



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
& ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗΝ «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ»  
ΤΟΥ ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ  
ΤΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

## **ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**Θέμα: « *The recent financial turmoil: background, causes and the road ahead* »**

**Επιβλέπων:** Σταϊκούρας Παναγιώτης, Επίκουρος Καθηγητής  
**Μέλη Επιτροπής:** Χρίστου Χριστίνα, Επίκουρη καθηγήτρια  
Στεφανάδης Χριστόδουλος, Αναπληρωτής καθηγητής

**Επιμέλεια:** Στεφανάκη Αιμιλία, ΜΧΑΝ 0844

**ΑΘΗΝΑ**

**ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2010**

## Περίληψη

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας με τίτλο «The recent financial turmoil: background, causes and the road ahead» είναι η παρουσίαση της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής αναταραχής: το ιστορικό της, τα αίτια, οι επιπτώσεις, τα μέτρα που ληφθήκαν μετέπειτα αλλά και τυχόν προτάσεις ή προβλέψεις. Αποτελείται από 7 κεφάλαια.

Το πρώτο, αποτελεί ένα εισαγωγικό κεφάλαιο, στο οποίο γίνεται μια σύντομη αναφορά σε κρίσεις του παρελθόντος και μια συνοπτική σύγκριση με την σημερινή κρίση: Τα χαρακτηριστικά της, ομοιότητες και διαφορές.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αποτυπώνεται η εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Δίνονται πληροφορίες ως προς τις συνθήκες που επικρατούσαν πριν την ύφεση, παρατίθενται τα βασικά αίτια της καθοδικής πορείας που ακολούθησε, καθώς και το χρονικό της εξάπλωσης της.

Το τρίτο και τέταρτο κεφάλαιο αποτελεί ουσιαστικά το επόμενο στάδιο του οικονομικού αυτού σοκ, παρουσιάζοντας τα μέτρα αντιμετώπισης που υιοθετήθηκαν σε επίπεδο Διεθνές, Ευρωπαϊκής Ένωσης και Ελλάδας αλλά και εξετάζοντας κατά πόσο επηρεαστήκαν οι παραπάνω οικονομίες.

Στο πέμπτο και έκτο κεφάλαιο, το βλέμμα στρέφεται προς τα σημερινά οικονομικά στοιχεία σε επίπεδο Διεθνές, Ευρωπαϊκής Ένωσης και Ελλάδας. Παράλληλα, εξετάζονται πιθανά σενάρια για την μελλοντική έκβαση των γεγονότων, καθώς και ορισμένες προτάσεις που θα μπορούσαν να βελτιώσουν τους τομείς εκείνους που χωλαίνουν ακόμη.

Το τελευταίο κεφάλαιο, ως επίλογος, συνοψίζει όσα εξεταστήκαν στα προηγούμενα και προσπαθεί να εκδώσει ασφαλή συμπεράσματα

**Λέξεις κλειδιά:** χρηματοοικονομική κρίση, χαρακτηριστικά κρίσης, ιστορικό κρίσεων, ευνοϊκές συνθήκες προ υφέσεως, οικονομικά μεγέθη προ υφέσεως, χρηματοπιστωτικό σύστημα προ υφέσεως, αιτίες εκδήλωσης κρίσης, χρονικό εξάπλωσης, μέτρα αντιμετώπισης, επιπτώσεις, σημερινά οικονομικά στοιχεία, προβλέψεις, προτάσεις, συμπεράσματα

## Περιεχόμενα

Περίληψη.....	2
Περιεχόμενα.....	3
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 .....</b>	<b>7</b>
<b>Εισαγωγή.....</b>	<b>7</b>
1.1 Ιστορική Εξέλιξη ορισμένων κρίσεων στο παρελθόν.....	7
1.1.1 Η Μεγάλη Ύφεση του 1929 – 1939.....	7
1.1.2. Η ιαπωνική τραπεζική κρίση του 1990-1999.....	8
1.2 Η πρόσφατη οικονομική αναταραχή.....	9
1.2.1 Χαρακτηριστικά .....	9
1.2.2 Σύγκριση με την Ύφεση του 1929.....	10
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 .....</b>	<b>11</b>
<b>Η Εκδήλωση της Χρηματοπιστωτικής κρίσης.....</b>	<b>11</b>
2.1 Οι αιτίες της κρίσης.....	11
2.1.1 Η κυριαρχία των νεοκλασικών απόψεων.....	11
2.1.2 Μεγάλες παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες.....	11
2.1.3 Ο ρόλος των τραπεζών: Κερδοσκοπία.....	12
2.1.3.1 Φούσκα Ακινήτων.....	13
2.1.3.2 Τιτλοποίηση.....	14
2.1.3.3 Μόχλευση.....	15
2.1.3.4 Αμοιβές στελεχών.....	15
2.1.4 Ο ρόλος των εταιρειών ειδικού σκοπού: Αναξιοπιστία.....	16
2.1.5 Ο ρόλος των επενδυτών: Απληστία.....	16
2.1.6 Ο ρόλος των εποπτικών αρχών: Ανεπαρκής.....	17
2.2 Αλυσιδωτές αντιδράσεις.....	18
2.3 Το χρονικό της κρίσης κατά περιόδους.....	22
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 .....</b>	<b>22</b>
<b>Οικονομικό Σοκ: Το επόμενο στάδιο .....</b>	<b>22</b>
3.1 Μέτρα αντιμετώπισης.....	22
3.1.1 Πολιτική επιτοκίων.....	22
3.1.1.1 ΗΠΑ.....	22
3.1.1.2 Ευρωπαϊκή Ένωση.....	22
3.1.2 Πολιτική παροχής ρευστότητας.....	22

3.1.2.1 Η.Π.Α.....	23
3.1.2.2 Ευρωπαϊκή Ένωση.....	24
3.1.3 Πολιτική Εγγυήσεων.....	25
3.1.3.1 Ελάχιστου πόσο εγγυήσεως των καταθέσεων.....	25
3.1.3.2 Πακέτα διάσωσης και ενίσχυσης.....	25
3.1.3.2.1. Η.Π.Α. ....	26
3.1.3.2.2 Ελλάδα.....	26
3.1.4 Δημοσιονομικά πακέτα στήριξης της οικονομίας.....	27
3.1.5 Συντονιστικός ρόλος G-20 και του ΔΝΤ.....	27
3.1.6 Η προσπάθεια απάλειψης του πανικού.....	29
3.2 Οι επιμέρους ρυθμιστικές πρωτοβουλίες.....	30
3.2.1 Διεθνές επίπεδο.....	30
3.2.2 Ευρωπαϊκό επίπεδο.....	31
3.2.3 Εθνικό επίπεδο.....	32
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ....</b>	<b>33</b>
<b>Επιπτώσεις.....</b>	<b>33</b>
4.1 Αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης.....	33
4.1.1 Αιτίες.....	33
4.1.2 Ιστορικές εξελίξεις .....	34
4.1.3 Προοπτικές.....	34
4.2 Διεθνές Εμπόριο: στην τροχιά της κατάρρευσης.....	34
4.2.1 Αιτίες.....	34
4.2.2 Ιστορικές εξελίξεις.....	35
4.2.3 Προοπτικές.....	36
4.3 Επιπτώσεις στην Ελλάδα.....	36
4.3.1 Επιβράδυνση συμπτωμάτων κρίσης.....	37
4.3.2 Ανάδειξη προβλημάτων υπάρχοντος αναπτυξιακού προτύπου....	37
4.3.3 Κρίση εμπιστοσύνης.....	38
4.3.4 Περιορισμός διαθεσίμων κεφαλαίων.....	38
4.3.5 Χρηματοπιστωτικό σύστημα.....	39
4.3.6 Κόστος δανεισμού ελληνικού δημοσίου.....	39
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....</b>	<b>40</b>
<b>Οικονομικό περιβάλλον σήμερα: Τάσεις και προοπτικές.....</b>	<b>40</b>
5.1 Διεθνείς οικονομίες.....	40
5.1.1 Γενική εικόνα.....	40

5.1.2 Χρηματοπιστωτικός τομέας.....	41
5.1.3 Δημοσιονομική πολιτική.....	41
5.1.4 Πληθωρισμός.....	42
5.1.5 Απασχόληση.....	42
5.1.6 Δείκτες οικονομικού κλίματος.....	42
5.1.7 Προοπτικές.....	43
5.2 Οικονομίες της ΕΕ και της Ευρωζώνης.....	43
5.2.1 Γενική εικόνα.....	43
5.2.2 Χρηματοπιστωτικός τομέας.....	44
5.2.3 Δημοσιονομική πολιτική.....	44
5.2.4 Εξαγωγές - Εισαγωγές.....	44
5.2.5 Παραγωγή.....	45
5.2.6 Επενδύσεις.....	45
5.2.7 Κατανάλωση.....	45
5.2.8 ΑΕΠ.....	46
5.2.9 Απασχόληση.....	46
5.2.10 Πληθωρισμός.....	47
5.2.11 Έλλειμμα προϋπολογισμού.....	47
5.2.12 Δείκτης οικονομικής δραστηριότητας.....	48
5.2.13 Δείκτης οικονομικού κλίματος.....	48
5.3 Το οικονομικό περιβάλλον στην Ελλάδα.....	49
5.3.1 Γενική εικόνα - ΑΕΠ.....	49
5.3.2 Αγορά εργασίας.....	49
5.3.3 Πληθωρισμός.....	49
5.3.4 Οικονομικό κλίμα.....	50
5.3.5 Δημοσιονομική διαχείριση.....	50
5.3.6 Εμπιστοσύνης των διεθνών αγορών.....	50
5.3.7 Προϋπολογισμός 2010.....	51
5.3.8 Μακροχρόνιο σχέδιο ανάταξης της ελληνικής οικονομίας.....	51
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.....</b>	<b>52</b>
<b>Με το βλέμμα προς το μέλλον.....</b>	<b>52</b>
6.1 Κρίση: Πόσο κοντά είναι η βελτίωση;.....	52
6.1.1 Πλησιάζει το τέλος της κρίσης.....	52
6.1.2 Έχουμε ακόμα αρκετό δρόμο πριν το τέλος της κρίσης.....	53

