ποσό μεγαλύτερο από 35% των συνολικών κερδών της. Το 35% είναι το ελάχιστο ποσοστό διανεμομένων κερδών που προβλέπει ο νόμος περί Ανωνύμων Εταιρειών.

#### **4.2.1.ΤΟ ΔΕΥΤΕΡΟ ΣΚΕΛΟΣ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ**

Η παροχή εγγυήσεων του Δημοσίου για τη σύναψη μεσομακροπροθέσμων δανείων μέχρι και 15 δισεκατομμυρίων ευρώ είχε ως στόχο την συνέχιση της παροχής ρευστότητας από το πιστωτικό σύστημα στην ελληνική οικονομία για την κάλυψη των αναγκών των επιχειρήσεων, των νοικοκυριών, των δημοσίων έργων που εκτελούνται με Συμπράξεις Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα. Συγκεκριμένα, οι τράπεζες με αυτές τις εγγυήσεις θα μπορούσαν, είτε για λόγους άντλησης και ενίσχυσης της ρευστότητας είτε για λόγους αναχρηματοδότηση παλαιότερου δανεισμού, να συνάψουν μεσομακροπρόθεσμα δάνεια διάρκειας 3-5 ετών ενώ έναντι προμήθειας 100-150 μονάδες βάσης, και αναλόγως του πιστωτικού κινδύνου που φέρει η κάθε τράπεζα. Η εφαρμογή και αυτού του σκέλους θα εποπτεύεται από το Συμβούλιο Εποπτείας Εφαρμογής.

#### **4.2.2.ΤΟ ΤΡΙΤΟ ΣΚΕΛΟΣ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ**

Το τρίτο σκέλος του σχεδίου περιλάμβανε την έκδοση, ύψους έως 8 δισεκατομμυρίων ευρώ, από το Δημόσιο ειδικών ομολόγων, τα οποία αποκτώντας τα οι τράπεζες θα μπορούσαν να τα χρησιμοποιήσουν ως εγγύηση για δανεισμό. Αυτή λοιπόν η πρόσθετη ρευστότητα που θα προέκυπτε για τις τράπεζες θα διοχετευόταν στην χρηματοδότηση μικρομεσαίων επιχειρήσεων και στεγαστικών δανείων με

ανταγωνιστικούς όρους<sup>29</sup>. Το Συμβούλιο Εποπτείας Εφαρμογής θα παρακολουθεί την χορήγηση δανείων αλλά και τους όρους αυτών.

#### **4.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΤΗΣ ΝΟΤΙΟ ΑΝΑΤΟΛΙΚΗ ΕΥΡΩΠΗ ΟΠΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΟΥΝΤΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ**

Η χρηματοπιστωτική κρίση πλήττει σοβαρά τις φτωχότερες χώρες. Μέσα στο 2008 και παρότι είχε ξεσπάσει η οικονομική κρίση, η ΕΕ διέθεσε 8% περισσότερα για αναπτυξιακή βοήθεια. Τα κράτη μέλη διέθεσαν συνολικά 49 δισ. ευρώ, δηλαδή σχεδόν το 0,4% του ΑΕΠ της ΕΕ, για βοήθεια προς τις φτωχότερες χώρες του κόσμου. Τα χρήματα αυτά χρησιμοποιούνται για διάφορα έργα, από σχολεία και νοσοκομεία μέχρι την κατασκευή νέων δρόμων.

Τα τελευταία δύο χρόνια η οικονομία των αναπτυσσόμενων χωρών και της Νοτιοανατολικής Ευρώπης έχει ήδη κλονιστεί εξαιτίας της αύξησης των τιμών στα τρόφιμα και τα καύσιμα. Σήμερα πλήττεται από τη συνεχή πτώση των τιμών των βασικών προϊόντων, τη μείωση των άμεσων ξένων επενδύσεων και από το ενδεχόμενο συρρίκνωσης των μεταναστευτικών εμβασμάτων.

Για όλους αυτούς τους λόγους, η τήρηση των δεσμεύσεων των δωρητριών χωρών, παρά τις πιέσεις που ασκούνται στις οικονομίες τους, αποκτά ακόμη μεγαλύτερη σημασία. Το 2005, οι χώρες της ΕΕ δεσμεύτηκαν να αυξήσουν τη βοήθεια

---

<sup>29</sup> Σκάι.γρ (2008). Διευκρινίσεις για τα 28 δισ ευρώ [online]: [http://www.skai.gr/master\\_story.php?id=98472](http://www.skai.gr/master_story.php?id=98472)

στο 0,56% του ακαθάριστου εισοδήματος έως το 2010, που σημαίνει ότι για να επιτύχουν αυτόν τον στόχο, θα πρέπει να συνεισφέρουν περίπου 69 δισ. ευρώ. Εκφράζεται όμως ανησυχία ότι ορισμένες χώρες ενδέχεται να μην ακολουθήσουν εξαιτίας της πτώσης των φορολογικών τους εσόδων και της αύξησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

Στην πρόσφατη σύνοδο των 20 ισχυρότερων οικονομιών του κόσμου, οι ηγέτες τους επαναβεβαίωσαν τη δέσμευσή τους για αύξηση της βοήθειας, σύμφωνα με τους αναπτυξιακούς στόχους που εγκρίθηκαν από τα κράτη μέλη των Ηνωμένων Εθνών το 2001. Η ΕΕ θα επισπεύσει τη χορήγηση των 4 δισ. ευρώ που προορίζονται φέτος για βοήθεια. Από το ποσό αυτό, τουλάχιστον 500 εκατ. ευρώ θα διατεθούν υπό μορφή κοινωνικών ενισχύσεων σε χώρες που αντιμετώπισαν μείωση των εσόδων, και 1 δισ. ευρώ σε χώρες που επλήγησαν από τις υψηλές τιμές τροφίμων.

Προκειμένου να αξιοποιηθούν όσο το δυνατόν καλύτερα τα αναπτυξιακά κονδύλια, η Επιτροπή συνιστά τον προσανατολισμό της βοήθειας στην προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων. Για να αντιμετωπιστούν οι συνέπειες της κρίσης, θα πρέπει επίσης να επανεστιάσει η βοήθεια και να επιταχυνθεί ο ρυθμός χορήγησής της<sup>30</sup>.

Τέλος, με τη στενότερη συνεργασία ανάμεσα στα κράτη μέλη και στην Επιτροπή, θα γίνει αποτελεσματικότερη η αναπτυξιακή βοήθεια. Σήμερα η Επιτροπή διαχειρίζεται το 20% περίπου της βοήθειας της ΕΕ, ενώ το υπόλοιπο ποσό διατίθεται απευθείας από τα κράτη μέλη. Ανεξάρτητα από την οικονομική βοήθεια το πρόβλημα αναπτυσσόμενες χώρες συνεχίζει να είναι μεγάλο. Αυτές που είχαν στηριχτεί στην εισροή ξένων κεφαλαίων καταρρέουν. Η Ισλανδία που στηριζόταν στην βρετανική οικονομία

---

<sup>30</sup> Σπύρου Σ.,(2008), Οικονομική Κρίση στις Ανατολικές χώρες, Το Βήμα

κατέρρευσε. Η Ρουμανία, η οποία απολάμβανε ταχύ ρυθμό ανάπτυξης λόγω των ξένων επενδύσεων, βρίσκεται στα πρόθυρα της χρεοκοπίας. Επίσης χώρες με αδύναμη οικονομία, μεγάλο χρέος και ελλείμματα, όπως η Βουλγαρία, έχουν σοβαρό πρόβλημα. Οι ελληνικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στις χώρες αυτές έχουν μεγάλο πρόβλημα και στο μέλλον θ' αναγκαστούν αν συνεχιστεί η συγκεκριμένη κατάσταση ν' αποχωρήσουν, πράγμα που δε θα είναι πολύ θετικό για τη συνολική τους πορεία και στρατηγική.

Οι χώρες που υποφέρουν περισσότερο μέχρι στιγμής είναι αυτές που η ευημερία τους στηρίζεται στο τραπεζικό τους σύστημα, στα χρηματιστήρια και στη βιομηχανία. Η Βρετανία και οι ΗΠΑ βλέπουν το τραπεζικό τους σύστημα να καταρρέει. Οι τράπεζες απολύουν κατά χιλιάδες τους υπαλλήλους τους. Οι βιομηχανίες τους μειώνουν την παραγωγή και απολύουν τους εργάτες. Οι αξίες των ακινήτων και όλων των άλλων περιουσιακών στοιχείων τους μειώνονται. Το ίδιο συμβαίνει και στις άλλες βιομηχανικές χώρες. Οι αναπτυσσόμενες χώρες τη γλιτώνουν; Κάθε άλλο. Οι αναπτυσσόμενες χώρες που είχαν στηριχτεί στην εισροή ξένων κεφαλαίων καταρρέουν. Η Ισλανδία, που στηριζόταν στη βρετανική οικονομία, κατέρρευσε. Η Ρουμανία, η οποία απολάμβανε ταχύ ρυθμό ανάπτυξης λόγω των ξένων επενδύσεων, βρίσκεται στα πρόθυρα της χρεοκοπίας. Επίσης, χώρες με αδύναμη οικονομία, μεγάλο χρέος και ελλείμματα, όπως η Ελλάδα, έχουν σοβαρό πρόβλημα. Τελικά κανένας δεν γλιτώνει από αυτή την κρίση<sup>31</sup>.

