

**ΤΕΙ ΠΑΤΡΑΣ**  
**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**  
**«ΠΑΓΚΟΣΜΙΕΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ**  
**ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ»**

**ΔΡΙΤΣΑ ΕΛΕΝΗ**  
**ΚΟΝΙΑΡΗ ΜΑΡΙΑ**

**ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΠΑΛΑΙΟΛΟΓΟΥ**

**ΠΑΤΡΑ, 2012**

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....</b>	<b>4</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>5</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....</b>	<b>11</b>
<b>ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΣΧΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΟΡΡΟΠΙΑ ΣΤΗΝ ΑΝΟΙΚΤΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....</b>	<b>11</b>
<b>1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>11</b>
<b>1.2 Η ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ.....</b>	<b>11</b>
<b>1.3 ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑ ΑΓΟΡΑΣΤΙΚΗΣ ΔΥΝΑΜΗΣ.....</b>	<b>14</b>
<b>1.4 ΑΚΑΛΥΠΤΗ ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ.....</b>	<b>16</b>
<b>1.5 ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΑΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....</b>	<b>17</b>
<b>1.6 ΚΑΘΕΣΤΩΤΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ.....</b>	<b>21</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....</b>	<b>24</b>
<b>Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΑ ΤΟΥ ΔΥΤΙΚΟΥ ΚΟΣΜΟΥ.....</b>	<b>24</b>
<b>2.1 Η ΑΙΣΙΟΔΟΞΙΑ ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ.....</b>	<b>24</b>
<b>2.2 ΟΙ ΒΑΘΥΤΕΡΕΣ ΑΙΤΙΕΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ – ΠΡΟΕΙΔΟΠΟΙΗΣΕΙΣ.....</b>	<b>27</b>
<b>2.3 ΤΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ – ΠΡΩΤΕΣ ΑΝΤΙΔΡΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΩΡΙΝΗ ΗΡΕΜΙΑ.....</b>	<b>32</b>
<b>2.4 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΕΠΙΛΕΙΝΩΝΕΤΑΙ - ΚΑΤΑΡΡΕΥΣΗ LEHMAN.....</b>	<b>40</b>
<b>2.5 ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....</b>	<b>44</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....</b>	<b>47</b>
<b>ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ ΚΑΙ ΕΠΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....</b>	<b>47</b>
<b>3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>47</b>
<b>3.2 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΝΙΣΕ ΚΑΙ ΕΝΙΣΧΥΣΕ ΤΙΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΠΟΥ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΖΕΙ Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....</b>	<b>49</b>
<b>3.3 Η ΜΕΤΑΦΟΡΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....</b>	<b>51</b>
<b>3.4 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΧΡΕΟΣ ΚΑΙ Η ΑΝΗΣΥΧΙΑ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.....</b>	<b>53</b>

<b>3.5 ΟΙ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΕΠΟΧΗΣ ΤΗΣ ΣΥΓΚΛΙΣΗΣ.....</b>	<b>55</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....</b>	<b>58</b>
<b>ΔΙΟΓΚΩΣΗ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΕΞΙΣΟΡΡΟΠΗΣΗΣ .....</b>	<b>58</b>
<b>4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>	<b>58</b>
<b>4.2 ΠΟΥ ΟΦΕΙΛΕΤΑΙ Η ΔΙΟΓΚΩΣΗ ΤΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΩΝ .....</b>	<b>65</b>
<b>4.3 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΕΞΙΣΟΡΡΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΩΝ.....</b>	<b>76</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....</b>	<b>82</b>
<b>ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ.....</b>	<b>82</b>
<b>5.1 ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ.....</b>	<b>82</b>
<b>5.2 ΟΙ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ.....</b>	<b>83</b>
<b>5.3 ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ .....</b>	<b>86</b>
<b>5.4 ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΟΥ ΣΥΝΤΟΝΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ.....</b>	<b>90</b>
<b>5.5 ΔΙΟΡΘΩΣΗ ΤΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΩΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ.....</b>	<b>94</b>
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....</b>	<b>99</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>	<b>101</b>
<b>ΕΛΛΗΝΙΚΗ .....</b>	<b>101</b>
<b>ΞΕΝΗ.....</b>	<b>102</b>

## **ΠΕΡΙΛΗΨΗ.**

Η κρίση του αμερικανικού χρηματοπιστωτικού τομέα το 2007 έμελλε να οδηγήσει στον τερματισμό μιας μακράς χρονικής περιόδου σχετικής μακροοικονομικής ισορροπίας και υψηλών ρυθμών ανάπτυξης για τις περισσότερες χώρες του κόσμου. Ειδικότερα, η κατάρρευση αμερικανικών τραπεζικών ιδρυμάτων υψηλής φερεγγυότητας το 2008, σε συνδυασμό με τον υψηλό βαθμό παγκοσμιοποίησης των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, πυροδότησαν μια σειρά αλυσιδωτών αντιδράσεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Ο πανικός που ακολούθησε στις τάξεις των θεσμικών και ιδιωτών επενδυτών γρήγορα μετατράπηκε σε απόσυρση κεφαλαίων και αναζήτηση ασφαλών τοποθετήσεων (π.χ., κρατικά ομόλογα), ενώ η έλλειψη εμπιστοσύνης στους κόλπους του χρηματοπιστωτικού συστήματος υποβάθμισε σημαντικά την πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών. Αναπόφευκτα, η αδυναμία των τραπεζών να εξασφαλίσουν ικανοποιητικά επίπεδα ρευστότητας οδήγησε σε σημαντική μείωση της πιστωτικής επέκτασης προς τον πραγματικό τομέα της παγκόσμιας οικονομίας.

Τόσο ο περιορισμός των πιστώσεων, όσο και το αρνητικό κλίμα που δημιουργήθηκε, είχαν ως φυσικό επακόλουθο τη μείωση της παγκόσμιας ζήτησης και κατ' επέκταση την πτώση στις επενδύσεις, την παραγωγή και, επομένως, την απασχόληση. Προς το παρόν τουλάχιστον, είναι πρακτικά αδύνατο να διαπιστωθεί με ακρίβεια η επίδραση της διεθνούς οικονομικής κρίσης σε όλες της τις διαστάσεις. Είναι ενδεικτικό, ωστόσο, ότι το 2009 τόσο το παγκόσμιο ΑΕΠ όσο και ο όγκος του διεθνούς εμπορίου σημείωσαν τη μεγαλύτερη αρνητική μεταβολή σε όλη τη μεταπολεμική περίοδο.

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ.**

Η οικονομική δραστηριότητα δεν ακολουθεί γραμμική, ανοδική ή καθοδική, πορεία. Αντίθετα, ακολουθεί κυκλική πορεία με ορισμένες φάσεις του οικονομικού κύκλου να είναι ανοδικές και άλλες καθοδικές. Οι μεγαλύτερες από τις αναπτυγμένες οικονομίες του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) γνώρισαν την τελευταία ύφεση στις αρχές της νέας χιλιετίας, χωρίς όμως να συμπαρασύρουν τις λεγόμενες αναδύμενες οικονομίες (Βραζιλία, Ινδία, Κίνα, Ρωσία, Νότιος Αφρική και άλλες μικρότερες οικονομίες), οι οποίες συνέχισαν να αναπτύσσονται με ταχείς ρυθμούς, εκκινώντας βέβαια από πολύ χαμηλά επίπεδα. Η τελευταία επομένως γενικευμένη κρίση ίσως να πρέπει να αναζητηθεί στην εποχή της κρίσης στην Νοτιοανατολική Ασία (1997) ή ακόμη και στις αρχές τις δεκαετίας του 1990.

Είναι προφανές ότι οι ταχείς ρυθμοί οικονομικής μεγέθυνσης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) που παρατηρήθηκαν παγκοσμίως την περίοδο 2002-2007, κάποια στιγμή θα επιβραδύνονταν υπακούοντας στη λογική των οικονομικών κύκλων. Επομένως ή επιβράδυνση μπορούσε να προβλεφθεί, χωρίς βέβαια να μπορεί να προβλεφθεί/προσδιοριστεί επακριβώς το χρονικό σημείο της ανώτατης φάσης του κύκλου και της αλλαγής της φοράς του προς τα κάτω. Πράγματι, πολλοί αναλυτές και διεθνείς οικονομικοί οργανισμοί όπως ο ΟΟΣΑ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), στις προβλέψεις τους για τις οικονομικές προοπτικές προειδοποιούσαν για τους καθοδικούς κινδύνους. Όμως, σε μεγάλο βαθμό, οι επισημάνσεις για αυτούς τους κινδύνους, παραβλέπονταν ή υποβαθμίζονταν, ακόμη και από εκείνους που τους κατέγραφαν, καθώς την τριετία 2005-2007 η κρατούσα άποψη στους πλέον έγκριτους οικονομικούς κύκλους ήταν αυτή της αποσύνδεσης (decoupling) των αναδύμενων οικονομιών από τις

εξελίξεις στις ΗΠΑ, στην ευρωζώνη, την Ιαπωνία ή άλλες μεγάλες αναπτυγμένες οικονομίες. Πολλοί υποστήριζαν μάλιστα ότι πιθανή επιβράδυνση στις αναπτυγμένες οικονομίες θα αντισταθμίζονταν από τις επιδόσεις των αναδυόμενων οικονομιών και κυρίως της Κίνας μετατοπίζοντας σταδιακά το κέντρο της οικονομικής δραστηριότητας (“smooth rebalancing”). Οι προβλέψεις αυτές οδηγούσαν στο γενικό συμπέρασμα ότι η επιβράδυνση, όταν και όπου θα προέκυπτε, θα ήταν ελεγχόμενη και τοπική ή/και περιφερειακή.

Για να κατανοηθεί το μέγεθος και η ταχύτητα με την οποία εξαπλώθηκε η κρίση θα πρέπει να ληφθούν υπόψη ορισμένα από τα χαρακτηριστικά του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Υποστηρίζεται ότι, η ιδιαίτερα χαλαρή νομισματική πολιτική της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας-FED για ικανό χρονικό διάστημα ευθύνεται για την εμφάνιση υπερβολικής ρευστότητας και «μόχλευσης» (leverage), με αποτέλεσμα την εμφάνιση ανισορροπιών και τελικά «φούσκας» στην αγορά κατοικίας. Επίσης, τα χαμηλά επιτόκια και οι χαμηλές αποδόσεις των «παραδοσιακών επενδύσεων» οδήγησαν τους συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές στην ανάληψη υψηλών κινδύνων δια των διαφόρων καινοτομικών χρηματοπιστωτικών μέσων (financial innovation), χωρίς να επιδεικνύουν τη δέουσα προσοχή για τη στάθμιση ή/και αντιστάθμιση αυτών των κινδύνων.

Το ισχύον πλαίσιο «δημιουργίας προς διάθεση» λειτουργούσε με τρόπο ώστε οι τράπεζες να έχουν κάθε κίνητρο να ομαδοποιούν και τιτλοποιούν μεμονωμένα δάνεια τα οποία διέθεταν στους επενδυτές. Το ισχύον «λειτουργικό» κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της χρηματοπιστωτικής αγοράς έχει πλέον ξεπεραστεί και οι εποπτικές αρχές δεν το αντιλήφθηκαν έγκαιρα ή δεν επέδειξαν τη δέουσα προσοχή στην παραβίασή του. Η υπερβολική ρευστότητα οδήγησε τους διαχειριστές

κεφαλαίων να αναλαμβάνουν συνεχώς περισσότερους κινδύνους. Στην προσπάθειά τους για μεγιστοποίηση των κερδών, προχώρησαν σε ευρεία έκθεση σε «δομημένα προϊόντα» που τηρούνταν εκτός των ισολογισμών των τραπεζών, ενώ χρησιμοποιούνταν ευρέως για το μετασχηματισμό της ωριμότητας (maturity) του χαρτοφυλακίου.

Η επιτυχία αυτού του μοντέλου βασίστηκε σε, υποτίθεται, πολύ εξελιγμένα συστήματα διαχείρισης κινδύνου και στην αξιολόγηση όλων αυτών των προϊόντων και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από τις εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου, ενώ ήταν φανερό ότι υπήρχαν πολλές περιπτώσεις παραβίασης του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου.

Έτσι, φθάσαμε στο καλοκαίρι του 2007, όπου τοποθετείται και η έναρξη της κρίσης. Η αναστροφή της τάσης συνεχούς ανόδου των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ συνοδεύτηκε με την κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου (“subprime loans”). Η αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών άρχισε να κλυδωνίζεται καθώς αρκετά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ήταν εκτεθειμένα σε πολύπλοκα δομημένα προϊόντα τα οποία, αν και είχαν βαθμολογηθεί με άριστα (AAA ή “triple A”) από τις εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου βασίζονταν σε δανειακές συμβάσεις οι οποίες ήταν στο μεγαλύτερο ποσοστό τους επισφαλείς. Ο κατακερματισμός των εποπτικών αρχών στις ΗΠΑ δεν επέτρεψε την άμεση διάγνωση της κρίσης και πολύ περισσότερο τον έγκαιρο και αποτελεσματικό συντονισμό για την αντιμετώπιση της κρίσης.

Η κρίση εξαπλώθηκε και στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού με πρώτο θύμα την επενδυτική τράπεζα Northern Rock του Ηνωμένου Βασιλείου (Σεπτέμβριος 2007), αλλά και ελβετικές και γερμανικές τράπεζες. Δεύτερο μεγάλο σταθμό, αποτέλεσε η περίπτωση της Bear Stearns, πέμπτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας στις ΗΠΑ, η οποία

για να αποφύγει την πτώχευση, εξαγοράστηκε από την J.P. Morgan με τη μεσολάβηση της FED και την εγγύηση του αμερικάνικου δημοσίου τον Μάρτιο του 2008. Η απόφαση αυτή των αμερικανικών αρχών έγινε δεκτή με ανακούφιση καθώς σηματοδότησε ότι οι αρμόδιες αρχές ήταν έτοιμες να δράσουν, πέρα από ιδεολογικές αγκυλώσεις και δογματισμούς, και να αποτρέψουν εν τη γενέσει του τον ενδεχόμενο «συστημικό κίνδυνο» στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και ιδίως στον τραπεζικό τομέα.

Η ευφορία που ακολούθησε αυτή την κίνηση ήταν τέτοια που πολλοί σοβαροί αναλυτές ακόμη και διαμορφωτές πολιτικής, όπως υψηλής επιρροής στελέχη της Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς (FOMC) της FED, να μιλούν για αντιστροφή της κρίσης. Το κλίμα αυτό κάλυψε ή/και περιθωριοποίησε προσωρινά τα στοιχεία που έδειχναν ότι η παγκόσμια οικονομία δεν είχε να αντιμετωπίσει μόνο τη χρηματοπιστωτική κρίση αλλά και άλλα δύο γεγονότα: την άνοδο των τιμών των εμπορευμάτων, ιδίως του πετρελαίου και των τροφίμων, και τις τρομερές ανισορροπίες (imbalances) που προκλήθηκαν στις αγορές κατοικίας όχι μόνο στις ΗΠΑ, αλλά και σε πολλές χώρες της ευρωζώνης όπως η Ιρλανδία και η Ισπανία από την ιδιαίτερα χαλαρή νομισματική πολιτική των περασμένων χρόνων.

Επιπλέον, αποπροσανατόλισε προσωρινά τη συζήτηση από τη διαπίστωση ότι το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο είχε αποδειχθεί ακατάλληλο ενώ, ταυτόχρονα, ήταν συστηματική η παραβίασή του – και όχι μόνο λόγω της εγγενούς σύγκρουσης συμφερόντων που αντιμετώπιζαν οι εταιρίες αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου. Παράλληλα, η «όρεξη» για αναζήτηση ολοένα και περισσότερο επικίνδυνων επενδυτικών ευκαιριών από τους διαχειριστές των επενδυτικών κεφαλαίων που είχε καλλιεργηθεί από τα ιδιαίτερα χαμηλά επιτόκια, αντιστράφηκε απότομα σε αναζήτηση πιο ασφαλών επενδύσεων προκαλώντας χάος σε αγορές χρήματος και κεφαλαίου αλλά



και σε ολόκληρες αναδυόμενες οικονομίες. Έτσι, η χρηματοπιστωτική κρίση, η άνοδος των τιμών των εμπορευμάτων και η υπερθέρμανση στην αγορά κατοικίας, επέφερε ένα ταυτόχρονο «τριπλό σόκ». Όταν δε, οι αρχές των ΗΠΑ παρενέβησαν για να σώσουν τις δύο «ημι-δημόσιες» επιχειρήσεις χορήγησης στεγαστικών δανείων (Fannie May και Freddy Mac), αλλά αποφάσισαν να αφήσουν τη Lehman Brothers να πτωχεύσει (15/09/2008), η αβεβαιότητα έδωσε τη θέση της σε πανικό και ουσιαστικό πάγωμα της διατραπεζικής αγοράς επεκτείνοντας ραγδαία την κρίση και στην πραγματική οικονομία μέσω του καναλιού του τραπεζικού συστήματος και της «πιστωτικής ασφυξίας» (credit crunch) που προκλήθηκε.

Η αντιμετώπιση της κρίσης δεν είναι εύκολη υπόθεση. Είναι βέβαιο ότι τα μέτρα για την αντιμετώπισή τους θα κριθούν για την αποτελεσματικότητά και αποδοτικότητά τους και θα διδάσκονται ως ορθό ή ατυχές παράδειγμα στα πανεπιστήμια για πολλά χρόνια. Σήμερα, στο μέσον αυτής, μπορούμε να διαγνώσουμε ότι η κρίση απαιτεί την υιοθέτηση του κατάλληλου μείγματος νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής και το συντονισμό σε διεθνές επίπεδο. Το κρίσιμο ερώτημα, σε συνθήκες ελεύθερης οικονομίας της αγοράς, είναι πως εκείνοι που ευθύνονται για την κρίση θα πληρώσουν, χωρίς να υπάρξουν αδικαιολόγητες απώλειες στο παραγόμενο προϊόν (ΑΕΠ).

Η νομισματική πολιτική αντέδρασε με δύο τρόπους: χαλαρώνοντας τη στάση της μειώνοντας τα επιτόκια και παρέχοντας ενέσεις ρευστότητας στο σύστημα. Η FED μείωσε τα επιτόκια από το 5,5% τον Σεπτέμβριο 2007 σε 0,25% το Δεκέμβριο 2008. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) μείωσε τα επιτόκια από 4,25% τον Ιούλιο 2008 σε 2,5% το Δεκέμβριο 2008, ενώ η Τράπεζα της Αγγλίας άγγιξε τα χαμηλότερα επίπεδα της Ιστορίας της, διαμορφώνοντας τα επιτόκια στο 2,0% το Δεκέμβριο 2008. Παράλληλα, διατέθηκαν αφειδώς δισεκατομμύρια

ευρώ, στερλίνες, γιέν και δολάρια από τις κεντρικές τράπεζες για την παροχή ρευστότητας στην διατραπεζική αγορά καθώς οι εμπορικές τράπεζες ήταν απρόθυμες να δανείσουν η μια στην άλλη. Τα περιθώρια επιτοκίων στους δείκτες Libor και Euribor παρέμειναν σε πολύ υψηλά επίπεδα, υπογραμμίζοντας την έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των τραπεζών. Τα μεγαλύτερα χρηματιστήρια του πλανήτη γνώρισαν δραματικές απώλειες το 2008, κοντά ή και άνω του 50%.

Όμως, παρά τις παρεμβάσεις των νομισματικών αρχών η πορεία προς την ομαλότητα στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου ήταν αργή και εύθραυστη. Ήταν φανερό, ότι η παρέμβαση των κυβερνήσεων μέσω της δημοσιονομικής πολιτικής ήταν απαραίτητη. Διεθνείς οργανισμοί όπως ο ΟΟΣΑ και το ΔΝΤ συνέστησαν την στήριξη της οικονομίας μέσω υιοθέτησης «δημοσιονομικών πακέτων» ώστε η οικονομική πολιτική να δράσει αντικυκλικά στηρίζοντας την οικονομική δραστηριότητα.

Τέτοια δημοσιονομικά πακέτα υιοθετήθηκαν από οικονομίες όπως των ΗΠΑ, της ΕΕ, της Ιαπωνία, του Ηνωμένο Βασίλειο, ακόμη και της Κίνας, συνδυασμένου ύψους τρισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ. Τα «δημοσιονομικά πακέτα» περιλαμβάνουν, εκτός από μέτρα διασφάλισης της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος (π.χ. παροχή εγγύησης του δημοσίου σε τράπεζες), μέτρα όπως η μείωση της φορολογίας ή η ενίσχυση των δημοσίων δαπανών για την τόνωση της εσωτερικής ζήτησης.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1**

### **ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΣΧΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΟΡΡΟΠΙΑ ΣΤΗΝ ΑΝΟΙΚΤΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.**

#### **1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.**

Το μέγεθος των διεθνών οικονομικών συναλλαγών τις τελευταίες δεκαετίες έχει θέσει στο επίκεντρο του επιστημονικού ενδιαφέροντος τη μελέτη της διεθνούς νομισματικής και μακροοικονομικής θεωρίας. Για την κατανόηση της λειτουργίας των σύγχρονων ανοικτών οικονομιών είναι απαραίτητη η μελέτη των διεθνών νομισματικών σχέσεων, δηλαδή των οικονομικών σχέσεων με βάση τα εθνικά νομίσματα των χωρών και τις διεθνείς επενδυτικές συναλλαγές, του ρόλου της Κεντρικής Τράπεζας στην ανοικτή οικονομία, καθώς και του καθορισμού των εξωτερικών συναλλαγών.

#### **1.2 Η ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ.**

Το κύριο χαρακτηριστικό γνώρισμα και πλεονέκτημα των ανοικτών έναντι των κλειστών οικονομιών είναι η δυνατότητα διεξαγωγής διεθνούς εμπορίου αγαθών, υπηρεσιών και πιστωτικών τίτλων, καθώς και η διεθνής διακίνηση κεφαλαίων. Εφόσον οι παραπάνω οικονομικές δραστηριότητες συνεπάγονται διεθνείς συναλλαγές σε διαφορετικά εθνικά νομίσματα, είναι αναγκαία η ύπαρξη μιας αγοράς συναλλάγματος (foreign exchange market), δηλαδή μιας διεθνούς αγοράς χρήματος, που θα διευκολύνει τη μεταφορά αγοραστικής δύναμης εκφρασμένη σε διαφορετικά νομίσματα.

Επιπλέον, η αγορά συναλλάγματος συνδέει το εγχώριο με το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και επιτρέπει τις διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων. Έτσι, χάρη στην αγορά συναλλάγματος είναι εφικτή, για παράδειγμα, η απόκτηση ξένων ομολόγων ή η διενέργεια άμεσων ξένων επενδύσεων. Η αγορά συναλλάγματος περιλαμβάνει χρηματοοικονομικά κέντρα σε όλο τον κόσμο, όπου πραγματοποιούνται σε καθημερινή βάση συμφωνίες αγοράς και πώλησης των εθνικών νομισμάτων.<sup>1</sup>

Αποτελείται κυρίως από εμπορικές τράπεζες, διεθνείς χρηματιστές και εξουσιοδοτημένους πράκτορες, που διεξάγουν συναλλαγές κατ' εντολή των πελατών τους και που βρίσκονται σε συνεχή επικοινωνία, προκειμένου να λαμβάνουν άμεσα όλες τις νέες πληροφορίες αναφορικά με την προσφορά και τη ζήτηση των νομισμάτων. Στην αγορά συναλλάγματος μπορεί να συμμετέχουν ιδιώτες που χρειάζονται συνάλλαγμα (π.χ. για ταξιδιωτικούς λόγους), πολυεθνικές επιχειρήσεις (π.χ. για τη χρηματοδότηση διεθνών εμπορικών δραστηριοτήτων), εμπορικές τράπεζες και εταιρείες διαχείρισης επενδύσεων καθώς και νομισματικές αρχές (κυβερνήσεις, Κεντρικές Τράπεζες) που επιχειρούν να επηρεάσουν την τιμή του εγχώριου νομίσματος έναντι των ξένων νομισμάτων.

Το ευρύτερα χρησιμοποιούμενο νόμισμα στην αγορά συναλλάγματος είναι το δολάριο των Η.Π.Α. (USD), το οποίο συχνά αποτελεί ενδιάμεσο νόμισμα ανταλλαγής άλλων νομισμάτων. Ένας λόγος είναι ότι πολλά πρωτογενή αγαθά, όπως το πετρέλαιο, τιμολογούνται σε δολάρια Η.Π.Α. Επιπλέον, λόγω της ευρείας χρήσης του δολαρίου στην αγορά συναλλάγματος είναι συχνά συμφέρον για κάποιον που ενδιαφέρεται να αγοράσει ένα ξένο νόμισμα, να αποκτήσει πρώτα δολάρια και στη συνέχεια να τα πουλήσει προκειμένου να αγοράσει το

---

<sup>1</sup> Τράπεζα της Ελλάδος. (2008) Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2008

νόμισμα που τον ενδιαφέρει. Σημαντικός όγκος συναλλαγών στην αγορά συναλλάγματος πραγματοποιείται σε ευρώ (EUR), ιαπωνικό γιεν, βρετανική στερλίνα και ελβετικό φράγκο.

Η αγορά συναλλάγματος αποτελείται κυρίως από την αγορά όψης (spot market), όπου πραγματοποιούνται συμφωνίες αγοραπωλησίας νομισμάτων άμεσης παράδοσης με βάση τις τρέχουσες τιμές της αγοράς και όπου καθορίζεται η συναλλαγματική ισοτιμία, δηλαδή η τιμή του ξένου νομίσματος σε όρους εγχώριου νομίσματος. Η αγορά όψης αφορά κυρίως στη χρηματοδότηση εισαγωγών και στην αγορά ξένων πιστωτικών τίτλων, όπως ομολόγων και ακίνητης περιουσίας. Ένα τμήμα των συναλλαγών στην αγορά συναλλάγματος αφορά κερδοσκοπία, για παράδειγμα την αγορά ενός φθηνού νομίσματος και την πρόθεση μελλοντικής πώλησής του σε υψηλότερη τιμή.

Επίσης, υπάρχει η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος (forward market) που αφορά σε ανταλλαγές νομισμάτων σε μελλοντική χρονική στιγμή (μήνας, τρίμηνο, εξάμηνο, έτος) και προκαθορισμένη τιμή. Οι προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος αποτελούν τη συνηθέστερη μέθοδο αντιστάθμισης του συναλλαγματικού κινδύνου, δηλαδή του κινδύνου μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας προς μια μη επιθυμητή κατεύθυνση στο μέλλον. Ωστόσο, οι προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος συνεπάγονται κόστη συναλλαγών, που περιορίζουν το όφελος από την εξάλειψη της αβεβαιότητας.

Η συναλλαγματική ισοτιμία (exchange rate) είναι η σχετική τιμή δύο νομισμάτων που ανταλλάσσονται στην αγορά συναλλάγματος. Η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία (nominal exchange rate) ορίζεται ως η τρέχουσα τιμή μίας μονάδας ξένου νομίσματος (για παράδειγμα, ενός δολαρίου Η.Π.Α.) εκφρασμένη σε εγχώριο νόμισμα (για παράδειγμα, ευρώ) και συνήθως συμβολίζεται με S. Έτσι, γράφοντας

USD1 = EUR0.80 δηλώνει ότι 1 δολάριο Η.Π.Α. ανταλλάσσεται με 0.80 ευρώ, και άρα η συναλλαγματική ισοτιμία ισούται με 0.80 ( $S = 0.80$ ).<sup>2</sup>

Σύμφωνα με τον παραπάνω ορισμό, μια αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας συνεπάγεται ότι απαιτούνται περισσότερες μονάδες εγχώριου νομίσματος για να αγοραστεί μία μονάδα ξένου νομίσματος, συνεπώς, το ξένο νόμισμα ακριβαίνει και το εγχώριο νόμισμα γίνεται πιο φθηνό. Σε αυτή την περίπτωση το εγχώριο νόμισμα υποτιμάται (διολισθαίνει) ή, ισοδύναμα, το ξένο νόμισμα ανατιμάται. Αντίθετα, μια μείωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας δηλώνει ότι απαιτούνται λιγότερες μονάδες εγχώριου νομίσματος για την αγορά μίας μονάδας ξένου νομίσματος, συνεπώς, το ξένο νόμισμα γίνεται πιο φθηνό και το εγχώριο νόμισμα ακριβαίνει. Σε αυτή την περίπτωση το εγχώριο νόμισμα ανατιμάται ή, ισοδύναμα, το ξένο νόμισμα υποτιμάται.