6.1.3 Ελλάδα.....	53
6.2 Προβλέψεις.....	54
6.2.1 Οικονομική ανάπτυξη.....	54
6.2.1.1 Ρυθμός ανάπτυξης.....	54
6.2.1.2 Κόστος χρήματος.....	55
6.2.1.3 Δημοσιονομική πολιτική.....	55
6.2.1.4 Σημεία στήριξης του οικονομικού συστήματος.....	55
6.2.1.5 Ελλάδα.....	56
6.2.2 Νομισματική Πολιτική.....	56
6.2.3 Εποπτεία και έλεγχος.....	57
6.2.3.1 Διεθνές επίπεδο.....	57
6.2.3.2 Ευρωπαϊκό επίπεδο.....	58
6.2.3.3 Χρηματοπιστωτικό σύστημα.....	59
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 .....</b>	<b>61</b>
<b>Συμπεράσματα .....</b>	<b>61</b>
Πηγές.....	63
Πίνακες.....	65
Διαγράμματα.....	75
Υποσημειώσεις.....	92

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

«Αν η ιστορία επαναλαμβάνεται και το απροσδόκητο πάντα συμβαίνει, πόσο ανεπίδεκτος μαθήσεως από την εμπειρία είναι ο άνθρωπος;».

Μπέρναρ Σω

Ένα δίδαγμα είναι ότι λίγο ή πολύ, η ιστορία επαναλαμβάνεται. Βιώνουμε αναμφισβήτητα τη χειρότερη χρηματοοικονομική κρίση της μεταπολεμικής περιόδου, της οποίας η ένταση και η διάρκεια εξέπληξαν όλους. Αυτό όμως δεν είναι ένα σπάνιο ιστορικό φαινόμενο.

Η ανθρωπότητα έχει συσσωρέψει μεγάλη και οδυνηρή εμπειρία κρίσεων τα τελευταία χρόνια καθώς τα περισσότερα κράτη έχουν βιώσει ανάλογες καταστάσεις. Οι Eichengreen & Bordo<sup>1</sup>, εντόπισαν περίπου 139 κρίσεις σε 56 διαφορετικές χώρες μεταξύ 1974 και 1997 (44 φορές σε αναπτυγμένες χώρες και 95 σε αναπτυσσόμενες).

Παρά τη συχνότητά και τη δριμύτητα του αντίκτυπου των αναταράξεων αυτών, κατάλληλες ή ιδανικές λύσεις δεν έχουν εφαρμοσθεί. Υπάρχει όμως το εξής παράδοξο: Η χρηματοοικονομική αγορά πάντα βασιζόταν και βασίζεται στην εμπιστοσύνη. Εμπιστεύεσαι με τα χρήματά σου σε ένα ξένο, την στιγμή που δεν θα τα έδινες ούτε σε ανθρώπους που γνωρίζεις καλά. Άρα για να διατηρηθεί η εμπιστοσύνη πρέπει να λησμονούνται ορισμένα από τα διδάγματα των κρίσεων...

#### **1.1 Ιστορική Εξέλιξη ορισμένων κρίσεων στο παρελθόν**

Με κοινό παρονομαστή των εξελίξεων, την κατάρρευση των συνθηκών στις αγορές των ακινήτων, δύο ενδεικτικές τραπεζικές κρίσεις του παρελθόντος έρχονται ενδεχομένως ως ένα μάθημα ιστορίας να σκιαγραφήσουν τις πιθανές εξελίξεις της τρέχουσας κρίσης που ταλανίζει τις αγορές και τις οικονομίες: Η Μεγάλη Ύφεση του '30 και η ιαπωνική τραπεζική κρίση του 1990-1999.

##### **1.1.1 Η Μεγάλη Ύφεση του 1929 – 1939<sup>2</sup>**

Οι Η.Π.Α. χτυπήθηκαν από την «Μεγάλη Εξαθλίωση», η οποία αρχικά συνδέθηκε με το «κραχ» του χρηματιστηρίου (Διάγραμμα 1.1) στις 29 Οκτωβρίου 1929 (γνωστή ως «η μαύρη Τρίτη»), παίρνοντας στη συνέχεια παγκόσμια διάσταση. Επρόκειτο για τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση της σύγχρονης ιστορίας και χρησιμοποιείται τον 21ο αιώνα ως παράδειγμα για το πόσο οδυνηρή μπορεί να είναι μια οικονομική καταστροφή. Το τέρμα της κρίσης στις ΗΠΑ ταυτίστηκε με το έναυσμα της πολεμικής οικονομίας του 2ου παγκοσμίου πολέμου, γύρω στο 1939.

Στεφανάκη Αιμιλία, The recent financial turmoil:  
Background, causes and the road ahead

Την ύφεση προκάλεσαν τόσο η κατάρρευση των χρηματοπιστωτικών αγορών και οι πτωχεύσεις στο τραπεζικό σύστημα όσο και η έλλειψη άμεσης αντίδρασης των οικονομικών πολιτικών ή ακόμη η λάθος αντίδρασή τους. Επικρατούσε παθητική αναμονή, μέχρι οι αγορές να ηρεμήσουν από μόνες τους και η οικονομική δραστηριότητα να ανακάμψει μέσα από αποφάσεις που θα έπαιρναν οι επιχειρήσεις όταν οι ίδιες θα έκριναν. Ακολούθησαν προσπάθειες για δημιουργία θετικού, αισιόδοξου κλίματος για τις επιχειρηματικές δραστηριότητες, αύξηση των δασμών κατά 33% , αύξηση της φορολογίας, περικοπή δημοσίων δαπανών. Η δε νομισματική πολιτική παρέμενε περιοριστική, με τα δανειακά κεφάλαια για επενδύσεις να συρρικνώνονται. Η κατάσταση όμως της οικονομίας χειροτέρευε. Η ανεργία είχε φθάσει από 4% το 1929 σε 25% και οι τιμές των αγροτικών προϊόντων σημείωσαν πτώση 40%-60% με αποτέλεσμα να υποφέρουν και οι αγροτικές περιοχές. Καθώς τα πάντα κατέρρεαν, μεταξύ 1929 και 1933 ο αριθμός των τραπεζών μειώθηκε κατά ένα τρίτο, από 24.633 σε 15.015. Παρά την παλαιά απαίτηση «να γίνει κάτι», η οικονομική πολιτική περίμενε τις αγορές να ορθοποδήσουν μόνες τους.

Από την άνοιξη του 1933 τα κυβερνητικά μέτρα βοήθησαν στη σταθεροποίηση της αγοράς ακινήτων, καθώς μεταξύ του 1933 και του 1936 χορηγήθηκαν μακροπρόθεσμα ενυπόθηκα δάνεια σε περίπου 1 εκατ. ιδιοκτήτες κατοικιών οι οποίοι αντιμετώπιζαν το φάσμα της απώλειας της ιδιοκτησίας τους. Μεταξύ 1933 και 1935 η RFC τοποθέτησε περισσότερο από 1,1 δισ. δολ. σε επιλεγμένες τράπεζες, ποσόν που αντιστοιχούσε στο 31% της συνολικής λογιστικής τους αξίας (3,6 δισ. δολ.) ή στο 2% του ΑΕΠ του 1935. Μέσα σε έξι μήνες από την ανακοίνωση του σχεδίου διάσωσης των μικροϊδιοκτητών και των εγγυητριών τραπεζών του προέδρου Ρούζβελτ μέσω του τραπεζικού νόμου έκτακτης ανάγκης του Μαρτίου 1933, ο δείκτης S&P-500 των ΗΠΑ σημείωσε άνοδο 66% και στη συνέχεια σχεδόν διπλασιάστηκε.

Το λεγόμενο «Νιου Ντίλ» ήταν η μεγαλύτερη στροφή σε πειραματισμό και ενεργή παρέμβαση για τα δεδομένα ως τότε και χωρίζεται σχηματικά σε πρώτο (1933-37) και δεύτερο Νιου Ντίλ (1937-1942).

### 1.1.2 Η ιαπωνική τραπεζική κρίση του 1990-1999

Σε ένα φαύλο κύκλο βρέθηκε στη δεκαετία του 1990 η ιαπωνική οικονομία, καταλήγοντας σε μια πραγματική συστημική κρίση το 1997. Μετά το σκάσιμο της φούσκας των υψηλών τιμών των ακινήτων (70% αύξηση 1988 -1991 )<sup>3</sup> λόγω φθηνών και άφθονων πιστώσεων, οι ιαπωνικές αρχές έκαναν το λάθος να προσπαθήσουν να σώσουν τις τράπεζες και τις επιχειρήσεις, οι οποίες έβλεπαν τους ισολογισμούς τους να εκμηδενίζονται.