Τις μεγαλύτερες ζημιές μέχρι στιγμής έχουν οι τράπεζες και η ναυτιλία. Οι μεν τράπεζες λόγω του ότι πρόκειται για πιστωτική κρίση, οι δε ναυτιλιακές διότι μειώθηκε ο

---

<sup>31</sup> Βενετσάνος Κ.,(2009), Κρίση Οικονομική, Κρίση πολιτικής, Ανάκτηση στις 4-5-2009 από <http://www.inout.gr/showthread.php?t=30805>

όγκος του παγκόσμιου εμπορίου, έπεσαν οι τιμές των ναύλων και των караβιών και ακρίβυναν τα δάνεια. Καθώς η ναυτιλία είχε γνωρίσει πρωτοφανή ανάπτυξη την τελευταία δεκαετία λόγω του υψηλού ρυθμού της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης, έχει αποθέματα ρευστού. Αλλά τα πράγματα δεν είναι καλά διότι πλεονάζουν τη στιγμή αυτή τα καράβια και η ζήτηση παραμένει χαμηλή. Τεράστιες ζημιές αντιμετωπίζουν όλες οι βιομηχανίες και κυρίως οι αυτοκινητοβιομηχανίες, αλλά και ο κλάδος της οικοδομής και του real estate. Όταν αυτοί οι κλάδοι, που είναι οι σημαντικότεροι της παγκόσμιας οικονομίας, υποφέρουν, υποφέρουν μαζί τους και όλοι οι άλλοι, καθώς όλες οι οικονομικές δραστηριότητες είναι απόλυτα συνδεδεμένες μεταξύ τους<sup>32</sup>.

Η αλήθεια είναι ότι οι αγορές δεν μπορούν να αυτορυθμίζονται. Ή μάλλον ότι για να επανέλθουν σε ισορροπία ύστερα από κρίση θα πρέπει να καταστραφεί μεγάλο μέρος της επιχειρηματικής κοινότητας, να απολυθούν εκατομμύρια εργαζόμενοι και να επικρατήσουν συνθήκες φτώχειας σε τεράστιους πληθυσμούς. Αυτά όμως οδηγούν σε κοινωνικές εκρήξεις και για τον λόγο αυτόν μπορούμε με βεβαιότητα πλέον να πούμε ότι ο ρόλος του κράτους στις οικονομίες πρέπει να αυξηθεί και η ασυδοσία των αγορών να περιοριστεί.

Η μόνη λύση που προτείνεται μέχρι στιγμής είναι η χορήγηση ρευστότητας στις τράπεζες και στις επιχειρήσεις από τα κρατικά ταμεία. Να δώσουν δηλαδή χρήματα οι κυβερνήσεις στις τράπεζες ώστε να συνεχίσουν τη χρηματοδότηση της οικονομίας.

Οι περισσότερες κυβερνήσεις έχουν ήδη δώσει αρκετά χρήματα στις τράπεζες και σε μεγάλες επιχειρήσεις και θα συνεχίσουν να δίνουν όσο αντέχουν. Το ζήτημα είναι ότι πολλές κυβερνήσεις, όπως η ελληνική, δεν έχουν χρήματα και δανείζονται διαρκώς

---

<sup>32</sup> Κρουγκμαν Π.,(2008), Η Κρίση του 2008, Καστανιώτης



από τους διεθνείς δανειστές, οι οποίοι όμως εκμεταλλευόμενοι την ανέχεια ζητούν τοκογλυφικά επιτόκια. Οι κυβερνήσεις σε αντάλλαγμα για τα χρήματα που δίνουν στις τράπεζες και στις βιομηχανίες παίρνουν τις μετοχές τους και έτσι ξαναγυρνάμε στον κρατικό έλεγχο τραπεζών και επιχειρήσεων ύστερα από δεκαετίες αποκρατικοποίησης. Ποιο θα είναι το κόστος των λύσεων αυτών και ποιος θα το πληρώσει;

Το κόστος ασφαλώς το πληρώνει ο κρατικός προϋπολογισμός, δηλαδή οι πολίτες όλων των κρατών, οι οποίοι θα πρέπει να πληρώσουν αυξημένους φόρους και να απολαύσουν λιγότερες υπηρεσίες δωρεάν υγείας, παιδείας και κοινωνικής ασφάλισης, για να βρεθούν τα χρήματα σωτηρίας των τραπεζών.

Οι κοινωνίες δεν έχουν περιθώρια άρνησης της υποχρεωτικής σωτηρίας του τραπεζικού συστήματος. Φυσικά, έχουν περιθώρια αντίδρασης στο κόστος αυτών των λύσεων, η οποία αναμένεται να εκδηλωθεί με μαζικές διαδηλώσεις και ταραχές σε ολόκληρο τον κόσμο. Και αυτό είναι το φυσικό-νομοτελειακό επακόλουθο μιας μεγάλης οικονομικής κρίσης η οποία οδηγεί στην ανεργία και στη φτώχεια εκατομμύρια αθώους πολίτες εξαιτίας της υπερβολικής απληστίας και της ελλιπούς εποπτείας του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος.

Η απληστία είναι στη φύση του ανθρώπου και είναι η γενεσιουργός αιτία της οικονομίας. Αλλά τα κράτη έχουν υποχρέωση αυστηρότερων ελέγχων και δικαιότερης διανομής του πλούτου. Μόνο μέσω του ρόλου των κρατών και των ελεγκτικών μηχανισμών μπορούν να αποφευχθούν τέτοια φαινόμενα στο μέλλον. Τι θα γίνει μετά την κρίση; Πώς θα κινηθούν οι τιμές των εμπορευμάτων και οι αγορές μετά την κρίση. Ο μεγαλύτερος κίνδυνος είναι να αρχίσει μια ξέφρενη άνοδος των τιμών όλων των αξιών,

των μετοχών, των ακινήτων, των εμπορευμάτων και των τροφίμων, που θα οδηγήσει σε νέα φούσκα, υπερπληθωρισμό και νέα κατάρρευση πολύ σύντομα.

Η ελληνική οικονομία είναι μέρος της ευρωπαϊκής και της παγκόσμιας οικονομίας και ταυτόχρονα είναι ελλειμματική. Η κυβέρνηση δανείζεται κάθε χρόνο δεκάδες δισεκατομμύρια ευρώ (44 εφέτος) για να καλύψει τις ανάγκες του Δημοσίου αλλά και τους τόκους του εξωτερικού μας χρέους, που φτάνει τα 250 δισ. ευρώ. Σε μια περίοδο όπου οι πιστώσεις έχουν σταματήσει, είναι δύσκολο να βρούμε δανεικά. Στο μεταξύ οι ελληνικές τράπεζες επίσης δεν βρίσκουν εύκολα δανεικά από το διεθνές σύστημα και έτσι κόβουν τα δάνεια και δημιουργούν προβλήματα σε όλες τις επιχειρήσεις και τους ιδιώτες δανειολήπτες.

Το υψηλό δημόσιο χρέος και το έλλειμμα των συναλλαγών μας με το εξωτερικό, το οποίο πλησιάζει τα 40 δισ. ευρώ εφέτος, είναι δύο από τα πολλά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας. Γενικότερα έχουμε πρόβλημα εσόδων. Η ελληνική οικονομία στηρίζεται κατά 50% στο Δημόσιο (που έχει έλλειμμα και χρέος) και σε τέσσερις βασικούς κλάδους: στις τράπεζες- που έχουν πρόβλημα-, στη ναυτιλία- που έχει καταρρεύσει παγκοσμίως -, στην οικοδομή- που έχει παγώσει και στον τουρισμό- που αναμένεται ότι θα μειωθεί σημαντικά. Όλοι οι άλλοι κλάδοι στηρίζονται σε αυτούς τους τέσσερις και στο Δημόσιο και κανένας αυτή τη στιγμή δεν παράγει έσοδα. Ταυτόχρονα, η φοροδιαφυγή, η διαφθορά και η γραφειοκρατία έχουν καταδικάσει τον δημόσιο τομέα, που δυσκολεύεται να βοηθήσει σε περιόδους κρίσεως.

Ορισμένοι Έλληνες τραπεζίτες πιστεύουν ότι αν αρχίσουν οι κρατικοποιήσεις τραπεζών στην Ευρώπη, θα υπάρξουν κρατικοποιήσεις και στην Ελλάδα. Δεν μπορεί κανείς εξάλλου να φανταστεί ότι η κυβέρνηση θα δώσει επιπλέον χρήματα σε μια

τράπεζα που κινδυνεύει χωρίς να πάρει τις μετοχές και τον έλεγχο της. Γιατί ενώ μειώνεται το βασικό επιτόκιο του ευρώ, τα επιτόκια που πληρώνουμε εμείς για τα δάνεια ανεβαίνουν;

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μειώνει το επιτόκιο του ευρώ σε μια προσπάθεια στήριξης των τραπεζικών συστημάτων των χωρών-μελών. Αλλά οι τράπεζες συνεχίζουν να δανείζουν με υψηλά επιτόκια τους δανειολήπτες για να στηρίξουν τα έσοδά τους και να καλύψουν τις ζημιές που έχουν από επισφαλή δάνεια και τοξικές επενδύσεις. Βεβαίως αυτή η πρακτική θίγει το σύνολο της οικονομίας και δεν εξυπηρετεί τους σκοπούς για τους οποίους η κεντρική τράπεζα μειώνει τα επιτόκια, δηλαδή τη διευκόλυνση της χρηματοδότησης της οικονομίας.