### **1.3 ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ ΚΑΙ ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑ ΑΓΟΡΑΣΤΙΚΗΣ ΔΥΝΑΜΗΣ**

Η συναλλαγματική ισοτιμία είναι η τιμή του ξένου νομίσματος εκφρασμένη σε εγχώριο νόμισμα, χωρίς ωστόσο αναφορά στην πραγματική αγοραστική δύναμη αγαθών και υπηρεσιών. Συνεπώς, μια αύξηση ή μείωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η εγχώρια οικονομία γίνεται περισσότερο ή λιγότερο ανταγωνιστική στις διεθνείς αγορές σε σχέση με τις άλλες οικονομίες, δηλαδή ότι τα προϊόντα της είναι λιγότερο ή περισσότερο ακριβά. Για παράδειγμα, μια υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου της τάξης του 5% δεν θα οδηγήσει σε αύξηση της συνολικής ζήτησης για τα προϊόντα της Ευρωζώνης από τις Η.Π.Α. αν ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη

---

<sup>2</sup> Τράπεζα της Ελλάδος. (2008) Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2008

υπερβαίνει τον πληθωρισμό των Η.Π.Α. κατά ένα μεγαλύτερο ποσοστό. Για να αναλυθούν τα πραγματικά αποτελέσματα των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας στην ανταγωνιστικότητα των οικονομιών θα πρέπει να ληφθούν υπόψη οι διαφορές των τιμών των αγαθών στις επιμέρους αγορές.

Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία αποτελεί το βασικό δείκτη ανταγωνιστικότητας μιας οικονομίας και, ουσιαστικά, είναι η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία σταθμισμένη με το σχετικό επίπεδο τιμών. Όταν η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ισούται με τη μονάδα, τα εγχώρια αγαθά είναι εξίσου ανταγωνιστικά με τα ξένα και δεν υπάρχουν ευκαιρίες κερδοσκοπίας στη διεθνή αγορά αγαθών. Εάν η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία υπερβεί τη μονάδα τότε τα αγαθά της εγχώριας αγοράς είναι φθηνότερα για τους ξένους αγοραστές από τα αντίστοιχα της ξένης αγοράς, υπάρχει πραγματική υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος, η οποία ενισχύει την ανταγωνιστικότητα των εγχώριων αγαθών.

Η πραγματική υποτίμηση εμφανίζεται όταν το επίπεδο τιμών των αγαθών της εγχώριας αγοράς μειωθεί ή/και το επίπεδο τιμών των αγαθών της ξένης αγοράς αυξηθεί ή/και η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία αυξηθεί, δηλαδή υποτιμηθεί το εγχώριο νόμισμα. Στην αντίθετη περίπτωση, που η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία μειωθεί κάτω από τη μονάδα, υπάρχει πραγματική ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος και άρα μείωση της ανταγωνιστικότητας των εγχώριων αγαθών.<sup>3</sup>

Επομένως, με βάση τον ορισμό της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, όταν η τελευταία ισούται με τη μονάδα η διεθνής αγορά

---

<sup>3</sup> Νομική βιβλιοθήκη.(2008) Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα – Τιτλοποίηση απαιτήσεων, Αθήνα

αγαθών βρίσκεται σε κατάσταση ισορροπίας και δεν υπάρχουν ευκαιρίες κερδοσκοπίας. Σε αυτή την περίπτωση ισχύει η Ισοδυναμία Αγοραστικής Δύναμης (Purchasing Power Parity), σύμφωνα με την οποία η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία ισούται με το σχετικό επίπεδο τιμών των αγαθών σε δύο αγορές, προκειμένου μία μονάδα εγχώριου νομίσματος να έχει την ίδια αγοραστική δύναμη στην εγχώρια και στην ξένη αγορά.

#### **1.4 ΑΚΑΛΥΠΤΗ ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ**

Η Ισοδυναμία Αγοραστικής Δύναμης αποδίδει τη συμπεριφορά της συναλλαγματικής ισοτιμίας δύο νομισμάτων στις αποκλίσεις των τιμών των αγαθών ανάμεσα σε δύο αγορές. Στην ουσία, θεωρεί ότι οι κερδοσκοπικές δυνάμεις της αγοράς αγαθών αποτελούν τον κύριο μηχανισμό διαμόρφωσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας και αγνοεί τις διεθνείς ροές κεφαλαίων. Ωστόσο, τις τελευταίες δεκαετίες παρατηρήθηκε αλματώδης ανάπτυξη της παγκόσμιας αγοράς κεφαλαίων και χρήματος, μέσω της αγοραπωλησίας μεγάλων ποσοτήτων συναλλάγματος από διεθνείς επενδυτές.

Εφόσον το κριτήριο των επενδυτικών αποφάσεων είναι η αναμενόμενη απόδοση των διατιθέμενων ομολόγων, όταν τα εγχώρια και τα ξένα ομόλογα είναι μεταξύ τους τέλεια υποκατάστατα οι διεθνείς επενδυτές επιλέγουν ομόλογα σε νομίσματα που τους εξασφαλίζουν την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση.

Η αναμενόμενη απόδοση δύο ομολόγων διαφορετικών νομισμάτων, αλλά ίδιου επιτοκίου και κινδύνου, είναι η αναμενόμενη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αν, για παράδειγμα, υπάρχουν προσδοκίες στην αγορά ότι το ευρώ θα υποτιμηθεί έναντι του δολαρίου, τότε οι διεθνείς επενδυτές που έχουν αγοράσει ομόλογα σε ευρώ θα τα



πουλήσουν, προκειμένου να αποφύγουν απώλειες στην αξία του χαρτοφυλακίου τους, και θα στραφούν στην αγορά ομολόγων σε δολάρια.

Η σχέση αυτή είναι γνωστή ως Ακάλυπτη Ισοδυναμία των Επιτοκίων (ΑΙΕ), σύμφωνα με την οποία η διαφορά στα επιτόκια δύο νομισμάτων ισούται με την αναμενόμενη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η ΑΙΕ δηλώνει ότι στην ισορροπία η απόδοση των τίτλων σε εγχώριο νόμισμα πρέπει να είναι ίδια με την απόδοση των τίτλων σε ξένο νόμισμα και αποτελεί θεμελιώδη συνθήκη ισορροπίας των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών, με την προϋπόθεση ότι οι εγχώριοι και οι ξένοι πιστωτικοί τίτλοι είναι τέλεια υποκατάστατα.<sup>4</sup>

## **1.5 ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΑΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.**

Η τιμή ισορροπίας της συναλλαγματικής ισοτιμίας εξαρτάται από τους παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση και την προσφορά συναλλάγματος (ξένου νομίσματος). Επομένως, η προσφορά συναλλάγματος εξαρτάται από τις Κεντρικές Τράπεζες των κρατών που προσφέρουν ξένο νόμισμα, ενώ αντίστοιχα η εγχώρια Κεντρική Τράπεζα προσφέρει εγχώριο νόμισμα (που αποτελεί συνάλλαγμα για την αλλοδαπή οικονομία).

Στο βαθμό που η προσφορά και η ζήτηση συναλλάγματος εξαρτώνται από τις Κεντρικές Τράπεζες των κρατών, αυτές μπορούν να παρεμβαίνουν στην αγορά συναλλάγματος ώστε, για παράδειγμα, να περιορίσουν τη συναλλαγματική αστάθεια ή να επηρεάσουν τη

---

<sup>4</sup> Νομική βιβλιοθήκη.(2008) Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα – Τιτλοποίηση απαιτήσεων, Αθήνα

συναλλαγματική ισοτιμία προς μια επιθυμητή κατεύθυνση. Η παρεμβατική πολιτική των Κεντρικών Τραπεζών στην πράξη γίνεται με την αγοραπωλησία συναλλάγματος έναντι εγχώριου νομίσματος και μπορεί να ασκηθεί είτε μονομερώς, είτε συντονισμένα, δηλαδή σε συνεργασία με άλλες Κεντρικές Τράπεζες. Έτσι, αν μια Κεντρική Τράπεζα επιθυμεί να αυξήσει την αξία του νομίσματός της ή να αποτρέψει επικείμενη υποτίμησή του, παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος και το αγοράζει προσφέροντας συνάλλαγμα. Εάν αντίθετα η Κεντρική Τράπεζα επιθυμεί να μειώσει την αξία του νομίσματός της ή να εμποδίσει επικείμενη ανατίμησή του, για παράδειγμα προκειμένου να τονώσει την ανταγωνιστικότητά της, παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος και το πουλά έναντι συναλλάγματος, συντελώντας έτσι στην υποτίμησή του.

Για την ανάλυση της παρεμβατικής πολιτικής της Κεντρικής Τράπεζας είναι σκόπιμο να εξεταστεί με ποιο τρόπο η Κεντρική Τράπεζα επηρεάζει γενικά την προσφορά χρήματος, δηλαδή ασκεί τη νομισματική πολιτική. Η λειτουργία της Κεντρικής Τράπεζας αποτυπώνεται στο ενεργητικό και στο παθητικό σκέλος του Ισολογισμού της, όπου καταγράφονται αντίστοιχα οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις της.

Συγκεκριμένα, το ενεργητικό αποτελείται από τις απαιτήσεις της Κεντρικής Τράπεζας σε εγχώριους και ξένους πιστωτικούς τίτλους που έχει στην κατοχή της. Οι εγχώριες πιστώσεις (domestic credit) είναι κρατικά ομόλογα που κατέχει η εθνική νομισματική αρχή και μπορούν, για παράδειγμα, να χρησιμοποιηθούν από το κράτος για τη χρηματοδότηση δημοσίων δαπανών.

Τα συναλλαγματικά αποθέματα (reserves) είναι ξένο συνάλλαγμα ή ξένα ομόλογα, που η Κεντρική Τράπεζα κάθε κράτους (ή νομισματικής ένωσης κρατών) συσσωρεύει και διατηρεί για την πραγματοποίηση πληρωμών σε διεθνείς εμπορικές συναλλαγές. Το παθητικό σκέλος του

Ισολογισμού της Κεντρικής Τράπεζας συνιστά τις υποχρεώσεις της Τράπεζας και αποτελείται κυρίως από τις καταθέσεις που τηρούν οι ιδιωτικές τράπεζες στην Κεντρική Τράπεζα και το χρήμα που έχει ήδη εκδοθεί και βρίσκεται σε κυκλοφορία στην οικονομία σε μορφή χαρτονομισμάτων και κερμάτων. Οι καταθέσεις των ιδιωτικών τραπεζών αποτελούν υποχρέωση για την Κεντρική Τράπεζα, επειδή μπορούν να ζητηθούν οποιαδήποτε στιγμή και, άρα, καταγράφονται στο παθητικό της, όπως επίσης και η ποσότητα του χρήματος με μορφή ρευστών διαθεσίμων. Οι υποχρεώσεις της Κεντρικής Τράπεζας συνιστούν τη νομισματική βάση της οικονομίας (monetary base). Υποθέτοντας, για λόγους απλοποίησης, ότι ο πολλαπλασιαστής χρήματος της οικονομίας ισούται με τη μονάδα, η νομισματική βάση ισοδυναμεί με την προσφορά χρήματος. Στον Ισολογισμό της Κεντρικής Τράπεζας η προσφορά χρήματος εξισώνεται με το άθροισμα των εγχώριων πιστώσεων και των συναλλαγματικών αποθεμάτων και ισχύει:

$$\begin{aligned} & \text{Εγχώριες Πιστώσεις} + \text{Συναλλαγματικά Αποθέματα} \\ & = \text{Προσφορά Χρήματος} \end{aligned}$$

Η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να πουλά και να αγοράζει συνάλλαγμα και κρατικά ομόλογα προκειμένου να επηρεάσει τη συναλλαγματική ισοτιμία προς την επιθυμητή κατεύθυνση. Για να ανατιμήσει το εγχώριο νόμισμα (ή να αποτρέψει την υποτίμησή του) η Κεντρική Τράπεζα πουλά συνάλλαγμα (ξένα ομόλογα) έναντι εγχώριου νομίσματος στη αγορά συναλλάγματος. Η αυξημένη προσφορά συναλλάγματος μειώνει τη συναλλαγματική ισοτιμία οδηγώντας σε ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Ειρήνη Βλαχάκη, Σάραντς Καλυβίτης ( 2011 ) Διεθνής Νομισματική και Μακροοικονομική Ανοικτής Οικονομίας, Εκδόσεις Gutenberg

Σε αυτή την περίπτωση τα συναλλαγματικά αποθέματα μειώνονται και η νομισματική βάση (προσφορά χρήματος) περιορίζεται. Αντίστοιχα, για να υποτιμήσει το εγχώριο νόμισμα (ή να αποτρέψει επικείμενη ανατίμησή του) η Κεντρική Τράπεζα αγοράζει συνάλλαγμα (ξένα ομόλογα) έναντι εγχώριου νομίσματος στη αγορά συναλλάγματος. Η αυξημένη ζήτηση συναλλάγματος αυξάνει τη συναλλαγματική ισοτιμία οδηγώντας σε υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος. Σε αυτή την περίπτωση τα συναλλαγματικά αποθέματα αυξάνονται και η νομισματική βάση (προσφορά χρήματος) διευρύνεται. Ανάλογα με τα αποτελέσματα που επιφέρουν στην προσφορά χρήματος, οι στρατηγικές παρέμβασης των Κεντρικών Τραπεζών διακρίνονται σε μη αποστειρωμένη και αποστειρωμένη παρέμβαση. Η μη αποστειρωμένη παρέμβαση συνδέεται με την αγορά συναλλάγματος και αφορά στην αγορά ή πώληση συναλλάγματος από την Κεντρική Τράπεζα, που επηρεάζει την εγχώρια προσφορά χρήματος. Επειδή η άσκηση μη αποστειρωμένης παρέμβασης συνεπάγεται κάποιο κόστος για την εγχώρια οικονομία, καθώς η αύξηση της προσφοράς χρήματος προκαλεί κατά κανόνα πληθωριστικές πιέσεις, ενώ η μείωση της προσφοράς χρήματος εγκυμονεί τον κίνδυνο οικονομικής ύφεσης, είναι συχνά σημαντικό να μην μεταβληθεί η προσφορά χρήματος από την παρεμβατική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας.<sup>6</sup>

Γι' αυτό το σκοπό, η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να παρέμβει στην αγορά χρήματος μεταβάλλοντας ισόποσα τις εγχώριες πιστώσεις με την πώληση ή την αγορά κρατικών ομολόγων. Η αντίστροφη αυτή συναλλαγή εξουδετερώνει πλήρως (αποστειρώνει) τη μεταβολή της προσφοράς χρήματος από τη μεταβολή των συναλλαγματικών

---

<sup>6</sup> Ειρήνη Βλαχάκη, Σάραντης Καλυβίτης ( 2011 ) Διεθνής Νομισματική και Μακροοικονομική Ανοικτής Οικονομίας, Εκδόσεις Gutenberg

αποθεμάτων, και συνιστά αποστειρωμένη παρέμβαση της Κεντρικής Τράπεζας.

## **1.6 ΚΑΘΕΣΤΩΤΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ**

Ανάλογα με το είδος της συναλλαγματικής πολιτικής που ακολουθεί η Κεντρική Τράπεζα, καθορίζεται και η μορφή του καθεστώτος της συναλλαγματικής ισοτιμίας, στο οποίο βρίσκεται το εγχώριο νόμισμα. Εάν η Κεντρική Τράπεζα δεν παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος για να επηρεάσει την τιμή του νομίσματός της, η συναλλαγματική ισοτιμία προσδιορίζεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης στην αγορά συναλλάγματος, οπότε το εγχώριο νόμισμα βρίσκεται σε καθεστώς κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας (flexible exchange rate regime). Σε αυτή την περίπτωση, τα συναλλαγματικά αποθέματα, και άρα η προσφορά χρήματος, καθορίζονται ελεύθερα από την Κεντρική Τράπεζα.<sup>7</sup>

Η νομισματική πολιτική είναι επομένως ανεξάρτητη και μπορεί να εξυπηρετεί εσωτερικούς στόχους της οικονομικής πολιτικής, όπως τη χρηματοδότηση δημοσιονομικών ελλειμμάτων ή τον έλεγχο του πληθωρισμού. Αντίθετα, όταν η Κεντρική Τράπεζα παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος για να διατηρήσει σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία, το εγχώριο νόμισμα βρίσκεται σε καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας (fixed exchange rate regime). Σε αυτή την περίπτωση, η νομισματική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας δεν είναι ανεξάρτητη, μια και η ποσότητα των συναλλαγματικών αποθεμάτων εξυπηρετεί αποκλειστικά τη διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Επομένως, η Κεντρική Τράπεζα δεν ελέγχει τη νομισματική πολιτική,

---

<sup>7</sup> Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. (2008) Ετήσια Έκθεση 2007

ωστόσο ο έλεγχος της συναλλαγματικής ισοτιμίας συνεπάγεται διάφορα πλεονεκτήματα, με κυριότερο τη σταθερότητα στις διεθνείς οικονομικές συναλλαγές.

Ένα ενδιάμεσο καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι το καθεστώς των ελεγχόμενα κυμαινόμενων ισοτιμιών (managed floating). Σε αυτό το καθεστώς επιτρέπεται η ελεγχόμενη υποτίμηση των νομισμάτων από τις Κεντρικές Τράπεζες, με στόχο κατά κανόνα την τόνωση της ανταγωνιστικότητας, όταν υπονομεύεται από υπερβολικό πληθωρισμό. Ένα άλλο ενδιάμεσο καθεστώς είναι το καθεστώς των συναλλαγματικών ισοτιμιών ζώνης (target zones). Σε αυτό το καθεστώς η συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να κυμαίνεται ελεύθερα σε ένα εύρος τιμών γύρω από μια κεντρική συναλλαγματική ισοτιμία. Όταν όμως πλησιάζει τα ακραία όρια οι νομισματικές αρχές υποχρεούνται να παρεμβαίνουν με την πώληση ή την αγορά συναλλάγματος, ώστε η ισοτιμία να διατηρηθεί στο εύρος γύρω από την κεντρική τιμή.<sup>8</sup>

Να σημειωθεί ότι ο χαρακτηρισμός ενός συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν είναι πάντα ξεκάθαρος. Ένας βασικός λόγος είναι, για παράδειγμα, ότι οι κυβερνήσεις ανακοινώνουν ότι θα ακολουθήσουν πολιτική κυμαινόμενων ισοτιμιών, αλλά στην πράξη παρεμβαίνουν στην αγορά συναλλάγματος με στόχο να επηρεάσουν την ισοτιμία. Παρότι το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο δημοσιεύει την κατάταξη των συστημάτων συναλλαγματικών ισοτιμιών για κάθε χώρα, ο διαχωρισμός τους είναι πολύ πιο σύνθετος.

Η πλειοψηφία των χωρών ακολουθεί συστήματα σταθερής ισοτιμίας, αν και το ποσοστό τους έχει μειωθεί σε σχέση με το 1980. Αντίθετα, αυξάνεται το ποσοστό των κρατών που αφήνουν τη συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματός τους να κυμαίνεται ελεύθερα

---

<sup>8</sup> Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. (2008) Ετήσια Έκθεση 2007

στην αγορά συναλλάγματος. Η επιλογή του συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών εξαρτάται από τις ιδιαιτερότητες κάθε οικονομίας, αλλά ακόμα και από τις πολιτικές και γεωγραφικές συνθήκες που επικρατούν. Έτσι, έχει παρατηρηθεί ότι ομάδες χωρών που βρίσκονται σε μια περιοχή δημιουργούν μεταξύ τους ένα σύστημα ισοτιμιών που διευκολύνει τις μεταξύ τους συναλλαγές, αλλά ακολουθούν διαφορετική συναλλαγματική πολιτική σε σχέση με τα υπόλοιπα νομίσματα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα, που οδήγησε στη δημιουργία του ευρώ.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> Τράπεζα της Ελλάδος. (2007) Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση έκθεση 2007

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2**

### **Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΑ ΤΟΥ ΔΥΤΙΚΟΥ ΚΟΣΜΟΥ.**

#### **2.1 Η ΑΙΣΙΟΔΟΞΙΑ ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ.**

Έως τις αρχές του 2007, η παγκόσμια οικονομία λειτουργούσε σε ένα περιβάλλον απεριόριστης αισιοδοξίας. Μάλιστα, την περίοδο 2002-2007 σημειώθηκε η υψηλότερη μέση παγκόσμια ανάπτυξη των τελευταίων 40 ετών. Το μέγεθος της ετήσιας παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας το 2007 έφτασε τα 55,6 τρισεκατομμύρια δολάρια, 23,9% υψηλότερη σε σταθερές τιμές από το 2000. Το 2007, το 25,3% της συνολικής παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας παράγονταν στις Η.Π.Α., το 29,9% στην Ενωμένη Ευρώπη των 27 χωρών, το 7,8% στην Ιαπωνία, το 13,1% στις 4 μεγάλες αναδυόμενες χώρες, Βραζιλία, Ρωσία, Κίνα και Ινδία, και το υπόλοιπο 23,9% στις υπόλοιπες οικονομίες. Ο O' Neill (2011), σε παρακάτω άρθρο του στον ίδιο τόμο, χαρακτηρίζει την εποχή αυτή ως την εποχή της «υπέρτατης ευδαιμονίας».

Κρίσεις, όπως αυτή της δεκαετίας του 1930, που τότε επηρέασε όλες τις χώρες του πλανήτη και οδήγησε στην αποκαλούμενη Μεγάλη Ύφεση, πυροδοτώντας άμεσα τεράστιες αλλαγές στο κανονιστικό πλαίσιο του χρηματοοικονομικού τομέα και σε σημαντική υποχώρηση της προηγούμενης παγκοσμιοποίησης, αποτελούσαν ένα μακρινό και ξεχασμένο παρελθόν των παππούδων μας. Μια τέτοια κρίση απουσίαζε ολοσχερώς από τις κεραίες των αντιλήψεων και προβλέψεων της δικής μας γενιάς. Το σταδιακό παγκόσμιο άνοιγμα των συνόρων στην κίνηση αγαθών και υπηρεσιών την τελευταία τεσσαρακονταετία, η κατάλυση του υπαρκτού σοσιαλισμού στην Ανατολική Ευρώπη στο τέλος της δεκαετίας



του 1980 και οι εντυπωσιακές αναπτυξιακές επιδόσεις των χωρών της Ασίας από τη δεκαετία του 1990 εξέπεμπαν την πεποίθηση ότι η τροχιά της παγκόσμιας ανάπτυξης είναι δεδομένη, ότι τίποτα δεν σταματά το ρου της ελεύθερης οικονομίας και ότι το μέλλον είναι πάντα καλύτερο από το παρόν.

Η αισιοδοξία ήταν ακόμα μεγαλύτερη στον χρηματοοικονομικό τομέα. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1980, στις αναπτυγμένες οικονομίες της Ευρώπης και των Η.Π.Α., ο χρηματοοικονομικός τομέας είχε εξελιχθεί σε ατμομηχανή της παγκόσμιας ανάπτυξης, με τεράστια έσοδα και αγοραία προστιθέμενη αξία, της οποίας το ειδικό βάρος στην οικονομία διαρκώς αυξάνονταν. Ο χρηματοοικονομικός τομέας μεγεθυνόταν και εμφανιζόταν ατρόμητος, έχοντας ξεπεράσει τα όρια λειτουργίας του ως απλού διαμεσολαβητικού μηχανισμού αλλά και τις δυνατότητες ουσιαστικού ελέγχου από εθνικές κυβερνήσεις, αρχές και τους υπάρχοντες διεθνείς οργανισμούς. Οι πιο έξυπνοι απόφοιτοι των πιο ονομαστών σχολών διοίκησης επιχειρήσεων προσλαμβάνονταν με παχυλούς αρχικούς μισθούς από τη Wall Street και το City.<sup>10</sup>

Στους ακαδημαϊκούς κύκλους, οι πιο καλοπληρωμένοι καθηγητές πανεπιστημίων ήταν όσοι ασχολούνταν ερευνητικά με τα γνωστικά αντικείμενα της Χρηματοοικονομικής και της Λογιστικής. Είναι μάλιστα χαρακτηριστικό ότι επίκεντρο των συζητήσεων πολλών ακαδημαϊκών μακροοικονομολόγων δεν ήταν το πώς θα επιτύχουμε ένα καλύτερο αύριο για το μέσο πολίτη ή πώς θα βελτιώσουμε την κατανομή εισοδήματος ή τις συνθήκες διαβίωσης σε πολλές χώρες, όπως για παράδειγμα, της ξεχασμένης Αφρικής, αλλά ο αυτοέπαινος, δηλαδή το ποια είναι η σωστή κατανομή των ευσήμεων για την καταπληκτική επίτευξη του συνδυασμού υψηλών ρυθμών παγκόσμιας ανάπτυξης με

---

<sup>10</sup> Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική.

ταυτόχρονο χαμηλό πληθωρισμό ή την περίοδο του «great moderation», όπως ονομάστηκε.

Σε τέτοιες συνθήκες αισιοδοξίας και εφησυχασμού, οι υπερβολές που σήμερα αναγνωρίζουμε, τότε φαίνονταν φυσιολογικές, τα ρίσκα που αναλαμβάνονταν από τον χρηματοοικονομικό τομέα ήταν μεγάλα, αλλά η αντίληψη για τα ρίσκα αυτά και η αντίστοιχη τιμολόγησή τους στις διεθνείς αγορές σχεδόν ανύπαρκτη, ενώ ο έλεγχος των εποπτικών αρχών ελάχιστος και καθησυχαστικός. Η προσγείωση στην πραγματικότητα και η κρίση ξεκίνησε το 2007 στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (subprime) στις Η.Π.Α.. Τον μικρόκοσμο αυτής της αγοράς αναλύει εύστοχα ο Calomiris (2011) αργότερα στο παρόν βιβλίο. Η κρίση στη συγκεκριμένη αγορά έφερε στην επιφάνεια τους πρώτους ενδοιασμούς για το αν η προηγούμενη περίοδος ανάπτυξης βασιζόταν σε γερά θεμέλια και, κυρίως, για το αν υπήρχαν κουκουλωμένα προβλήματα σε πολλά τμήματα της χρηματοοικονομικής αγοράς.

Η αισιοδοξία ήταν τόσο μεγάλη, που ακόμα και ένα χρόνο μετά το ξέσπασμα της κρίσης, το ευρύτερο κοινό αλλά και οι ειδικοί δεν φαίνεται να είχαν πλήρως αντιληφθεί την κρισιμότητα της κατάστασης. Για παράδειγμα, όπως θα δούμε αργότερα, στη διάρκεια του 2007, τα διεθνή χρηματιστήρια είχαν πλήρως αποσυνδεθεί από την απαισιοδοξία που εξέπεμπε η αγορά ομολόγων μετά τον Αύγουστο της ίδιας χρονιάς. Οι ειδικοί αντιλαμβάνονταν τα ρίσκα, αλλά προφανώς αδυνατούσαν να κατανοήσουν ότι η κατάρρευση ήταν προ των πυλών. Γι' αυτό και στις Η.Π.Α. αποφάσισαν τον Σεπτέμβριο του 2008 να αφήσουν την επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers να χρεοκοπήσει. Η εσπευσμένη διάσωση της πολυεθνικής ασφαλιστικής εταιρίας AIG την

επόμενη μέρα δείχνει και το μέγεθος της έκπληξης που ακολούθησε την απόφαση η Lehman να χρεοκοπήσει.<sup>11</sup>

## **2.2 ΟΙ ΒΑΘΥΤΕΡΕΣ ΑΙΤΙΕΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ – ΠΡΟΕΙΔΟΠΟΙΗΣΕΙΣ.**

Η επιστημονική κοινότητα μαζί με τις εποπτικές αρχές αιφνιδιάστηκαν από το ξέσπασμα και το μέγεθος της κρίσης. Μάλιστα, οι κεντρικές τράπεζες είχαν τότε επικεντρωθεί στην δραστηριότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού ρίσκου (hedge funds), τα οποία δεν ήταν τα κυρίως ή τα μόνα υπεύθυνα για την κρίση. Τους διέφυγε εντελώς η συμπεριφορά των επενδυτικών τραπεζών, όπως εύκολα διαπιστώνεται από τις προ της κρίσης εκθέσεις τους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Οι προειδοποιήσεις για την επερχόμενη κρίση, για τις αδυναμίες του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος και για τους κινδύνους που εγκυμονούσαν ήταν τότε ελάχιστες. Οι λιγοστές προειδοποιήσεις ορισμένων αναλυτών και καθηγητών δεν ακούγονταν και φυσικά δεν κατάφερναν να πείσουν για την αναγκαιότητα αλλαγής πορείας και την ανάγκη παρέμβασης των αρχών. Η κρίση προβλέφθηκε από πολύ λίγους επειδή δεν οφείλεται σε έναν μεμονωμένο παράγοντα αλλά σε συνδυασμό παραγόντων. Οι παράγοντες αυτοί επέδρασαν πολλαπλασιαστικά ο ένας στον άλλον, δημιουργώντας μια εκρηκτική αρνητική δυναμική και ένα φαύλο κύκλο χρεοκοπιών και πτώσεων των τιμών των περιουσιακών στοιχείων που ξεπέρασε τα όρια των Η.Π.Α. και επεκτάθηκε παγκοσμίως, κυρίως στην Ευρώπη. Ορισμένοι μεμονωμένοι παράγοντες και ανισοροπίες στην παγκόσμια οικονομία είχαν

---

<sup>11</sup> Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική.