Αποτέλεσμα ήταν να μην πραγματοποιηθεί η προσπάθεια εξυγίανσης και η οικονομία να αιμορραγεί αργά, για περισσότερο από μία δεκαετία. Η πολιτική αυτή, δηλαδή να προστατευτούν οι λανθασμένες και υπερτιμημένες επενδύσεις<sup>4</sup>, (αυξημένη ενίσχυση στον τομέα κατασκευής και των δημόσιων έργων) είχε ως βασική συνέπεια την παγίδευση των οικονομικών πόρων. Στο πλαίσιο αυτό, το γεγονός ότι η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας μείωσε τα επιτόκια στο μηδέν δεν είχε στην πράξη κανένα αποτέλεσμα.<sup>5</sup> Οι ακραίες



μεταβολές από 2,5% το 1987 σε αύξηση που άγγιξε το 6% το 1990 πέφτοντας στο κενό του μόλις 0% την επόμενη χρονιά ενέτεινε το πρόβλημα ρευστότητας.

Έτσι μια συνεχόμενη περίοδος αποπληθωρισμού και ισχνής οικονομικής ανάπτυξης οδήγησε σε εταιρικές πτωχεύσεις και σε αύξηση των οικονομικών κινδύνων, καθώς το ρυθμιστικό πλαίσιο ήταν αδύναμο. Αυτό σήμαινε ότι παρέλυσε ουσιαστικά η επενδυτική δραστηριότητα, οπότε μία απλή, έστω και αν βίαια, ύφεση τελικά αναδείχθηκε σε μία παρατεταμένη οικονομική κρίση.

Απαιτήθηκαν πολλά χρόνια για να σταθεροποιηθεί το ιαπωνικό τραπεζικό σύστημα με κόστος 600 δολ. ή περίπου το 13% του ΑΕΠ της χώρας, ενώ καταλύτης των εξελίξεων ήταν και στην περίπτωση αυτή η νομοθετική ρύθμιση του Οκτωβρίου του 1998, με την οποία το κράτος ξόδεψε τελικά 500 δισ. δολ. δημόσιο χρήμα για να βελτιώσει την εμπιστοσύνη στο χρηματοπιστωτικό σύστημα (*Διάγραμμα 1.2*)

Είχε λοιπόν μεγάλη διάρκεια και οδήγησε σε ύφεση, διότι η αντίδραση των ιαπωνικών αρχών έφτασε με μεγάλη καθυστέρηση. Οι έπειτα από αρκετά χρόνια εθνοικοποιήσεις στο τραπεζικό σύστημα θα έπρεπε να είχαν γίνει νωρίτερα λόγω απώλειας της αξιοπιστίας. Η αντίδραση της αγοράς στο σχέδιο τραπεζικής διάσωσης ήταν θετική, με τον ιαπωνικό τραπεζικό δείκτη να σημειώνει κέρδη 20% σε τρεις μήνες, 63% σε έξι μήνες και 88% σε 12 μήνες.

## 1.2 Η πρόσφατη οικονομική αναταραχή

Πολλοί είναι εκείνοι που, στην προσπάθεια κατανόησης της σημερινής κρίσης και επινόησης τρόπων αντιμετώπισής της, προστρέχουν στην Ιστορία και αναζητούν παραλληλισμούς. Η Ιστορία ασφαλώς διδάσκει. Από τα μεγάλα μαθήματα της είναι ότι παρά την επανεμφάνιση των κρίσεων, τα χαρακτηριστικά τους, οι συνθήκες στις οποίες αναπτύσσονται, διαφέρουν. Κάθε κρίση έχει το δικό της αποτύπωμα.

### 1.2.1 Χαρακτηριστικά<sup>6</sup>

Παρακάτω αναφέρονται κάποια ιδιαίτερα στοιχεία του αποτυπώματος της σημερινής κρίσης:

- Υπερβολική χρήση δανειακών κεφαλαίων (Leverage) των χρηματοοικονομικών οργανισμών.
- Αλόγιστη χρήση πολύπλοκων και αδιαφανών χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως η τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων (Securitization)
- Οι μηχανισμοί διαχείρισης κινδύνων και λογιστικής αποτίμησης λειτούργησαν αναποτελεσματικά
- Η φύση των αμοιβών των στελεχών στον χρηματοπιστωτικό τομέα αποτέλεσε στρεβλό κίνητρο για αλόγιστη χορήγηση χαμηλής ποιότητας στεγαστικών δανείων. (Bonus)

- Ατελής κανονιστικό πλαίσιο, ως προς την κεφαλαιακή επάρκεια και την ρευστότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων.
- Πλημμελής διαβάθμιση πιστοληπτικού κινδύνου (Bond Ratings)

### 1.2.2 Σύγκριση με την Ύφεση του 1929<sup>7</sup>

Όπως έχουμε δει, κάθε κρίση είναι μια ευκαιρία και ένας κίνδυνος. Επειδή όμως μια ευκαιρία για τον ισχυρό ίσως να είναι ένας κίνδυνος για τον ανίσχυρο της υπόθεσης, είναι χρήσιμο να επισημανθούν τα κοινά και οι διαφορές των κρίσεων για να μπορέσουμε να μάθουμε από τα λάθη μας.

Η κρίση του 1929 ίσως έχει περισσότερα κοινά στοιχεία με την κρίση του 2008, (Διάγραμμα 1.3) αν και έχει μεγάλες διαφορές από αυτή. Και στις δύο περιπτώσεις της περιόδου της κρίσης προηγήθηκε μια μακροχρόνια φάση πιστωτικής επέκτασης, μόχλευσης και οικονομικής άνθισης. Και στις δύο περιπτώσεις δημιουργήθηκαν φούσκες στις αγορές φυσικού και χρηματοοικονομικού κεφαλαίου που εγκυμονούσαν συστημικό κίνδυνο. Όταν οι φούσκες έσπασαν, πολλές και μεγάλες τράπεζες πτώχευσαν, το διεθνές εμπόριο συρρικνώθηκε, η κατανάλωση και το ΑΕΠ μειώθηκαν και η ανεργία αυξήθηκε.

Το πρώτο στοιχείο που διαφοροποιεί τη σημερινή κρίση από αυτήν του 1929 είναι έκταση των οικονομικών μεγεθών. Το 1929 η μείωση του ΑΕΠ και του επιπέδου των τιμών ήταν ασύγκριτα μεγαλύτερη και κατά πάσα πιθανότητα είχε πολύ μεγαλύτερη εμμονή. Η καταστροφή του πλούτου των νοικοκυριών ήταν σχετικά πολύ μεγαλύτερη και διαχύθηκε πολύ περισσότερο το 1929, λόγω του αποπληθωρισμού και της συσσώρευσης χρέους στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις που ήταν αδύνατον να αποπληρωθεί. Αντίθετα στην κρίση του 2008, η καταστροφή του πλούτου επικεντρώθηκε στις απώλειες των χαρτοφυλακίων επενδυτών υψηλής εισοδηματικής στάθμης. Επίσης, η έλλειψη εγγύησης των καταθέσεων το 1929 οδήγησε σε ακόμη μεγαλύτερη οικονομική δυσπραγία των νοικοκυριών.

Δεύτερον, η νομισματική και δημοσιονομική πολιτική το 2008 κινήθηκαν αντίθετα από τις αντίστοιχες πολιτικές του 1929. Δηλαδή, το 1929 ήταν αμφότερες περιοριστικές, επιδεινώνοντας την κατάσταση περαιτέρω, ενώ το 2008 ήταν αμφότερες επεκτατικές, υποδηλώνοντας ότι το δίδαγμα της κρίσης του 1929 έγινε απόλυτα κατανοητό

Το τρίτο στοιχείο το οποίο δείχνει τη διαφορά μεταξύ της σημερινής κρίσης και αυτής του 1929, καθώς και το κατά πόσο η σημερινή κρίση μάς επιβαρύνει με επιπλέον έναν κίνδυνο, είναι η διείσδυση της χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας στη καθημερινή ζωή των ανθρώπων. Η σύμπλεξη της χρηματοπιστωτικής και της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας είναι σήμερα πολύ μεγαλύτερη. Γιαυτό και το 1929 η κρίση διαχύθηκε παγκόσμια με σημαντικές χρονικές υστερήσεις και το όλο πολιτικό-οικονομικό κλίμα της εποχής δεν επέτρεψε την γρήγορη ανάκαμψη από την ύφεση. Αντίθετα το 2008, παρατηρήθηκε αστραπιαία διάδοση της αρχικής διαταραχής, λόγω της παγκοσμιοποίησης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Η Εκδήλωση της Χρηματοπιστωτικής κρίσης

#### 2.1 Οι αιτίες της κρίσης

Οι οικονομική ύφεση στην οποία έχουμε εισέλθει δεν μπορεί να αποδοθεί σε μια μόνο αιτία. Προέρχεται από ένα συνδυασμό αρνητικών παραγόντων, ο καθένας από τους οποίους από μόνος του δύσκολα μπορεί να φέρει μια χρηματοοικονομική κρίση, αλλά σε συνδυασμό με τους υπολοίπους καθίσταται επικίνδυνος. Παρακάτω θα εξετάσουμε τις βασικότερους λόγους

##### 2.1.1 Η κυριαρχία των νεοκλασικών απόψεων

Τις τελευταίες δεκαετίες επικράτησαν σταδιακά, οι νεοκλασικές αντιλήψεις για τη λειτουργία της οικονομίας και της αγοράς στη διεθνή οικονομική, επιστημονική και πολιτική ζωή. Αυτή η ιδεολογική κυριαρχία οδήγησε σε γενικευμένη υιοθέτηση ορισμένων βασικών αρχών λειτουργίας της διεθνούς οικονομίας.