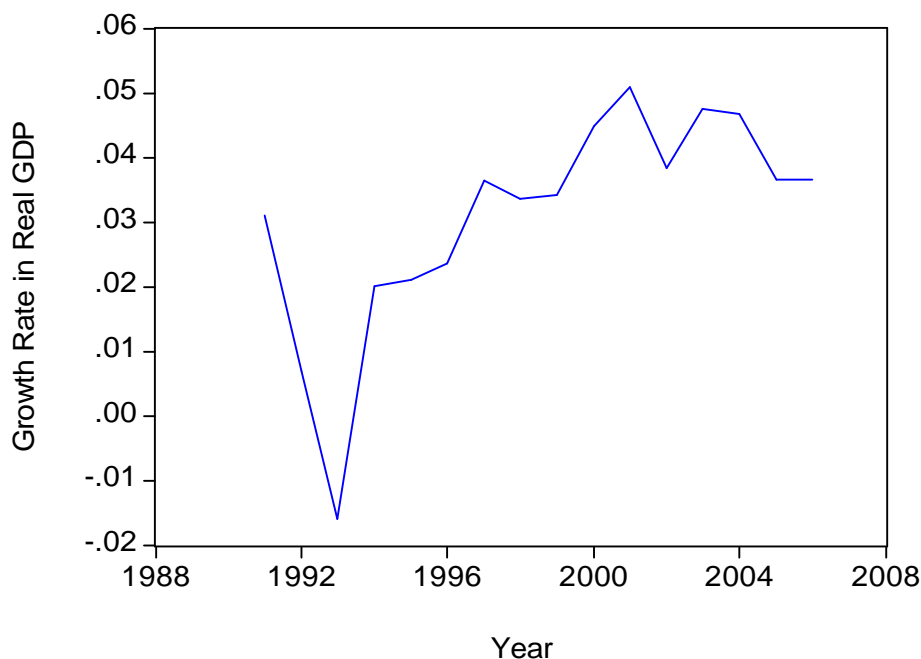
Το σύνολο του ιδιωτικού τομέα στην Ελλάδα στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στο Δημόσιο. Και εφόσον το Δημόσιο έχει πρόβλημα, έχουν όλοι οι κλάδοι. Αυτοί που υποφέρουν περισσότερο είναι όσοι σχετίζονται με την οικοδομή. Το κρισιμότερο σημείο στο άμεσο μέλλον: ποια θα είναι η επίπτωση της κρίσης στον τουρισμό, που αποτελεί τη βασική πηγή εισροής κεφαλαίων από το εξωτερικό, αλλά και την πηγή εισοδήματος για εκατοντάδες χιλιάδες Έλληνες. Οι ίδιοι κλάδοι που σήμερα μαστίζονται από την κρίση θα είναι αυτοί που θα απολαύσουν τα μεγαλύτερα κέρδη όταν αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στις αγορές και ξεκινήσει πάλι η οικονομική ανάπτυξη.

#### **4.4.Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

Κατά την διάρκεια της πρώτης πενταετίας της δεκαετίας του '90, η αναδιάρθρωση και ο εκσυγχρονισμός του παραγωγικού συστήματος στην Ελλάδα επιταχύνθηκαν μέσα σε

συνθήκες βραδείας οικονομικής μεγέθυνσης και χαμηλών επενδύσεων παγίου κεφαλαίου, και ανόδου της ανεργίας (INE/ΓΣΕΕ-ΑΔΕΔΥ, 2005). Η περίοδος αυτή υπήρξε περίοδος *αμυντικής αναδιάρθρωσης* της οικονομίας, στην διάρκεια της οποίας, δημιουργήθηκαν οι προϋποθέσεις για την είσοδο σε ένα νέο «κύμα» ανάπτυξης (Ιωακείμογλου, 1996).

Από το 1996, η ελληνική οικονομία εισήλθε σε νέα περίοδο υψηλών ρυθμών μεγέθυνσης, αύξησης των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου και επιτάχυνσης της παραγωγικότητας της εργασίας. Από το 1999, εισήλθε σε περίοδο χαμηλών επιτοκίων και χαμηλού πληθωρισμού. Την ανάκαμψη της οικονομίας (1996-1999) διαδέχθηκε μια φάση άνθισης από το έτος 2000, η οποία συνεχίστηκε μέχρι και το 2004.



**Σχήμα 0-17:** Η Εξέλιξη της Μεγέθυνσης του ΑΕΠ, 1990-2006

Πηγή: για τα δεδομένα IMF (2008)

Στο παραπάνω σχήμα διακρίνουμε με σαφήνεια ότι η επιβράδυνση της ελληνικής οικονομίας έληξε το 1995-1996. Επίσης, στο ίδιο σχήμα παρατηρούμε δύο φάσεις στο εσωτερικό της περιόδου 1996-2004: μια φάση ανάκαμψης (1996-1999) και μια φάση άνθισης (2000-2004) κατά την οποία ο ετήσιος ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ κυμάνθηκε στην περιοχή του 4%.

Οι παραπάνω διαπιστώσεις αποτελούν ισχυρές ενδείξεις ότι η ελληνική οικονομία εξήλθε οριστικά από το μακρύ κύμα ύφεσης των ετών 1974-1995. Εντούτοις, σε αντίθεση με αυτές τις επιδόσεις, μια σειρά δυσμενών εξελίξεων όπως, οι εισοδηματικές και οικονομικές ανισότητες καθώς το διευρυνόμενο εμπορικό έλλειμμα αγαθών και υπηρεσιών, και κυρίως η διατήρηση της ανεργίας σε υψηλά επίπεδα αποτελούν πηγή ανησυχίας.

#### **4.4.1. ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ**

Τα υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα που εμφανίστηκαν μετά την δεκαετία του 1980 είχαν ως αποτέλεσμα την εμφάνιση ισχυρών πληθωριστικών φαινομένων (Πίνακας 4-1).

**Πίνακας 0-8:** Η Διαφορά Πληθωρισμού Μεταξύ Ελλάδος Και Ζώνης του Ευρώ (1974-2000)<sup>33</sup>

---

<sup>33</sup> Πηγή: [http://www.parliament.gr/sioufas/press/Deltia/2005/10\\_2005/\(17-10-05\)plithorismos.doc](http://www.parliament.gr/sioufas/press/Deltia/2005/10_2005/(17-10-05)plithorismos.doc)

Έτη	Διαφορά (%)
1974-1980	3,6
1981-1987	12,3
1988-1990	4,8
1981-1990	8,5
1991-2000	6,4

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι από το 1974 μέχρι το 2000 η διαφορά στο επίπεδο του πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ευρωζώνης διαμορφώθηκε από 3,6% (την περίοδο 1974-1980) ως το 12,3 % (την περίοδο 1981-1987, μια περίοδο με υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα και εκτόξευση του δημοσίου χρέους)

Το παράδοξο για την ελληνική οικονομία έγκειται στο ότι η επιτάχυνση του πληθωρισμού, μετά το 1980 δεν συνοδεύτηκε και από μείωση της ανεργίας, ως θα προέβλεπε η θεωρία της πίσω από την καμπύλη Phillips. Στο σχήμα που ακολουθεί παρουσιάσουμε την σχέση μεταξύ πληθωρισμού και ανεργίας στην Ελλάδα, κατά την περίοδο 1990-2006