επισημανθεί από τους πανεπιστημιακούς. Η συνδυαστική αρνητική επίδρασή τους στον χρηματοοικονομικό τομέα, όμως, δεν είχε εκτιμηθεί πλήρως.

Στους μακροοικονομικούς παράγοντες εντάσσονται:

(α) Η ανισορροπία ανάμεσα στις χώρες του πλανήτη όσον αφορά το διαφορετικό βαθμό αποταμίευσης και επένδυσης, που εκδηλώθηκε με υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών των Η.Π.Α. και υψηλά πλεονάσματα των χωρών της Ασίας, ιδιαίτερα της Κίνας. Οι ανισορροπίες οδήγησαν σε μεταφορά κεφαλαίων από την Ασία προς τις Η.Π.Α., δηλαδή σε φτηνό χρήμα, μεγάλη ρευστότητα και χαμηλά πραγματικά επιτόκια στις Η.Π.Α. (Obstfeld and Rogoff (2009), Caballero and Krishnamurthy (2009)). Τα χαμηλά πραγματικά επιτόκια έδωσαν ώθηση στις ήδη υπάρχουσες ανισορροπίες του χρηματοοικονομικού τομέα.

(β) Η φούσκα των τιμών των ακινήτων στις Η.Π.Α. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, οι τιμές των ακινήτων ξεκίνησαν μια ανοδική πορεία, η οποία αν και προβλημάτισε πολλούς αναλυτές, αφέθηκε ελεύθερη να εξαπλωθεί (Χαρδούβελης (2009)). Η άνοδος των τιμών των κατοικιών σταμάτησε στα μέσα του 2006 και, έκτοτε, οι τιμές άρχισαν να πέφτουν. Η πτώση των τιμών των κατοικιών οδήγησε σε καθυστερήσεις των δόσεων των νοικοκυριών προς τις τράπεζες. Ορισμένα νοικοκυριά άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι η αξία του σπιτιού που πρόσφατα αγόρασαν έπεσε κάτω από την αξία του δανείου τους και ότι τους συνέφερε απλώς να παραδώσουν τα κλειδιά στην τράπεζα και να φύγουν από το σπίτι. Η χρεοκοπία των νοικοκυριών οδήγησε και σε μειωμένες εισροές στα ταμεία των τιτλοποιημένων δανείων.

(γ) Η πολιτικοοικονομική ιδεολογία που επικρατούσε στις Η.Π.Α. και τις υπόλοιπες αναπτυγμένες χώρες, σύμφωνα με την οποία οι αγορές είναι αποτελεσματικές και οι πολίτες ορθολογικοί στην οικονομική

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

(δ) Οι εποπτικές αρχές και αυτές φαίνεται να είχαν πλήρως ενστερνιστεί την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, ιδιαίτερα ο πρώην επικεφαλής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. (Federal Reserve), Alan Greenspan, όπως φαίνεται από τις απαντήσεις που έδωσε στην εξέταση του αμερικανικού Κογκρέσου για την κρίση στις 23 Οκτωβρίου 2008. Συνέπεια αυτού ήταν η απορρύθμιση, δηλαδή η κατάργηση πολλών από τους περιορισμούς στη δράση του χρηματοπιστωτικού τομέα που είχαν επιβληθεί από την εμπειρία της κρίσης στη δεκαετία του '30.9 Υπάρχουν, όμως και διαφορετικές – αιρετικές – απόψεις για αυτό το θέμα. Ο Calomiris (2011) υπερασπίζεται τις αγορές και την χρησιμότητα της απορρύθμισης ή αποκανονικοποίησης, επιρρίπτοντας τις ευθύνες στις κρατικές παρεμβάσεις.

Στους χρηματοοικονομικούς παράγοντες που προξένησαν την κρίση, καταλυτικό ρόλο έπαιξαν, ιδίως στις Η.Π.Α., οι ακόλουθοι:

(ε) Η ραγδαία αύξηση των δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime) χωρίς να επιδεικνύεται η ανάλογη τραπεζική εγκράτεια και ο έλεγχος για τον πιστωτικό κίνδυνο, που συνέβαλλαν στην αύξηση των τιμών των κατοικιών. Την αγορά αυτή περιγράφει αργότερα ο Calomiris (2011). Ο Rajan (2010), στο βιβλίο του, θεωρεί ότι η άκρατη αύξηση του τραπεζικού δανεισμού ενθαρρύνθηκε από τους πολιτικούς στις Η.Π.Α. ως αντίδοτο στη διευρυνόμενη ανισοκατανομή του εισοδήματος και την οικονομική στασιμότητα και αποδυνάμωση της μεσαίας τάξης.

(στ) Οι νέες μορφές τιτλοποιήσεων, με πολύπλοκους δομημένους τίτλους, που είχαν διαφορετικές ονομασίες και εκφάνσεις, όπως τα

Collateralized Debt Obligations (CDO). Τους τίτλους αυτούς λίγοι καταλάβαιναν σε βάθος και μπορούσαν να τιμολογήσουν σωστά, ενώ οι αξιολογικοί οίκοι τους παρείχαν υψηλές βαθμολογήσεις. Ιδιαίτερα οι επενδυτικές τράπεζες, αυτές που δημιουργούσαν τις τιτλοποιήσεις ή αυτές που υπήρξαν σημαντικές μεσάζουσες στην πρωτογενή αγορά τους, ήταν εκείνες που κυρίως διακρατούσαν το «equity tranche» των τιτλοποιήσεων, δηλαδή το κομμάτι με το μεγαλύτερο ρίσκο απωλειών αλλά και την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση.

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

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

(θ) Οι αξιολογικοί οίκοι, οι οποίοι κατηγορήθηκαν για ανεπάρκεια ή/και για μεροληψία που πιθανόν να πήγαζε από το γεγονός οι εκδότες των τίτλων ήταν αυτοί που πλήρωναν για την αξιολόγηση. Οι οίκοι αυτοί άργησαν να καταλάβουν ή να ενστερνιστούν το μέγεθος του προβλήματος, προφανώς επηρεαζόμενοι από την κερδοφορία που έφερναν οι αξιολογήσεις των τιτλοποιήσεων. Μετά την κρίση, οι

εποπτικές αρχές επανεξετάζουν το καθεστώς λειτουργίας τους. Δεν συμφωνεί με την κριτική που γίνεται στους αξιολογικούς οίκους ο Calomiris (2011), αλλά πολλοί ειδικοί του χώρου, που γνωρίζουν τις πρακτικές των οίκων αξιολόγησης, τους ενοχοποιούν (Fons (2008)).

(ι) Η υψηλή μόχλευση, που σημαίνει λιγιστά ίδια κεφάλαια και υψηλός δανεισμός σε σχέση με το ενεργητικό ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος (Adrian and Shin (2009), Crotty (2009)). Μάλιστα ο δανεισμός που χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις την εποχή εκείνη ήταν κυρίως βραχυχρόνιος. Έτσι, όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία είχαν επενδύσει οι επενδυτικές τράπεζες άρχισαν να πέφτουν και οι αγορές αντιλήφθηκαν την κεφαλαιακή απώλεια των δανεισμένων επενδυτικών τραπεζών, τότε δυσκόλεψαν ή και αρνήθηκαν την ανανέωση της βραχυχρόνιας χρηματοδότησης, αναγκάζοντας έτσι τις επενδυτικές τράπεζες να προβαίνουν σε περαιτέρω πωλήσεις άλλων υγιών περιουσιακών στοιχείων, οι οποίες με τη σειρά τους πίεζαν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων ακόμα περισσότερο προς τα κάτω.<sup>12</sup>

Η απομόχλευση, δηλαδή η άρνηση στην ουσία νέου δανεισμού στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα που επένδυαν για ίδιο λογαριασμό με δανεικά κεφάλαια, έπαιξε τον κυριότερο ρόλο στην επέκταση της κρίσης πέραν του στενού χώρου των δανείων subprime σε όλες τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες. Η απομόχλευση οδήγησε στη συνέχεια και στο πέρασμα της χρηματοοικονομικής κρίσης στην πραγματική οικονομία.

---

<sup>12</sup> Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική.

## **2.3 ΤΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ – ΠΡΩΤΕΣ ΑΝΤΙΔΡΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΩΡΙΝΗ ΗΡΕΜΙΑ.**

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

Τον Φεβρουάριο του 2007, η γνωστή βρετανική τράπεζα HSBC ανακοίνωσε μια απομείωση ύψους \$10,5 δις, κυρίως λόγω απωλειών της αμερικανικής θυγατρικής της Household Finance Corporation, την οποία είχε αγοράσει το 2003. Λίγο αργότερα, στις αρχές Απριλίου η γνωστή στεγαστική τράπεζα των Η.Π.Α., η New Century Financial, κατέθεσε αίτηση πτώχευσης. Τον Μάιο η UBS αναγκάζεται να κλείσει το Dillon Reed hedge fund μετά από ζημιές \$125 εκ. Τον Ιούνιο του 2007 η επενδυτική τράπεζα Bear Stearns αναγκάστηκε να πριμοδοτήσει με \$3,2



δισ. ένα δικό της hedge fund, το οποίο είχε επενδύσει σε στεγαστικά δάνεια subprime και παρουσίασε μεγάλες απώλειες, ενώ τον Ιούλιο ανακοίνωσε ότι δύο δικά της hedge funds είχαν απολέσει το 90% της αξίας τους, περίπου \$1,4 δισ.

Τον Ιούλιο του 2007, οι αξιολογικοί οίκοι Standard & Poor's και Moody's έσπειραν φόβο στις αγορές ανακοινώνοντας την πρόθεσή τους να εξετάσουν την προηγούμενη βαθμολόγηση ενός συνόλου δανείων subprime ύψους περίπου \$18 δισ. για πιθανή υποβάθμιση. Η Fitch ακολούθησε. Πολλά προϊόντα που βασιζόνταν σε δάνεια subprime υποβαθμίστηκαν από AAA σε A+, δηλαδή κατά 4 βαθμίδες, κάτι που μέχρι τότε ήταν εξαιρετικά ασυνήθιστο. Ο ΟΟΣΑ χαρακτήρισε αυτές τις υποβαθμίσεις «αναπάντεχες» και θεώρησε ότι «εξέθεσαν τους οίκους αξιολόγησης σε σημαντική κριτική» (OECD (2007)). Οι οίκοι αξιολόγησης άρχισαν να επανεξετάζουν τις διαδικασίες αξιολόγησης που χρησιμοποιούσαν, προκαλώντας ακόμα μεγαλύτερη αβεβαιότητα στις αγορές.<sup>13</sup>

Στις αρχές Αυγούστου του 2007 οι εξελίξεις επιταχύνθηκαν δραματικά και η κρίση ξέσπασε πλήρως. Η γερμανική τράπεζα IKB Deutsche Industriebank AG για να αντιμετωπίσει τις απώλειες ενός αμοιβαίου κεφαλαίου της, αρχικά στράφηκε στη μητρική της για την εξασφάλιση χρηματοδότησης και τελικά διασώθηκε με τη δημιουργία ενός νέου fund που οργάνωσε ο βασικός της μέτοχος, η KfW Bankengruppe στις 7 Αυγούστου. Στις 9 Αυγούστου του 2007 η γαλλική τράπεζα BNP ανακοίνωσε τη διακοπή των ρευστοποιήσεων των επενδυτών από τρία αμοιβαία κεφάλαιά της, τα οποία είχαν επενδύσει σε αμερικανικά στεγαστικά προϊόντα, καθώς «αδυνατούσε» να τιμολογήσει

---

<sup>13</sup> Αγγελόπουλος Π. (2005) Τράπεζες και χρηματοπιστωτικό σύστημα: Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα

αξιόπιστα την αξία των στοιχείων του ενεργητικού τους. Παρόμοια προβλήματα αντιμετώπισε και άλλη γερμανική τράπεζα, η Sachsen LB, η οποία εξαγοράστηκε από την Landesbank Baden-Württemberg. Την ίδια μέρα τα διεθνή χρηματιστήρια κατακρημνίστηκαν.

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

Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε όλο τον κόσμο άρχισαν σταδιακά να αντιλαμβάνονται ότι τα περιουσιακά τους στοιχεία που βασίζονταν σε στεγαστικά δάνεια subprime, δεν άξιζαν όσο πίστευαν, είχαν τιμολογήσει λάθος τον κίνδυνο που συνδεόταν με αυτά και πλέον ήταν πρακτικά αδύνατο να εκτιμήσουν την αξία τους, καθώς οι σχετικές αγορές κατέρρεαν. Οι τράπεζες, αβέβαιες πλέον για τις ίδιες τις κεφαλαιακές τους ανάγκες, σταμάτησαν να δανείζουν. Ουσιαστικά καμία τράπεζα δεν δάνειζε σε καμία άλλη τράπεζα όσο μικρό και αν ήταν το διάστημα δανεισμού. Πολλοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί άρχισαν να έχουν σοβαρό πρόβλημα να εξασφαλίσουν την βραχυχρόνια χρηματοδότηση που τους ήταν απαραίτητη για να συνεχίσουν να λειτουργούν - ιδίως οι οργανισμοί με υψηλή μόχλευση.

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

2007. Με το ξέσπασμα της κρίσης τον Αύγουστο του 2007, η αγορά των στεγαστικών δανείων subprime πάγωσε. Πολλές εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, τράπεζες επενδύσεων, ειδικοί οργανισμοί-κελύφη και άλλοι, που ήταν επενδυτές στην αγορά των subprime και είχαν χρηματοδοτήσει την επένδυσή τους με βραχυχρόνιο δανεισμό, δέχτηκαν τηλεφωνήματα από τους δανειστές τους για μεγαλύτερη εγγύηση. Για να βρουν την εγγύηση υποχρεώθηκαν σε πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων, με αποτέλεσμα οι τιμές πολλών περιουσιακών στοιχείων να αρχίσουν να πέφτουν. Οι πρώτοι οργανισμοί που χτυπήθηκαν ήταν οργανισμοί-κελύφη, στημένοι ως θυγατρικές εταιρείες αμερικανικών τραπεζών για να μπορούν να δανείζονται εύκολα χωρίς υποχρεωτικές κεφαλαιακές απαιτήσεις για το ρίσκο που αναλάμβαναν. Αμέσως, η αγορά αυτών των εταιρειών ειδικού σκοπού (Special Investment Vehicles) εξαφανίστηκε. Η αγορά αυτή χρηματοδοτούσε τις επενδύσεις σε στεγαστικά προϊόντα εκδίδοντας βραχυπρόθεσμα εταιρικά ομόλογα, τα λεγόμενα Asset-Backed Commercial Paper (ABCP). Λίγοι επιθυμούσαν πλέον να αγοράσουν ABCPs και έτσι και αυτή η αγορά κατέρρευσε.<sup>14</sup>

Στις 13 Σεπτεμβρίου 2007 αποκαλύπτεται ότι η βρετανική τράπεζα Northern Rock ζήτησε και έλαβε έκτακτη χρηματοδότηση από τη Τράπεζα της Αγγλίας, καθώς βασίζονταν σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση από την διατραπεζική αγορά, η οποία είχε πλέον διακοπεί. Η έλλειψη λεπτομερειών για το σχέδιο προκάλεσε πανικό στο κοινό και από την Παρασκευή 14 έως και την Δευτέρα 17 Σεπτεμβρίου έσπευσαν να αποσύρουν μαζικά τις καταθέσεις τους (£1δισ. αποσύρθηκε σε μία μόνο ημέρα) στην πρώτη τέτοιου μεγέθους περίπτωση (run on the

---

<sup>14</sup> Νομική βιβλιοθήκη.(2008) Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα – Τιτλοποίηση απαιτήσεων, Αθήνα.

bank) στη Μ. Βρετανία εδώ και έναν αιώνα. Το Υπουργείο Οικονομικών αναγκάστηκε να εγγυηθεί το σύνολο των καταθέσεων. Οι όποιες προσπάθειες να βρεθεί αγοραστής απέτυχαν και η τράπεζα τελικά πέρασε υπό κρατικό έλεγχο τον Φεβρουάριο του 2008.

Τον Οκτώβριο η ελβετική τράπεζα UBS ανακοινώνει απώλειες \$3,4 δισ. από τις επενδύσεις της σε subprime προϊόντα. Η διοίκησή της παραιτείται. Το Νοέμβριο η Citigroup αναγκάζεται να αποκαλύψει ότι έχει στον ισολογισμό της περισσότερα από \$50 δισ. σε προϊόντα subprime αντί για τα \$13 δισ. που υποστήριζε μέχρι τότε. Η Merrill Lynch αποκαλύπτει ότι αναμένει σχετικές απώλειες ύψους \$7,9 δισ., με τη διοίκηση να παραιτείται. Γενικά, όμως, από τον Σεπτέμβριο 2007 έως και το Νοέμβριο του ίδιου έτους, χάρη στις παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών, η κατάσταση δεν εκτραχύνθηκε. Έκτοτε, όμως, τα περιθώρια άρχισαν μια νέα ανοδική πορεία. Τότε ήταν που άρχισε να γίνεται πιο ξεκάθαρο το μέγεθος των πιθανών απωλειών στον χρηματοπιστωτικό τομέα, ενώ τεχνικοί λόγοι επέτειναν την άνοδο. Το Δεκέμβριο του 2007 ανακοινώνονται τα πρώτα σχέδια για στήριξη από την αμερικανική κυβέρνηση στους ιδιοκτήτες ακινήτων που αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο κατάσχεσης. Επίσης, οι πέντε μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες στο δυτικό κόσμο συντονίζονται για να παράσχουν ρευστότητα στις τράπεζες. Τα διεθνή χρηματιστήρια, αν και αντέδρασαν αρνητικά στην αρχή της κρίσης τον Αύγουστο του 2007, επανήλθαν γρήγορα στα προηγούμενα επίπεδα. Σε αντίθεση με τις αγορές ομολόγων και χρήματος δεν είχαν πληγεί ιδιαίτερα και υπήρχε η εντύπωση σε πολλούς αναλυτές ότι οι καλές μέρες θα συνεχίζονταν και το 2008. Όμως, τον Ιανουάριο του 2008, η κρίση στη διατραπεζική αγορά και την αγορά ομολόγων μεταδόθηκε και στα χρηματιστήρια. Ο Ιανουάριος σημαδεύτηκε από πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών παγκοσμίως. Ξεκίνησε έτσι μια καθοδική πορεία των χρηματιστηρίων που διήρκεσε περίπου 15 μήνες.

Στις 22 Ιανουαρίου 2008, η Fed μειώνει το επιτόκιο παρέμβασης στο 3,5% από 4,25%. Η μείωση ήταν η μεγαλύτερη της 25-ετίας και η πρώτη επείγουσα μείωση από το 2001. Τα διατραπεζικά επιτόκια πέφτουν προσωρινά. Οι ανησυχίες, όμως, μεταφέρονται στην τύχη των εταιρειών ασφάλισης ομολόγων. Συγχρόνως, καθώς οι τράπεζες έχουν ξεκινήσει μια σταδιακή απομόχλευση και οι πιστωτικές συνθήκες δυσκολεύουν, εκφράζονται και οι πρώτες ανησυχίες για την παγκόσμια οικονομία. Η ανάπτυξη στις ανεπτυγμένες χώρες αναμένεται να πληγεί. Όμως, παρά τις ανησυχίες και για πρώτη φορά στη σύγχρονη ιστορία, υποστηρίζεται η θεωρία της αποσύνδεσης των οικονομιών, ότι δηλαδή οι αναπτυσσόμενες οικονομίες, ιδίως οι χώρες BRIC (Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα), δεν θα ακολουθήσουν την ίδια πορεία. Τον Φεβρουάριο του 2008 οι G7 εκτιμούν ότι οι συνολικές απώλειες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος θα φτάσουν τα \$400 δισ. Τον Μάρτιο του 2008 η κρίση άρχισε να επιδεινώνεται.<sup>15</sup> Στις 13 Μαρτίου έγινε εμφανές ότι η Bear Stearns ήταν έτοιμη να κλείσει εξαιτίας των τεράστιων απωλειών και της αδυναμίας εξασφάλισης βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. Ένα επείγον δάνειο από την Fed δεν αποδείχτηκε αρκετό και στις 17 Μαρτίου εξαγοράστηκε από την JP Morgan Chase για \$1,1 δισ. (αρχικά το τίμημα ήταν ακόμα χαμηλότερο στα \$240 εκ.), όταν μόλις ένα χρόνο νωρίτερα η αποτίμησή της ήταν περίπου \$18 δισ.<sup>16</sup> Η Fed προσέφερε χρηματοδότηση \$30 δισ. για να υποστηρίξει την εξαγορά, καθώς η τράπεζα ήταν μέρος ενός συστήματος αλληλοσυνδεόμενων χρηματοοικονομικών συναλλαγών που εκτείνονταν σε παγκόσμια κλίμακα και αν αναγκαζόταν να πουλήσει τα στοιχεία του ενεργητικού της στις αγορές, που είχαν ήδη τεράστια προβλήματα ρευστότητας, θα

---

<sup>15</sup> Νομική βιβλιοθήκη.(2008) Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα – Τιτλοποίηση απαιτήσεων, Αθήνα

<sup>16</sup> [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)

έριχνε και άλλο τις τιμές, εντείνοντας τις πιέσεις. Εντωμεταξύ, η αναζήτηση ασφαλούς καταφυγίου από τους επενδυτές οδήγησε στις 19 Μαρτίου του 2008 τις αποδόσεις των εντόκων γραμματίων του αμερικανικού δημοσίου σε σχεδόν μηδενικά επίπεδα. Τον Απρίλιο του 2008, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) προειδοποιεί ότι οι απώλειες για το σύνολο του χρηματοοικονομικού τομέα μπορούσαν να φτάσουν τα \$1 τρισ. Τον Απρίλιο και το Μάιο του 2008 η κατάσταση δείχνει σημάδια βελτίωσης: από τη μία οι εκτεταμένες παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών και από την άλλη οι επιτυχημένες αυξήσεις κεφαλαίου μεγάλων τραπεζών καταφέρνουν να ηρεμήσουν προσωρινά τις αγορές. Η Royal Bank of Scotland ανακοινώνει αύξηση κεφαλαίου ύψους £12 δισ., η UBS \$15,5 δισ. και η Barclays £4,5 δισ. Η Τράπεζα της Αγγλίας ανακοινώνει σχέδιο ανταλλαγής «επικίνδυνων» στεγαστικών δανείων με «ασφαλή» κρατικά ομόλογα, ύψους £50 δισ. Οι αγορές θεωρούν ότι ο συστημικός κίνδυνος είναι ακόμη μικρός, ότι η ύφεση στις Η.Π.Α. θα είναι περιορισμένη, ενώ η θεωρία του decoupling, παρά τη διεθνή πτώση των χρηματιστηρίων, υποστηρίζεται ακόμη από πολλούς αναλυτές. Μέχρι εκείνη τη στιγμή και εφαρμόζοντας τα διδάγματα από την κρίση του 1930, οι κεντρικές τράπεζες είχαν αντιδράσει με τρόπο ώστε η χρηματοοικονομική κρίση να μην μετατραπεί σε οικονομική και να μην καταρρεύσει το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Προέβησαν σε συντονισμένες μειώσεις επιτοκίων και ενέσεις ρευστότητας.

Όμως, ο παραδοσιακός μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής είχε ουσιαστικά παραλύσει: δεν δίνονταν δάνεια σε ιδιώτες. Έτσι, οι κεντρικές τράπεζες προχώρησαν σε εκτεταμένες ενέσεις ρευστότητας, χρησιμοποιώντας και νέα εργαλεία. Η Fed δημιούργησε το Μάρτιο του 2008 το TAF (Term Auction Facility) για το δανεισμό τραπεζών ανώνυμα χωρίς να τιμωρούνται για την ανάγκη τους αυτή από

τις αγορές, αλλά και το primary dealer credit facility για τη διευκόλυνση δανεισμού χρηματοοικονομικών φορέων πέραν των τραπεζών από τη Fed, καθώς και ένα μηχανισμό για την ανταλλαγή παράγωγων προϊόντων βασισμένων σε subprime δάνεια με έντοκα γραμμάτια του αμερικανικού δημοσίου. Όμως, παρά τις παρεμβάσεις, οι κεντρικές τράπεζες δεν είχαν καταφέρει να λύσουν το βασικό πρόβλημα της επιδεινούμενης κρίσης. Γίνονταν μέρα με τη μέρα ολοένα και πιο φανερό ότι η έλλειψη ρευστότητας ήταν απλώς σύμπτωμα και όχι η αιτία των γεγονότων. Το πρόβλημα ήταν η έλλειψη φερεγγυότητας. Τον Ιούλιο του 2008 η κατάσταση επιδεινώνεται εκ νέου, καθώς οι οργανισμοί Fannie Mae και Freddie Mac, που ήταν ημικρατικοί οργανισμοί και οι μεγαλύτεροι δανειστές στην αγορά στεγαστικών δανείων των Η.Π.Α., αποδεικνύεται ότι δεν μπορούν να εξασφαλίσουν την απαραίτητη χρηματοδότηση, εκτιμώμενου ύψους \$3 δισ., από την αγορά. Καθώς κατέχουν ή είναι εγγυητές στεγαστικών δανείων αξίας περίπου \$5 τρισ., οι αρχές εκτιμούν στη συνέχεια ότι δεν μπορούν να τις αφήσουν να καταρρεύσουν και έτσι σπεύδουν να παράσχουν χρηματοδότηση ύψους \$300 δισ. μέσω της Fed. Τελικά, στις 7 Σεπτεμβρίου του 2008 ανακοινώνεται η διάσωση των δύο τραπεζών από τις ομοσπονδιακές αρχές καθώς σύμφωνα με τον Υπουργό Οικονομικών Henry Paulson τα επίπεδα του χρέους των δύο εταιρειών αποτελούσαν συστημικό κίνδυνο για την χρηματοοικονομική σταθερότητα.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Μαλινδρέτου Β. (2002) Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα

## **2.4 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΕΠΙΔΕΙΝΩΝΕΤΑΙ - ΚΑΤΑΡΡΕΥΣΗ LEHMAN.**

Αν και η επιδείνωση της κρίσης υπήρξε σταδιακή, αφού οι εποπτικές αρχές αντιδρούσαν με όλο και μεγαλύτερες παρεμβάσεις, ορόσημο του μεγέθους της αποτελούν τα γεγονότα του Σεπτεμβρίου 2008. Τότε η κρίση έλαβε πλέον δραματικές διαστάσεις, καθώς οι εξελίξεις απέδειξαν ότι τα συμβατικά μέσα πολιτικής αδυνατούσαν να αντιμετωπίσουν τα προβλήματα, ενώ εκ των υστέρων αποδείχτηκε λανθασμένη η πολιτική μη διάσωσης της Lehman Brothers.