Υποστηρίχθηκε η ικανότητα των αγορών να αυτορυθμίζονται και σε κάποιο βαθμό να αυτοεποπτεύονται, με τη συνακόλουθη εφαρμογή της αρχής της ελάχιστης εποπτείας και παρέμβασης. Παράλληλα, υποβαθμίστηκαν προσεγγίσεις αναφορικά με τα όρια του ανθρώπινου ορθολογισμού και το ρόλο της ψυχολογίας και της αβεβαιότητας στην οικονομική και την επενδυτική δραστηριότητα

Έτσι υποτιμήθηκε η σημασία φαινομένων, όπως η ψυχολογία κοπαδιού στους επενδυτές, οι αποφάσεις επενδυτών με βάση τι πράττουν οι άλλοι και όχι ποιες είναι οι σωστές τιμές, οι επενδυτικές αποφάσεις βάσει γραμμικών προβολών του παρόντος στο μέλλον και όχι βάσει θεωρητικών υποδειγμάτων, η παράλογη ευφορία και φούσκες τιμών, που καταρρέουν από τυχαία ή μικρά γεγονότα, οι ατέλειες στο χρηματοπιστωτικό χώρο, που τείνουν να επιταχύνουν και να επιδεινώνουν μια κρίση (margin accounts, πωλήσεις πανικού, αδυναμία δανεισμού για δημιουργία νέων κερδοσκοπικών θέσεων), ο ρόλος της αβεβαιότητας και της ψυχολογίας στις επενδυτικές και καταναλωτικές αποφάσεις. Έτσι, φτάσαμε σήμερα στο σημείο, λίγοι οικονομολόγοι και αναλυτές να έχουν προβλέψει την καταστροφή, που ερχόταν και η πλειοψηφία των διαμορφωτών της οικονομικής επιστήμης και πολιτικής να κλείνουν τα μάτια στην πιθανότητα καταστροφικής αποτυχίας της οικονομίας της αγοράς.

##### 2.1.2 Μεγάλες παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες

Οι ανισορροπίες<sup>8</sup> αποταμίευσης<sup>9</sup> – επένδυσης<sup>10</sup> εκδηλώθηκαν με υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών των Η.Π.Α. και υψηλά πλεονάσματα των χωρών της Άπω Ανατολής και των πετρελαιοπαραγωγών

χωρών, ιδιαίτερα της Κίνας. Παράλληλα, επικράτησε η πολιτική σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και η συνακόλουθη ραγδαία αύξηση των εθνικών συναλλαγματικών αποθεματικών σε δολάρια Χωρών της Άπω Ανατολής. Οι ανισορροπίες αυτές οδήγησαν σε φτηνό χρήμα, διατήρηση συνθηκών σημαντικής παγκόσμιας ρευστότητας και χαμηλά πραγματικά επιτόκια που διατηρήθηκαν επί μακρόν κυρίως στις ΗΠΑ. Έτσι, μετά τον β' Παγκόσμιο Πόλεμο δημιουργήθηκε σε όλο τον κόσμο - και με ιδιαίτερη έμφαση στην τελευταία δεκαετία - μια επίπλαστη αίσθηση γρήγορου πλουτισμού, με συνέπεια τον έντονο καταναλωτισμό. Ο κόσμος κατανάλωνε περισσότερα από όσα παράγαγε, υποθηκεύοντας έτσι το μέλλον των παιδιών του.

Τα παραπάνω, σε συνδυασμό με τα χαλαρά κριτήρια χρηματοδότησης των τραπεζών στις αρχές της δεκαετίας, οδήγησαν σε μια εκρηκτική αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης νοικοκυριών, θεσμικών, χρηματοπιστωτικών οργανισμών και εταιρειών. Η ραγδαία διάδοση των δομημένων προϊόντων, κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες, τη Μεγάλη Βρετανία και την Ευρώπη, οδήγησαν σε επιταχυνόμενη αύξηση των τιμών των κινητών και των ακινήτων αξιών παγκοσμίως, φαινόμενα που δεν συνάντησαν, όμως, την ανησυχία ή την οργανωμένη αντίδραση των εποπτικών και νομισματικών αρχών

Έτσι αναπτύχθηκαν ορισμένα επίφοβα φαινόμενα, τα οποία αποτελούσαν εν μέρει κακό οιωνό της έως τότε λανθασμένης πορείας της οικονομίας:

- Η αποταμίευση των νοικοκυριών στις ΗΠΑ μειώθηκε από 7% στις αρχές της δεκαετίας του '90 στο μηδέν την περίοδο 2005 - 2007, Αντίστοιχα, η σχέση συνολικού χρέους αμερικανικών νοικοκυριών προς διαθέσιμο εισόδημα αυξήθηκε από 85% το 1995 σε 135% το 2007, παράλληλα με τις αυξήσεις των τιμών των ακινήτων. (Διάγραμμα 2.1)
- Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ αυξήθηκε από \$ 180 δισεκ. το 1997 σε σχεδόν \$ 800 δισεκ. το 2007, ενώ παράλληλα τα δολαριακά συναλλαγματικά αποθέματα των Χωρών της Άπω Ανατολής και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών προσέγγισαν τα \$6.5 τρισεκ. το 2008, έναντι \$2 τρισεκ. Το 2000.
- Έτσι, φθάσαμε στο σημείο το 60% του συνολικού Δημοσίου Χρέους των ΗΠΑ να ελέγχεται από ξένους επενδυτές. Στη Μεγάλη Βρετανία, το συνολικό χρέος τραπεζών, νοικοκυριών και επιχειρήσεων έφθασε από 260 % του ΑΕΠ το 2001 στο 460% το 2007.

### 2.1.3 Ο ρόλος των τραπεζών: Κερδοσκοπία

Οι στόχοι των τραπεζών σταδιακά μετατοπισθήκαν από τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας, του εμπορίου και των παραγωγικών επενδύσεων, στην κερδοσκοπία, τα χρηματοοικονομικά στοιχήματα και τη χρηματοπιστωτική καινοτομία χωρίς οικονομική χρησιμότητα, που έγιναν, σε σημαντικό βαθμό, βασικές δραστηριότητες, ίσως και αυτοσκοπός για ορισμένες μεγάλες διεθνείς τράπεζες. Έτσι δημιουργήθηκαν ορισμένα φαινόμενα στους παρακάτω τομείς:

### 2.1.3.1 Φούσκα Ακινήτων

Τα πολύ χαμηλά επιτόκια ενθάρρυναν τον δανεισμό καθώς από το 2000 έως το 2003 η Federal Reserve μείωσε τα επιτόκια από 6,5% σε 1,0%<sup>11</sup>. Παράλληλα, η ξέφρενη πορεία της αξίας των ακινήτων (Διάγραμμα 2.2), την οποία ορισμένοι απόδωσαν στην καλύτερη ποιότητα των κατοικιών<sup>12</sup>, έδωσε έντονη ώθηση στην χορήγηση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων (Διάγραμμα 2.3). Από το 2001 οι τιμές των ακινήτων ξεκίνησαν μια ανοδική πορεία, η οποία αν και προβλημάτισε πολλούς αναλυτές, αφέθηκε ελεύθερη να εξαπλωθεί.

Στη δημιουργία της επερχόμενης φούσκας των ακινήτων στις ΗΠΑ συνέβαλλε η ραγδαία αύξηση των δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime) χωρίς να επιδεικνύεται η ανάλογη τραπεζική εγκράτεια και ο έλεγχος για τον πιστωτικό κίνδυνο. Ξεκάθαρο παράδειγμα της ίδιας επεκτατικής πολιτικής χορηγήσεων αποτελεί η εξάπλωση των «interest rate only loans», δηλαδή δανείων στα οποία η μηνιαία πληρωμή δεν ήταν το παραδοσιακό τοκοχρεολύσιο, αλλά μόνον ο τόκος και με το κεφάλαιο να πληρώνονταν εξ ολοκλήρου στη λήξη.

Είναι γεγονός ότι η στεγαστική πίστη επιταχύνθηκε πολύ περισσότερο από τα υπόλοιπα δάνεια στις Η.Π.Α. Η έλλειψη εγκράτειας δανεισμού από πλευράς τραπεζών δικαιολογείται, πρώτον, από το γεγονός ότι η αξία του ενέχυρου σε ένα στεγαστικό δάνειο έως το 2006 συνεχώς αυξάνονταν και, συνεπώς, ο κίνδυνος πτώχευσης του νοικοκυριού δεν ενείχε αναμενόμενες απώλειες για τις τράπεζες. Δεύτερον, δικαιολογείται και από τη δυνατότητα τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων την οποία θα εξετάσουμε παρακάτω.

### 2.1.3.2 Τιτλοποίηση

Η διαδικασία της «τιτλοποίησης ενυπόθηκων δανειακών απαιτήσεων» («Mortgage Backed Securization») ακολουθεί συνοπτικά τα εξής στάδια: (Πίνακας 2.1)

Συγκέντρωση ενός χαρτοφυλακίου ομοειδών απαιτήσεων (pool) από την τράπεζα το οποίο τιτλοποιεί και στην συνέχεια μεταβιβάζει σε μια εταιρεία ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle). Αυτή η διακριτή εταιρεία με την σειρά της εκδίδει ομολογίες διαθέτοντας τις στο επενδυτικό κοινό. Η δε πληρωμή των τοκομεριδίων στους επενδυτές εξαρτιόταν άμεσα από την συμπεριφορά των δανειοληπτών, χωρίς ωστόσο να έρθουν αυτές οι δύο ομάδες σε επαφή.