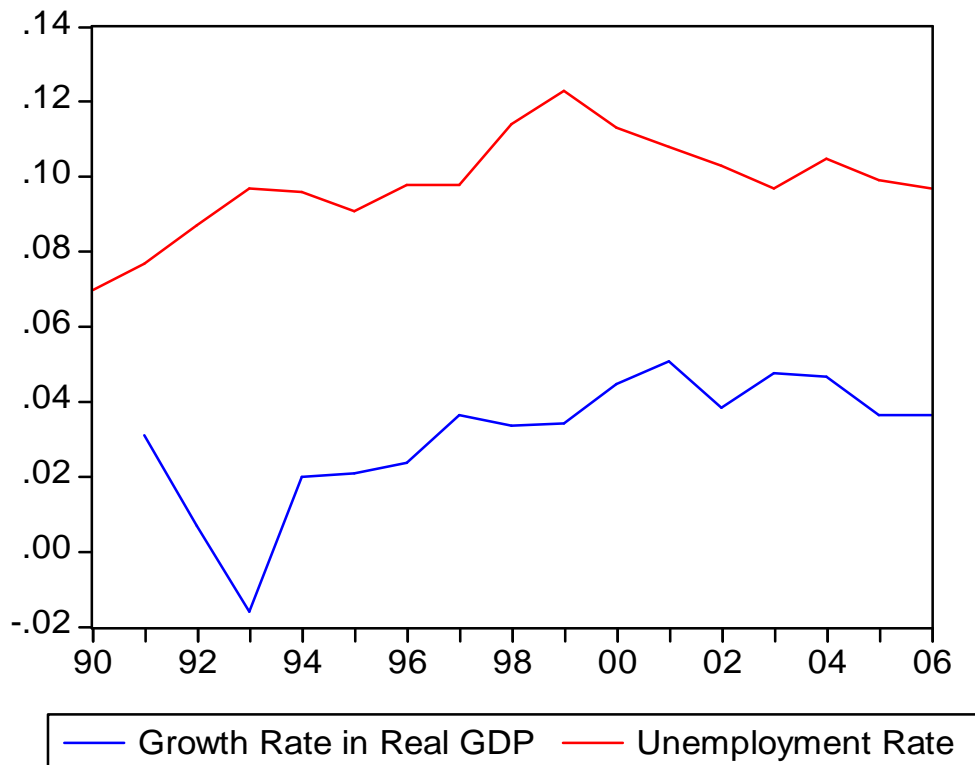
**Σχήμα 0-18:** Πληθωρισμός και Ανεργία στην Ελλάδα, 1990-2006

Πηγή: για τα δεδομένα IMF (2008)

Από το παραπάνω σχήμα παρατηρούμε ότι παρ' όλο που ο πληθωρισμός μειώθηκε σημαντικά, κατά την διάρκεια της περιόδου 1990-1995, και εν συνεχεία παρέμεινε σε σχετικά πτωτική πορεία, το ποσοστό ανεργίας δεν έδειξε κάποια σημάδια κάμψης, αλλά τουναντίον κατέγραψε οριακή άνοδο.

## 4.4.2. ΑΝΕΡΓΙΑ

Στον παρακάτω σχήμα αποτυπώνεται ανάγλυφα η αδυναμία της οικονομικής μεγέθυνσης της Ελληνικής οικονομίας, από το 1993 και εντεύθεν, να συμβάλει στην πτώση του ποσοστού ανεργίας (Σχήμα 4.3).



**Σχήμα 0-19:** Η Εξέλιξη της Μεγέθυνσης του ΑΕΠ και του Ποσοστού Ανεργίας, 1990-2006

Πηγή: για τα δεδομένα IMF (2008)

Τίθενται έτσι τα ερωτήματα:

- εάν η ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας είναι μια ανάπτυξη που δεν αυξάνει την απασχόληση (jobless growth),
- εάν η υιοθέτηση του Ευρώ αφαιρώντας από την οικονομία την δυνατότητα να

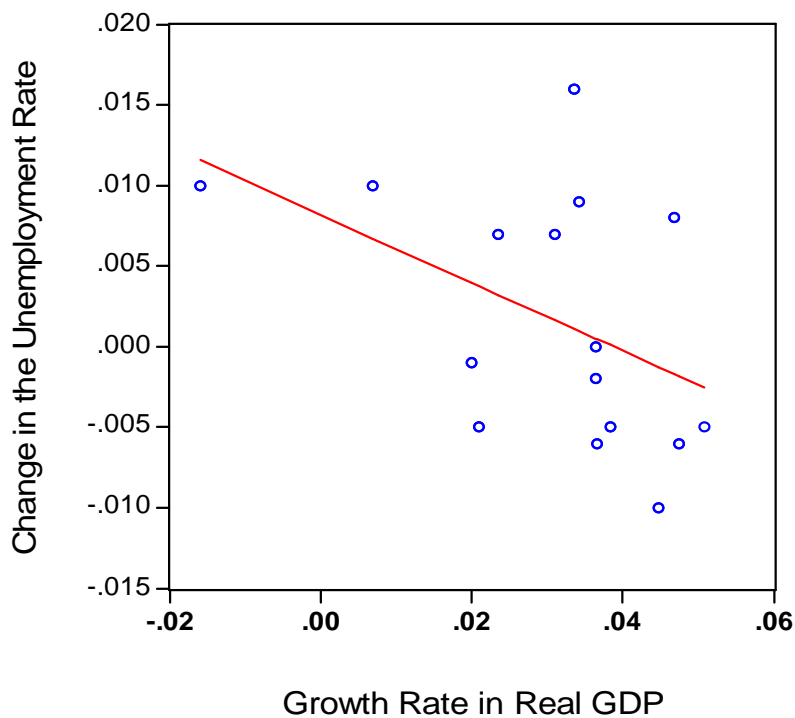


μετατρέπει τις εγχώριες τιμές σε σχέση με τις τιμές των ανταγωνιστριών χωρών, κάνοντας χρήση των αλλαγών στην συναλλαγματική ισοτιμία, θα οδηγήσει σε θεαματική επιδείνωση των εξωτερικών ανταλλαγών και θα επιβάλλει επιβράδυνση των ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης,

- με ποιο τρόπο θα ήταν δυνατό αυτό να αποφευχθεί, δηλαδή με ποιο τρόπο θα ήταν δυνατό να αυξηθεί η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων.

Το γεγονός ότι η οικονομική ανάπτυξη δεν οδήγησε σε δραστική μείωση της ανεργίας επιβεβαιώνεται επίσης και από τον χαμηλό συντελεστή, σε σχέση με τις άλλες χώρες, της εξίσωσης που περιγράφει τον νόμο του Okun.

Στον σχήμα που ακολουθεί παρουσιάζουμε την διασπορά των σημείων του ρυθμού μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ και της μεταβολής του ποσοστού ανεργίας στην περίοδο 1990-2006.



**Σχήμα 0-20:** Η Εξέλιξη της Μεγέθυνσης του ΑΕΠ και της Μεταβολής στο Ποσοστό Ανεργίας, 1990-2006

Πηγή: για τα δεδομένα IMF (2008)

Στο Σχήμα (4.4) η τομή της γραμμής παλινδρόμησης με την νοητή οριζόντια γραμμή της μηδενικής μεταβολής της ανεργίας θα πρέπει να προσδιορίζει τον μέσο ρυθμό της δυνητικής ανόδου της Ελληνικής οικονομίας, κατά την περίοδο 1990-2006. Ο ρυθμός αυτό προσεγγίζεται γύρω στο 4%.

Προκειμένου να διαπιστώσουμε στατιστικά την παραπάνω εκτίμηση, εκτιμάμε το ακόλουθο οικονομετρικό υπόδειγμα, το οποίο βασίζεται στον νόμο του Okun

$$u_t - u_{t-1} = b_0 + b_1 g_{yt} + e_t \quad 4.1$$

Όπου

$$b_0 = -b_1 g_N$$

4.2

Από την εκτίμηση του παραπάνω υποδείγματος έχουμε

$$\Delta \hat{u}_t = 0,0081 - 0,2112 g_{yt}$$

(2,16)                      (-1,95)

Συνεπώς, βάσει της σχέσεως (4.2) λαμβάνουμε την ακόλουθη εκτίμηση αναφορικά με το φυσικό ποσοστό ανάπτυξης της οικονομίας.

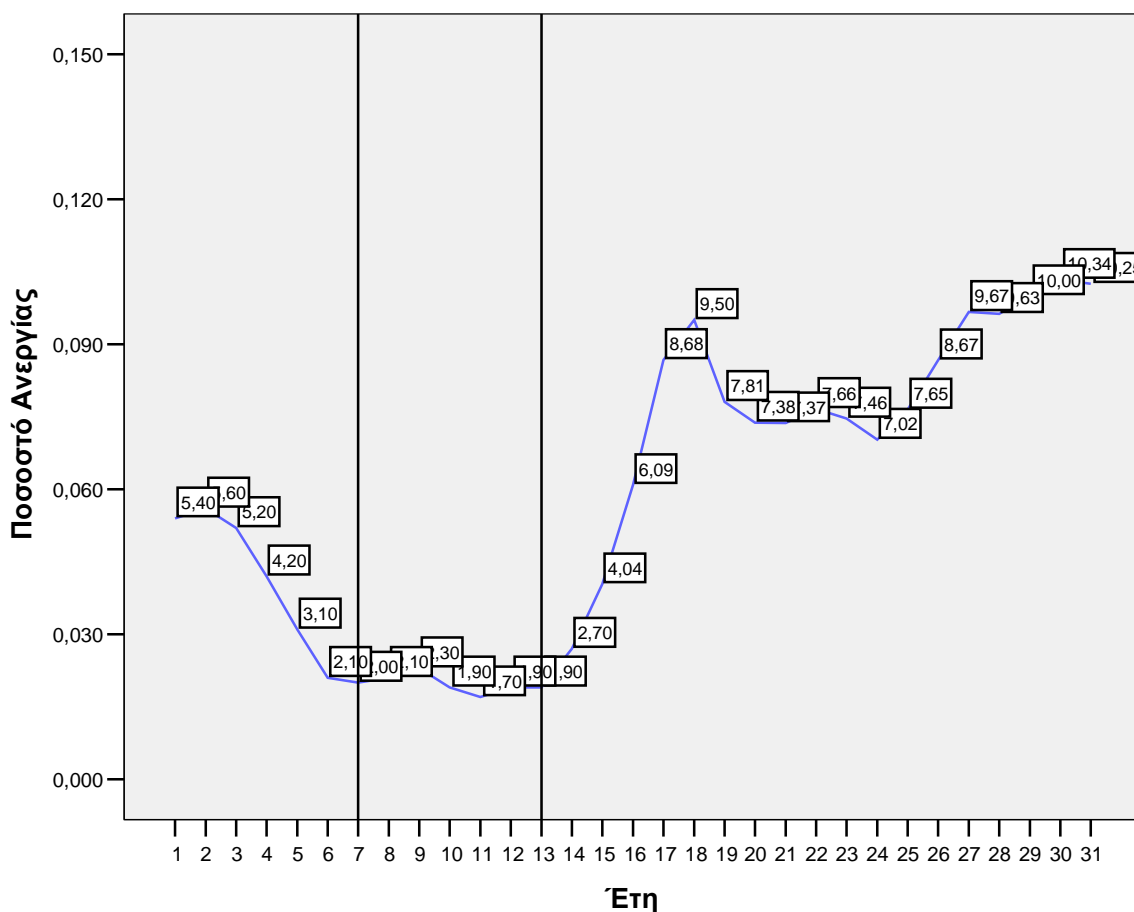
$$g_N = -\frac{0,0081}{-0,2112} = 0,0387$$