Στις 10 Σεπτεμβρίου η Lehman Brothers ανακοινώνει τεράστιες απώλειες για το τελευταίο τρίμηνο και, έπειτα από ένα πενήνήμερο αγωνιώδους αναζήτησης αγοραστή, αναγκάζεται να κηρύξει πτώχευση τη Δευτέρα, 15 Σεπτεμβρίου. Ήταν η πρώτη μεγάλη τράπεζα που χρεοκοπούσε. Είχε προηγηθεί ένα Σαββατοκύριακο έντονων διαβουλεύσεων στο κεντρικό κτήριο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης στη Liberty Street, με παρουσία του επικεφαλής της New York Fed και μετέπειτα υπουργού οικονομικών Timothy Geithner, του Προέδρου της Fed Ben Bernanke, και του υπουργού Οικονομικών Henry Paulson. Δεν βρέθηκε αγοραστής για τη Lehman αφού ο επίδοξος αγοραστής, που ήταν η Barclays, επέμενε σε παρόμοιες εγγυήσεις με αυτές που είχαν δοθεί στην JP Morgan για την εξαγορά της Bear Stearns τον προηγούμενο Μάρτιο. Έτσι αποφασίστηκε να αφεθεί η Lehman να καταρρεύσει. Στις ίδιες διαβουλεύσεις, όμως, βρέθηκε αγοραστής για την Merrill Lynch, που αντιμετώπιζε και αυτή την απειλή της χρεοκοπίας, υπό το βάρος συνολικών ζημιών από την κρίση \$51,8 δισ. (σύμφωνα με το Bloomberg). Την ίδια μέρα, στις 15 Σεπτεμβρίου, η Merrill Lynch ανακοινώνει την εξαγορά της από την Bank of America για \$50 δισ. Μέσα σε ένα Σαββατοκύριακο δύο από τις μεγαλύτερες επενδυτικές



τράπεζες του κόσμου έπαψαν να υπάρχουν. Η χρεοκοπία της Lehman εξαφάνισε την όποια λίγη εμπιστοσύνη είχε μείνει στη διατραπεζική αγορά και τα επιτόκια εκτοξεύτηκαν σε ιστορικά υψηλά. Η αγορά ουσιαστικά ήταν και πάλι κλειστή και θα παρέμενε έτσι για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Η απόφαση να αφηθεί η Lehman να καταρρεύσει είχε σκοπό να μειώσει τον ηθικό κίνδυνο (moral hazard), αλλά ξαφνικά δημιουργήθηκε ένα ντόμινο ανησυχιών. Η ανησυχία μεταφέρθηκε κυρίως στους ασφαλιστικούς οργανισμούς που είχαν πουλήσει ασφάλειες έναντι του κινδύνου χρεοκοπίας οργανισμών όπως η Lehman, χρησιμοποιώντας παράγωγα προϊόντα (Credit Default Swaps). Μεγαλύτερος κίνδυνος υπήρχε για την αμερικανική AIG, τη μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρία του κόσμου, της οποίας ο κομβικός ρόλος απειλούσε να προκαλέσει την πλήρη κατάρρευση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο συστημικός κίνδυνος ήταν πλέον τεράστιος, αφού το κόστος της κατάρρευσής της ήταν πολύ μεγαλύτερο από ό,τι της διάσωσής της. Έτσι, την επόμενη μέρα μετά τη χρεοκοπία της Lehman, στις 16 Σεπτεμβρίου 2008, η αμερικανική κυβέρνηση ανακοινώνει ένα πακέτο σωτηρίας \$85 δισ. για την AIG με αντάλλαγμα το 80% της εταιρείας. Η AIG κρατικοποιείται, κάτι πρωτοφανές για την αμερικανική αγορά. Το τραπεζικό τοπίο άλλαξε δραματικά, καθώς η λίστα τραπεζών και αμοιβαίων κεφαλαίων που χρεοκοπούσαν ή εξαγοράζονταν μεγάλωνε διαρκώς. Οι μόνες δύο μεγάλες επενδυτικές αμερικανικές τράπεζες που είχαν απομείνει (Goldman Sachs, Morgan Stanley) μετατράπηκαν στις 22 Σεπτεμβρίου 2008 σε εμπορικές (bank holding companies) προκειμένου να αποκτήσουν απρόσκοπτη πρόσβαση σε χρηματοδότηση από την Fed.

Στις 25 Σεπτεμβρίου 2008 η Washington Mutual με συνολικά στοιχεία ενεργητικού αξίας \$328 δισ. (η έκτη μεγαλύτερη τράπεζα στις Η.Π.Α.) κλείνει και πωλείται στην JPMorgan Chase. Το ντόμινο

συνεχίζεται στη Ευρώπη, καθώς η Fortis, ο πολυεθνικός τραπεζικός και ασφαλιστικός γίγαντας διασπάται και εν μέρει κρατικοποιείται τον Οκτώβριο του 2008. Το ίδιο συμβαίνει και με την αγγλική Bradford & Bingley και την βελγογαλλική Dexia. Στα τέλη Σεπτεμβρίου - αρχές Οκτωβρίου του 2008 οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες της Ισλανδίας, η Kaupthing, η Glitnir και η Landsbanki (η οποία λειτουργούσε ως Icesave στην Νορβηγία και το Ην. Βασίλειο) πτώχευσαν και τέθηκαν υπό καθεστώς ελέγχου από την Ισλανδική Αρχή Χρηματοοικονομικής Εποπτείας. Οι ισλανδικές τράπεζες είχαν θυγατρικές εκτός συνόρων της Ισλανδίας και είχαν προσελκύσει καταθέσεις, προσφέροντας υψηλότερα επιτόκια από τους τοπικούς ανταγωνιστές τους στην Ολλανδία, το Ην. Βασίλειο και την Σκανδιναβία. Ο αριθμός των καταθετών τους σε αυτές τις χώρες ξεπερνούσε τον πληθυσμό της Ισλανδίας. Η χρεοκοπία αυτή δημιούργησε κρίση στις σχέσεις της χώρας με τις χώρες δραστηριοποίησης των τραπεζών της, για το αν και πώς θα αποζημιώνονταν οι πελάτες τους στο εξωτερικό. Η διαμάχη, η οποία συνεχίζονταν μέχρι και τις αρχές του 2011, αφορούσε το αν και πώς η Ισλανδία θα αποπληρώσει δάνειο συνολικού ύψους €3,8 δισ. (44% του ΑΕΠ το 2009) προς την Ολλανδία και το Ην. Βασίλειο, που χρησιμοποιήθηκε για την αποζημίωση των καταθετών. Καθώς η κατάσταση έβαινε εκτός ελέγχου, κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες αποφάσισαν να παρέμβουν δυναμικά. Η σημαντικότερη προσπάθεια ήταν η δημιουργία ταμείου στις Η.Π.Α. του αποκαλούμενου TARP (Troubled Asset Relief Program), ύψους \$700 δισ. ή 5% του ΑΕΠ των Η.Π.Α., για την αγορά από το Υπουργείο Οικονομικών «τοξικών» προϊόντων από τις τράπεζες. Το σχέδιο εγκρίθηκε από το Κογκρέσο έπειτα από δύο δραματικές ψηφοφορίες στις 3 Οκτωβρίου. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι σχετικές ψηφοφορίες καλύφθηκαν ζωντανά παγκοσμίως, ακόμα και από ελληνικά κανάλια.

Στις 30 Σεπτεμβρίου η Ιρλανδία ανακοινώνει ότι εγγυάται το σύνολο των καταθέσεων στις ιρλανδικές τράπεζες. Αύξηση του ορίου εγγύησης των καταθέσεων ανακοινώνεται και σε πολλές άλλες χώρες. Στις 8 Οκτωβρίου η Fed, η ΕΚΤ, η Τράπεζα της Αγγλίας και οι κεντρικές τράπεζες του Καναδά, της Σουηδίας και της Ελβετίας μειώνουν εκτάκτως και συντονισμένα σε μία πρωτοφανή κίνηση τα επιτόκια κατά 0,5%. Είναι η πρώτη μείωση στην οποία προβαίνει η ΕΚΤ από την αρχή της κρίσης. Οι πτωχεύσεις / διασώσεις τραπεζών συνεχίζονται σε όλο τον κόσμο το χειμώνα του 2008-2009. Αποδεικνύεται ότι με ελάχιστες εξαιρέσεις, όπως το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, όλοι κινδυνεύουν. Στη Γερμανία, η Hypo Real Estate διασώζεται με κόστος €50 δισ. και με τη συμμετοχή άλλων ιδιωτικών τραπεζών. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, με κόστος £37 δισ. εθνικοποιείται η Royal Bank of Scotland (το 60% στην ιδιοκτησία του κράτους), ενώ συγχωνεύονται και εθνικοποιούνται η Lloyds TSB και η HBOS (το 40% στην ιδιοκτησία του κράτους). Στις Η.Π.Α., η Wachovia, η τέταρτη μεγαλύτερη τράπεζα, εξαγοράζεται από την Wells Fargo για \$15 δισ. χωρίς όμως κρατική βοήθεια. Τον Οκτώβριο του 2008, η κυβέρνηση των Η.Π.Α. ανακοινώνει ότι θα χρησιμοποιήσει \$250 δισ. από το TARP για την εξαγορά μεριδίων σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Στην Ιρλανδία, τους πρώτους μήνες του 2009 εθνικοποιήθηκε η Anglo Irish Bank, η τρίτη μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας. Παρά τα προηγούμενα μέτρα, η κρίση εντάθηκε τους πρώτους μήνες του 2009 και ο φόβος κατάρρευσης συνέχισε να υπάρχει, καθώς αμφισβητούνταν η βιωσιμότητα όλων των μεγάλων αμερικανικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ταυτόχρονα, η χρηματοοικονομική κρίση περνούσε στην

πραγματική οικονομία όλων των χωρών του πλανήτη, διαψεύδοντας έτσι τη θεωρία της αποσύνδεσης των οικονομιών (decoupling).<sup>18</sup>

## 2.5 ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Καμπή στην κρίση αποτέλεσε η απόφαση τότε της αμερικανικής κυβέρνησης να βάλει τέλος στα σενάρια περί χρεοκοπίας του τραπεζικού συστήματος, δημοσιοποιώντας τον Μάιο του 2009 τα αποτελέσματα ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων των αμερικανικών τραπεζών. Τα αποτελέσματα αυτά, αν και αμφισβητήθηκαν έντονα για την αξιοπιστία τους, κυρίως από μη Αμερικανούς αναλυτές, αποδείχτηκαν πολύ σημαντικά για την αποκατάσταση ως ένα βαθμό της εμπιστοσύνης στο αμερικανικό τραπεζικό σύστημα.

Η αγορά έψαχνε τότε απελπισμένα κάποιον αξιόπιστο φορέα να της πει το που βρίσκεται η πραγματική κατάσταση. Οι ασκήσεις αυτές παρείχαν έναν βαθμό διαφάνειας και πληροφόρησης. Συμμετείχαν 19 αμερικανικές τράπεζες, όσες είχαν ενεργητικό στο τέλος του 2008 άνω των \$100 δις. Οι 19 αυτές τράπεζες άθροιζαν συνολικό ενεργητικό περίπου \$10 τρισ. και αντιπροσώπευαν το 70% του ενεργητικού του τραπεζικού τομέα των Η.Π.Α.. Οι εκτεταμένες δημοσιονομικές παρεμβάσεις και οι συντονισμένες ενέργειες των κεντρικών τραπεζών, που περιγράφονται με μεγαλύτερη λεπτομέρεια στο επόμενο εδάφιο, βοήθησαν να αποκατασταθεί σταδιακά και σε ένα βαθμό η εμπιστοσύνη και μια σχετική ηρεμία στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Από τα μέσα του 2009, μετά τα stress tests, οι φόβοι για την κατάσταση των τραπεζών αντικαταστάθηκαν από τους φόβους για την οικονομική κατάσταση.

---

<sup>18</sup> Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική.

Καθώς η κρίση περνούσε στην πραγματική οικονομία οι κίνδυνοι για το χρηματοπιστωτικό σύστημα αυξάνονταν. Η πιθανότητα να βαθύνει η ύφεση οδηγώντας σε νέο κύκλο προβληματικών δανείων έμοιαζε εφιαλτική. Η σταδιακή όμως ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας το 2010 βοήθησε στον μετριασμό των κινδύνων για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Στην Ευρώπη, η αποκατάσταση μιας αντίστοιχης σχετικής ηρεμίας δεν διήρκεσε πολύ. Αιτία το γεγονός ότι μια νέα κρίση χτύπησε την Ευρώπη με αφορμή την Ελλάδα. Το 2010 αποδείχτηκε δύσκολο για το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα. Και στην Ευρώπη διεξήχθησαν αντίστοιχες ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) των ευρωπαϊκών τραπεζών, όπως είχε γίνει πάνω από ένα χρόνο νωρίτερα για τις τράπεζες στις Η.Π.Α. Οι ασκήσεις αφορούσαν 91 τράπεζες, οι οποίες αντιπροσώπευαν το 65% του ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος της Ε.Ε. και συντονίστηκαν από την Committee of European Banking Supervisors (CEBS) με τη συνεργασία της ΕΚΤ και της Ε.Ε. Τα αποτελέσματα ανακοινώθηκαν στις 23 Ιουλίου 2010 και ήταν συνολικώς θετικά. Μόλις 7 τράπεζες (συμπεριλαμβανημένης και της Αγροτικής Τράπεζας στην Ελλάδα) από τις 91 έπεφταν κάτω από το όριο του 6% για το δείκτη Tier I, και αυτό υπό το δυσμενέστερο σενάριο. Τα ευρωπαϊκά stress tests δεν καθυσάχασαν, όμως, την αγορά πλήρως. Βασική πηγή ανησυχίας ήταν ότι τα tests διεξήχθησαν υπό την υπόθεση ότι καμία χώρα μέλος της Ευρωζώνης δεν θα χρεοκοπήσει. Έτσι, δεν εξετάστηκαν οι επιπτώσεις στην κεφαλαιακή επάρκεια από κούρεμα στην αξία των κρατικών ομολόγων, που οι τράπεζες κρατούν στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο έως τη λήξη τους (held-to-maturity portfolio ή banking book). Τα tests υπέθεσαν ότι κούρεμα θα υπήρχε μόνο στα ομόλογα του χαρτοφυλακίου συναλλαγών (trading book). Αυτά, όμως, αποτελούν μόλις το 17% του συνόλου των κρατικών ομολόγων που έχουν στην

κατοχή τους οι ευρωπαϊκές τράπεζες που ελέγχθηκαν (Blundell-Wignall and Slovik (2010)). Έτσι, η ανησυχία στην Ευρώπη διατηρήθηκε και πολύ σύντομα εντάθηκε μετά την κρίση στην Ιρλανδία.

Το 2011 η ένταση της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης φαίνεται να ξεπεράστηκε. Όμως, ο χρηματοοικονομικός τομέας παραμένει ευαίσθητος και τα ασφάλιστρα κινδύνου υψηλά. Ορισμένες από τις γενεσιουργικές αιτίες της κρίσης, όπως οι διεθνείς ανισορροπίες στον εξαγωγικό τομέα, εξακολουθούν να υφίστανται, ίσως με μικρότερη ένταση. Στη διάρκεια του 2010, οι αγορές στην Ευρώπη ταλανίστηκαν από ερωτήματα για την τύχη του ευρώ από τα τεράστια χρέη που συσσώρευσαν χώρες όπως η Ελλάδα.

Γενικότερα, η μόχλευση στο Δυτικό κόσμο είχε πλέον γίνει πολύ μεγάλη, τόσο στον ιδιωτικό όσο και στο δημόσιο τομέα. Αυτή η μόχλευση θα επηρεάσει αρνητικά τους ρυθμούς ανάπτυξης στο μέλλον και απαιτεί επαγρύπνηση των εποπτικών φορέων διότι διατηρεί τη νευρικήτητα στις αγορές.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> Μαλινδρέτος Π. (2001) Επενδυτική επανάσταση, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3**

### **ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ ΚΑΙ ΕΠΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.**

#### **3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η παγκόσμια οικονομική κρίση έφερε σε δύσκολη θέση τους υφιστάμενους μηχανισμούς συντονισμού της οικονομικής πολιτικής στην Ευρωπαϊκή Ένωση και αποκάλυψε διάφορες αδυναμίες. Η λειτουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης δέχθηκε ιδιαίτερες πιέσεις, λόγω περιπτώσεων μη συμμόρφωσης στο παρελθόν με τους βασικούς κανόνες και αρχές. Οι υφιστάμενες διαδικασίες εποπτείας δεν ήταν αρκετά διεξοδικές.

Η πρόσφατη οικονομική κρίση δεν έχει προηγούμενο στη γενιά μας. Τα σταθερά κέρδη σε οικονομική ανάπτυξη και δημιουργία θέσεων απασχόλησης που σημειώθηκαν κατά την τελευταία δεκαετία εξουδετερώθηκαν και η κρίση ανέδειξε ορισμένες θεμελιώδεις αδυναμίες της οικονομίας μας. Οι δημοσιονομικές και άλλες μακροοικονομικές ανισορροπίες που συσσωρεύτηκαν κατά τα έτη που προηγήθηκαν της κρίσης κατέστησαν ευάλωτη την οικονομία της ΕΕ όταν εκδηλώθηκαν η παγκόσμια οικονομική κρίση και ύφεση. Τα δημόσια οικονομικά μας υπέστησαν σοβαρό πλήγμα, καθώς τα ελλείμματα ανήλθαν κατά μέσο όρο στο 7% του ΑΕΠ και το επίπεδο του χρέους ξεπέρασε το 80% του ΑΕΠ, επίπεδα που υπερβαίνουν σαφώς τις τιμές αναφοράς του 3% και 60% του ΑΕΠ που ορίζονται στη Συνθήκη.

Τα υψηλά επίπεδα δημοσίου χρέους δεν μπορούν να διατηρούνται επ' αόριστον. Η εφαρμογή της στρατηγικής για την Ευρώπη 2020 που συμφωνήθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο το Μάρτιο πρέπει να

βασίζεται σε μια αξιόπιστη στρατηγική εξόδου από την κρίση. Η ΕΕ αντιμετωπίζει μεγάλες προκλήσεις κατά τα επόμενα έτη – την ανάγκη για δημοσιονομική εξυγίανση και συγχρόνως την ανάγκη ενίσχυσης των επιπέδων διατηρήσιμης ανάπτυξης. Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης προσφέρει το σωστό πλαίσιο για ομαλή έξοδο από την κρίση. Όμως, για τη στήριξη του δυναμικού της οικονομικής ανάπτυξης της ΕΕ και της βιωσιμότητας των κοινωνικών μας μοντέλων, η εξυγίανση των δημόσιων οικονομικών προϋποθέτει ότι θα καθοριστούν προτεραιότητες και ότι θα γίνουν σκληρές επιλογές: ο συντονισμός σε επίπεδο ΕΕ θα διαδραματίσει καίριο ρόλο στο καθήκον αυτό και θα συμβάλει στην αντιμετώπιση των δευτερογενών αποτελεσμάτων.<sup>20</sup>

Η πρόσφατη οικονομική κρίση και η πίεση που υφίσταται η χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην Ευρώπη ανέδειξαν σαφέστερα από ποτέ την αλληλεξάρτηση των οικονομιών της ΕΕ, ιδίως στο εσωτερικό της ευρωζώνης. Υπήρξε υποστήριξη των κρατών μελών από το γεγονός ότι αποτελούσαν μέρος της ΕΕ, με μια ισχυρή εσωτερική αγορά 500 εκατομμυρίων ανθρώπων και ένα κοινό νόμισμα για δεκαέξι κράτη μέλη. Τα υφιστάμενα όργανα και οι μέθοδοι συντονισμού επέτρεψαν στην ΕΕ να συγκεντρώσει τις προσπάθειές της για ανάκαμψη και να ξεπεράσει μια θύελλα που κανένα κράτος μέλος δεν θα μπορούσε να αντιμετωπίσει μόνο του. Ωστόσο, αυτή η πρόσφατη εμπειρία ανέδειξε επίσης χάσματα και αδυναμίες στο σημερινό σύστημα, τονίζοντας την ανάγκη για ισχυρότερο και πιο έγκαιρο συντονισμό της πολιτικής, πρόσθετους μηχανισμούς πρόληψης και διόρθωσης και ένα μηχανισμό επίλυσης κρίσεων για τα κράτη μέλη της ευρωζώνης.

---

<sup>20</sup> Αγγελόπουλος Π. (2005) Τράπεζες και χρηματοπιστωτικό σύστημα: Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα



### **3.2 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΝΙΣΕ ΚΑΙ ΕΝΙΣΧΥΣΕ ΤΙΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΠΟΥ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΖΕΙ Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.**

Το δημόσιο χρέος δεν μειώθηκε αρκετά κατά την προηγούμενη δεκαετία. Δεν υπήρξε αρκετή αποφασιστικότητα για δημοσιονομική εξυγίανση, ιδίως κατά την περίοδο οικονομικής άνθησης. Σε ορισμένα κράτη μέλη, τα έσοδα ενισχύθηκαν προσωρινά από δραστηριότητες πλούσιες σε φόρους, ωθούμενες από μη βιώσιμη ραγδαία ανάπτυξη στην αγορά κατοικίας, τις κατασκευές και τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Δεδομένου ότι αυτές οι μακροχρηματοπιστωτικές ανισορροπίες οδήγησαν σε απότομη πτώση λόγω της κρίσης, τα φορολογικά έσοδα στα αντίστοιχα κράτη μέλη κατέρρευσαν, αποκαλύπτοντας ότι η βασική δημοσιονομική κατάσταση τους ήταν πολύ πιο αδύνατη από την προβλεπόμενη. Οι κρατικοί προϋπολογισμοί στην Ευρωπαϊκή Ένωση μετακινήθηκαν από θέσεις κοντά στην ισορροπία (- 0,8% του ΑΕΠ στην ΕΕ και -0,6% στην ευρωζώνη) το 2007 σε αναμενόμενο έλλειμμα που πλησιάζει το 7% του ΑΕΠ το 2010. Το δημόσιο χρέος συνεχίζει να αυξάνεται. Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβλέψεις των υπηρεσιών της Επιτροπής, το δημόσιο χρέος θα φθάσει σε 84% του ΑΕΠ το 2011 (88% στην ευρωζώνη), εκμηδενίζοντας τα αποτελέσματα είκοσι ετών εξυγίανσης. Σημαντικές υπό αίρεση υποχρεώσεις που συνδέονται με διασώσεις χρηματοπιστωτικών φορέων, που αντιπροσωπεύουν άλλες 25 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ στην ΕΕ, αποτελούν πρόσθετη πηγή ανησυχίας, επιπλέον των μακροχρόνια υφιστάμενων φορολογικών προκλήσεων λόγω της δημογραφικής γήρανσης .

Υπήρξαν και άλλες μακροοικονομικές και χρηματοπιστωτικές ανισορροπίες που επιδείνωσαν ειδικότερα την ευπάθεια της οικονομίας της ευρωζώνης. Οι επίμονες αποκλίσεις ανταγωνιστικότητας και οι

μακροοικονομικές ανισορροπίες στο εσωτερικό της ευρωζώνης αποτελούν κίνδυνο για τη λειτουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης. Κατά τα έτη που προηγήθηκαν της κρίσης, το χαμηλό κόστος της χρηματοδότησης ενίσχυσαν την κακή τοποθέτηση πόρων σε χρήσεις συχνά χαμηλής παραγωγικότητας, τροφοδοτώντας μη διατηρήσιμα επίπεδα κατανάλωσης, φούσκες στον στεγαστικό τομέα και τη συσσώρευση του εξωτερικού και εσωτερικού χρέους σε ορισμένα κράτη μέλη.

Το κενό ανταγωνιστικότητας έφθασε σε πρωτοφανές υψηλό επίπεδο αμέσως πριν από την κρίση. Από ισοσκελισμένη θέση το 1999, τα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στην ευρωζώνη συσσωρεύονταν σταθερά για να φθάσουν σε 7,7% του ΑΕΠ το 2007, ενώ τα συνολικά ελλείμματα αυξήθηκαν από 3,5% του ΑΕΠ το 1999 σε 9,7% το 2007. Η οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση ενεργοποίησε μια μερική επανεξισορρόπηση των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών. Αυτή όμως η επανεξισορρόπηση είναι μόνο εν μέρει διαρθρωτική. Απαιτείται σημαντικός επαναπροσανατολισμός της πολιτικής για να επιτευχθεί η απαραίτητη προσαρμογή από την άποψη των δαπανών και των αμοιβών, η διαρθρωτική μεταρρύθμιση και η ανακατανομή της απασχόλησης και του κεφαλαίου.<sup>21</sup>

Η εξαιρετική κατάσταση στην Ελλάδα, όπου υπήρχε συνδυασμός χαλαρής δημοσιονομικής πολιτικής, ανεπαρκούς αντίδρασης στις εντεινόμενες ανισορροπίες, διαρθρωτικών αδυναμιών και υποβολής εσφαλμένων στατιστικών στοιχείων οδήγησε σε μια πρωτοφανή κρίση κρατικού χρέους. Αποκαλύφθηκε αιφνιδίως ότι η υφιστάμενη κατάσταση των δημόσιων οικονομικών οφειλόταν εν μέρει στην υποβολή εσφαλμένων στοιχείων στο παρελθόν, αλλά στην πραγματικότητα ήταν

---

<sup>21</sup> Μαλινδρέτος Π. (2001) Επενδυτική επανάσταση, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα

κυρίως αποτέλεσμα της ακατάλληλης δημοσιονομικής πολιτικής. Αν και η κατάσταση αυτή εν μέρει κατέστη δυνατή λόγω των ανεπαρκειών του υπάρχοντος πλαισίου οικονομικής εποπτείας, τονίζει σαφώς τη ζωτική σημασία της διασφάλισης αποτελεσματικής συμμόρφωσης με τους κανόνες. Αντιμετωπίζοντας μια πρωτοφανή κρίση δημόσιου χρέους, για την οποία η ευρωζώνη δεν διέθετε κανένα μέσο διόρθωσης, τα κράτη μέλη συμφώνησαν για μια δέσμη μέτρων για τη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην Ευρώπη.

### **3.3 Η ΜΕΤΑΦΟΡΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.**

Ήδη από την αρχή της χρηματοοικονομικής κρίσης, άρχισαν να εκφράζονται ανησυχίες για την πιθανή μεταφορά της στην πραγματική οικονομία. Αυτό δεν αποφεύχθηκε. Ιδιαίτερα στο τέταρτο τρίμηνο του 2008, μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, κατέρρευσε σχεδόν αμέσως το διεθνές εμπόριο και η παραγωγή των χωρών διεθνώς. Επηρεάστηκαν όλες οι χώρες, ανεξάρτητα από την οικονομική πολιτική που στο παρελθόν είχαν ακολουθήσει, διότι όλες οι οικονομίες είναι διεθνοποιημένες. Διαψεύσθηκε έτσι και η θεωρία της αποσύνδεσης ή «decoupling» για τις αναδυόμενες οικονομίες. Έτσι, το 2009 η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, με το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης να γίνεται αρνητικός, - 1,9%, για πρώτη φορά μετά το πρώτο μισό της δεκαετίας του 1930 και τη Μεγάλη Ύφεση.