Έτσι με την τιτλοποίηση, οι τράπεζες έδιωχναν τα δάνεια και κατ' επέκταση και τον πιστωτικό κίνδυνο από τον ισολογισμό τους. Η πρακτική των τιτλοποιήσεων πολλαπλασιάστηκε από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, (Πίνακας 2.2) με αποτέλεσμα οι τράπεζες να γίνονται απλές μεσάζουσες της γραφειοκρατίας του στεγαστικού δανείου. Η τιτλοποίηση αύξανε τη ρευστότητά τους (Διάγραμμα 2.) ώστε να παρέχουν νέα στεγαστικά ή άλλα δάνεια. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις χωρίς να τιμολογούν σωστά τον κίνδυνο. Παράδειγμα αποτελούν και οι πολύπλοκες και αδιαφανείς μορφές των τιτλοποιήσεων που

επικράτησαν τη δεκαετία του 2000, όπως τα CDOs, CDOs στο τετράγωνο, κ.ά.

Οι νέες μορφές τιτλοποιήσεων αρχικά – γύρω στο 1984 – δημιουργήθηκαν ώστε να διασπαρθεί ο κίνδυνος προπληρωμής των στεγαστικών δανείων που υποστήριζαν τις παραδοσιακές μορφές τιτλοποιήσεων. Σπάζοντας τις εισροές που προέρχονται από μια ομάδα στεγαστικών δανείων σε διαφορετικούς αποδέκτες σύμφωνα με συγκεκριμένους κανόνες, ο κίνδυνος προπληρωμής των στεγαστικών δανείων διασπείρονταν.

Η πρακτική αυτή ενισχύθηκε από διάφορους παράγοντες:

- Για την ενημέρωση των επενδυτών ως προς την ποιότητα του χαρτοφυλακίου που συνδέεται με την κερδοφορία της επένδυσης του, η αξιολόγηση των εκδιδόμενων ομολογιών πραγματοποιείται από εξειδικευμένους οργανισμούς, τους «οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας» («Credit rating agencies») οι οποίοι χαρακτηρίζουν τον κίνδυνο της κάθε ομολογίας με την βαθμολογία τους.
- Η επιπλέον διεύρυνση της εμπιστοσύνης και η άρση της αβεβαιότητας του επενδυτικού κοινού ως προς την ποιότητα του παραπάνω χαρτοφυλακίου των απαιτήσεων συνδέθηκε από «πρόσθετες εξασφαλίσεις». Παράδειγμα αποτελεί η παροχή ασφάλειας- εγγύησης από τρίτα μέρη, όπως και το δικαίωμα αναγωγής κατά της τράπεζας εάν υπάρχει καθυστέρηση πληρωμών

Σαφώς αυτή η μαζική προτίμηση και ζήτηση των τιτλοποιημένων προϊόντων, έκρυβε ορισμένους κινδύνους, οι οποίοι αγνοηθήκαν, παρά τις κατά καιρούς προειδοποιήσεις:

- Η ευθηνή της τράπεζας που τιτλοποιεί απαιτήσεις, για τυχόν απώλειες των επενδυτών εξ' αιτίας μη εξυπηρέτησης των συνδεδεμένων δανείων.
- Ο κίνδυνος φήμης που διατρέχει μια τράπεζα σε περίπτωση δυσλειτουργιών της τιτλοποίησης την οποία έχει η ίδια οργανώσει, μπορεί να οδηγήσει σε οικιοθελή κάλυψη των απωλειών από την μη εξυπηρέτηση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων.

### 2.1.3.3 Μόχλευση

Παράλληλα με την υψηλή μόχλευση των νοικοκυριών, η οποία εν μέρει φέρει την ευθύνη της αύξησης των τιμών των ακινήτων, υψηλή ήταν και η μόχλευση του τραπεζικού τομέα, αποτελώντας τον κύριο λόγο της γρήγορης μετάδοσης της κρίσης από την αγορά subprime στις αγορές πολλών περιουσιακών στοιχείων.

Ο λόγος δανειακών προς ίδια κεφάλαια ήταν πολύ υψηλός, (Διάγραμμα 2.5) υποδεικνύοντας λιγότερα ίδια κεφάλαια και αυξημένο δανεισμό, κυρίως βραχυχρόνιο, σε σχέση με το ενεργητικό ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος. Έτσι, όταν άρχισαν να πέφτουν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία είχαν επενδύσει οι επενδυτικές τράπεζες και έγινε αντιληπτή η κεφαλαιακή απώλεια των δανεισμένων επενδυτικών τραπεζών από τις αγορές, τότε δυσκολεύτηκε ή και αρνήθηκε η ανανέωση

της βραχυχρόνιας χρηματοδότησης. Οι επενδυτικές τράπεζες αναγκαστικά προέβησαν σε περαιτέρω πωλήσεις άλλων περιουσιακών στοιχείων, πιέζοντας με τη σειρά την περαιτέρω κάθοδο των τιμών των περιουσιακών.

Αναπόφευκτη είναι η απομόχλευση που παρατηρείται με την έλλειψη επαρκών κεφαλαίων. Έχοντας συγκεκριμένες εντολές από τις εποπτικές αρχές, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προσπαθούν να κρατήσουν το λόγο ιδίων κεφαλαίων προς ενεργητικό σταθερό, με αποτέλεσμα την μείωση του παρονομαστή του κλάσματος (εξ ορισμού πολλαπλάσια της αρχικής μείωσης των κεφαλαίων) όταν η αύξηση του αριθμητή δεν είναι δυνατή. Επομένως, το αρχικό χάσμα κεφαλαίων αναγκάζει τον

-περιορισμό του μέγεθος του τραπεζικού ενεργητικού μέσω πωλήσεων στοιχείων του ενεργητικού, όπως ομόλογα και μετοχές,

-ή και του περιορισμού στην παροχή νέων δανείων, επεκτείνοντας την κρίση

-Η δε άρνηση νέου δανεισμού μεταφέρει την κρίση στην πραγματική οικονομία.

Οι σωρευμένες λογιστικές απώλειες των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στους ισολογισμούς τους, αγγίζουν σήμερα σχεδόν τα \$ 1,7 τρις ενώ οι απομειώσεις αυτές αυξάνονται με την πάροδο του χρόνου, αν και αναπληρώνονται σε μεγάλο ποσοστό από αντίστοιχες αυξήσεις μετοχικού. (Πίνακας 2.3) Τον Ιούνιο του 2008, οι απομειώσεις έφτασαν τα \$ 698,2 δισ., τον Ιουνίου του 2009 υπερδιπλασιάστηκαν στα \$ 1.662,7 δισ. και στα μέσα Δεκεμβρίου 2009 βρίσκονται στα \$1.703,4 δισ. Τον Ιούνιο του 2008 το χάσμα μεταξύ απομειώσεων και εισροών νέων κεφαλαίων ήταν \$314,6 δις ενώ σήμερα έχει μειωθεί περίπου στα \$217,3 δις. κυρίως λόγω των κυβερνητικών παρεμβάσεων με αγορές προνομιούχων ή απλών μετοχών. Το σενάριο για το 2010 φαίνεται αρκετά αισιόδοξο, καθώς μέχρι τα τέλη του 2010 εκτιμάται από το ότι το σύνολο των απομειώσεων θα φτάσει τα \$3,4 τρις.<sup>13</sup>

#### 2.1.3.4 Αμοιβές στελεχών

Επιπλέον επιβάρυνση στον αρνητικό ρόλο των τραπεζών, αποτέλεσε και η διαμόρφωση παρατεταμένης, (με την ανοχή των μετόχων), λανθασμένης δομής και ύψους κινήτρων αναφορικά με τις μεταβλητές αμοιβές των στελεχών στο διεθνές τραπεζικό χώρο (bonuses). Έτσι, τα στρεβλά κίνητρα των διευθυντικών στελεχών των τραπεζών, ευνόησαν μια ακρως επιθετική πιστωτική πολιτική, με χαλαρές προδιαγραφές χορηγήσεων, υποβαθμίζοντας έτσι και την ποιότητα των χορηγούμενων δανείων.

Ευνοηθήκαν κατ' επέκταση, οι βραχυχρόνιες κερδοσκοπικές δραστηριότητες και η ανάληψη υπερβολικών κινδύνων, με σημαντική, ευνοϊκή ασυμμετρία ωφέλειας/ζημίας υπέρ των στελεχών και εις βάρος των μετόχων και τελικά της κοινωνίας (απόλυση αποτυχημένων διοικήσεων ζημιογόνων τραπεζών με αποζημιώσεις δεκάδων εκατ.). Δεν είναι τυχαίο ότι φθάσαμε σήμερα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών να παρεμβαίνει θεσμικά στη διαδικασία καθορισμού των έκτακτων αμοιβών των στελεχών μεγάλων ιδιωτικών τραπεζών.

#### **2.1.4 Ο ρόλος των εταιρειών ειδικού σκοπού: Αναξιοπιστία**

Από το παζλ των επικίνδυνων παραγόντων που οδήγησαν στην τρέχουσα ύφεση, δεν έλλειψε η σύγκρουση συμφερόντων και οι ανεπαρκείς αναλύσεις και μεθοδολογίες, που εφάρμοσαν οι διεθνείς εταιρείες αξιολόγησης κινδύνων, (Moody's, S & P, Fitch) , όντας υπέρ-αισιόδοξες και μη λαμβάνοντας υπόψη τους το συστημικό κίνδυνο, δηλαδή τη θετική συσχέτιση των κινδύνων των επιμέρους τμημάτων των τίτλων<sup>14</sup>.