Συνεπώς, η καμπύλη που αποτυπώνει τον νόμο του Okun, για την Ελληνική οικονομία, κατά την διάρκεια της περιόδου 1990-2006, δύναται να γραφεί ως ακολούθως.

$$u_t - u_{t-1} = -0,2112(g_{yt} - 0,0387)$$

Εκτιμήσαμε λοιπόν ότι, για την περίοδο 1990-2006, ο συντελεστής του νόμου Okun είναι 0,2112. Τέλος, σύμφωνα, με τον Blanchard (2000:170), για την περίοδο 1981-1998, ο συντελεστής του Okun των ΗΠΑ, Ηνωμένου Βασιλείου, Γερμανίας, και Ιαπωνίας ήσαν, 0,42, 0,51, 0,32, και 0,20, αντίστοιχα.

Στο παρακάτω σχήμα παρουσιάζουμε την διαχρονική πορεία του ποσοστού ανεργίας στην Ελλάδα, από το 1967-1997.



**Σχήμα 0-21:** Διαχρονική Εξέλιξη του Ποσοστού Ανεργίας στην Ελλάδα, 1967-1997

Στον Σχήμα (4.4) παρατηρούμε ότι, στην Ελλάδα, το ποσοστό ανεργίας από το 1967 μέχρι και το 1980 (σημείο 13) βρισκόταν σε πολύ χαμηλά επίπεδα, γύρω στο 3%. Ο κύριος λόγος αυτής της εξέλιξης είχε να κάνει με την υψηλότερη οικονομικής ανάπτυξη κατά την περίοδο 1967-1973.

Ωστόσο, μετά το 1980 το ποσοστό ανεργίας ακολούθησε μια σταθερά ανοδική πορεία. Έτσι λοιπόν φαίνεται ότι η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική δεν συνέβαλε θετικά στην οικονομία αυξάνοντας το προϊόν και μειώνοντας την ανεργία.

## 4.5. ΤΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

### 4.5.1. Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΚΑΤΑΘΕΣΕΩΝ

Στο οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2008 συνεχίστηκε η ανοδική τάση των επιτοκίων καταθέσεων και των *gepos* που είχε ξεκινήσει από το δεύτερο εξάμηνο του 2007 λόγω της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η τάση αυτή ενισχύθηκε και από την αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ κατά 25 μονάδες βάσης στις 3 Ιουλίου 2008. Από τις επιμέρους κατηγορίες καταθέσεων το επιτόκιο των καταθέσεων προθεσμίας σημείωσε τη μεγαλύτερη αύξηση (βλ. Σχήμα 4-7).



Σχήμα 0-22: Επιτόκια Νέων Τραπεζικών Καταθέσεων (2003:01-2008:08)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (2008: 123)

Οι εξελίξεις αυτές συνδέονται σε μεγάλο βαθμό με τις συνθήκες περιορισμένης ρευστότητας που επικράτησαν στη διατραπεζική αγορά και τις προσδοκίες για συνέχισή της, οι οποίες υπαγόρευαν στις τράπεζες να επιδιώξουν, μεταξύ άλλων, ενίσχυση της καταθετικής τους βάσης, ιδίως των προθεσμιακών καταθέσεων. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς της ζώνης του ευρώ (EURIBOR τριών μηνών) αυξήθηκε από 4,15% τον Ιούνιο του 2007, πριν ξεκινήσει η αναταραχή στις χρηματοπιστωτικές αγορές, σε 5,02% το Σεπτέμβριο του 2008.

Κατά την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2008, το μέσο επιτόκιο των καταθέσεων στην Ελλάδα αυξήθηκε, με αποτέλεσμα να διευρυνθεί η θετική διαφορά του έναντι του μέσου επιτοκίου στη ζώνη του ευρώ (βλ. σημείωση 3 του Πίνακα VII.2Α). Ειδικότερα, το μέσο επιτόκιο των νέων καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος αυξήθηκε στην Ελλάδα κατά 57 μονάδες βάσης, ενώ στο σύνολο της ζώνης του ευρώ κατά 33 μονάδες βάσης, με αποτέλεσμα η μεταξύ τους διαφορά να ανέλθει στις 48 μονάδες βάσης. Τον Ιούλιο 2008, το επιτόκιο αυτής της κατηγορίας καταθέσεων στην Ελλάδα ήταν το υψηλότερο μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ

Σημειώνεται ότι την περίοδο αυτή το μέσο επιτόκιο των νέων καταθέσεων μιας ημέρας της Ελλάδος έμεινε σχεδόν αμετάβλητο, ενώ στο σύνολο της ζώνης του ευρώ κατά την ίδια περίοδο αυξήθηκε ελαφρά (κατά 8 μονάδες).

#### **4.5.2. Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ**

Κατά το οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2008 τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα σημείωσαν αύξηση, η οποία παρατηρήθηκε κυρίως τον Ιούλιο και συνδέεται με την άνοδο των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ στις αρχές Ιουλίου. Η αύξηση του κόστους άντλησης κεφαλαίων για τις ελληνικές τράπεζες, κυρίως λόγω της ενίσχυσης των προθεσμιακών καταθέσεών τους, συνετέλεσε ώστε οι αυξήσεις των επιτοκίων των δανείων τους να είναι γενικά μεγαλύτερες από εκείνες των αντίστοιχων επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ και η σχετική διαφορά να διευρυνθεί ελαφρά. Οι μικρότερες αυξήσεις επιτοκίων στην Ελλάδα αλλά και στη ζώνη του ευρώ παρατηρήθηκαν στα επιχειρηματικά δάνεια και οι μεγαλύτερες στα καταναλωτικά δάνεια.

Τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων, παρότι στην Ελλάδα αυξήθηκαν περισσότερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ, εξακολουθούν να είναι χαμηλότερα από αυτά (βλ. Πίνακα 4-2).

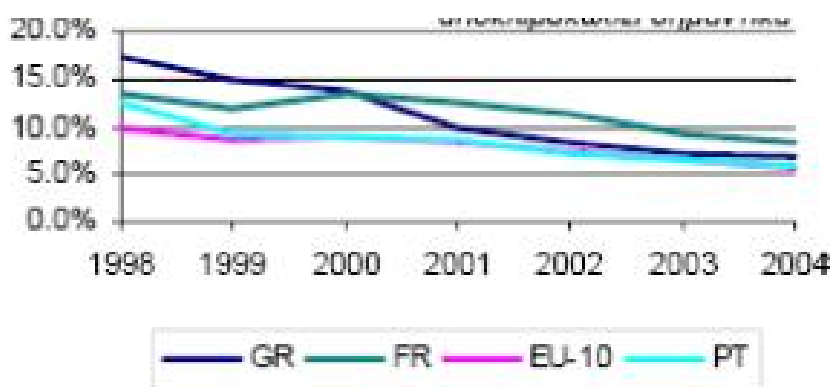
**Πίνακας 0-9:** Επιτόκια Νέων Τραπεζικών Δανείων στην Ελλάδα και στην Ζώνη του Ευρώ