Η μεταφορά της κρίσης στην πραγματική οικονομία έγινε μέσω της απομόχλευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τα προβλήματα φερεγγυότητας από τις κεφαλαιακές απώλειες οδήγησαν τα

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

Στο τέλος του 2008 η αμερικανική αυτοκινητοβιομηχανία ουσιαστικά είχε χρεοκοπήσει λόγω της έλλειψης πιστώσεων, της απότομης πτώσης της κατανάλωσης και λανθασμένων επιχειρηματικών επιλογών. Η κυβέρνηση έσπευσε να οργανώσει σχέδιο διάσωσης με χρήματα από το TARP, ύψους \$23,4 δισ. για να σώσει τις τρεις μεγαλύτερες αμερικανικές αυτοκινητοβιομηχανίες, GM, Ford και Chrysler. Όμως, η GM και η Chrysler τελικά δεν θα αποφύγουν την χρεοκοπία το 2009 και την εθνικοποίηση. Οι πιστώσεις στο εξαγωγικό εμπόριο υπήρξαν τα πρώτα θύματα διότι εκεί ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου είναι ο μεγαλύτερος. Ο φόβος των πτωχεύσεων των αντισυμβαλλόμενων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στέρεψε πρώτα τη ρευστότητα και στη συνέχεια τις πιστώσεις στο εξαγωγικό εμπόριο. Η

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

### **3.4 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΧΡΕΟΣ ΚΑΙ Η ΑΝΗΣΥΧΙΑ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ**

Οι άμεσες αρνητικές συνέπειες της διεθνούς οικονομικής κρίσης αποτελούν παρελθόν. Η κρίση, όμως, όπως και όλες οι προηγούμενες,<sup>21</sup> άφησε πίσω της βάρη για μια πιο μακροχρόνια στασιμότητα στη Δύση. Το κύριο βάρος είναι το υψηλό δημόσιο χρέος. Η μεταβολή στο χρέος είναι μεγάλη σε διεθνές επίπεδο διότι η χρηματοοικονομική κρίση προξένησε την παρέμβαση των αρχών με πακέτα διάσωσης, μείωσε τα φορολογικά έσοδα αλλά και ανάγκασε τις κυβερνήσεις σε επεκτατική δημοσιονομική πολιτική.

Στην Ευρωζώνη, η αύξηση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ δεν είναι συγκριτικά τόσο δραματική. Ούτε και το τελικό αποτέλεσμα, δηλαδή το χρέος του 2011, είναι δραματικό σε σχέση με τον υπόλοιπο αναπτυγμένο κόσμο, τις Η.Π.Α. το Ηνωμένο Βασίλειο ή την Ιαπωνία.

Μάλιστα η Ευρωζώνη είναι μια νομισματική περιοχή με πλεόνασμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Γεννιέται ευλόγως τότε το ερώτημα γιατί στη διάρκεια του 2010 παρατηρήθηκε μια τόσο μεγάλη ένταση στην Ευρωζώνη. Η απάντηση είναι ότι η ένταση δεν αφορούσε το σύνολο της Ευρωζώνης, αλλά επιμέρους χώρες. Οι αμφιβολίες των αγορών επικεντρώθηκαν στην εσωτερική λειτουργία της. Η προηγούμενη χρηματοοικονομική κρίση ευαισθητοποίησε τις αγορές σε οτιδήποτε αρνητικό. Έτσι, ενώ έως την έλευση της κρίσης οι αγορές δεν διαφοροποιούσαν σημαντικά τις χώρες της Ευρωζώνης μεταξύ τους, τώρα τις διαφοροποιούν αναφορικά με τον πιστωτικό κίνδυνο της καθεμίας.<sup>22</sup>

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

---

<sup>22</sup> Ειρήνη Βλαχάκη, Σάραντης Καλυβίτης ( 2011 ) Διεθνής Νομισματική και Μακροοικονομική Ανοικτής Οικονομίας, Εκδόσεις Gutenberg

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

### **3.5 ΟΙ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΕΠΟΧΗΣ ΤΗΣ ΣΥΓΚΛΙΣΗΣ**

Η στασιμότητα / ύφεση στην Ευρώπη το 2008 δεν επηρέασε αμέσως την Ελλάδα. Το 2008 η Ευρωζώνη είχε ανάπτυξη 0,4%, ενώ η Ελλάδα εξακολουθούσε να παρουσιάζει έναν σχετικά ικανοποιητικό ρυθμό 1,3%. Η Ελλάδα έχει μια αρκετά κλειστή οικονομία και δεν είχε τραπεζικά προβλήματα, όπως οι υπόλοιπες οικονομίες της Δυτικής Ευρώπης. Έτσι δεν επηρεάστηκε αμέσως. Από τις αρχές του 2008, όμως, ήταν εμφανές ότι αν η διεθνής οικονομία χειροτέρευε, τότε και η Ελλάδα θα έμπαινε σε στενωπό διαρκείας.<sup>23</sup>

Δυστυχώς, η ύφεση στην Ευρώπη και τον κόσμο συνέχισε να βαθαίνει. Οι ελληνικές εξαγωγές επηρεάστηκαν στο τελευταίο τρίμηνο του 2008 μαζί με τις εξαγωγές όλων των υπολοίπων χωρών. Έτσι το 2009

---

<sup>23</sup> Τράπεζα της Ελλάδος. (2008) Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2008

βρήκε την Ευρωζώνη να συρρικνώνεται κατά -4,1% και την Ελλάδα κατά -2,3%. Η μικρότερη πτώση του 2009 στην Ελλάδα από την Ευρωζώνη δείχνει ότι και το 2009 η σύγκλιση του ελληνικού βιοτικού επιπέδου προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο συνεχίστηκε για 14η χρονιά. Από το 2010, όμως, ξεκινάει μια νέα εποχή απόκλισης στο βιοτικό επίπεδο, αφού η ευρωπαϊκή οικονομία σταθεροποιήθηκε και ανέκαμψε, ενώ η ελληνική επιδεινώθηκε και το μέλλον της παραμένει αβέβαιο.

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

Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας είναι το βαθύτερο πρόβλημα. Οι δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας για την ευκολία του επιχειρείν δείχνουν συνεχή επιδείνωση τα τελευταία χρόνια ενώ η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία της χώρας διαρκώς ανατιμάται. Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας αντικατοπτρίζεται τόσο στο τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών όσο και στον υψηλότερο ελληνικό πληθωρισμό σε σχέση με άλλες χώρες της Ευρωζώνης. Αγοράζουμε πολύ περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες από ότι πουλάμε στους ξένους. Η ελληνική οικονομία δεν έχει τη δυνατότητα να παράγει ανταγωνιστικά αγαθά και υπηρεσίες. Ως αποτέλεσμα, το εξωτερικό χρέος της χώρας είχε αυξηθεί από 94% του ΑΕΠ στο τέλος του 2003 στο 184% στο τρίτο τρίμηνο του 2010.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> Τράπεζα της Ελλάδος. (2008) Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2008



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

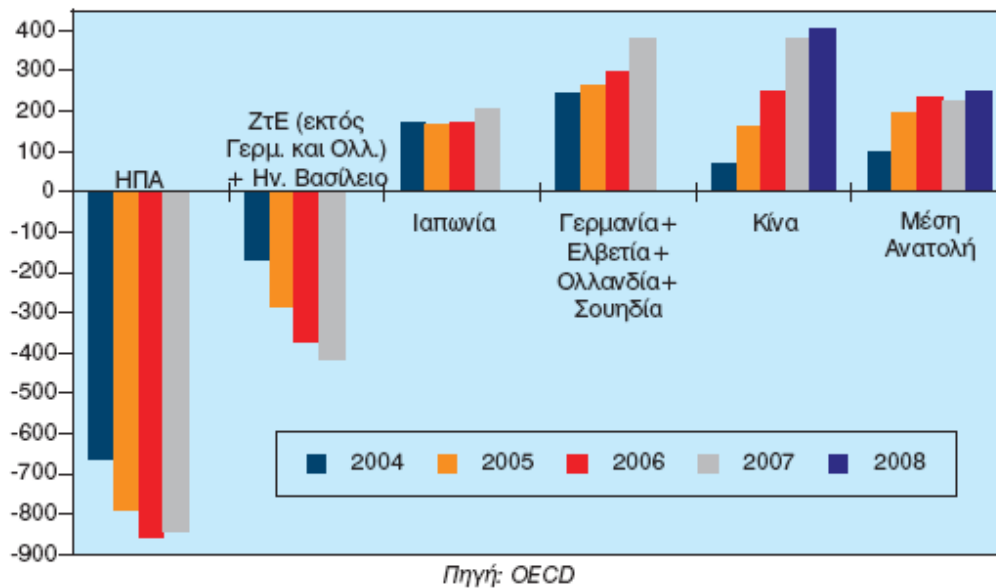
## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**

### **ΔΙΟΓΚΩΣΗ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΕΞΙΣΟΡΡΟΠΗΣΗΣ**

#### **4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η παγκόσμια οικονομία, η οποία λειτουργεί από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 σε καθεστώς προωθημένης παγκοσμιοποίησης, χαρακτηρίζεται τα τελευταία έτη από την ύπαρξη σημαντικών μακροοικονομικών ανισορροπιών που συνεπάγονται ουσιαστικές αβεβαιότητες όσον αφορά τη δυνατότητα συνέχισης της δυναμικής αναπτυξιακής πορείας των τελευταίων δέκα και πλέον ετών. Βασική εκδήλωση των παγκόσμιων μακροοικονομικών ανισορροπιών αποτελούν τα μεγάλα ελλείμματα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (ΙΤΣ) των ΗΠΑ, των χωρών της ΖτΕ (εκτός της Γερμανίας και της Ολλανδίας), του Ηνωμένου Βασιλείου, αλλά και μίας σειράς χωρών, όπως οι χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης. Τα ελλείμματα αυτά αντικατοπτρίζουν κυρίως τα μεγάλα πλεονάσματα στα ΙΤΣ της Κίνας και της Ιαπωνίας, της ομάδας χωρών Γερμανία - Ολλανδία - Ελβετία - Σουηδία, και ορισμένων άλλων χωρών στη ΝΑ Ασία (π.χ., Σιγκαπούρη, Μαλαισία, Ταϊλάνδη). Παράλληλα, μεγάλα πλεονάσματα σημειώνονται στις χώρες που παράγουν και εξάγουν πετρέλαιο (Διάγραμμα 1).

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1. Χώρες με μεγάλα ελλείμματα και χώρες με μεγάλα πλεονάσματα στα ισοζύγια αγαθών και υπηρεσιών τους (δισ \$)**



Βέβαια η συζήτηση διεθνώς επικεντρώνεται κυρίως στις επιπτώσεις από τη διόγκωση του ελλείμματος του ΙΤΣ των ΗΠΑ και την αντίστοιχη ταχεία διόγκωση του πλεονάσματος του ΙΤΣ της Κίνας και της Ιαπωνίας. Η ΖτΕ, ως ομάδα χωρών, τοποθετείται επίσης στις πλεονασματικές χώρες, παρά το ότι αν εξαιρεθούν η Γερμανία και η Ολλανδία, οι υπόλοιπες χώρες της ΖτΕ χαρακτηρίζονται από μεγάλα και αυξανόμενα ελλείμματα στα ΙΤΣ τους, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1.

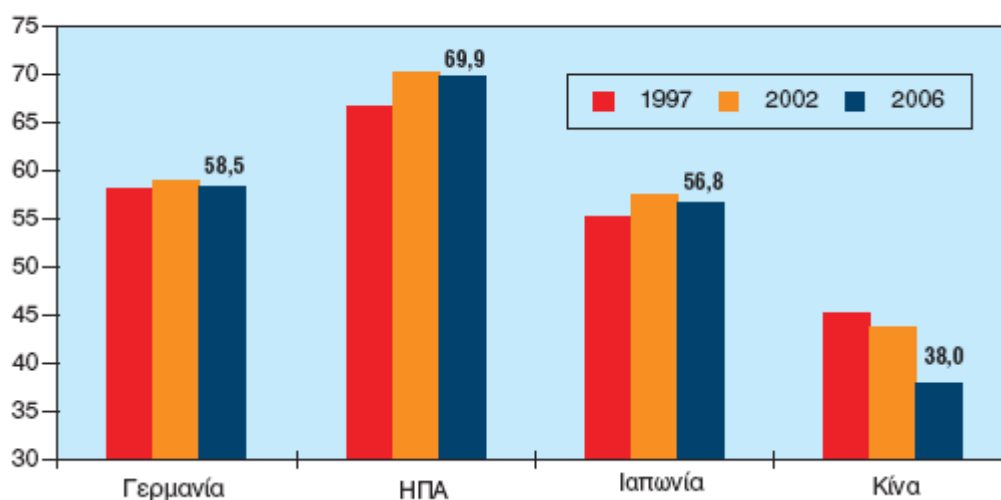
Το μεγάλο έλλειμμα του ΙΤΣ των ΗΠΑ, το οποίο χρηματοδοτείται συστηματικά από το αντίστοιχα μεγάλο πλεόνασμα του Λογαριασμού Κεφαλαίων (ΛΚ) τους, αποτελεί ουσιαστικά τον μηχανισμό πάνω στον οποίο στηρίχθηκε η παγκόσμια ανάπτυξη τα τελευταία έτη. Ειδικότερα, ο Αμερικανός καταναλωτής συμβάλλει στην επίτευξη υψηλών ρυθμών αυξήσεως της εγχώριας ζήτησεως στην οικονομία των ΗΠΑ αλλά και στην παγκόσμια οικονομία, και, μέσω του ελλείμματος του ΙΤΣ των ΗΠΑ, λειτουργεί ως ατμομηχανή της παγκόσμιας αναπτύξεως, δεδομένης της υποτονικής αυξήσεως της καταναλωτικής δαπάνης στην Ιαπωνία, την Κίνα και τη Γερμανία (Διάγραμμα 2).

Έτσι, οι ΗΠΑ λειτουργούν ως η βασική αγορά απορροφήσεως των πλεονασματικών αποταμιεύσεων της Κίνας (όπου η εγχώρια κατανάλωση αντιπροσωπεύει μόλις το 38% του ΑΕΠ), της Ιαπωνίας (56,8%), της Γερμανίας (58,5%) και άλλων αναδυόμενων αγορών. Η μετατροπή αυτών των αποταμιεύσεων σε ζήτηση για αγαθά και υπηρεσίες στην εγχώρια οικονομία των ΗΠΑ (όπου εισρέουν μέσω του ΔΚ) ήταν αρκετή για να απορροφήσει την υπερβάλλουσα προσφορά αγαθών και υπηρεσιών από την Κίνα, την Ιαπωνία, τη Γερμανία-Ολλανδία και άλλες χώρες. Η υπερβάλλουσα προσφορά αγαθών και υπηρεσιών στις πλεονασματικές χώρες προκύπτει: α) από το εξαιρετικά υψηλό επίπεδο των επενδύσεων που πραγματοποιείται στις χώρες αυτές και μάλιστα σε παραγωγικούς τομείς που παράγουν διεθνώς εμπορεύσιμα προϊόντα (Διάγραμμα 3), β) από την πολιτική των χωρών αυτών για διατήρηση της ανταγωνιστικότητας των εγχωρίως παραγομένων προϊόντων τους σε υψηλά επίπεδα και γ) από το ακόμη πιο υψηλό ποσοστό αποταμιεύσεων ως προς το ΑΕΠ (συγκριτικά με το επίσης υψηλό ποσοστό επενδύσεων) στις ίδιες πλεονασματικές χώρες.

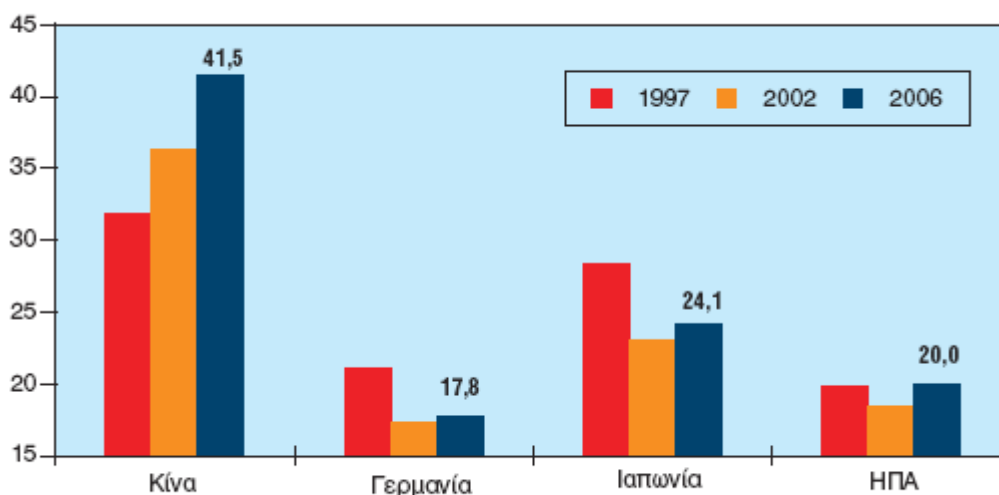
Ειδικότερα, το σύστημα λειτουργεί ως ακολούθως: Ένα μεγάλο μέρος των υψηλών αποταμιεύσεων των ιδιωτών και των επιχειρήσεων στις πλεονασματικές χώρες και επιπλέον τα σημαντικά κεφάλαια που συγκεντρώνονται από παρεμβάσεις στις αγορές συναλλάγματος (συναλλαγματικά διαθέσιμα) ή από την άσκηση χαλαρής νομισματικής πολιτικής στην Ιαπωνία και την Ελβετία (η οποία διευκολύνει το carry trade, όπως θα εξηγηθεί στη συνέχεια), εισρέουν στις ΗΠΑ μέσω του μεγάλου πλεονάσματος του λογαριασμού κεφαλαίων τους. Η υπέρμετρη αυτή αγοραστική δύναμη που κατά μέσο όρο διαμορφώνεται σε επίπεδα άνω των \$ 70 δις μηνιαίως, συμβάλλει στη διαμόρφωση των εγχωρίων επιτοκίων στις ΗΠΑ σε σχετικά χαμηλά επίπεδα και στην ταχεία αύξηση της πιστωτικής επεκτάσεως και της εγχώριας ζήτησεως για αγαθά και

υπηρεσίες. Συμβάλλει επίσης στη μείωση του ποσοστού αποταμιεύσεως των νοικοκυριών στις ΗΠΑ, που πλησίασε τα τελευταία έτη το μηδέν, ενώ σε πολύ υψηλά επίπεδα διαμορφώνεται και ο βαθμός χρεώσεως αυτών των νοικοκυριών. Οι εξελίξεις αυτές προκαλούν τη συνεχή διόγκωση του ελλείμματος του ΙΤΣ των ΗΠΑ σε βαθμό αρκετό μεγάλο για να απορροφήσει τις υπερβάλλουσες εξαγωγές των πλεονασματικών χωρών.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2. Καταναλωτική δαπάνη ως ποσοστό του ΑΕΠ**



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3. Συνολικές επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ**



Πηγή: International Financial Statistics, IMF

Έως τα μέσα του 2006 η ανωτέρω διαδικασία συνεπαγόταν εξαιρετικά υψηλούς ρυθμούς αναπτύξεως στην παγκόσμια οικονομία με

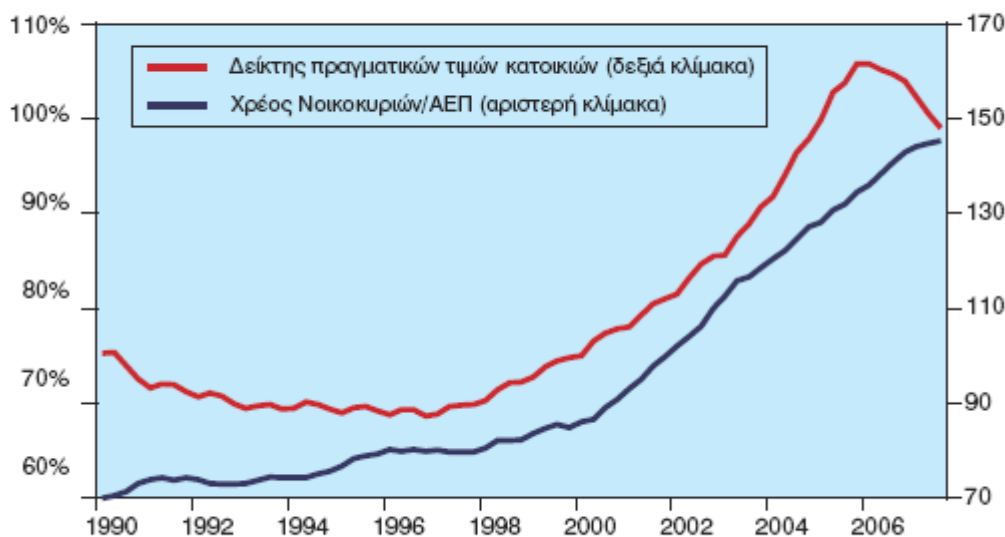
συμβολή τόσο των πλεονασματικών όσο και των ελλειμματικών χωρών. Η αναπτυξιακή διαδικασία όμως είχε ως άμεση συνέπεια τη σταδιακή διόγκωση των ανισορροπιών στις εξωτερικές συναλλαγές. Τα πλεονάσματα στα ΙΤΣ της Κίνας, της Ιαπωνίας και πολλών άλλων αναδύμενων αγορών αυξάνονταν με ταχείς ρυθμούς και το ίδιο συνέβαινε και με τα συναλλαγματικά διαθέσιμα αυτών των χωρών, ενώ το έλλειμμα στο ΙΤΣ των ΗΠΑ αυξανόταν επίσης με ρυθμούς εμφανώς μη βιώσιμους στη μεσομακροχρόνια περίοδο. Κατά συνέπεια οι ΗΠΑ κατέληξαν να έχουν μεγάλο και αυξανόμενο καθαρό χρέος στο εξωτερικό, ενώ μέχρι πριν από μερικά έτη ήταν ο σημαντικότερος καθαρός πιστωτής στην παγκόσμια οικονομία. Επιπλέον, το καθαρό εξωτερικό χρέος των ΗΠΑ αντικατοπτριζόταν στο υψηλό και ταχέως αυξανόμενο χρέος των νοικοκυριών των ΗΠΑ, το οποίο υποστηριζόταν από την άνοδο της αξίας του πλούτου των νοικοκυριών που με τη σειρά της στηριζόταν σε μεγάλο βαθμό στην ταχεία άνοδο των τιμών των ακινήτων (Διάγραμμα 4).

Ειδικότερα, η διόγκωση των ανισορροπιών οφείλεται: α) στις συνεχείς παρεμβάσεις στις αγορές συναλλάγματος για αποτροπή της ανατιμητικής πορείας του νομίσματος της Κίνας και των νομισμάτων ορισμένων άλλων αναδύμενων αγορών και στη διόγκωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών αυτών σε επίπεδα που ξεπερνούν το 20% του ΑΕΠ των ΗΠΑ, και β) σε εφαρμογή πολιτικών πολύ χαμηλών επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες της Ιαπωνίας και της Ελβετίας, που διευκόλυναν τον δανεισμό σε Γιεν και Ελβετικό Φράγκο και την τοποθέτηση των κεφαλαίων που προέκυπταν σε αναδύμενες αγορές και επενδύσεις υψηλότερης αποδόσεως και κινδύνου στις ΗΠΑ και άλλες χώρες (carry trade). Από τις αρχές του 2006 έγινε εμφανές ότι αυτή η διαδικασία που οδηγούσε στις προαναφερθείσες ανισορροπίες είχε λάβει διαστάσεις που θα οδηγούσαν

αργά ή γρήγορα σε κρίση στο χρηματοοικονομικό σύστημα και στην οικονομία.

Η κρίση επήλθε πράγματι με αρχική της εκδήλωσή στην αγορά ακινήτων των ΗΠΑ που ήταν και ο περισσότερο ευπρόσβλητος τομέας. Η απότομη πτώση της δραστηριότητας στην αγορά αυτή και η αντιστροφή της αυξητικής πορείας των τιμών των ακινήτων οδήγησαν στην ακόμη μεγαλύτερη κρίση στην αγορά τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου, με αρνητικές επιπτώσεις στη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών γενικότερα. Τέλος, η κρίση στο χρηματοοικονομικό σύστημα απειλεί με ύφεση την οικονομία των ΗΠΑ, η οποία, ωστόσο, δύναται να αποτελέσει την αφετηρία εξομαλύνσεως των ανισορροπιών και επαναφοράς της παγκόσμιας οικονομίας σε πορεία βιώσιμης ανάπτυξης.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. ΗΠΑ: Αύξηση του χρέους των νοικοκυριών σε σχέση με την αύξηση των τιμών των ακινήτων**



Πηγή: Bloomberg

Η εξομάλυνση των ανισορροπιών θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί χωρίς να διαταραχθεί η αναπτυξιακή δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας με σημαντική ενίσχυση της εγχώριας καταναλωτικής δαπάνης στις πλεονασματικές χώρες (Κίνα, Ιαπωνία,

Γερμανία και άλλες) από τα χαμηλά επίπεδα στα οποία έχει διαμορφωθεί αυτή η δαπάνη μέχρι σήμερα, ιδίως στην Κίνα και την Ιαπωνία (Διάγραμμα 2). Με αυτόν τον τρόπο, ο ρόλος της ατμομηχανής της παγκόσμιας αναπτύξεως θα διαμοιραζόταν σε όλες τις μεγάλες οικονομίες και όχι μόνο στις ΗΠΑ, στο Ην. Βασίλειο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση εκτός της Γερμανίας και της Ολλανδίας. Βασικό εργαλείο ανασχεδιασμού της πολιτικής στις πλεονασματικές χώρες θα ήταν ασφαλώς η απελευθέρωση της αγοράς συναλλάγματος και του εγχώριου χρηματοοικονομικού τους συστήματος και η διευκόλυνση της ουσιαστικής ανατιμήςσεως της σταθμισμένης πραγματικής ισοτιμίας των νομισμάτων τους σύμφωνα με τους υψηλούς ρυθμούς αναπτύξεως των οικονομιών τους.

Στην περίπτωση αυτή η μείωση των πλεονασμάτων των ΙΤΣ των πλεονασματικών χωρών θα αντικατοπτριζόταν σε αντίστοιχη μείωση των ελλειμμάτων των ΙΤΣ των ελλειμματικών χωρών, με σημαντική συμβολή στην ανάπτυξη των ελλειμματικών χωρών να έχει πλέον ο εξωτερικός τομέας. Οι παγκόσμιες ανισορροπίες έτσι θα αμβλύνονταν με την αποκατάσταση μίας βιώσιμης σχέσεως μεταξύ των εγχώριων αποταμιεύσεων και επενδύσεων τόσο στις πλεονασματικές όσο και στις ελλειμματικές χώρες.

Στον βαθμό που η ανωτέρω εξισορροπητική διαδικασία, που αποσκοπεί στη εξασφάλιση συνθηκών ισόρροπης και βιώσιμης αναπτύξεως της παγκόσμιας οικονομίας, καθυστερεί, τότε η εξισορρόπηση των παγκόσμιων ανισορροπιών συντελείται συνήθως με επιβράδυνση του ρυθμού αυξήσεως της καταναλωτικής και επενδυτικής δαπάνης στις ελλειμματικές χώρες. Με την άσκηση αυστηρότερης νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στις χώρες αυτές με στόχο τη συγκράτηση της πιστωτικής επεκτάσεως και των ελλειμμάτων στο ΙΤΣ, με αποτέλεσμα την αποδυνάμωση του ρόλου του Αμερικανού



καταναλωτή στην ενίσχυση της παγκόσμιας ζήτησεως και αναπτύξεως. Η επιβράδυνση της αναπτύξεως της παγκόσμιας οικονομίας θα είναι τότε αναπόφευκτη. Όμως, πολύ πιο επώδυνη είναι η σημερινή εξέλιξη, όπου η μείωση της καταναλωτικής και επενδυτικής δαπάνης των ΗΠΑ και του ελλείμματος του ΙΤΣ τους λαμβάνει χώρα όχι με συντονισμένο τρόπο, αλλά μέσω της μεγάλης κρίσεως που επιβαρύνει το χρηματοοικονομικό σύστημα της χώρας. Η κρίση μπορεί επίσης να οδηγήσει σε σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού αυξήσεως της εγχώριας ζήτησεως και σε σταδιακή μείωση του ελλείμματος του ΙΤΣ. Αυτό, όμως, θα προκαλέσει μεγάλο κόστος στην οικονομία των ΗΠΑ και στην παγκόσμια οικονομία. Εάν στην τρέχουσα περίοδο της κρίσεως οι πλεονασματικές χώρες θελήσουν να συνεχίσουν την πολιτική τους για ανάπτυξη μέσω της διατηρήσεως των νομισμάτων τους σε υποτιμημένα επίπεδα και ακόμη με περαιτέρω βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της ήδη εξαιρετικά ανταγωνιστικής παραγωγής τους και όχι μέσω της δυναμικής αυξήσεως της εγχώριας καταναλωτικής τους δαπάνης, τότε είναι πολύ πιθανό η παγκόσμια οικονομία να οδηγηθεί σε ύφεση και σε φαινόμενα προστατευτισμού με οδυνηρές συνέπειες στην ανάπτυξη.