Ως αποτέλεσμα, είχαν αξιολογηθεί τα τελευταία χρόνια 70,000 περίπου διεθνείς εκδόσεις στη βαθμίδα AAA, δηλαδή ελάχιστου κινδύνου, εν μέρει, διότι το σύστημα μεροληπούσε υπέρ των εκδοτών, που κάλυπταν τα έξοδα αξιολόγησης, ενώ τα τελευταία θα έπρεπε να πληρώνουν για την προστασία τους οι αγοραστές. Χιλιάδες, όμως, τράπεζες και επενδυτές, τα τελευταία χρόνια, στηρίχθηκαν στην αξιοπιστία των αξιολογήσεων των παραπάνω οίκων για να τοποθετήσουν τρισεκ. σε κινητές αξίες, που νόμιζαν ότι ήταν πολύ χαμηλού κινδύνου, αλλά απεδείχθησαν τοξικά προϊόντα. Έτσι δόθηκε ώθηση στις εποπτικές αρχές να θέσουν το καθεστώς λειτουργίας υπό επανεξέταση<sup>15</sup>.

#### **2.1.5 Ο ρόλος των επενδυτών: Απλησία**

Εν πρώτης, το κλίμα χαλαρότητας και εμπιστοσύνης υποβοήθησε κατά πολύ την έντονη ζήτηση των «τοξικών» ομολογιών που προαναφερθήκαν, από το επενδυτικό κοινό. Τα οφέλη επομένως, πέραν της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους, ήταν και η ικανοποίηση της ολοένα και αυξανόμενης ανάγκης για μεγαλύτερα επίπεδα απόδοσης, όπως και η ανάληψη υψηλότερου κινδύνου και συνεπώς, ρίσκου.

Έτσι , οι επενδυτές που αγόραζαν τους πολύπλοκους και υπέρ-βαθμολογημένους τίτλους πιθανόν και να γνώριζαν αλλά να αφήφισαν τον κίνδυνο που αντιμετώπιζαν. Άλλωστε η απλησία, δηλαδή η εξασφάλιση απόδοσης αγνοώντας με ανορθολογικό τρόπο το ρίσκο, ήταν στο πνεύμα της εποχής. Ιδιαίτερα οι επενδυτικές τράπεζες, αυτές που δημιουργούσαν τις τιτλοποιήσεις ή αυτές που υπήρξαν σημαντικές μεσάζουσες στην πρωτογενή αγορά τους, ήταν αυτές που κυρίως διακρατούσαν το λεγόμενο “equity tranche” των τιτλοποιήσεων, δηλαδή το κομμάτι με το μεγαλύτερο ρίσκο απωλειών αλλά και την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση. Αυτές βρέθηκαν στο μάτι του κυκλώνα όταν ξέσπασε η κρίση και οι τιμές των τίτλων άρχισαν να πέφτουν.

#### **2.1.6 Ο ρόλος των εποπτικών αρχών: Ανεπαρκής**

Εξελίξεις όπως η παγκοσμιοποίηση και η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η εφαρμογή στο χρηματοπιστωτικό χώρο των επιτευγμάτων της νέας τεχνολογίας, η εκρηκτική ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών καινοτομιών, η εντυπωσιακή ανάπτυξη και διεθνοποίηση των νέων αγορών και της θεσμικής διαχείρισης, δεν συνοδεύθηκαν από την αναβάθμιση και διεθνοποίηση της εποπτείας και των ελέγχων.



Παρατηρήθηκε λοιπόν, ότι στο πνεύμα της αποτελεσματικότητας των αγορών που αναφέρθηκε παραπάνω, κινήθηκαν για μεγάλο χρονικό διάστημα και οι εποπτικές αρχές στις Η.Π.Α., οι οποίες κατήργησαν σταδιακά πολλούς περιοριστικούς όρους του παρελθόντος. Πολλοί αναλυτές κατηγορούν τη Federal Reserve ότι το 1999 επέτρεψε την τελική επανασύνδεση της παραδοσιακής εμπορικής τραπεζικής με την επενδυτική τραπεζική, δύο πεδία που είχαν διασπαστεί από τη δεκαετία του 1930 με τη γνωστή Glass-Steagall Act. Η κριτική αυτή φαίνεται εν μέρει μόνο σωστή, αφού την κρίση στις Η.Π.Α. προκάλεσαν κυρίως αμιγώς επενδυτικές τράπεζες. Άλλοι αναλυτές κατηγορούν την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α., δηλαδή το Securities & Exchange Commission, ότι ελαστικοποίησε τον περιορισμό δανεισμού των επενδυτικών τραπεζών, γεγονός που οδήγησε τις επενδυτικές τράπεζες σε άκρως ριψοκίνδυνες επενδύσεις με δανεικά χρήματα

Μια επιπλέον ρυθμιστική ανεπάρκεια που συντέλεσε στην κάθοδο των οικονομικών εξελίξεων, ήταν και η ανεπάρκεια των διεθνών λογιστικών προτύπων (IFRS). Ιδιαίτερα αναφορικά με τις μεθόδους αποτίμησης σε τρέχουσες τιμές επενδυτικών στοιχείων του ενεργητικού των Τραπεζών, καθώς και των στοιχείων εκτός ισολογισμού.

## 2.2 Αλυσιδωτές αντιδράσεις

Οι τράπεζες που διέθεταν τίτλους σε «Εταιρίες δομημένων επενδυτικών προϊόντων» χρειάζονταν άμεσα ρευστότητα ώστε να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους στις εγγυήσεις που είχαν δώσει και για να μεταφέρουν τα υποκείμενα δάνεια στον ισολογισμό τους, κάτι που δημιουργούσε αναπροσαρμογές και στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας. Όσες δε διέθεταν τέτοιους τίτλους, αντιμετώπιζαν με διστακτικότητα το ενδεχόμενο δανεισμού μιας άλλης τράπεζας στη διατραπεζική αγορά, εξαιτίας της έλλειψης διαφάνειας από την έκθεσή τους στον κίνδυνο ρευστότητας. Απόρροια του τελευταίου ήταν και η απότομη αύξηση των επιτοκίων στην "αφερέγγυα" πλέον διατραπεζική αγορά. Τα ιδρύματα που εξαρτώνταν από την αγορά μακροπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων υπέστησαν και τις μεγαλύτερες απώλειες.

Οι κεντρικές τράπεζες των κρατών επενέβησαν συγχρονισμένα με σκοπό να εξασφαλίσουν ρευστότητα με εγγυήσεις και περιόρισαν την αστάθεια στα επιτόκια της βραχυπρόθεσμης αγοράς. Η αμερικανική Fed προέβη σε μείωση επιτοκίων (Πίνακας 2.4), ενώ η ΕΚΤ πάγωσε τις αυξήσεις κι άρχισε να προσανατολίζεται σε πιθανές μειώσεις

Παράλληλα, 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 δανείου τους και ότι τους συνέφερε να παραδώσουν το ενυπόθηκο ακίνητο στην τράπεζα και να αποχωρήσουν. Η χρεοκοπία των νοικοκυριών οδήγησε και σε μειωμένες εισροές στα ταμεία των τιτλοποιημένων δανείων.

Στο πλαίσιο αυτό, οι Αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών, αφού διέσωσαν πρώτα ορισμένες τράπεζες, μετά έκριναν σκόπιμο, κυρίως, με ιδεολογικά κριτήρια ότι δεν θα ήταν πρόβλημα να αφήσουν την Lehman Brothers να

καταρρεύσει, για παραδειγματισμό πειθαρχίας και ευθύνης των μετόχων και πιστωτών. Η τέταρτη, όμως τράπεζα, σε μέγεθος των ΗΠΑ είχε \$600 δισεκ. υποχρεώσεις στις κεφαλαιαγορές σε χιλιάδες επενδυτές σε όλο τον κόσμο, συμμετείχε ως μέλος σε 30 διεθνή συστήματα πληρωμών, διακανονισμού και φύλαξης τίτλων και είχε συνάψει 900.000 συμβάσεις παραγώγων με τρίτους, αξίας τρισεκατ. δολαρίων, κυρίως με διεθνείς τράπεζες και θεσμικούς επενδυτές.

Αποτέλεσμα, η πτώχευσή της δημιούργησε αμέσως παγκόσμιο χάος, με την επικράτηση της ψυχολογίας του ποια θα είναι η επόμενη τράπεζα στη λίστα της κατάρρευσης, εξέλιξη που μετέφερε με ταχύτητα φωτός την κρίση σε όλες τις κεφαλαιαγορές παγκοσμίως.