	Δεκέμβριος 2007	Ιούλιος 2008	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2007 και Ιουλ. 2008 (σε εκατ. μονάδες)	Αύγουστος 2008	Μεταβολή μεταξύ Δεκ. 2007 και Αυγ. 2008 (σε εκατ. μονάδες)
<b>A. Δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο ή επιτόκιο σταθερό έως 1 έτος</b>					
<b>A.1 Δάνεια μέχρι 1 εκατ. ευρώ προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα</b>					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	6,08	6,26	0,18	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	7,25	7,78	0,53	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	5,51	5,70	0,19	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	6,83	7,03	0,20	7,11	0,28
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,75	0,77	0,02	...	...
<b>A.2 Δάνεια άνω του 1 εκατ. ευρώ προς επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα</b>					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	5,35	5,44	0,09	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	6,53	6,57	0,04	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	4,89	5,12	0,23	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	5,79	6,05	0,26	5,82	0,03
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	0,44	0,61	0,17	...	...
<b>A.3 Στεγαστικά δάνεια</b>					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	5,32	5,66	0,34	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	6,45	6,79	0,34	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	4,76	5,02	0,26	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	4,76	5,30	0,54	5,34	0,58
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	-0,56	-0,36	0,20	...	...
<b>A.4 Καταναλωτικά δάνεια</b>					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	8,05	8,77	0,72	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	11,30	11,60	0,30	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	5,51	6,23	0,72	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	7,66	9,21	1,55	8,82	1,16
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	-0,39	0,44	0,83	...	...
<b>B. Δάνεια με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως 5 έτη<sup>1</sup></b>					
<b>B.1 Στεγαστικά δάνεια</b>					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	5,03	5,25	0,22	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	6,30	6,76	0,46	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	4,21	4,28	0,07	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	4,21	4,51	0,30	4,72	0,51
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	-0,82	-0,74	0,08	...	...
<b>B.2 Καταναλωτικά δάνεια</b>					
Μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ	6,93	7,15	0,22	...	...
Μέγιστο επιτόκιο	11,79	12,21	0,42	...	...
Ελάχιστο επιτόκιο	5,46	5,67	0,21	...	...
Επιτόκιο στην Ελλάδα	8,74	8,89	0,15	9,06	0,32
Διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	1,81	1,74	-0,07	...	...

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (2008: 132)

Στο σχήμα που ακολουθεί βλέπουμε την διαχρονική εξέλιξη, κατά την διάρκεια της περιόδου 1998-2004, του μέσου σταθμικού επιτοκίου χορηγήσεων προς τα νοικοκυριά, στις τρεις χώρες με τα υψηλότερα εν λόγω επιτόκια (Ελλάς, Γαλλία, και Πορτογαλία) καθώς και τον μέσο όρο των EU-10..

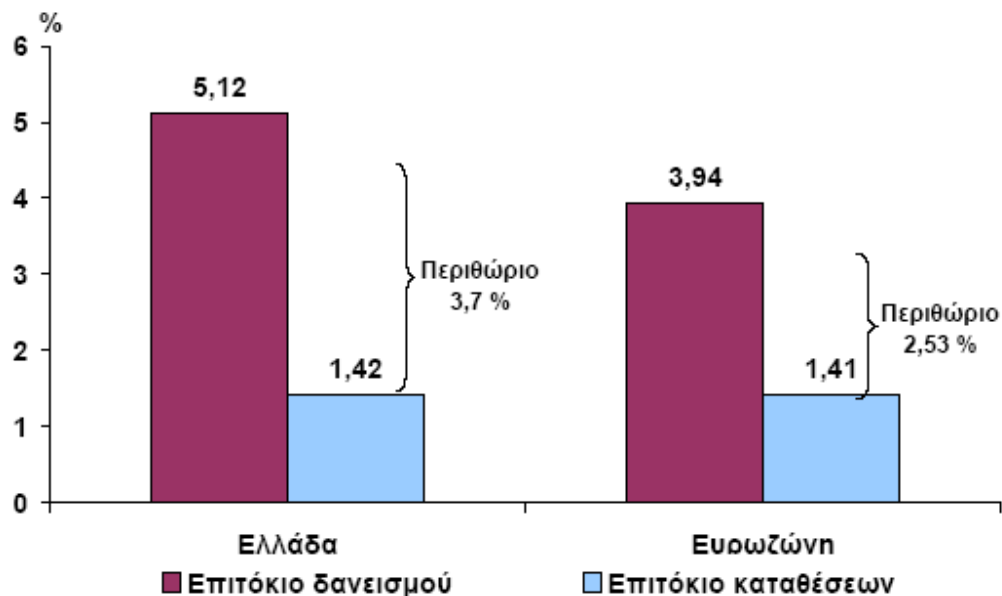


**Σχήμα 0-23:** Το Μέσο Σταθμικό Επιτόκιο Χορηγήσεων προς τα Νοικοκυριά, 1998-2004

Πηγή: EFG Eurobank (2006)

Από το παραπάνω σχήμα είναι προφανές ότι στην Ελλάδα κατά την περίοδο προ της εντάξεως της χώρας στην Ευρωζώνη, τα επιτόκια χορηγήσεων των τραπεζών ήταν πολύ υψηλότερα (κατά έξι ποσοστιαίες μονάδες περίπου) από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Κατόπιν η ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωζώνη, το 2001, είχε ως αποτέλεσμα την σημαντική αποκλιμάκωση των επιτοκίων χορηγήσεων, τα οποία στο τέλος του 2004, έφτασαν να είναι περίπου 1.25% υψηλότερα από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.

Έτσι ο Ελληνικός τραπεζικός κλάδος συνεχίζει να στοχεύει στο κέρδος εκμεταλλευόμενος τη μεγάλη διαφορά που υπάρχει ανάμεσα στο χρεωστικό και το πιστωτικό επιτόκιο (Σχήμα 4-8).



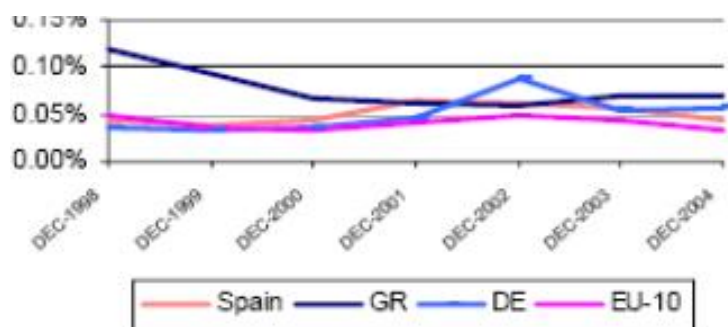
**Σχήμα 0-24:** Περιθώριο Επιτοκίου σε Ελλάδα και Ευρωζώνη, Σεπτέμβριος 2005

Πηγή: Μαλλιάρopoulos (2006)

Όπως παρατηρούμε από το παραπάνω σχήμα, η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων δανεισμού και των επιτοκίων καταθέσεων, ήτοι το περιθώριο του επιτοκίου, είναι υψηλότερη στην Ελλάδα από την Ευρωζώνη κατά 1,17%. Κατά τον Μαλλιάρopoulos (2006), αυτή η διαφορά στα περιθώρια επιτοκιακού κέρδους δύναται να αποδοθεί στον υψηλότερο πληθωρισμό της Ελλάδος, σε σχέση με τις χώρες της Ευρωζώνης

Ας δούμε όμως πως εξηγείται αυτή η απόκλιση στα επιτόκια χορηγήσεων σε Ελλάδα και την υπόλοιπη Ευρωζώνη. Στην προηγούμενη ενότητα αναφέραμε ότι ένας από τους λόγους που εξηγεί την προαναφερθείσα απόκλιση είναι οι ζημίες, τις οποίες αναμένει να εγγράψει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα στις χορηγήσεις του. Στο Σχήμα (4-10)

παρουσιάζουμε τον λόγο προβλέψεων προς υπόλοιπα δανείων για τα χρόνια 1998 με 2004.

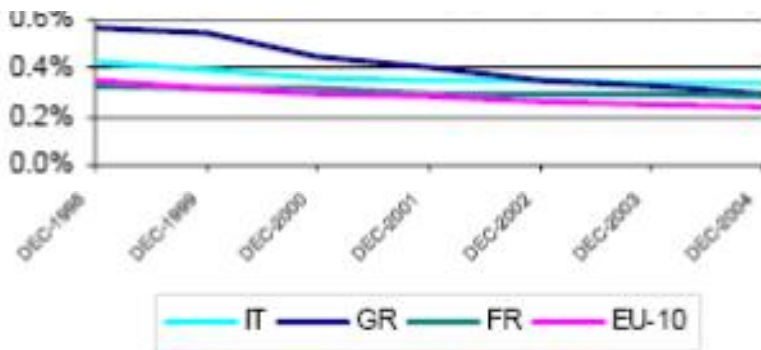


**Σχήμα 0-25:** Προβλέψεις προς Υπόλοιπα Δανείων, 1998-2004

Πηγή: EFG Eurobank (2006)

Από το παραπάνω σχήμα παρατηρούμε ότι το ελληνικό τραπεζικό σύστημα είχε, για όλη την υπό εξέταση περίοδο εκτός του 2004, τον υψηλότερο λόγο προβλέψεων προς υπόλοιπα δανείων και, συνεπώς, οι ζημιές που ανέμεναν να εγγράψουν τα Ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ήταν σαφώς υψηλότερες από τις αντίστοιχες ζημιές για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προερχόμενα από άλλες χώρες της Ευρωζώνης.