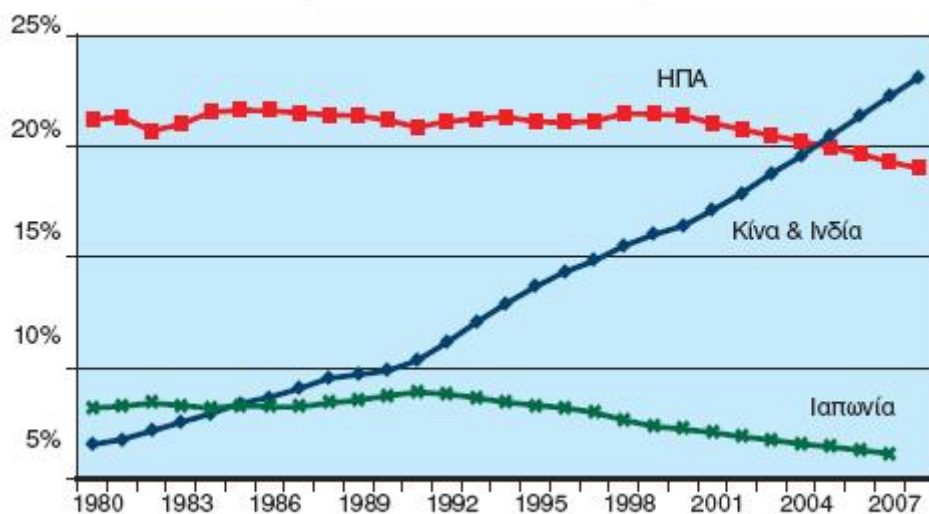
#### **4.2 ΠΟΥ ΟΦΕΙΛΕΤΑΙ Η ΔΙΟΓΚΩΣΗ ΤΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΩΝ**

Η συζήτηση στη διεθνή αρθρογραφία και βιβλιογραφία για την ανάλυση των παραγόντων και πολιτικών που οδήγησαν στις μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες και για τις επιπτώσεις τους στην ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας και των επιμέρους χωρών είναι πολύ εκτεταμένη. Στον σημερινό ενιαίο κόσμο είναι γενικά κατανοητό ότι τα ελλείμματα στα ΙΤΣ των ΗΠΑ και των άλλων ελλειμματικών

χωρών αντικατοπτρίζονται στα πλεονάσματα της Κίνας, της Ιαπωνίας και των άλλων πλεονασματικών χωρών. Για να είναι δυνατή όμως η διατύπωση συγκεκριμένων συμπερασμάτων σχετικά με τα μέτρα που θα πρέπει να ληφθούν για την εξισορρόπηση των παγκόσμιων ανισορροπιών και την εξασφάλιση της συνέχειας του δυναμικού ρυθμού αναπτύξεως της παγκόσμιας οικονομίας, είναι αναγκαία η ανάλυση των βασικών δεδομένων και των πολιτικών που προσδιορίζουν την κατεύθυνση της αιτιώδους σχέσεως μεταξύ των ελλειμματικών και των πλεονασματικών ΙΤΣ. Είναι οι πολιτικές που ακολουθούνται στις ελλειμματικές χώρες οι οποίες προσδιορίζουν τα πλεονάσματα των πλεονασματικών χωρών ή το αντίστροφο;

Πολλοί υποστηρίζουν ότι το έλλειμμα του ΙΤΣ των ΗΠΑ είναι υπόθεση των ΗΠΑ. Οφείλεται σε δικές τους αποφάσεις δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής που διατηρούν το επίπεδο της εγχώριας συνολικής ζήτησεως σε υψηλά και αυξανόμενα επίπεδα και συμβάλλουν στην αύξηση του ελλείμματος στο ΙΤΣ. Εάν επιθυμούν να μειώσουν το έλλειμμα πρέπει να προσαρμόσουν τις δικές τους πολιτικές. Με βάση αυτές τις απόψεις ούτε οι ΗΠΑ ούτε η Ευρωπαϊκή Ένωση δικαιούνται να έχουν λόγο σχετικά με την οικονομική πολιτική που ακολουθούν η Κίνα και η Ιαπωνία. Οι απόψεις αυτές δεν φαίνεται να αναγνωρίζουν το ότι οι ΗΠΑ, όσο μεγάλη οικονομία και αν είναι, δεν είναι πλέον ένα νησί που επηρεάζεται μόνον από τις αποφάσεις πολιτικής των δικών της αρχών ασκήσεως οικονομικής πολιτικής. Σήμερα ο κόσμος είναι ενιαίος και σε αυτόν τον ενιαίο κόσμο υπάρχουν και άλλες μεγάλες οικονομίες (Διάγραμμα 5). Οι πολιτικές που ακολουθούν η Κίνα και η Ιαπωνία επηρεάζουν την οικονομία των ΗΠΑ και εκείνη της Ζώνης του Ευρώ, ενώ μπορεί να δειχθεί ότι σε μεγάλο βαθμό συμβάλλουν και στη δημιουργία των παγκόσμιων σημερινών μακροοικονομικών ανισορροπιών.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5. ΑΕΠ ως ποσοστό του παγκόσμιου ΑΕΠ  
(σε ισοτιμίες αγοραστικής δυνάμεως, PPPs)**

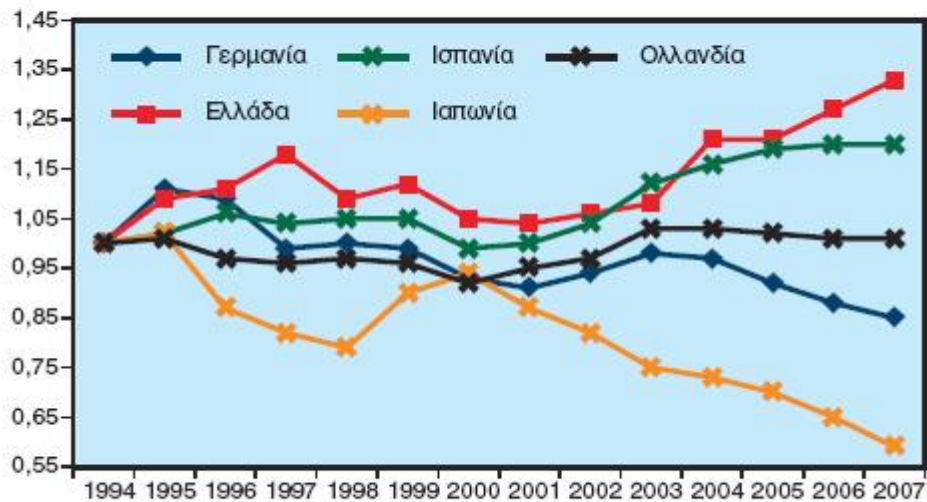


Πηγή: World Economic Outlook, IMF, October 2007

Με βάση τα ανωτέρω, οι παράγοντες που συμβάλλουν στη δημιουργία των παγκόσμιων μακροοικονομικών ανισορροπιών των τελευταίων ετών συνοψίζονται στα εξής:

Πρώτον, στην πολιτική της διατήρησης σε εξαιρετικά υποτιμημένα επίπεδα των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Renminbi της Κίνας, του Γιεν της Ιαπωνίας, του Ευρώ όσον αφορά τη Γερμανία (Διάγραμμα 6), καθώς και των νομισμάτων πολλών άλλων χωρών της ΝΑ Ασίας και της Λατινικής Αμερικής αλλά και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών, με αποτέλεσμα τη ραγδαία αύξηση των πλεονασμάτων των εξωτερικών ΙΤΣ τους (Διάγραμμα 1). Γενικά η διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε υποτιμημένα επίπεδα πραγματοποιείται με διαφορετικό τρόπο στην Κίνα, την Ιαπωνία και τη Γερμανία, όπως αναλύεται στη συνέχεια:

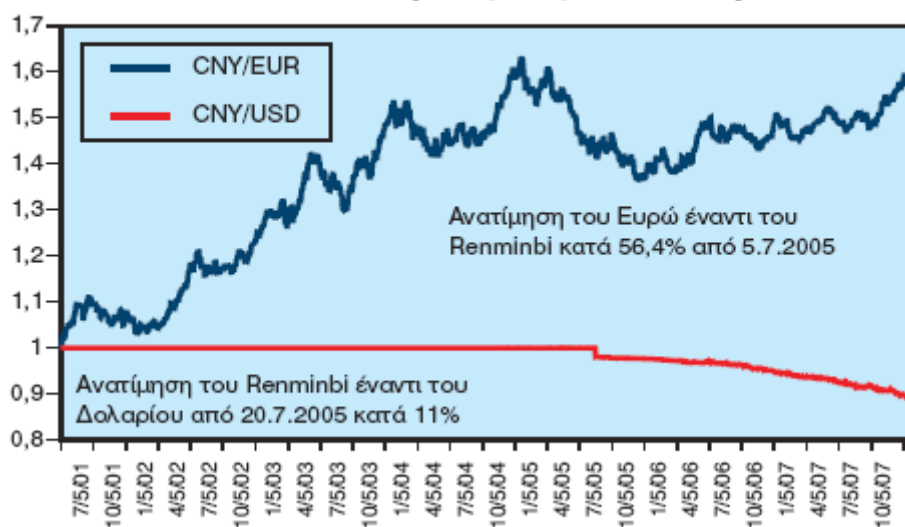
**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6. Πραγματική σταθμισμένη (έναντι 34 χωρών) συναλλαγματική ισοτιμία με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στη βιομηχανία**



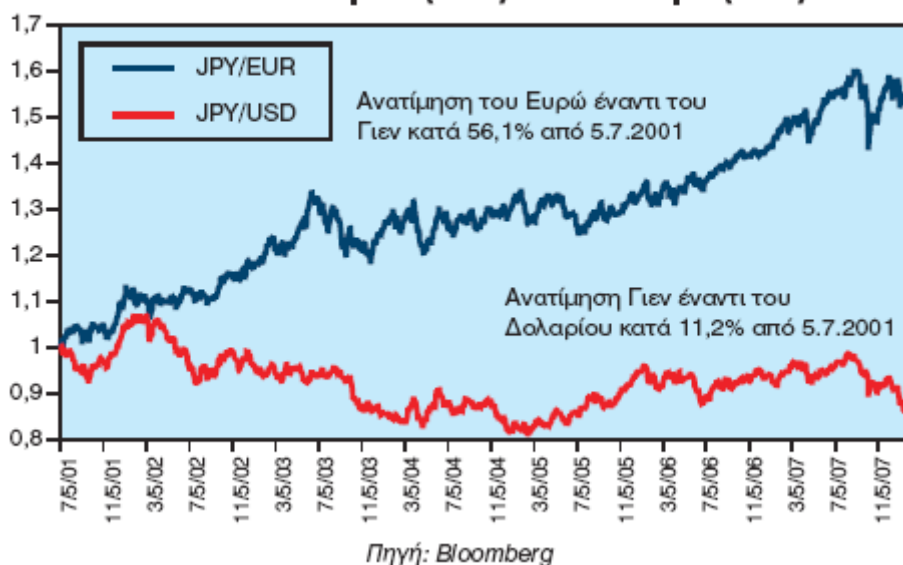
Πηγή: Price and Cost Competitiveness, European Commission

Στην περίπτωση της Κίνας, η Κεντρική Τράπεζα (Peoples' Bank of China ή PBC) διατηρεί υποτιμημένη τη συναλλαγματική ισοτιμία του Yuan ή Renminbi (RMB) με συνεχείς παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος αγοράζοντας Δολάρια (USD) έναντι RMB, στην ισοτιμία που έχει καθορίσει η ίδια η PBC (Διάγραμμα 7).

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7. Συναλλαγματική ισοτιμία του Renminbi (CNY) έναντι του Δολαρίου (USD) και του Ευρώ**



**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8. Συναλλαγματική ισοτιμία του Γιεν (JPY) έναντι του Δολαρίου (USD) και του Ευρώ (EUR)**



Η αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων συνεπάγεται αύξηση της προσφοράς χρήματος. Η PBC για να αποτρέψει αυτή τη δευτερογενή επίπτωση, που θα οδηγούσε σε σημαντική αύξηση της εγχώριας ζήτησεως και σε έμμεση ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του RMB, πραγματοποιεί συστηματικά τις αναγκαίες ενέργειες αντισταθμίσεως (sterilization) με πώληση ομολόγων του Δημοσίου που έχει στη διάθεσή της ή με αύξηση των υποχρεωτικών καταθέσεων των τραπεζών στην PBC. Επειδή η PBC απολαμβάνει της δυνατότητας εκτεταμένου ελέγχου στο τραπεζικό σύστημα της Κίνας, οι επιχειρήσεις αντισταθμίσεως χαρακτηρίζονται από αξιοσημείωτη αποτελεσματικότητα μέχρι σήμερα. Όμως, αυτή η αποτελεσματικότητα στις διαδικασίες αντισταθμίσεως δεν είναι βέβαιο ότι μπορεί να συνεχισθεί στο μέλλον για τους ακόλουθους λόγους. Η PBC τοποθετεί μέχρι σήμερα τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα σε κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ απολαμβάνοντας την απόδοση που προκύπτει κάθε φορά σε αυτές τις αγορές. Η απόδοση του 10ετούς ομολόγου αναφοράς των ΗΠΑ την 9.12.2007 ήταν γύρω στο 4,0%. Αυτή η απόδοση θα πρέπει να είναι αρκετή για να πληρωθούν οι τόκοι στα κρατικά ομόλογα που πωλούνται

στις εμπορικές τράπεζες της Κίνας ή στα συναλλαγματικά διαθέσιμα των τραπεζών. Με το Δολάριο, όμως, να ευρίσκεται σήμερα σε πορεία διολισθήσεως έναντι του RMB, η συνθήκη αυτή ίσως δεν εξασφαλίζεται και η PBC μπορεί να επιβαρύνεται με σημαντικές ζημίες.

Στην περίπτωση της Ιαπωνίας, οι μεγάλες επιχειρήσεις της χώρας και η κυβέρνηση εξασφαλίζουν ότι οι αυξήσεις των αμοιβών των εργαζομένων είναι εξαιρετικά χαμηλές ή αρνητικές σε πραγματικούς όρους, ενώ και η αποταμίευση των ιδιωτών και των επιχειρήσεων ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι παραδοσιακά πολύ υψηλή. Ως αποτέλεσμα, ο ρυθμός αύξησεως της εγχώριας καταναλωτικής δαπάνης είναι πολύ χαμηλός και πολλές φορές αρνητικός. Με αυτά τα δεδομένα, η Τράπεζα της Ιαπωνίας διατηρεί τα επιτόκια αναχρηματοδότησεως των τραπεζών σε ιδιαίτερος χαμηλά επίπεδα, στο 0,5% τα τελευταία έτη. Αυτό παρακινεί τους εγχώριους και διεθνείς θεσμικούς επενδυτές και τράπεζες να δανείζονται με χαμηλό επιτόκιο σε Γιεν, να πωλούν το Γιεν στην αγορά συναλλάγματος έναντι νομισμάτων υψηλών επιτοκίων (USD, Δολάριο Αυστραλίας, νομίσματα αναδυόμενων αγορών, ακόμη και Ευρώ) προκαλώντας πτωτική πορεία στο Γιεν στις αγορές αυτές (carry trade). Έτσι, οι δανειζόμενοι επωφελούνται τόσο από τις διαφορές επιτοκίων μεταξύ του Γιεν και του νομίσματος στο οποίο επενδύουν όσο και από την υποτιμητική πορεία του Γιεν (Διάγραμμα 8). Με αυτό τον τρόπο εξασφαλίζεται η διατήρηση του Γιεν σε υποτιμημένα επίπεδα και η περαιτέρω επιβράδυνση της εγχώριας καταναλωτικής δαπάνης στην Ιαπωνία, αφού η οποιαδήποτε πιστωτική επέκταση που πραγματοποιείται λόγω των χαμηλών επιτοκίων διοχετεύεται στο εξωτερικό αντί να δαπανηθεί στην εγχώρια οικονομία. Με αυτό τον τρόπο η ανάπτυξη της Ιαπωνίας εξακολουθεί να στηρίζεται τα τελευταία έτη στις καθαρές εξαγωγές με μηδαμινή συμβολή της εγχώριας ζήτησεως. Τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα είναι υψηλά, \$ 970,2 δις στο τέλος

Νοεμβρίου 2007, αλλά δεν αυξάνουν με τον ταχύ ρυθμό που αυξάνουν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Κίνας αφού με την ανωτέρω πολιτική η εκροή κεφαλαίων πραγματοποιείται από τον ίδιο τον ιδιωτικό τομέα και όχι από την κεντρική τράπεζα.<sup>25</sup>

Στην περίπτωση της Γερμανίας, το Ευρώ, ως εγχώριο νόμισμα, είναι ο κύριος αποδέκτης της υποτιμητικής πορείας του Δολαρίου. Η Γερμανία δεν έχει δυνατότητα να αποφύγει την ονομαστική ανατίμηση του νομίσματός της όπως η Κίνα και η Ιαπωνία και άλλες αναδυόμενες αγορές. Όμως, είναι μία χώρα που αναπτύσσεται παραδοσιακά με βάση την ανταγωνιστικότητα και δεν έχει αλλάξει πολιτική ως μέλος της Ζώνης του Ευρώ. Έτσι, δεδομένης της ανατιμητικής πορείας του Ευρώ, επικεντρώνεται τώρα σε αυτό που πραγματικά έχει σημασία για την ανταγωνιστικότητα, δηλαδή στην πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία του Ευρώ με βάση το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Στη Γερμανία η αντιστάθμιση της ανατιμητικής πορείας της ονομαστικής ισοτιμίας του Ευρώ γίνεται με προσδιορισμό των ρυθμών αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε αντίστοιχα χαμηλότερο επίπεδο, έτσι ώστε η πραγματική ισοτιμία να έχει υποτιμητική πορεία, παρά την ανατιμητική πορεία της ονομαστικής ισοτιμίας του Ευρώ. Η πολιτική αυτή εφαρμόστηκε, αφενός με μία ευρεία σειρά διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων (στην αγορά εργασίας, τη δημόσια διοίκηση, το φορολογικό σύστημα και το σύστημα κοινωνικών ασφαλίσεων της χώρας) που συνέβαλαν στην αύξηση της απασχόλησης και της παραγωγικότητας και αφετέρου με την εφαρμογή της κατάλληλης εισοδηματικής πολιτικής στον δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας. Έτσι το ονομαστικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στην οικονομία ως σύνολο σημείωσε μηδενική μέση ετήσια αύξηση στην

---

<sup>25</sup> Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. (2007) Ετήσια Έκθεση 2006

περίοδο 2000-2007, έναντι αυξήσεώς του κατά 23,6% στην Ελλάδα, 20,3% στην Ισπανία και 12,7% στη ΖτΕ. Έτσι, η σταθμισμένη πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία του Ευρώ υποτιμήθηκε κατά 3,0% έναντι του 2000 στη Γερμανία, έναντι ανατιμήσεως κατά 15,6% στην Ελλάδα και 12,5% στη ΖτΕ (Διάγραμμα 6). Ανάλογη πολιτική με αυτή της Γερμανίας ακολουθεί και η Ολλανδία, η οποία επιδιώκει τη σχετική σταθεροποίηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας με βάση το κόστος εργασίας παρά την ανατίμηση του Ευρώ.

Οι ανωτέρω πολιτικές συνεπάγονται ταχεία αύξηση των πλεονασμάτων των ΙΤΣ της Κίνας, της Γερμανίας και της Ιαπωνίας και κατά συνέπεια ταχεία αύξηση ελλειμμάτων του ΙΤΣ των ΗΠΑ και άλλων χωρών. Έτσι, το έλλειμμα στο ΙΤΣ των ΗΠΑ έφθασε τα \$ 857 δις (6,5% του ΑΕΠ) το 2006. Από την άλλη πλευρά, το πλεόνασμα στο ΙΤΣ της Κίνας έφθασε τα \$ 184 δις (7,2% του ΑΕΠ) το 2006 και αναμένεται να ξεπεράσει τα \$ 262 δις (11,7% του ΑΕΠ) το 2007. Επίσης, το πλεόνασμα του ΙΤΣ της Ιαπωνίας ανήλθε στα \$ 167 δις (3,7% του ΑΕΠ) το 2006 και αναμένεται να υπερβεί τα \$ 210 δις (4,5% του ΑΕΠ) το 2007. Το πλεόνασμα της Γερμανίας, της Σουηδίας, της Ελβετίας και της Ολλανδίας ανήλθε στα \$ 378,5 δις το 2007 (Διάγραμμα 1), με το πλεόνασμα της Γερμανίας να ξεπερνά το 5,6% του ΑΕΠ της. Τέλος, το πλεόνασμα των χωρών που εξάγουν πετρέλαιο ανήλθε στα \$ 282 δις το 2006.<sup>26</sup>

Δεύτερον, στην πολιτική της διοχετεύσεως της αυξημένης ρευστότητας που δημιουργείται με τους ανωτέρω τρόπους και ιδιαίτερα της ρευστότητας που προκύπτει: α) από τη συγκέντρωση τεράστιων συναλλαγματικών διαθεσίμων και β) με τη μορφή του carry trade, με δανεισμό σε Γιεν και τοποθέτηση των ποσών που εισπράττονται στις

---

<sup>26</sup> Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. (2007) Ετήσια Έκθεση 2006



αγορές χρήματος, ομολόγων και μετοχών στις ΗΠΑ και στη ΖτΕ αλλά και σε πολλές αναδυόμενες αγορές για επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων.

Η πολιτική αυτή συμβάλλει στη δημιουργία μεγάλων ελλειμμάτων στα ισοζύγια αγαθών και υπηρεσιών των χωρών υψηλών αποδόσεων, με ιδιαίτερη περίπτωση το μεγάλο έλλειμμα του ΙΤΣ των ΗΠΑ. Ειδικότερα, οι τοποθετήσεις μεγάλων ποσοτήτων κεφαλαίων από το εξωτερικό στις αγορές κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ, που σε πολλές περιπτώσεις αντιπροσωπεύει τοποθετήσεις σε χρηματοοικονομικά μέσα απόλυτης ασφαλείας, συμβάλλουν στη διατήρηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων των ΗΠΑ σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, πράγμα που συνέβαλε και στην ταχεία επέκταση της αγοράς στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ.

Τρίτον, στις υψηλές και ταχέως αυξανόμενες εισαγωγές προϊόντων από χώρες χαμηλού κόστους και υποτιμημένων νομισμάτων προς τις ΗΠΑ, τη ΖτΕ και άλλες ελλειμματικές χώρες, που συμβάλλουν στη διατήρηση του πληθωρισμού σε σχετικά χαμηλά επίπεδα παρά τους εξαιρετικά υψηλούς ρυθμούς αυξήσεως της εγχώριας ζήτησεως που συνεπάγονται οι μεγάλες καθαρές εισροές κεφαλαίων στις χώρες αυτές. Ο χαμηλός πληθωρισμός συμβάλλει επίσης στη διατήρηση σε χαμηλά επίπεδα των μακροπρόθεσμων και των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων που με τη σειρά τους αυξάνουν την πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά και την εγχώρια ζήτηση για αγαθά και υπηρεσίες.

Η μεγάλη αύξηση της αγοραστικής δυνάμεως των οικονομικών μονάδων στις χώρες με μεγάλα πλεονάσματα στον λογαριασμό κεφαλαίων τους και με υψηλούς ρυθμούς αυξήσεως της εγχώριας πιστωτικής επεκτάσεως συμβάλλει στη δημιουργία των υψηλών ελλειμμάτων στα ΙΤΣ που προαναφέρθηκαν. Η εγχώρια μακροοικονομική πολιτική των ΗΠΑ θα μπορούσε να περιορίσει τις ανωτέρω επιπτώσεις εάν ήταν περισσότερο περιοριστική όσον αφορά τον ρυθμό αυξήσεως της εγχώριας ζήτησεως, αλλά αυτό θα μπορούσε να

γίνει μόνο με περιορισμό της αναπτύξεως των ΗΠΑ και της παγκόσμιας οικονομίας. Άλλωστε, εάν τα επιτόκια στις ΗΠΑ διαμορφώνονταν σε υψηλότερα επίπεδα, το carry trade με το Γιεν θα είχε μεγαλύτερη απόδοση. Η παγκόσμια ρευστότητα θα συνέχιζε τότε να αυξάνεται και το έλλειμμα των ΗΠΑ θα παρέμενε υψηλό, λόγω της χαλαρής νομισματικής πολιτικής της Ιαπωνίας.<sup>27</sup>

Τέταρτον, στις προσπάθειες διοχετεύσεως της αυξημένης ρευστότητας από τα πιστωτικά ιδρύματα σε παγκόσμιο επίπεδο. Η ρευστότητα αυτή ενισχυόταν μέχρι τα μέσα του 2006 ακόμη περισσότερο με τη ραγδαία ανάπτυξη της αγοράς των τιτλοποιημένων δανείων και γενικότερα των παράγωγων προϊόντων και είχε συμβάλλει μέχρι τον Ιούλιο του 2006 στη δραστική μείωση των περιθωρίων κινδύνων στα επιτόκια χορηγήσεων ακόμη και σε χορηγήσεις σε δανειζόμενους μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ. Έχει επίσης συμβάλλει στη συνεχιζόμενη αύξηση των τιμών των μετοχών, των ακινήτων και άλλων περιουσιακών στοιχείων και στη διαμόρφωσή τους στα μέσα του 2006 σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα.

Με βάση τα ανωτέρω, ο ρυθμός αυξήσεως της ιδιωτικής καταναλώσεως στις ΗΠΑ στην περίοδο 1998-2006 διατηρήθηκε συστηματικά υψηλότερος από τον ρυθμό αυξήσεως του ΑΕΠ, με αποτέλεσμα η αποταμίευση των νοικοκυριών να μειωθεί από το 5,9% του ΑΕΠ το 1990 στο 0,0% του ΑΕΠ το 2007. Επίσης, οι επενδύσεις των νοικοκυριών σε κατοικίες διατηρήθηκαν γύρω στο 4,4% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο στην περίοδο 1990-2001, αλλά αυξήθηκαν στο 5,5% στο 4ο τρίμηνο του 2005 για να μειωθούν και πάλι στο χαμηλό 4,0% στο 3ο τρίμηνο του 2007 (Διάγραμμα 9).

---

<sup>27</sup> Αγγελόπουλος Π. (2005) Τράπεζες και χρηματοπιστωτικό σύστημα: Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9. ΗΠΑ: Ισοζύγιο αποταμιεύσεων - επενδύσεων των νοικοκυριών (% του ΑΕΠ)**



Πηγή: Bureau of Economic Analysis, USA, Bloomberg

Έτσι, ενώ μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1990 ο τομέας των νοικοκυριών κατέγραφε ένα φθίνον χρηματοοικονομικό πλεόνασμα, από τις αρχές του 2000 το πλεόνασμα μετατράπηκε σε αυξανόμενο έλλειμμα που έφθασε το 3,8% του ΑΕΠ στο 2ο τρίμηνο του 2006. Το έλλειμμα αυτό χρηματοδοτήθηκε με αύξηση του δανεισμού και του χρέους των νοικοκυριών στο 98% του ΑΕΠ στο 3ο τρίμηνο του 2007, από 67% του ΑΕΠ στο τέλος του 1999. Η άνοδος του χρέους των νοικοκυριών υποστηρίχθηκε από τη διατήρηση των επιτοκίων σε σχετικά χαμηλά επίπεδα για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα και από την ταχεία αύξηση των τιμών των κατοικιών στις ΗΠΑ, κατά 127% στην περίοδο 1997-2007 που συνέβαλαν στην ταχεία άνοδο της αξίας του πλούτου των νοικοκυριών. Για τον λόγο αυτό, η άνοδος του χρέους των νοικοκυριών θεωρήθηκε ότι καλυπτόταν από την αντίστοιχη αύξηση του πλούτου των νοικοκυριών.