### 2.3 Το χρονικό της κρίσης κατά περιόδους

Παρακάτω ακολουθεί μια επιγραμματική παρουσίαση των γεγονότων της εξέλιξης της τρέχουσας παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης, κατά χρονολογική σειρά<sup>16</sup>:

<b>Προϊστορία: Δάνεια χαμηλής εξασφάλισης στις ΗΠΑ</b>	
2004-2006	Επιτόκια σε υποθήκες στις ΗΠΑ αυξάνονται από 1% σε 5,3% και οδηγούν σε κύμα απλήρωτων στεγαστικών δανείων. Τα προβλήματα επεκτείνονται μέσω CDOs και σε κατόχους τιτλοποιήσεων.  Από τον 7/2007 ήταν γνωστό ότι η Bear Stearns έχει ιδιαίτερο πρόβλημα
<b>Αρχίζει να φαίνεται η έκταση του προβλήματος</b>	
9 /8/ 2007	Η BNP Paribas ανέφερε ότι δεν μπορεί να πληρώσει σε δύο ταμεία , αφού δεν υπάρχει ρευστότητα ενώ δεν γνωρίζει πώς να τιμολογήσει CDO.
13/9/2007	Πανικός στην Αγγλική τράπεζα Northern Rock – ο Πρώτος σε Αγγλική Τράπεζα από το 1860.
Δεκ 2007	Βοήθεια στις ΗΠΑ στους δανειολήπτες στεγαστικών δανείων. Ενέργειες 5 κεντρικών τραπεζών να ενισχύσουν την ρευστότητα των τραπεζών.
1/08-3/08	Προβλήματα σε οργανισμούς που έχουν εκδώσει ομόλογα που περιέχουν εγγυήσεις
<b>Η κρίση σε εξέλιξη</b>	
2/ 08	Η Αγγλική κυβέρνηση εθνικοποιεί την Northern Rock
3/08	Η <b>Bear Stearns</b> (5 <sup>η</sup> μεγαλύτερη τράπεζα στην Wall street) αγοράζεται έναντι \$240 εκ από την JP Morgan κατόπιν κρατικής χρηματοδότησης. 1 χρόνο πριν η χρηματιστηριακή αξία της Bear ήταν \$18 δισεκ – απώλεια 98% της αξίας της

4/08	Το ΔΝΤ λέει ότι το κόστος της κρίσης μπορεί να υπερβεί 1 τρις\$. Αναφέρει ότι η κρίση επεκτείνεται και πέραν των στεγαστικών
7/08	Οι αρχές στις ΗΠΑ, μετά από φόβους για χρεοκοπία, παρεμβαίνουν για να σώσουν την Fannie Mae και Freddy Mac (ημικρατικούς οργανισμούς που εγγυώντο στεγαστικά δάνεια), επειδή είναι πολύ σημαντικοί για την οικονομία
<b>Στο μάτι του κυκλώνα</b>	
7/9/2008	Η Fannie Mae και Freddy Mac εθνικοποιούνται. Οι δύο εταιρείες έχουν εγγυηθεί περί τα 5 τρις \$ στεγαστικά δάνεια.
15/9/2008	Χρεωκοπία Lehman Brothers Η Merrill Lynch αγοράζεται από τη Bank of America για να μην κλείσει. Χρηματιστήρια πέφτουν
16/9/2008	Ανακοινώνεται πακέτο βοήθεια \$85 δισεκ για την διάσωση της ασφαλιστικής εταιρείας AIG, που είχε εγγυηθεί τιτλοποιήσεις.
Η Washington Mutual Πωλείται στην JP Morgan για να μην κλείσει.	
28/9/08	Προβλήματα στην Ευρώπη. Η τράπεζα Fortis εθνικοποιείται μερικά αφού πρώτα διασπαστεί σε Ολλανδικό και Βελγικό τμήμα. Στις ΗΠΑ ανακοινώνεται πρόγραμμα \$700 δισεκ για τη διάσωση των τραπεζών. (Πρόγραμμα Poulson) Προβλήματα με το τραπεζικό σύστημα στην Ισλανδία
<b>Η αρχή της αντίδρασης</b>	
3/10/08	Ψήφιση πακέτου διάσωσης στην Αμερική
6-14 /10	Ανακοίνωση προγραμμάτων διάσωσης τραπεζών στην Γερμανία, Αγγλία, Ισλανδία, ΗΠΑ Εθνικοποιήσεις τραπεζών στην Αγγλία.
10/08	Η Ιρλανδική κυβέρνηση δηλώνει ότι εγγυάται όλες τις τραπεζικές καταθέσεις. Η Ελληνική κυβέρνηση κάνει το ίδιο με διάγγελμα του Π/Θ. Η εγγύηση φθάνει στα €100,000
15/10/08	Ο Dow Jones μειώνεται 7.8% - η μεγαλύτερη πτώση από το 1987.
10/08	Ελλάδα: 28 δισ. Ευρώ για τις τράπεζες, εκ των οποίων τα 8 δισ. σε μορφή κρατικών ομολόγων. Συζήτηση για αμοιβές τραπεζικών στελεχών

<b>Η κρίση επεκτείνεται</b>	
11/08	Προβλήματα στην Ουκρανία. Η ΕΚΤ μειώνει τα επιτόκια Η ευρωζώνη και επίσημα σε ύφεση Μέτρα για την Ισλανδία από ΔΝΤ.
11/08	\$20δισ για την Citigroup μετά πτώση των μετοχών της κατά 60%.
Η Fed ανακοινώνει νέο πακέτο \$800 δισεκ για βοήθεια στον τομέα. Η Κομισιόν ανακοινώνει σχέδιο για €200 δισεκ στην Ευρώπη.	
14/11/08	Συνάντηση των G20. Συμφωνούν στην ανάγκη συντονισμού και νέας συνάντησης.
12/08	Αποκαλύπτεται το σκάνδαλο Madoff. Ο Bernie Madoff είχε καταχραστεί σε πυραμυδοειδές σχήμα (Ponzi scheme), ύψους \$65 δισεκ. (Η μεγαλύτερη απάτη στην ιστορία). Τα θύματά του συμπεριλαμβάνουν τράπεζες και αστέρες του Hollywood.
<b>Και επίσημα στη ύφεση</b>	
15/12/08	Επιτόκια στις ΗΠΑ μειώνονται στο επίπεδο 0-0,25% - τα χαμηλότερα στην ιστορία
12/08	Σχέδιο €26 δισεκ στην Γαλλία για δημόσιες επενδύσεις για να αποτραπεί η ύφεση.
12/08	Πρόγραμμα για διάσωση αυτοκινητοβιομηχανιών στις ΗΠΑ. \$6 δισεκ κρατικά χρήματα στην General Motors
12/08	Τα χρηματιστήρια στη διάρκεια του 2008 έχουν χάσει 31% στην Αγγλία, 40% στην Γερμανία και 43% στην Γαλλία. Στην Ελλάδα οι απώλειες ήταν 65,5%.
1/09	Επιτόκια στην Αγγλία 1,5% (το χαμηλότερο για 300 χρόνια). Ανεργία 7,2% στις ΗΠΑ. Μεγάλη πτώση στις εξαγωγές Κίνας. Πρόγραμμα για την Γερμανική οικονομία. ΕΚΤ επιτόκια του ευρώ στο 2%
<b>Κρατικές δαπάνες στο προσκήνιο - Στήριξη της ενεργού ζήτησης</b>	
2/09	Ψηφίζεται το αμερικανικό σχέδιο στήριξης των \$787 δισεκ. Στόχος η δημιουργία 3,5 εκ θέσεων εργασίας
3/09	Η ασφαλιστική AIG αναφέρει την μεγαλύτερη εταιρική ζημιά τριμήνου στην ιστορία - \$62 δισεκ. Η κυβέρνηση θα της δώσει \$30 δισεκ επιπλέον των \$150 που πήρε ήδη. Η τράπεζα HSBC αυξάνει το μετοχικό της κεφάλαιο κατά \$18 δισεκ για να καλύψει ζημιές.

4/09	Συνάντηση G20 για συντονισμό. Συμφωνία αποτροπής προστατευτισμού. Διάθεση \$1,1, τρισεκ για την καταπολέμηση της ύφεσης. Το ΔΝΤ αναλαμβάνει περισσότερες αρμοδιότητες και χρήματα για να αντιμετωπίσει την κρίση παγκοσμίως.
<b>ΣΗΜΑΔΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ, ΣΗΜΑΔΙΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΡΡΕΥΣΗΣ</b>	
5/09	Οι οικονομίες της ΕΕ θα συρρικνωθούν κατά 4% το 2009, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει προβλέψει στην πιο απαισιόδοξη πρόβλεψή της μέχρι σήμερα. Υπολογίζει ότι η ανεργία θα ανέλθει σε 10.9%.  Οι δέκα από τις μεγαλύτερες αμερικανικές τράπεζες έχουν αποτύχει τις δοκιμές πίεσης και υπάρχει ανάγκη νέου κεφαλαίου.
6/09	Άνοδος βρετανικού δείκτη ανεργίας σε 7.1% με 2.22 εκατομμύριο ανθρώπους άνεργους τους πρώτους τρεις μήνες του 2009.  Η παγκόσμια κατανάλωση πετρελαίου μειώθηκε για πρώτη φορά από το 1993 το 2008, σύμφωνα με έρευνα της BP, ως ένα ακόμα σημάδι του βάθους της υφέσεως.  Η Οικονομία της Ιαπωνίας περιορίζεται σε ετήσιο ποσοστό 14.2% τους πρώτους τρεις μήνες του 2009, ένα ποσοστό ρεκόρ κατά την ύφεση.  Η αμερικανική κυβέρνηση αναγγέλλει μια σημαντική μεταρρύθμιση του τραπεζικού κανονισμού ώστε να αποτραπούν μελλοντικές οικονομικές κρίσεις. Ο Πρόεδρος Barack Obama το περιγράφει ως την μεγαλύτερη ανατροπή του αμερικανικού συστήματος από τη δεκαετία του '30.
7/09	Η βρετανική ανεργία ανήλθε από το ρεκόρ 281.000 έως 2.38 εκατομμύρια μέσα στους τρεις μήνες μέχρι τον Μάιο. Ο δείκτης ανεργίας αυξήθηκε σε 7.6%, ο υψηλότερος μέσα σε περισσότερο από 10 έτη.  Η οικονομία της Κίνας αυξήθηκε κατά ετήσιο ποσοστό 7.9% μεταξύ Απριλίου και Ιουνίου, ψηλότερα από το 6.1% του πρώτου τρίμηνου, χάρη στη μεγάλο κυβερνητικό πακέτο. Το Πεκίνο αναμένει να πετύχει η Κίνα αύξηση 8% για το 2009 συνολικά.  Η βρετανική οικονομία συρρικνώθηκε 0.8% μεταξύ Απριλίου και Ιουνίου, περισσότερο από το διπλάσιο αναμενόμενο. Πιθανό ετήσιο ποσοστό πτώσης 5.6%, η μεγαλύτερη πτώση δεδομένου από το 1955.
8/09	Η Barclays αναγγέλλει μια άνοδο 8% στα κέρδη του πρώτου εξαμήνου, που ενισχύονται από το τραπεζικό τμήμα επένδυσής της. Καθώς και άλλες βρετανικές τράπεζες αναγγέλλουν τα αποτελέσματά τους για την ίδια περίοδο, προκύπτει μια μικτή εικόνα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### Οικονομικό Σοκ: Το επόμενο στάδιο