Τονίσαμε επίσης ότι το υψηλό λειτουργικό κόστος ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος δύναται να ερμηνεύσει την παρατηρούμενη απόκλιση των επιτοκίων χορηγήσεων στην Ελλάδα και στην υπόλοιπη Ευρωζώνη. Στο παρακάτω σχήμα παρουσιάζουμε τα λειτουργικά έξοδα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ως ποσοστό των υφιστάμενων δανειακών υπολοίπων, από τις χορηγήσεις σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά, στην περίπτωση της Ελλάδας, της Πορτογαλίας και της Ιταλίας, και συγκρίνουμε τα αποτελέσματα με τον μέσο όρο των 10 ευρωπαϊκών χωρών που αναλύουμε.

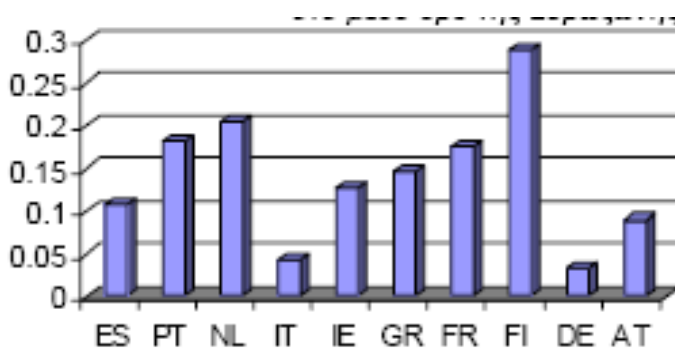


**Σχήμα 0-26:** Λειτουργικά Έξοδα ως Ποσοστό Υφιστάμενων Δανειακών Υπολοίπων, 1998-2004

Πηγή: EFG Eurobank (2006)

Οι τρεις προαναφερθείσες χώρες είχαν τον υψηλότερο λόγο κόστους προς δάνεια, με το ελληνικό τραπεζικό σύστημα – παρά την εμφανή βελτίωση του – να παρουσιάζει το υψηλότερο κόστος λειτουργίας, μεταξύ των EU-10 χωρών, για 6 από τα 7 τελευταία χρόνια.

Τέλος, στο σχήμα (4-11) βλέπουμε τον δείκτη *Herfindahl* για την συγκέντρωση των μεριδίων τραπεζικών χορηγήσεων σε 10 χώρες της Ευρωζώνης, κατά το έτος 2004.



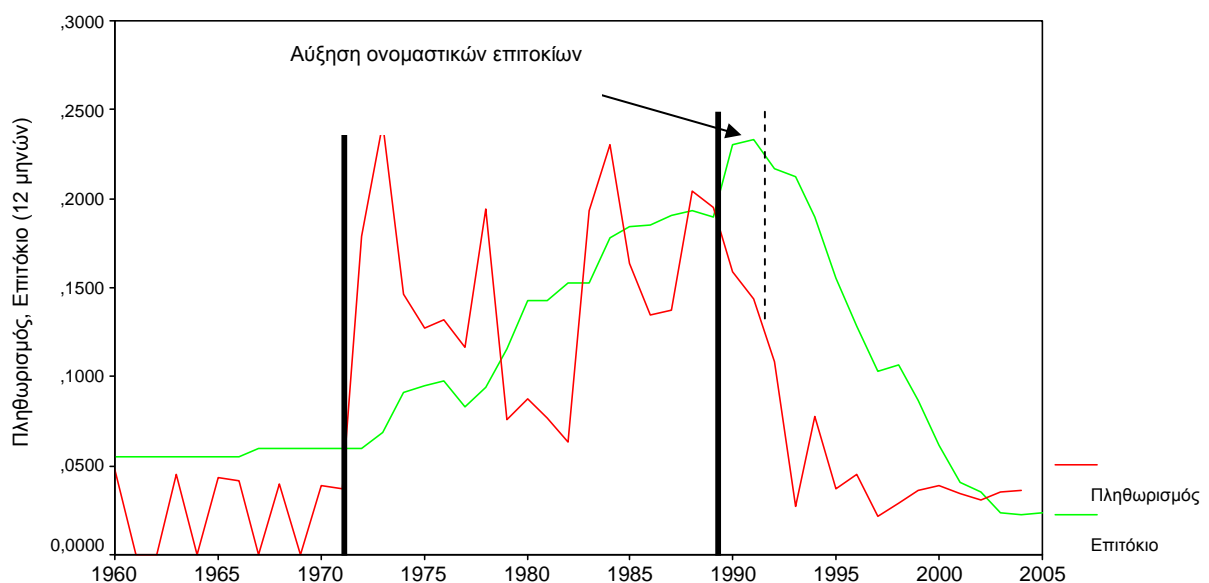
**Σχήμα 0-27:** Δείκτης Herfindahl Τραπεζικών Δανείων για το 2004

Πηγή: EFG Eurobank (2006)

Όπως βλέπουμε από το παραπάνω σχήμα η ελληνική τραπεζική αγορά παρουσιάζει ένα μέσο βαθμό συγκέντρωσης όχι πολύ διαφορετικό από τον αντίστοιχο βαθμό στις άλλες χώρες. Παρατηρούμε επίσης ότι ο χαμηλότερος βαθμός συγκέντρωσης απαντά σε χώρες όπως η Γερμανία, Ισπανία, η Αυστρία και η Ιταλία, γεγονός που οφείλεται, σε μεγάλο βαθμό, στην ύπαρξη πολλών περιφερειακών και συνεταιριστικών τραπεζών, οι οποίες ανταγωνίζονται τις εμπορικές τράπεζες στις τοπικές κοινωνίες που δραστηριοποιούνται (EFG Eurobank, 2006).

#### **4.5.3.0 ΈΛΕΓΧΟΣ ΤΗΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ FISHER ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

Στηριζόμενοι στην προσέγγιση του Blanchard (2000: 282-283) θα εξετάσουμε την υπόθεση Fisher στο πλαίσιο της Ελληνικής οικονομίας, κατά την διάρκεια της περιόδου 1960-2005. Συγκεκριμένα, θα εξετάσουμε την διαχρονική εξέλιξη του *επιτοκίου δωδεκάμηνης διάρκειας* και του *πληθωρισμού*, κατά την προαναφερόμενη περίοδο (Σχήμα 4-13).



**Σχήμα 0-28:** Επιτόκια και Πληθωρισμός, 1960-2005

*Πηγή:* για τα δεδομένα Τράπεζα της Ελλάδος (2006) και Υπουργείο Οικονομικών

Αρχικά θα πρέπει να αναφέρουμε ότι ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των δυο χρονοσειρών (ήτοι του επιτοκίου *δωδεκάμηνης διάρκειας* και του πληθωρισμού), κατά την προαναφερόμενη περίοδο, είναι αρκετά μεγάλος, της τάξεως του 0,617. Εν συνεχεία, από το παραπάνω σχήμα παρατηρούμε ότι η σταδιακή αύξηση και η συνακόλουθη κλιμάκωση του πληθωρισμού μετά το 1974 οδήγησε και σε σταδιακή αύξηση των ονομαστικών επιτοκίων, ενώ η σταδιακή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, η οποία ξεκίνησε μετά το 1990, ακολουθήθηκε από πτώση του ονομαστικού επιτοκίου.

Επίσης, από το παραπάνω σχήμα είναι εμφανείς και βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις της μείωσης της προσφοράς χρήματος στο επιτόκιο. Συγκεκριμένα, η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού από το 1990 και εντεύθεν συνοδεύτηκε από μια αρχική αύξηση των ονομαστικών επιτοκίων.

Επομένως, η υπόθεση Fisher επαληθεύεται από τα εμπειρικά δεδομένα στην περίπτωση της Ελλάδος.

#### **4.5.4. Η ΧΡΟΝΙΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ**

Η **καμπύλη των αποδόσεων** αποτελεί μια γραφική απεικόνιση της σχέσης μεταξύ της λήξης και της απόδοσης ομοειδών ομολόγων διαφορετικής διάρκειας σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή (Blanchard, 2000:288). Ομοειδή ομόλογα είναι αυτά που φέρουν σχεδόν το ίδιο επίπεδο κινδύνου ή/και τον ίδιο βαθμό ρευστότητας.

Η κλίση της καμπύλης αποδόσεων, η οποία ενδεχομένως να είναι θετική ή αρνητική ή

μηδενική, εκφράζει τις προσδοκίες των χρηματαγορών για το μέλλον (Blanchard, 2000:288). Συγκεκριμένα, μια καμπύλη αποδόσεων με θετική κλίση δηλώνει ότι όσο ο εναπομένων χρόνος μέχρι τη λήξη του χρεογράφου αυξάνεται, τα επιτόκια αυξάνονται καθώς οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις για να δεσμεύσουν τα κεφάλαιά τους για μεγαλύτερες περιόδους. Η καμπύλη αυτή υποδηλώνει συνήθως ότι αναμένεται μία επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης.