Τα ανωτέρω συνέβαλαν στην ταχεία αύξηση του ελλείμματος του ΙΤΣ των ΗΠΑ στα τελευταία έτη. Όσο δε το ανωτέρω πλαίσιο πολιτικής

στις ΗΠΑ και στις χώρες όπως η Κίνα, η Ιαπωνία, η Γερμανία, η Ελβετία κ.ά., παρέμενε σε ισχύ με τις ανωτέρω παραμέτρους και σχετικές τιμές, οι παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισοροπίες διευρύνονταν. Αντίθετα, η διατάραξη αυτού του συστήματος, με την κρίση που παρουσιάστηκε στην αγορά ακινήτων των ΗΠΑ, οδήγησε στην τρέχουσα μεγάλη χρηματοοικονομική κρίση και έθεσε σε κίνηση εξελίξεις που μπορεί να οδηγήσουν σε περιορισμό των παγκόσμιων μακροοικονομικών ανισοροπιών.

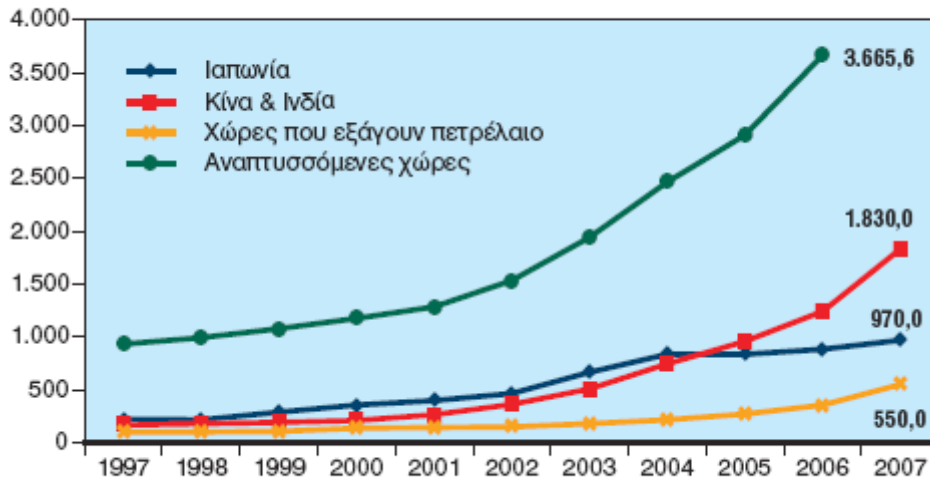
#### **4.3 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΕΞΙΣΟΡΡΟΠΗΣΗ ΤΩΝ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΩΝ.**

Το ανωτέρω σύστημα ήταν εμφανώς ασταθές. Με βάση τις παραμέτρους του, όπως αυτές ίσχυαν μέχρι το 2006, οι ανισοροπίες αυξάνονταν όσο η παγκόσμια οικονομία αναπτυσσόταν με υψηλούς ρυθμούς. Η υψηλή παγκόσμια ανάπτυξη συνδυαζόταν με:

α) Μεγαλύτερα πλεονάσματα στην Κίνα, την Ιαπωνία και άλλες χώρες με υποτιμημένα νομίσματα και μεγαλύτερα ελλείμματα στις ΗΠΑ, στην Ευρωπαϊκή Ένωση εκτός της Γερμανίας και της Ολλανδίας και άλλες ελλειμματικές χώρες (Διάγραμμα 1). Σε ορισμένες αναδυόμενες αγορές, όπως η Βουλγαρία, η Ρουμανία, η Εσθονία, η Λετονία, καθώς και η Ισπανία και η Ελλάδα, το έλλειμμα στα ΙΤΣ έχει λάβει μεγάλες διαστάσεις χρηματοδοτούμενο εύκολα με σημαντικές εισροές κεφαλαίων μέχρι σήμερα.

β) Ταχεία αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της Κίνας, της Ιαπωνίας, της Ινδίας (Διάγραμμα 10) και άλλων πλεονασματικών χωρών, καθώς και του carry trade με βάση τα υποτιμημένα νομίσματα της Ιαπωνίας και της Ελβετίας, με συνέπεια την ταχεία αύξηση της παγκόσμιας ρευστότητας.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ (δισ \$)**



Πηγή: International Financial Statistics, IMF

γ) Ταχεία αύξηση των τιμών του πετρελαίου και άλλων πρώτων υλών, λόγω της δυναμικής αύξησης της ζήτησης για τα προϊόντα αυτά από την Κίνα και τις άλλες αναδυόμενες αγορές), με αποτέλεσμα την ταχεία αύξηση των πλεονασμάτων και των συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών που παράγουν και εξάγουν πετρέλαιο.

Γενικά, η μεγάλη αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της Κίνας (άνω των \$ 1,5 τρις στο τέλος του 2007), της Ινδίας (άνω των \$ 280 δις στο τέλος του 2007) αλλά και των χωρών που εξάγουν πετρέλαιο, δημιουργεί σημαντικά προβλήματα τόσο στις χώρες που διαθέτουν αυτά τα διαθέσιμα όσο και στις χώρες στις οποίες τοποθετούνται και για την παγκόσμια οικονομία. Για τις χώρες με υψηλά διαθέσιμα, εκ των οποίων τα περισσότερα είναι τοποθετημένα έως σήμερα σε χρηματικά περιουσιακά στοιχεία σε Δολάρια, δημιουργούνται μεγάλα προβλήματα διαχειρίσεώς τους. Η πτωτική πορεία του Δολαρίου συνεπάγεται μεγάλη απώλεια αγοραστικής δύναμης για τις πλεονασματικές χώρες, η οποία λαμβάνει μεγαλύτερες διαστάσεις όταν οι χώρες αυτές αποσύρουν τα διαθέσιμα από το Δολάριο και τα τοποθετούν στο Ευρώ ή σε άλλα νομίσματα. β) Επίσης, δημιουργούνται γενικότερα προβλήματα «ανακυκλώσεως» αυτών των διαθεσίμων μέσω ξένων άμεσων

επενδύσεων που πραγματοποιούνται από κρατικούς επενδυτικούς οργανισμούς (Sovereign Wealth Funds ή SWFs) σε ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, λόγω των πολιτικών επιπτώσεων που προκαλεί η διεξόδουση αυτών των οργανισμών σε επιχειρήσεις στρατηγικής σημασίας στις οικονομίες υποδοχής. γ) Τέλος, δημιουργούνται προβλήματα υπερβολικής ανατιμήςσεως του Ευρώ ή άλλων νομισμάτων όταν η ανακατανομή των διαθεσίμων γίνεται υπέρ αυτών.

Ήδη από το 2006 το σύστημα έχει υποστεί «ρωγμές» σε βασικές αγορές: α) Η ταχεία πτώση της δραστηριότητας στην αγορά ακινήτων των ΗΠΑ από τα μέσα του 2006 έχει ήδη λάβει μεγάλες διαστάσεις με πτώση και των τιμών των ακινήτων κατά 4,5% περίπου τον Οκτώβριο 2007, αντί της ταχείας αυξήσεώς τους τα προηγούμενα έτη και με προοπτική συνεχίσεως της πτωτικής πορείας, τόσο των επενδύσεων και των πωλήσεων κατοικιών όσο και των τιμών των κατοικιών, τουλάχιστον μέχρι τα μέσα του 2008. β) Η κρίση στην αγορά ακινήτων οδήγησε σε μεγάλη κρίση την αγορά τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου, που είχε αναπτυχθεί με ταχύ ρυθμό στην περίοδο 2005-2006 στο πλαίσιο της ταχείας αυξήσεως της παγκόσμιας ρευστότητας, για τους λόγους που προαναφέρθηκαν. Η κρίση στην αγορά τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου οδήγησε με τη σειρά της σε διαταραχή της εμπιστοσύνης και σε εμφάνιση μεγάλων προβλημάτων ρευστότητας στο χρηματοοικονομικό σύστημα ως σύνολο, με αποτέλεσμα τη μεγάλη αύξηση των διατραπεζικών επιτοκίων σε όλο τον κόσμο. Οι συνεπαγόμενες διαγραφές επισφαλών απαιτήσεων από τις μεγάλες τράπεζες των ΗΠΑ και της Ευρώπης, που είχαν εκτεθεί στις αγορές που αντιμετωπίζουν προβλήματα, εκτιμώνται σήμερα σε ποσά άνω των \$ 250 δις. Επιπλέον, πολλές τράπεζες αναχρηματοδοτούν τα εξειδικευμένα επενδυτικά τους “οχήματα” (SIVs) για να αποτρέψουν την

ρευστοποίηση του ενεργητικού (που είναι σε CDOs, δηλαδή, σε ομόλογα που έχουν εκδοθεί με κάλυψη τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια) αυτών των “οχημάτων” σε πολύ χαμηλές τιμές, πράγμα που θα προκαλούσε πολύ μεγαλύτερο πρόβλημα στις αγορές. γ) Η συνεπαγόμενη αύξηση του κόστους δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, λόγω της κρίσεως στο χρηματοοικονομικό σύστημα οδηγεί σε σημαντική επιβράδυνση της αναπτύξεως της οικονομίας των ΗΠΑ, με προοπτικές επεκτάσεως της κρίσεως και στον τομέα των επιχειρηματικών επενδύσεων και των καταναλωτικών δαπανών.

Το Ευρώ ωστόσο δεν μπορεί να συνεχίσει να αποτελεί τον μόνο σταθεροποιητικό μηχανισμό στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα. Τα ανωτέρω είχαν ως συνέπεια την εμφάνιση πιέσεων διολισθήσεως του Δολαρίου στις αγορές συναλλάγματος, οι οποίες, όμως, με δεδομένη τη συναλλαγματική πολιτική της Κίνας και της Ιαπωνίας, μπορούσαν να εκδηλωθούν μόνον έναντι του Ευρώ και της Αγγλικής Λίρας. Έτσι, το Ευρώ ανατιμάται έναντι του Δολαρίου, του Γιεν και του Renminbi με αρνητικές επιπτώσεις στην ανταγωνιστικότητα των προϊόντων των χωρών της ΖτΕ (Διαγράμματα 7 και 8). Οι επιπτώσεις της ανατιμήσεως του Ευρώ στο έλλειμμα του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών της ΖτΕ καλύπτονται μέχρι σήμερα από το μεγάλο και αυξανόμενο πλεόνασμα της Γερμανίας που αντιμετωπίζει τις επιπτώσεις στην ανταγωνιστικότητα με κατάλληλη προσαρμογή της πολιτικής αυξήσεως των μισθολογικών αμοιβών και με σοβαρές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, όπως προαναφέρθηκε. Επιπλέον, η Γερμανία επωφελείται περισσότερο από άλλες χώρες από την αυξανόμενη ζήτηση στην Κίνα και σε άλλες ταχέως αναπτυσσόμενες οικονομίες για κεφαλαιουχικά προϊόντα και προϊόντα υψηλής τεχνολογίας αυξάνοντας και τις δικές της εξαγωγές. Όμως, μία ακόμη μεγαλύτερη ανατίμηση του Ευρώ στο μέλλον είναι βέβαιο ότι θα επηρεάσει αρνητικά και τη Γερμανία. Γενικά, είναι κατανοητό ότι η απλή

μεταφορά των ελλειμμάτων του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών των ΗΠΑ, στις χώρες της ΖτΕ δεν αποτελεί λύση στο πρόβλημα των παγκόσμιων μακροοικονομικών ανισορροπιών ούτε μπορεί να γίνει αποδεκτή από τις χώρες της ΖτΕ. Ήδη η νέα γαλλική κυβέρνηση σημειώνει με έμφαση τις σοβαρές επιπτώσεις του ανατιμώμενου Ευρώ και ανάλογη στάση τηρεί και το Eurogroup, αλλά και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Επίσης, η Κίνα και η Ιαπωνία είναι πολύ μεγάλες χώρες για να μπορούν να στηρίζουν την ανάπτυξή τους μόνο στις εξαγωγές και στις επενδύσεις με κύριο στόχο την περαιτέρω αύξηση των εξαγωγών τους στο μέλλον. Η απεξάρτησή τους από την οικονομία των ΗΠΑ και τον Αμερικανό καταναλωτή προϋποθέτει επαναπροσδιορισμό της δικής τους αναπτυξιακής στρατηγικής με στήριξη της αναπτύξεώς τους σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό στην εγχώρια κατανάλωση από ό,τι μέχρι σήμερα, πράγμα που μπορεί να επιτευχθεί, ιδιαίτερα στην Κίνα, με την πλήρη απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού τους συστήματος και την ανάπτυξη της διατραπεζικής αγοράς χρήματος και συναλλάγματος.

Τα μερίδια των χωρών αυτών στο παγκόσμιο εμπόριο είναι ήδη τόσο υψηλά που η συμμετοχή τους σε αυτό επηρεάζει τις βασικές μεταβλητές στις αγορές των προϊόντων στις οποίες συμμετέχουν ως πωλητές ή ως αγοραστές. Ο ανταγωνισμός από την Κίνα και την Ινδία και άλλες αναδύμενες αγορές έχει εκτοπίσει την παραγωγή πολλών προϊόντων (όχι μόνο των κλωστοϋφαντουργικών αλλά και ηλεκτρονικών και προϊόντων υψηλής τεχνολογίας) στις ανεπτυγμένες οικονομίες. Οι μεγάλες χώρες δεν μπορεί να εφαρμόζουν πολιτικές ταχείας επεκτάσεως των διασυνοριακών οικονομικών τους συναλλαγών χωρίς να λαμβάνουν υπ' όψιν τις επιπτώσεις των ενεργειών τους στην παγκόσμια οικονομία και στους εμπορικούς τους εταίρους. Δεν μπορούν, για παράδειγμα, να επιδιώκουν να αναπτυχθούν όλες μαζί με βάση την αύξηση των καθαρών



εξαγωγών τους. Για να έχει κάποια από αυτές τις χώρες αυξανόμενα πλεονάσματα ή μειούμενα ελλείμματα στο ΙΤΣ, κάποιες άλλες από τις μεγάλες χώρες θα έχουν μειούμενα πλεονάσματα ή αυξανόμενα ελλείμματα.

Το πιο εποικοδομητικό για τη διεθνή οικονομία θα ήταν, βέβαια, εάν τα ελλείμματα και πλεονάσματα στα ΙΤΣ αντιπροσώπευαν το αναπόφευκτο αποτέλεσμα των οικονομικών διακυμάνσεων σε κάθε χώρα ή την ανάγκη για πραγματοποίηση ενός υψηλού όγκου επενδύσεων σε μία οικονομία για μία δεδομένη χρονική περίοδο και όχι το αποτέλεσμα στρατηγικών αναπτύξεως με στήριξη της ανταγωνιστικότητας σε υποτιμημένες ισοτιμίες.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**

### **ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ.**

#### **5.1 ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΕΣ.**

Σύμφωνα με τα πλέον πρόσφατα δεδομένα των Εθνικών Λογαριασμών, η ύφεση στην Ελληνική οικονομία διευρύνθηκε σταδιακά στην διάρκεια του 2010. Έτσι η υποχώρηση του ΑΕΠ έναντι του προηγούμενου έτους να έφτασε το 4,5%. Η επιδείνωση της ύφεσης συνδέεται κατά κύριο λόγο με την περαιτέρω υποχώρηση της εγχώριας ζήτησης, με ρυθμούς που εντάθηκαν σημαντικά στη διάρκεια του έτους, οδηγώντας σε αυξημένη αρνητική συμβολή στη μεταβολή του ΑΕΠ. Με βάση τα προσωρινά στοιχεία, η συμβολή της εγχώριας ζήτησης εκτιμάται περίπου στο -6,7.

Αντίθετα, αποφασιστικό ρόλο στη συγκράτηση της έκτασης της ύφεσης διαδραμάτισε η ραγδαία πτώση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου, η οποία μάλιστα εντάθηκε προς το τέλος του 2010, διευρύνοντας έτσι τη θετική συνεισφορά των καθαρών εξαγωγών στη μεταβολή του ΑΕΠ η οποία διαμορφώθηκε στο 2,4.

Η κάμψη της εγχώριας ζήτησης οφείλεται σε μεγάλη έκταση στη μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία προστέθηκε στην αρνητική επίδραση που είχε ήδη επιφέρει η μεγάλη υποχώρηση των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου και η οποία κλιμακώθηκε περαιτέρω το 2010. Σε ότι αφορά τη δημόσια κατανάλωση, η περιστολή της αποδείχθηκε ηπιότερη σε σύγκριση με τις εκτιμήσεις που διατυπώθηκαν στο Πρόγραμμα

Προσαρμογής, με αποτέλεσμα ανάλογη συγκράτηση της ανασταλτικής της επιρροής στη ζήτηση.<sup>28</sup>

Η αρνητική συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης είχε ξεκινήσει από 2009 και εντάθηκε το 2010. Οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου, είχαν διαγράψει έντονα αρνητική τροχιά κατά τη διετία 2008-2009 και παρουσίασαν περεταίρω μεγάλη υποχώρηση στη διάρκεια του 2010 διαδραματίζοντας τον κρισιμότερο ρόλο στην καθίζηση της εσωτερικής ζήτησης και την επιδείνωση της ύφεσης.

Στον εξωτερικό τομέα, η μεγάλη υποχώρηση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών το 2010 ήταν αρχικά απόρροια της συνεχιζόμενης ταχείας κάμψης στις εισαγωγές αγαθών. Όμως, σε αντίθεση με το έτος 2009, το οποίο χαρακτηρίστηκε από μεγάλη κάμψη των εξαγωγών τόσο στα αγαθά όσο και στις υπηρεσίες, το 2010 και ιδιαίτερα στο δεύτερο εξάμηνο, η αύξηση των εξαγωγών αγαθών ήταν σημαντικός παράγοντας της θετικής συμβολής του εξωτερικού ισοζυγίου.

## **5.2 ΟΙ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ.**

Όσον αφορά τις άμεσες προοπτικές, με βάση τις μέχρι τώρα ενδείξεις, αλλά και σύμφωνα με τις οικονομετρικές εκτιμήσεις, η ελληνική οικονομία θα εξακολουθήσει να διανύει περίοδο ύφεσης και το 2012. Η εκτιμώμενη μείωση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 3%, θα προέλθει κατά κύριο λόγο από την εγχώρια ζήτηση (-6,1) ενώ η θετική συμβολή του εξωτερικού τομέα αναμένεται ισχυρότερη (3,1).

---

<sup>28</sup> Νομική βιβλιοθήκη.(2008) Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα – Τιτλοποίηση απαιτήσεων, Αθήνα

Ειδικότερα, από την πλευρά της εγχώριας ζήτησης οι πρόσφατες εξελίξεις δεν παρέχουν θετικές ενδείξεις σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, καθώς η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να εξακολουθήσει την πτωτική της πορεία, ενώ η δημόσια κατανάλωση προβλέπεται να υποχωρήσει περαιτέρω, δεδομένου του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής. Όσον αφορά τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές για τις επενδύσεις, οι άμεσες εξελίξεις προβλέπεται να παραμείνουν αρνητικές.

Πρέπει καταρχήν να τονιστεί ότι το σύνολο της εγχώριας δαπάνης δηλαδή αυτό που προσδιορίζεται τόσο από τις επενδυτικές όσο και τις καταναλωτικές αποφάσεις, αναμένεται να επηρεασθεί σημαντικά από την ευχέρεια χρηματοδότησης μέσω δανεισμού. Καθώς οι όροι και τα κριτήρια χρηματοδότησης από τις τράπεζες παραμένουν αυστηρά, ο περιορισμός του δανεισμού και των αντίστοιχων δαπανών είναι αναπόφευκτος.

Η υποχώρηση της ιδιωτικής κατανάλωσης συνδέεται με ένα πλέγμα παραγόντων οι οποίοι επέδρασαν αρνητικά στο διαθέσιμο εισόδημα, τον πλούτο και την καταναλωτική συμπεριφορά των νοικοκυριών και οι οποίοι συνεχίζουν να λειτουργούν. Στις περικοπές των αμοιβών και συντάξεων, και τις διαδοχικές αυξήσεις των έμμεσων φόρων προστίθεται η άνοδος της ανεργίας ως παράγοντας μείωσης των εισοδημάτων για μερίδα των νοικοκυριών. Παράλληλα, η επιμονή της κρίσης και επακόλουθη αυξημένη αβεβαιότητα σε σχέση με τα μελλοντικά εισοδήματα και την απασχόληση λειτουργούν ανασταλτικά για τις καταναλωτικές αποφάσεις ακόμα και νοικοκυριών των οποίων τα εισοδήματα δεν έχουν θιγεί ιδιαίτερα από τα δημοσιονομικά μέτρα και την ύφεση. Επιπρόσθετο στοιχείο κινδύνου για την εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης αποτελεί η ενδεχόμενη μείωση του πλούτου των

νοικοκυριών κυρίως στο βαθμό που συνδέεται με τη συνεχιζόμενη πτώση των τιμών των κατοικιών.<sup>29</sup>

Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές για τις επενδύσεις, προβλέπεται να παραμείνουν αρνητικές, καθώς κρίσιμοι παράγοντες όπως οι προσδοκίες, η ρευστότητα και οι δυνατότητες χρηματοδότησης θα συνεχίσουν να δρουν ανασταλτικά. Εντούτοις, διάφοροι παράγοντες συντείνουν στην άποψη ότι η ανάκαμψη θα ξεκινήσει από τις επενδύσεις. Ειδικότερα, αναμένεται σταδιακά να δημιουργηθούν κίνητρα για νέες επενδύσεις εξ αιτίας αφενός της ενίσχυσης του θεσμικού πλαισίου προώθησης των επενδύσεων με τον νέο αναπτυξιακό νόμο, αλλά και τις διαδικασίες fast track που δρομολογούνται και αφετέρου ως αποτέλεσμα της συμπίεσης του κόστους εργασίας σε ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων της οικονομίας αλλά και τη αναζήτηση από τις επιχειρήσεις διεξόδων σε άλλες δραστηριότητες και αγορές .

Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα οι διαρθρωτικές αλλαγές αναμένεται να έχουν θετικές επιδράσεις στις επενδυτικές αποφάσεις. Ιδιαίτερα, οι θεσμικές και δομικές μεταβολές, που ενθαρρύνουν την επιχειρηματικότητα και την ανταγωνιστικότητα καθώς και η ενίσχυση της ευελιξίας στην αγορά εργασίας.

Όσον αφορά τις βραχυχρόνιες προοπτικές του εξωτερικού τομέα, η συνεισφορά του στο ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ αναμένεται να παραμείνει θετική και να ενισχυθεί. Αξίζει να επισημανθεί η ανάκαμψη των εισπράξεων από μεταφορικές υπηρεσίες έχει ήδη συμβάλει σταθεροποιητικά στη πορεία του ισοζυγίου υπηρεσιών. Όσον αφορά τις τουριστικές εισπράξεις, οι τάσεις υποχώρησης έχουν ήδη παρουσιάσει εξασθένιση και πιθανότατα θα εξαλειφθούν σταδιακά, συνεκτιμώντας

---

<sup>29</sup> Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική.

την πρόσφατη μείωση του συντελεστή ΦΠΑ στα ξενοδοχεία, την ανάκαμψη σε αρκετές χώρες προέλευσης τουριστών και την παρούσα συγκυρία στη Μεσόγειο.

Η σημασία του εμπορικού ισοζυγίου είναι ιδιαίτερα κρίσιμη. Όμως, το μέγεθός της συμβολής του θα εξαρτηθεί σε σημαντικό βαθμό από τις εξελίξεις στην ανταγωνιστικότητα και την έκταση των τυχόν αρνητικών επιδράσεων στις εξαγωγές από την ενδεχόμενη άμβλυνση του ρυθμού ανάκαμψης της διεθνούς οικονομίας το 2012. Οι πρώτες εκτιμήσεις για την εξέλιξη της διεθνούς ανταγωνιστικότητας είναι ενθαρρυντικές.

Συνοπτικά οι εκτιμήσεις για τις άμεσες προοπτικές της οικονομίας που παρουσιάζονται στα επίσημα κείμενα είναι ρεαλιστικές. Όμως οι κίνδυνοι είναι προς την αρνητική κατεύθυνση. Οι κίνδυνοι αυτοί σχετίζονται με τις πληθωριστικές πιέσεις από το εξωτερικό σε συνάρτηση και με τις διεθνείς τιμές της ενέργειας, το ενδεχόμενο αύξησης των επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και την πιθανή εξασθένηση της ανάκαμψης των βιομηχανικά αναπτυγμένων χωρών.<sup>30</sup>

### **5.3 ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ**

Οι δυνατότητες παραγωγής μιας χώρας αντικατοπτρίζονται στο λεγόμενο δυνητικό προϊόν, δηλαδή, στη παραγωγική ικανότητα που είναι εφικτή με πλήρη χρησιμοποίηση του συνόλου των παραγωγικών συντελεστών (απόθεμα κεφαλαίου και εργατικού δυναμικού) χωρίς να προκαλείται ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων. Το δυνητικό προϊόν

---

<sup>30</sup> Ειρήνη Βλαχάκη, Σάραντης Καλυβίτης ( 2011 ) Διεθνής Νομισματική και Μακροοικονομική Ανοικτής Οικονομίας, Εκδόσεις Gutenberg

είναι ένας σημαντικός δείκτης για τη νομισματική και φορολογική πολιτική και ιδιαίτερα για το μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό σχεδιασμό. Είναι επίσης σημαντικός δείκτης για τον διαχωρισμό των διαρθρωτικών προβλημάτων από τον επιχειρηματικό κύκλο.

Ωστόσο, σε μια δυναμική θεώρηση οι δυνατότητες παραγωγής, απασχόλησης, και οι πληθωριστικές τάσεις είναι αμοιβαία αλληλοεξαρτώμενες. Η αλληλεξάρτηση αυτή, επηρεάζεται, επιπλέον από το μεταβαλλόμενο θεσμικό περιβάλλον, τις νομισματικές και δημοσιονομικές αποφάσεις και τις διαταραχές της προσφοράς και ζήτησης. Κατά συνέπεια, το δυναμικό παραγωγής μιας οικονομίας είναι μια μεταβλητή και δεν μπορεί να εξηγηθεί πλήρως ούτε να προβλεφθεί με ακρίβεια με βάση τα τρέχοντα στοιχεία.

Αναμφισβήτητα υπάρχουν θεωρητικές δυσκολίες στον επακριβή ορισμό του δυνητικού προϊόντος. Αυτές οι δυσκολίες οφείλονται σε αποκλίνουσες απόψεις σχετικά με τη επιμονή του παραγωγικού κενού και την πιθανή ενδογένεια της δυνητικής παραγωγής, οι οποίες προκύπτουν από διάφορες υποθέσεις σχετικά με την εγγενή σταθερότητα της οικονομίας.

Από μια Κεϋνσιανή οπτική, η αποτελεσματικότητα των ενδογενών μηχανισμών που επαναφέρουν οικονομία σε ισορροπία είναι, στη καλύτερη περίπτωση, αβέβαια. Μακράς διάρκειας αρνητικό παραγωγικό κενό είναι πιθανό, με συνέπεια τον κίνδυνο της υστέρησης που οδηγεί το δυνητικό προϊόν να προσαρμοστεί στο ΑΕΠ και όχι αντιστρόφως.

Αντίθετα, οι υπέρμαχοι της νεοκλασικής θεωρίας έχουν την άποψη ότι η ορθολογική συμπεριφορά των οικονομικών παραγόντων ταχέως διορθώνει τις ανισορροπίες και οι δυνατότητες παραγωγής δεν επηρεάζονται από τον οικονομικό κύκλο. Οι Νέο-Κευνσιανοί καταλαμβάνουν κάποια ενδιάμεση θέση.

Η παροχή συμβουλών οικονομικής πολιτικής διαφέρει ανάλογα με τις αποκλίνουσες απόψεις. Ενώ οι κευνσιανοί τείνουν να ευνοούν τις ενεργές μακροοικονομικές πολιτικές σταθεροποίησης και θεωρούν τη μακροοικονομική πολιτική ως απαραίτητο συμπλήρωμα της διαρθρωτικής μεταρρύθμισης, οι οπαδοί των νεοκλασικών απόψεων θεωρούν τη μακροοικονομική πολιτική ως περισσότερο ή λιγότερο περιττή, υποστηρίζουν έντονα τους κανόνες πολιτικής και θεωρούν τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις ως το κλειδί για μεγαλύτερη οικονομική ανάπτυξη.

Στην πράξη όλες οι απόψεις έχουν κάποια συνάφεια με την πραγματικότητα, όμως, η Κευνσιανή εκδοχή δεν μπορεί να περιγράψει επαρκώς μια οικονομία στην οποία συντελούνται ουσιαστικές διαρθρωτικές αλλαγές.

Εξετάζοντας την αρνητική επίδραση της κρίσης στη δυνητική παραγωγή, ως αποτέλεσμα υστερήσεων στην αγορά εργασίας και προσαρμογών του κεφαλαίου μπορούμε να παρατηρήσουμε τα ακόλουθα.

Η υστέρηση στην αγορά εργασίας προκαλείται από μια γρήγορη απαξίωση του ανθρώπινου κεφαλαίου με επίμονη ανεργία. Η υστέρηση έχει διαφορετικές αιτίες αλλά το βασικό στοιχείο φαίνεται να είναι ότι ο αριθμός των μακροχρόνια ανέργων. Όταν αυξάνεται συστηματικά τότε οι επιδράσεις στην αγορά εργασίας είναι σημαντικές και υποδηλώνουν αύξηση της διαρθρωτικής ανεργίας. Επιπλέον, εάν η αγορά εργασίας χαρακτηρίζεται από άλλες δυσλειτουργίες όπως προβλήματα του τύπου insider outsider, σε μια περίοδο οικονομικής αδυναμίας μπορεί να υπάρξει μια μετατόπιση της διαρθρωτικής ανεργίας σε μόνιμα υψηλότερο επίπεδο και περιορισμό του δυνητικού προϊόντος.

Επίσης, η σαφής σχέση μεταξύ επενδυτικών δραστηριοτήτων, (και συνεπώς επέκταση της παραγωγικής ικανότητας) και των



επιχειρηματικών κύκλων είναι ένα δεύτερος διάυλος επίδρασης της κρίσης στο δυνητικό προϊόν. Η παρατεταμένη μείωση των επενδύσεων οδηγεί σε μείωση του κεφαλαίου της οικονομίας. Όμως, η μείωση των επενδύσεων εξοπλισμού, του κατεξοχήν παραγωγικού κεφαλαίου, δεν είναι τόσο παρατεταμένη. Λαμβάνοντας, δε, υπόψη ότι υπήρξε σοβαρή συσσώρευση για μεγάλο διάστημα και ιδίως συνεκτιμώντας ότι οι επενδύσεις σε εξοπλισμό είναι οι πρώτες που αναμένεται να ανακάμψουν, σύμφωνα και με το πρόγραμμα, δεν θα πρέπει να αναμένει κανείς μεγάλη αρνητική επίδραση από αυτή την πλευρά.

Εκτός από τα ανωτέρω η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών είναι η πλέον σημαντική μεταβλητή που πρέπει να υπολογίζεται για τον καθορισμό των δυνατοτήτων παραγωγής. Αν θεωρήσει κανείς ότι η συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών προσδιορίζεται εν μέρει από άλλες οικονομικές μεταβλητές, όπως για παράδειγμα το ποσοστό επενδύσεων, τότε η αναμενόμενη αύξηση του λόγου των επενδύσεων αυξάνει τη συνολική παραγωγικότητα των συντελεστών.

Όμως, ο σημαντικότερος παράγοντας αύξησης της δυνητικής παραγωγής είναι οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Οι τελευταίες μπορούν αναμφίβολα να αυξήσουν τόσο τη δυνητική παραγωγή όσο και, ενδεχομένως, το ρυθμό ανόδου της. Ιδιαίτερα η άρση των ανελαστικοτήτων στην αγορά εργασίας μπορεί να μειώσει σημαντικά τη διαρθρωτική ανεργία. Παράλληλα οι διαρθρωτικές μεταβολές στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών μπορούν να αυξήσουν σημαντικά την παραγωγικότητα.<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup> Αγγελόπουλος Π. (2005) Τράπεζες και χρηματοπιστωτικό σύστημα: Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα

Επομένως, υπό ορισμένες συνθήκες, η Ελλάδα μπορεί να επιτύχει υψηλότερη ανάπτυξη από τις υφιστάμενες εκτιμήσεις. Οι εκτιμήσεις της δυνητικής ανάπτυξης, όπως και οι προβλέψεις, δεν μπορούν να δώσουν μια περιεκτική απάντηση στις αναπτυξιακές δυνατότητες που θα προκύψουν, υπό καθεστώς διαδοχικών ευρέων μεταρρυθμίσεων των αγορών εργασίας, του φορολογικού συστήματος, του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης και του εκπαιδευτικού συστήματος.

Από την άποψη αυτή θα ήταν μια παρανόηση να συμπεράνει κανείς από τις εκτιμήσεις κυκλοφορούν σήμερα ότι η Ελλάδα είναι "καταδικασμένη" αναπόφευκτα σε μια ανοδική πορεία του ΑΕΠ περίπου 2%.

Θα ήταν ενδεχομένως χρήσιμο να προσδιορισθεί η ιδέα του «δυνητικού» δυνητικού ρυθμού ανάπτυξης, που δείχνει τις εναλλακτικές εφικτές διαδρομές με διαφορετικές υποθέσεις για θεσμικά όργανα και την συμπεριφορά και λειτουργία των σημαντικών φορέων (φορολογική πολιτική και πολιτική μισθών, διαρθρωτική πολιτική).

#### **5.4 ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΟΥ ΣΥΝΤΟΝΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ.**

Οι κανόνες και οι αρχές του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης είναι κατάλληλοι και έγκυροι. Αλλά, παρά το Σύμφωνο, τα κράτη μέλη δεν κατόρθωσαν να δημιουργήσουν επαρκή προστατευτικά στοιχεία όταν οι συνθήκες ήταν ευνοϊκές. Η ενίσχυση της προληπτικής διάστασης της δημοσιονομικής εποπτείας πρέπει να είναι αναπόσπαστο μέρος της στενότερης συνεργασίας της δημοσιονομικής πολιτικής. Επίσης, πρέπει να βελτιωθεί η συμμόρφωση με τους κανόνες και πρέπει να δοθεί περισσότερη σημασία στη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών.

Η κατάρτιση και η αξιολόγηση των προγραμμάτων σταθερότητας και σύγκλισης αποτελεί τον πυρήνα των εργασιών πρόληψης στο πλαίσιο του Συμφώνου. Ο αντίκτυπος και η αποτελεσματικότητά τους πρέπει να ενισχυθούν αποφασιστικά με την αύξηση της διάστασης για «εκ των προτέρων συντονισμό» της διαδικασίας, και με την αύξηση της ισχύος τους.

Εθνικά δημοσιονομικά πλαίσια που θα αντικατοπτρίζουν καλύτερα τις προτεραιότητες της δημοσιονομικής εποπτείας της ΕΕ. Τα κράτη μέλη πρέπει να ενθαρρυνθούν ώστε να ενσωματώσουν στην εθνική νομοθεσία τους το στόχο των υγιών δημόσιων οικονομικών που ορίζει η Συνθήκη. Ένα εθνικό δημοσιονομικό πλαίσιο είναι το σύνολο των στοιχείων που απαρτίζουν τη βάση της εθνικής δημοσιονομικής διακυβέρνησης, δηλ. το ειδικό για κάθε χώρα θεσμικό πλαίσιο πολιτικής που διαμορφώνει τη χάραξη δημοσιονομικής πολιτικής σε εθνικό επίπεδο. Για να δοθεί συγκεκριμένο νόημα στη συμπληρωματικότητα μεταξύ του δημοσιονομικού πλαισίου της ΕΕ και των εθνικών δημοσιονομικών πλαισίων, η υποχρέωση που ορίζεται στο πρωτόκολλο αριθ. 12 ΣΛΕΕ να εφαρμόζουν τα κράτη μέλη δημοσιονομικές διαδικασίες που εξασφαλίζουν συμμόρφωση με τις υποχρεώσεις για δημοσιονομική πειθαρχία που υπέχουν βάσει της Συνθήκης, θα μπορούσε να εξειδικεύεται με νομοθετικές πράξεις που να επιβάλλουν νομικές δεσμεύσεις. Τέτοιου είδους πράξεις θα μπορούσαν, για παράδειγμα, να επιβάλλουν στα εθνικά πλαίσια να αντικατοπτρίζονται πολυετείς διαδικασίες στην κατάρτιση του προϋπολογισμού, ώστε να εξασφαλίζεται η επίτευξη των μεσοπρόθεσμων δημοσιονομικών στόχων.

Η διαδικασία αντιμετώπισης του υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο του διορθωτικού μέρους του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Ωστόσο, η διορθωτική διάσταση που είναι ενσωματωμένη στη ΔΥΕ ενεργοποιείται πολύ αργά για να προσφέρει τα

σωστά κίνητρα στα κράτη μέλη ώστε να αντιμετωπίσουν τις εμφανιζόμενες δημοσιονομικές ανισορροπίες. Η λειτουργία της ΔΥΕ θα μπορούσε να βελτιωθεί με την επιτάχυνση των διαδικασιών, ειδικότερα όσον αφορά τα κράτη μέλη που παραβιάζουν επανειλημμένα το Σύμφωνο. Αυτό προϋποθέτει αλλαγή του παραγώγου δικαίου.

Πρέπει να δοθεί μεγαλύτερη σημασία στο δημόσιο χρέος και τη βιωσιμότητα. Τα πρόσφατα γεγονότα κατέδειξαν όχι μόνο την ευπάθεια των κρατών μελών που εξυπηρετούν βαρύτατο δημόσιο χρέος, αλλά και τον δυνητικά αρνητικό διασυνοριακό αντίκτυπο. Το υψηλό επίπεδο χρέωσης επιβαρύνει τις μεσο - και μακροπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης και στερεί τις κυβερνήσεις από τη δυνατότητα να εφαρμόζουν αξιόπιστες αντικυκλικές πολιτικές όταν αυτές είναι πιο απαραίτητες. Αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία αν ληφθούν υπόψη οι εντεινόμενες απειλές για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών, συμπεριλαμβανομένων και όσων προέρχονται από τις πρόσφατες δέσμες μέτρων διάσωσης τραπεζών καθώς επίσης και από τη γήρανση του πληθυσμού.

Το κριτήριο του χρέους πρέπει να εφαρμόζεται αποτελεσματικά στη διαδικασία αντιμετώπισης του υπερβολικού ελλείμματος. Η ΔΥΕ πρέπει να λαμβάνει καλύτερα υπόψη την αλληλεπίδραση μεταξύ του χρέους και του ελλείμματος για να βελτιώνονται τα κίνητρα για την εφαρμογή συνετών πολιτικών. Τα κράτη μέλη με λόγο χρέους μεγαλύτερο από το 60% του ΑΕΠ πρέπει να υπαχθούν στη ΔΥΕ εάν η πτώση του χρέους σε μια δεδομένη προηγούμενη περίοδο δεν φθάσει ένα συγκεκριμένο ορόσημο. Συγκεκριμένα, η Επιτροπή και το Συμβούλιο θα πρέπει να αξιολογήσουν εάν το δημοσιονομικό έλλειμμα συνάδει με τη συνεχή και ουσιαστική μείωση του δημόσιου χρέους. Οι δημοσιονομικοί κίνδυνοι που προέρχονται από τις άμεσες και τις τεκμαρτές υποχρεώσεις πρέπει να λαμβάνονται υπόψη ως σχετικός παράγοντας. Αντίστοιχα, η κατάργηση της ΔΥΕ για τα κράτη μέλη με χρέος που υπερβαίνει το όριο

του 60% του ΑΕΠ πρέπει να εξαρτάται από την αξιολόγηση των προβλεπόμενων εξελίξεων και κινδύνων όσον αφορά το χρέος. Η προσέγγιση αυτή είναι πλήρως σύμφωνη με το άρθρο 126 της ΣΛΕΕ και θα απαιτήσει μερικές αλλαγές του παραγώγου δικαίου.<sup>32</sup>

Για να εξασφαλιστεί η βελτίωση της συμμόρφωσης με τους κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, πρέπει να δοθεί περισσότερη προσοχή στη χρήση του προϋπολογισμού της ΕΕ. Σήμερα, η αναστολή του ταμείου συνοχής, για το οποίο μόνο ένας περιορισμένος αριθμός κρατών μελών είναι επιλέξιμος, εξετάζεται μόνο σε προχωρημένο στάδιο της ΔΥΕ.

Πρέπει να εξεταστεί η ευρύτερη και πιο έγκαιρη χρήση των δαπανών του προϋπολογισμού της ΕΕ ως κίνητρο για τη συμμόρφωση όταν προετοιμάζονται οι αποφάσεις σχετικά με το επόμενο Δημοσιονομικό Πλαίσιο. Ο στόχος πρέπει να είναι η θέσπιση δίκαιων, έγκαιρων και αποτελεσματικών κινήτρων για τη συμμόρφωση με τους κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Μπορεί να ενισχυθεί η τήρηση ορισμένων προϋποθέσεων και μπορεί να ζητηθεί από τα κράτη μέλη να επαναπροσανατολίζουν τη χρηματοδότηση για να βελτιώσουν την ποιότητα των δημόσιων οικονομικών, μόλις διαπιστώνεται η ύπαρξη υπερβολικού ελλείμματος.

Η πολιτική συνοχής πρέπει να διαδραματίζει σαφέστερο ρόλο στην υποστήριξη των ενεργειών των κρατών μελών για την αντιμετώπιση των διαρθρωτικών αδυναμιών και των προκλήσεων ανταγωνιστικότητας.

---

<sup>32</sup> Μαλινδρέτος Π. (2001) Επενδυτική επανάσταση, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα

## **5.5 ΔΙΟΡΘΩΣΗ ΤΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΝΙΣΟΡΡΟΠΙΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΩΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ.**

Η αντιμετώπιση των εξωτερικών ανισορροπιών είναι ιδιαίτερα σημαντική για τη ζώνη του ευρώ και θα απαιτήσει διεξοδικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για την επιτάχυνση και βελτίωση της προσαρμογής. Η διόρθωση των ανισορροπιών είναι καίριας σημασίας για την ΕΕ και πολύ περισσότερο για τη ζώνη του ευρώ ως νομισματικής ένωσης. Οι ανισορροπίες σε ορισμένα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ είναι δυνατόν επίσης να υπονομεύσουν την αξιοπιστία του ενιαίου νομίσματος. Θα απαιτηθούν μέτρα οικονομικής πολιτικής σε πολλούς διαφορετικούς τομείς, συμπεριλαμβανομένων των αγορών εργασίας, προϊόντων και υπηρεσιών. Η αντίδραση από πλευράς πολιτικής θα πρέπει να διαφέρει σημαντικά μεταξύ των κρατών μελών και θα πρέπει να μελετηθεί προσεκτικά ώστε να αντιμετωπίζει τις συγκεκριμένες παθογένειες και τις ανάγκες εκάστης χώρας, λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη τις δυνητικές συνέπειες κατά μήκος της ΕΕ. Γενικά, οι διαρθρωτικές πολιτικές πρέπει να επιδιώκουν να καταστήσουν τις οικονομίες περισσότερο ευέλικτες για να ανταποκριθούν στις ανάγκες προσαρμογής στην ΕΕ.

Για τα κράτη μέλη που εμφανίζουν υψηλά ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, χαμηλή παραγωγικότητα και χαμηλή ικανότητα προσαρμογής θα χρειαστούν μεγάλες προσαρμογές τιμών και κόστους προκειμένου να αποκατασταθεί η εγχώρια και η εξωτερική ανταγωνιστικότητα. Ένα σημαντικό μέτρο για την αξιολόγηση της διατηρησιμότητας των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι η συνολική αξία των καθαρών ξένων περιουσιακών

στοιχείων, με την οποία μετράται το επίπεδο του εξωτερικού χρέους. Παρά τη μείωση του επιπέδου των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μετά την κρίση, τα κράτη μέλη με μεγάλα ελλείμματα εξακολούθησαν να αντιμετωπίζουν αυξανόμενα επίπεδα χρέους σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο. Μολονότι οι μηχανισμοί της αγοράς θα μπορούσαν να επιληφθούν της προσαρμογής αυτής με ισχυρή συρρίκνωση της εγχώριας ζήτησης και μεγάλη αύξηση της ανεργίας, είναι δυνατόν να επιτευχθεί λιγότερο επαχθής προσαρμογή με την εφαρμογή κατάλληλων μισθολογικών πολιτικών. Οι πολιτικές αυτές θα περιλαμβάνουν αλλαγές στους κανόνες τιμαριθμικής προσαρμογής, κατάλληλα μηνύματα από τις μισθολογικές ρυθμίσεις στον δημόσιο τομέα και περισσότερο αποτελεσματικούς μηχανισμούς καθορισμού του επιπέδου των αμοιβών.<sup>33</sup>

Θα απαιτηθούν επίσης μεταρρυθμίσεις στην αγορά προϊόντων για την αντιμετώπιση των ονομαστικών αγκυλώσεων και τη μείωση των τιμών των τελικών αγαθών με την μείωση της ενσωματωμένης προσόδου (δηλαδή χαμηλότερο ποσοστό επαύξησης του κόστους για τον καθορισμό της τιμής πώλησης). Η πλήρης εφαρμογή της οδηγίας για τις υπηρεσίες, η οποία θα ενισχύσει τον ανταγωνισμό στις ρυθμιζόμενες υπηρεσίες, αποτελεί ένα ιδιαίτερα σημαντικό βήμα πολιτικής. Εν προκειμένω, οι πολιτικές για την ενίσχυση της μη τιμολογιακής ανταγωνιστικότητας παίζουν επίσης ουσιαστικό ρόλο.

Τα μέτρα για την αντιμετώπιση των ονομαστικών αγκυλώσεων πρέπει να συμπληρωθούν με διαρθρωτικά μέτρα που θα στηρίζουν την διεπιχειρησιακή και διακλαδική ανακατανομή του εργατικού δυναμικού. Η μετάβαση της οικονομίας σε πιο διατηρήσιμη τροχιά θα απαιτήσει την

---

<sup>33</sup> Ειρήνη Βλαχάκη, Σάραντς Καλυβίτης ( 2011 ) Διεθνής Νομισματική και Μακροοικονομική Ανοικτής Οικονομίας, Εκδόσεις Gutenberg

εξάλειψη όλων των υπερβολών που σημειώθηκαν κατά το παρελθόν και συνεπώς όχι μόνο βελτίωση της τιμολογιακής ανταγωνιστικότητας του εξαγωγικού κλάδου και μείωση της σχετικής τιμής των μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών. Η επανεξισορρόπηση των τιμών θα συνδεθεί με την αλλαγή κατεύθυνσης των πόρων των συντελεστών κεφαλαίου και εργασίας από τον τομέα των μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών στον τομέα των εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών, που είναι άμεσα εκτεθειμένος στον εξωτερικό ανταγωνισμό. Στο σκέλος της εργασίας, η ανακατανομή αυτή θα περιλαμβάνει προσαρμογή της νομοθεσίας για την προστασία της απασχόλησης και καλύτερα οικονομικά κίνητρα για την μετάβαση από την ανεργία στην απασχόληση. Η εν λόγω ανακατανομή θα στηριχθεί με σχετική προσαρμογή των αμοιβών μεταξύ των κλάδων των εμπορεύσιμων και μη εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών.

Οι ενεργητικές πολιτικές στην αγορά εργασίας θα έχουν υποστηρικτικό ρόλο, ήτοι την ενίσχυση των γραφείων ευρέσεως εργασίας, την παροχή κατάρτισης και την καλύτερη στόχευση των ενεργητικών πολιτικών για την αγορά εργασίας προς τις πλέον ευάλωτες ομάδες. Η βελτίωση του επιχειρησιακού περιβάλλοντος, που συνεπάγεται αυξημένο ανταγωνισμό στις ρυθμιζόμενες υπηρεσίες και περαιτέρω μείωση των διοικητικών επιβαρύνσεων, μπορεί να στηρίξει την κινητικότητα του κεφαλαίου προς την κατεύθυνση των παραγωγικότερων κλάδων.

Στα κράτη μέλη με μεγάλα πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών πρέπει να εντοπιστούν οι λόγοι της επιμόνως χαμηλής ζήτησης. Τα πρόσφατα στοιχεία είναι ενθαρρυντικά και δείχνουν ότι συντελείται μια προσαρμογή, με την εγχώρια ζήτηση να κερδίζει όλο και περισσότερο έδαφος και να τερματίζονται οι προηγούμενες διεργασίες προσαρμογής των (εταιρικών) ισολογισμών. Ωστόσο, οσάκις η εγχώρια ζήτηση εξακολουθεί να παραμένει κάπως υποτονική λόγω αδυναμιών



στην εφαρμοζόμενη πολιτική ή στη λειτουργία της αγοράς, πρέπει να τίθενται σε εφαρμογή κατάλληλες πολιτικές. Οι σχετικές πολιτικές μπορεί να περιλαμβάνουν περαιτέρω απελευθέρωση του κλάδου των υπηρεσιών και βελτίωση των συνθηκών για την πραγματοποίηση επενδύσεων.

Χρειάζεται να τεθούν σε εφαρμογή πολιτικές που εμποδίζουν την επανεμφάνιση ανισορροπιών στο μέλλον. Οι συνθήκες που οδήγησαν σε υπερβολική αύξηση των πιστώσεων και στην «φούσκα» στις τιμές των ακινήτων πρέπει να επανεξεταστούν. Καθοριστική πρόκληση για τους φορείς χάραξης πολιτικής θα είναι συνεπώς η μελέτη και εφαρμογή διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που περιορίζουν τις υπερβολές στην πιστωτική επέκταση και στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, αλλά και η εκπόνηση μέσων για την συγκράτηση της ζήτησης, εφόσον κριθεί αναγκαίο. Τα ρυθμιστικά μέτρα για την μείωση της φιλοκυκλικότητας της προσφοράς πιστώσεων φαίνονται ιδιαίτερα συναφή στο συγκεκριμένο πλαίσιο και χρειάζονται περαιτέρω προσπάθειες. Χωρίς να θίγεται η λειτουργία της εσωτερικής αγοράς, αυτό μπορεί να σημαίνει την εξασφάλιση ότι οι κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις τράπεζες αντικατοπτρίζουν καταλλήλως τις περιφερειακές διαφορές στην υπερτίμηση των περιουσιακών στοιχείων.

Χρειάζεται να επανεξεταστούν τα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της αγοράς κατοικίας που αυξάνουν την πιθανότητα να εμφανιστούν εκ νέου πλασματικές τιμές (φούσκες) στη συγκεκριμένη αγορά, συμπεριλαμβανομένων των φορολογικών κινήτρων για τα ενυπόθηκα δάνεια. Επιπλέον, η μεγαλύτερη ευελιξία θα βελτιώσει την ικανότητα προσαρμογής των οικονομιών μέσω των αγορών προϊόντων, θα τις

καταστήσει ανθεκτικότερες και θα διευκολύνει τις αναγκαίες προσαρμογές σε περίπτωση σοβαρών κραδασμών.<sup>34</sup>

---

<sup>34</sup> Μαλινδρέτου Β. (2002) Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα

## **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.**

Η δομή του παγκόσμιου καπιταλιστικού συστήματος βρίσκεται σε διαδικασία μετασχηματισμού, αποτέλεσμα, ανάμεσα σε άλλους παράγοντες, της χρηματοοικονομικής παγκοσμιοποίησης. Το άνοιγμα των αγορών χρήματος και κεφαλαίου απέκτησε ιδιαίτερη ένταση τις δύο τελευταίες δεκαετίες, μεταβάλλοντας τη λειτουργία τους, αλλά και τον ρόλο τους στο οικονομικό σύστημα και ειδικότερα στη διαδικασία λήψης αποφάσεων πολιτικής και επενδύσεων.

Η συμπεριφορά του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος αποκαλύπτει τη δομική του δυσλειτουργία, δημιουργώντας εντονότερες ανισορροπίες & διευρύνοντας συνεχώς την ψαλίδα μεταξύ των κρατών. Γίνεται λοιπόν επιτακτική η ανάγκη επανασχεδιασμού της αρχιτεκτονικής του διεθνούς νομισματικού και πιστωτικού συστήματος, με κριτήριο την οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη.

Η δομική δυσλειτουργία του συστήματος κάνει επιτακτική την ανάγκη επανασχεδιασμού της οικονομικής αρχιτεκτονικής. Το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα έχει ανάγκη έναν πολιτικό σχεδιασμό οποίος θα συρρικνώσει το συνολικό χρέος, θα καταπραΰνει τις αγορές, και θα σταθεροποιήσει την κατάσταση.

Το 2010 το ενιαίο νόμισμα πιάστηκε έντονα από τις αγορές, ωθώντας τις πολιτικές ηγεσίες στις χώρες της Ευρωζώνης να τρέχουν πίσω από τα γεγονότα, χωρίς να μπορούν να συμφωνήσουν γρήγορα στο εύρος της απαιτούμενης διακυβερνητικής συνεργασίας. Οι ΗΠΑ, επίσης, τυπώνουν διαρκώς νέο χρήμα προκειμένου να καλύψουν τα ελλείμματα τους, καθώς, είναι όλο και δυσκολότερο να βρουν χρηματοδότες.

Μπορεί οι προβλέψεις όσον αφορά τη γενικότερη ανάπτυξη να είναι συγκρατημένα θετικές, όμως το οικονομικό τοπίο είναι αρκετά ασαφές για να αποκλείει κανείς υποτροπιασμό της κρίσης. Συνεπώς,

πρέπει να αναζητηθεί ένα συνολικό σχέδιο που θα στοχεύει στην επίλυση του πραγματικού προβλήματος, που δεν είναι άλλο, από την αναδιανομή των πλεονασμάτων.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **Ελληνική**

Αγγελόπουλος Π. (2005) Τράπεζες και χρηματοπιστωτικό σύστημα: Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα

Νομική βιβλιοθήκη.(2008) Ενιαία εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα – Τιτλοποίηση απαιτήσεων, Αθήνα

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. (2008) Ετήσια Έκθεση 2007

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. (2007) Ετήσια Έκθεση 2006

Τράπεζα της Ελλάδος. (2007) Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση έκθεση 2007

Τράπεζα της Ελλάδος. (2007) Νομισματική Πολιτική 2006 – 2007

Τράπεζα της Ελλάδος. (2008) Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση 2008

Μαλινδρέτος Π. (2001) Επενδυτική επανάσταση, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα

Μαλινδρέτου Β. (2002) Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα

Ειρήνη Βλαχάκη, Σάραντς Καλυβίτης ( 2011 ) Διεθνής Νομισματική και Μακροοικονομική Ανοικτής Οικονομίας, Εκδόσεις Gutenberg

Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική.

## Ξένη

Ariccia G., Igan D. & Laeven L. (2008) Credit booms and lending standards: Evidence from the subprime mortgage market, International Monetary Fund, Working paper series

Ashcraft A. & Schuermann T. (2008) Understanding the securitization of subprime mortgage credit, Federal Reserve Bank of New York, Staff report no. 318

Bernanke B. (2008) Financial markets, the economic outlook and monetary policy, Speech at the women in Housing and Finance and Exchequer Club Joint Luncheon, Washington DC, 10 January 2008

Crouhy M., Jarrow R & Turnbull S. (2008) The subprime credit crisis of 07, University of Houston - C.T. Bauer College of Business, Working Paper Series

Danis M. & Pennington-Cross A. (2005) A dynamic look at subprime loan performance, Federal Reserve Bank Of St. Louis, Working paper 2005-029A

Jarocinski M. & Smets F. (2008) House prices and the stance of monetary policy, European Central Bank, Working paper No. 891

Houben A., Kakes J. & Schinasi G. (2004) Toward a framework for safeguarding financial stability, International Monetary Fund, WP/04/101

Kiff J. & Mills P.(2008) Money for nothing and checks for free: Recent Developments in U.S subprime mortgage markets, International Monetary Fund, Country report No. 07/265

Mah-Hui Lim M. (2008) Old wine in a new bottle: Subprime mortgage crisis – causes and consequences, The Levy Economics Institute, Working paper No. 532