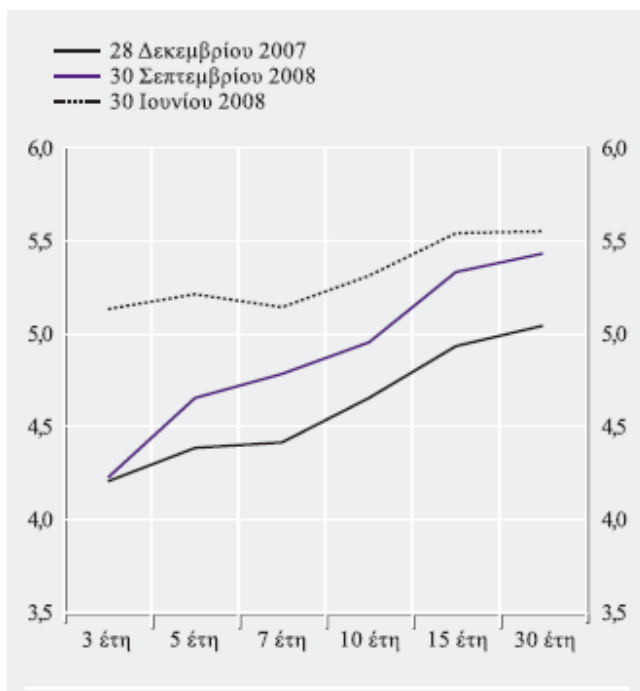
Αντίθετα, μία καμπύλη αποδόσεων με αρνητική κλίση (inverted yield curve) σημαίνει ότι όσο ο εναπομένων χρόνος μέχρι τη λήξη του χρεογράφου αυξάνεται, τόσο λιγότερο ανταμείβονται οι επενδυτές-δανειστές και αντίστοιχα ο δανεισμός κεφαλαίων γίνεται φθηνότερος. Ο τύπος αυτός της καμπύλης αποδόσεων συνήθως υποδηλώνει μια μεγάλη πιθανότητα οικονομικής ύφεσης. Μία επίπεδη καμπύλη αποδόσεων (flat yield curve) δηλώνει ότι οι αποδόσεις στα διάφορα χρονικά τμήματα αυτής είναι σχεδόν ίδιες. Ο τύπος αυτός της καμπύλης υποδηλώνει την πιθανότητα οικονομικής επιβράδυνσης.

Τέλος, θα πρέπει να αναφέρουμε ότι η καμπύλη απόδοσης ανάλογα με τον τύπο του χρεογράφου διακρίνεται, μεταξύ άλλων, σε: (α) καμπύλη απόδοσης εντόκων γραμματίων και ομολόγων του δημοσίου, (β) καμπύλη απόδοσης εταιρικών γραμματίων και ομολόγων, και (γ) καμπύλη απόδοσης ομολόγων με μηδενικό κουπόνι (zero coupon yield curve) που αφορά ομόλογα που εκδίδονται κάτω της ονομαστικής τους αξίας αλλά δεν φέρουν κουπόνια (discount bonds)

Η καμπύλη αποδόσεων των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου έφθασε στο τέλος Ιουνίου του 2008 στα υψηλότερα επίπεδα του έτους αλλά και της τελευταίας εξαετίας,



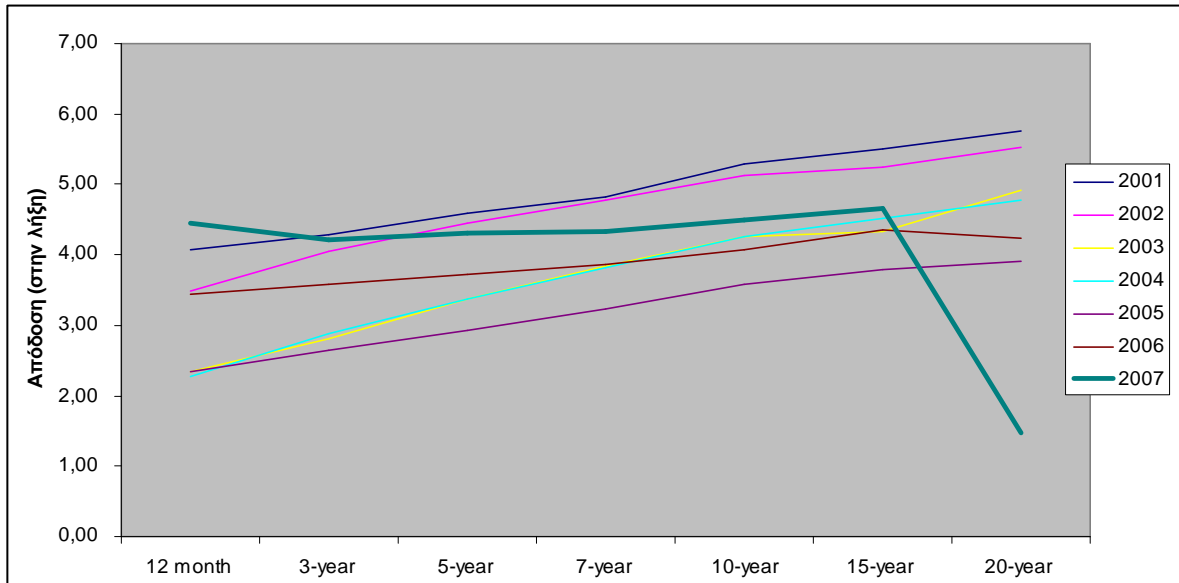
ενώ στο τέλος Σεπτεμβρίου υποχώρησε σε επίπεδο υψηλότερο από ό,τι στο τέλος του 2007 (βλ. Σχήμα 4-13).



**Σχήμα 0-29:** Η Καμπύλη των Αποδόσεων των Τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (2008: 137)

Παρακάτω εξετάζουμε την καμπύλη αποδόσεων των ομολόγων του δημοσίου κατά την διάρκεια της περιόδου 2001-2007.



**Σχήμα 0-30:** Η Καμπύλη Αποδόσεων των Ομολόγων του Δημοσίου, 2001-2007

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος (2007:04), Τράπεζα της Ελλάδος (2006:100) και επεξεργασία στοιχείων από τους συγγραφείς

Από το παραπάνω σχήμα παρατηρούμε, κατ' αρχάς ότι η μορφή της καμπύλης αποδόσεων παρέμεινε ανοδική κατά την περίοδο 2001-2006, εν συνεχεία ότι δεν φαίνεται να διαφέρει το μέγεθος της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων από έτος σε έτος, και τέλος, ότι το 2007 η εν λόγω κλίση έγινε λιγότερο απότομη.

Ωστόσο αυτό που διαφέρει εμφανώς από έτος σε έτος είναι η θέση της καμπύλης αποδόσεων. Συγκεκριμένα, από το 2001 και εντεύθεν διακρίνουμε μια προς τα κάτω μετατόπιση των εν λόγω καμπύλης. Αυτό σημαίνει ότι οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων για όλες τις διάρκειες μειώθηκαν διαχρονικά.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **Ελληνική**

1. EFG Eurobank (2006). “Το Περιθώριο Επιτοκίων Χορηγήσεων-Καταθέσεων στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη.” Οικονομία και Αγορές, 21 Φεβρουαρίου
2. Kantor Capital (2006). Επισκόπηση Τραπεζικού Τομέα 2005.
3. Γεωργιάδης, Ν. (2005). “Η Πορεία των Οικονομικών Μεγεθών των Μεγάλων Εμπορικών Τραπεζών το Β' Εξάμηνο του 2005.” Investment Research & Analysis Journal, Σεπτέμβριος.
4. Καραμούζης, Ν. (2008). Σεμινάρια και Διαλέξεις σε σύγχρονα τραπεζικά Θέματα, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής.
5. Κράλογλου, Σ. και Καραγεώργου, Ε. (2008). Γ. Αλογοσκούφης: Έως 28 δισ. ευρώ για την Στήριξη των Τραπεζών. [online]. 15 Οκτωβρίου, Διαθέσιμο από: <http://www.capital.gr/news.asp?details=597536>.
6. Μαλλιάρopoulos, Δ. (2006). “Τραπεζικά Επιτόκια και Πληθωρισμός: Χρεώνουν οι Ελληνικές Τράπεζες Υπερβολικά Υψηλά Επιτόκια;” Οικονομία και Αγορές, 21 Φεβρουαρίου.
7. Σκάι.gr (2008). Διευκρινίσεις για τα 28 δισ ευρώ. [online]. 30 Οκτωβρίου. Διαθέσιμο από: [http://www.skai.gr/master\\_story.php?id=98472](http://www.skai.gr/master_story.php?id=98472)
8. Χαρδουβέλης, Γ. (2008). “Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις.”

## Ξενόγλωσση

9. Green, W. (2000). *Econometric Analysis*. 4<sup>th</sup>ed. Prentice Hall International, Inc.
10. Myer, T., Duesenberry, J, and Aliber, R. (1993). *Money, Banking, and the Economy*. 5<sup>th</sup> ed. W.W. Norton & Company.
11. Petroff, E. (2008). Who is to Blame for the Subprime Crisis? [online]. Available from: <http://www.investopedia.com/articles/07/subprime-blame.asp>
12. The Economist, (2006). Who Wants to be a Trillionaire? The Economist, October 26<sup>th</sup>.
13. Tully, S. (2007). "Wall Street's money Machine Breaks Down." Fortune, November 26, European edition.