#### **3.1 Μέτρα αντιμετώπισης**

Η Μεγάλη Ύφεση του 1929 όπως φάνηκε έδωσε αρκετά πολύτιμα μαθήματα, καθώς παρά τον αιφνιδιασμό κυβερνήσεων, κεντρικών τραπεζών και διεθνών οργανισμών, δεν επαναλήφθηκαν τα ίδια λάθη. Οι αντιδράσεις ήταν άμεσες και συντονισμένες, προσπαθώντας την αποφυγή απαισιόδοξων σεναρίων περεταίρω κατάρρευσης, με πολιτικές πάνω στην ίδια γραμμή ανώδυνης αντιμετώπισης της κρίσης .

Εν συντομία, τα βασικά μέτρα κινήθηκαν μεταξύ αύξησης του κατώτατου ορίου στις εγγυήσεις των καταθέσεων, παροχής πακέτων διάσωσης των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων όπως και επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής. Στις προσπάθειές αυτές συντονιστικό ρόλο έπαιξαν η ομάδα χωρών G-20, το αναβαθμισμένο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και το Financial Stability Board

##### **3.1.1 Πολιτική επιτοκίων**

Είναι γεγονός ότι στην κορύφωση της κρίσης ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής είχε ουσιαστικά παραλύσει. Παρόλα αυτά σε συντονισμένες μειώσεις επιτοκίων και ενέσεις ρευστότητας προέβησαν οι παρακάτω κεντρικές τράπεζες: (Διάγραμμα 3.1)

###### **3.1.1.1 ΗΠΑ**

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) μείωσε το βασικό της επιτόκιο από 5,25% τον Σεπτέμβριο του 2007 στο 0% με 0,25% τον Δεκέμβριο του 2008. Για πρώτη φορά η Fed έθεσε ως στόχο για το βασικό της επιτόκιο ένα εύρος παρά ένα συγκεκριμένο νούμερο.

###### **3.1.1.2 Ευρωπαϊκή Ένωση**

Η ΕΚΤ προχώρησε πιο διστακτικά στη μείωση των επιτοκίων, καθώς περιορίζεται από την βασική της αποστολή, που είναι η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού. Η ΕΚΤ ξεκίνησε τις μειώσεις μόλις τον Οκτώβριο του 2008 από το 4,25% στο 1% τον Ιούνιο του 2009

##### **3.1.2 Πολιτική παροχής ρευστότητας**

Υπήρξαν καινοτομίες στην νομισματική πολιτική μέσω νέων πολιτικών παροχής ρευστότητας. Αν και παρατηρήθηκαν αντιθέσεις ως προς το εύρος και τον χαρακτήρα των μέτρων ανάμεσα στις δύο βασικές αρχές της Αμερικής και της Ευρωπαϊκής Ένωσης, παρακάτω παρουσιάζεται το περιεχόμενο τους:

### 3.1.2.1 Η.Π.Α.

Αν και σημαντικό το εργαλείο των επιτοκίων, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. (Fed) δεν περιορίστηκε μόνο εκεί. Προχώρησε και στη λήψη μη συμβατικών μέτρων, τα οποία ονομάστηκαν «μέτρα ποσοτικής και ποιοτικής χαλάρωσης» ή «quantitative and qualitative easing». Πιο συγκεκριμένα, διοχέτευσε ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα μέσω της αγοράς κρατικών ομολόγων, ομολόγων ημι- κρατικών φορέων ή ακόμα και εταιρικών γραμματίων, ενώ ξεκίνησε τον δανεισμό με ενέχυρο ευρείας κλίμακας, όχι μόνον ομολόγων του κράτους. Η παροχή άφθονης ρευστότητας από τη Fed είχε ως αποτέλεσμα τον υπερδιπλασιασμό του ύψους του ενεργητικού της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ από το Σεπτέμβριο του 2008 έως σήμερα (Διάγραμμα 3.2)

Παρακάτω περιγράφονται τα κυριότερα μέτρα νομισματικής πολιτικής της Fed:

- Δεκέμβριος 2007:

- Η Fed ξεκινάει το πρόγραμμα «ποσοτικής χαλάρωσης» με τη μορφή διευκολύνσεων μέσω δημοπρασιών καθορισμένης διάρκειας (Term Auction Facility), δίνοντας τη δυνατότητα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αποκτούν ρευστότητα, έναντι ενέχυρου με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων.

- Επιπλέον, η Fed, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας έρχονται σε συμφωνία για την ανταλλαγή νομισμάτων (swap currency lines), προκειμένου να βελτιωθούν οι συνθήκες ρευστότητας στις διεθνείς χρηματαγορές.

- Μάρτιος 2008:

- Ανακοίνωση νέου προγράμματος δανεισμού τίτλων (Term Securities Lending Facility) σύμφωνα με το οποίο η Fed θα δανείζει τίτλους αξίας έως και \$ 200 δισ. για μια περίοδο 28 ημερών, με δέσμευση χρεογράφων διάφορων μορφών, όπως για παράδειγμα τιτλοποιημένων στεγαστικών δάνειων (Mortgage Backed Securities).

- Διάσωση της Bear Stearns από τη JP Morgan χάρη στην παρέμβαση της Fed, η οποία παρέχει στη JP Morgan πιστωτική διευκόλυνση ύψους 29 δισ..

- Διεύρυνση της λίστας αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων στο μηχανισμό δανεισμού προς τους βασικούς διαπραγματευτές της αγοράς (Primary Dealer Credit Facility).

- Σεπτέμβριος 2008:

- Διάσωση της AIG από τη Fed, μέσω παροχής διετούς δανείου ύψους \$85 δισ., με αντάλλαγμα τον έλεγχο του μετοχικού κεφαλαίου της σε ποσοστό 79,9%.

- Θεσμοθέτηση διευκόλυνσης για τη διασφάλιση ρευστότητας σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μέσω απόκτησης τιτλοποιημένων εμπορικών

ομολόγων από αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς χρήματος, τα οποία βρίσκονται αντιμέτωπα με ρευστοποιήσεις (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, (AMLF)).

- Οκτώβριος 2008:

- Χρηματοδότηση των αμερικανικών επιχειρήσεων μέσω αγοράς 3μηνων εμπορικών ομολόγων απευθείας από τους εκδότες τους (Commercial Paper Funding Facility).

- Σχέδιο διάσωσης TARP ( Troubled Asset Relief Program), ύψους \$700 δισ. ή 5% του ΑΕΠ για τη στήριξη των εμπορικών τραπεζών.

- Νοέμβριος 2008:

- Θεσμοθέτηση της διευκόλυνσης Term Asset Backed Securities Loan Facility (TALF), σύμφωνα με την οποία η Fed θα χορηγεί έως και \$200 δισ. χωρίς το δικαίωμα προσφυγής σε κατόχους αξιολογίων που προέρχονται από τιτλοποίηση (asset-backed securities) και φέρουν αξιολόγηση AAA.

### 3.1.2.2 Ευρωπαϊκή Ένωση

Οι αντιδράσεις της ΕΚΤ στη ζώνη του ευρώ αποδείχτηκαν πολύ πιο συντηρητικές από τη Fed. Αυτό φαίνεται από την προαναφερθείσα πολιτική των επιτοκίων αλλά και από την χρήση έκτακτων μέτρων παροχής ρευστότητας. Ενώ η ΕΚΤ αναγκάστηκε να καταφύγει και αυτή σε μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, ώστε να διοχετεύσει ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, το ενεργητικό της αυξήθηκε πολύ λιγότερο από το αντίστοιχο ενεργητικό της Fed. (Διάγραμμα 3.3) Με χρονολογική σειρά περιγράφονται παρακάτω τα κυριότερα μέτρα της ΕΚΤ :

- Αύγουστος 2007:

- Η ΕΚΤ είναι η πρώτη κεντρική τράπεζα που αντιδρά στην κρίση, με την παροχή ρευστότητας ύψους €95 δισ. με σταθερό επιτόκιο.

- Δεκέμβριος 2007:

Επέκταση της χρονικής διάρκειας των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης από 1 σε 2 εβδομάδες (εκτάκτως μόνο σε αυτή τη δημοπρασία), παρέχοντας μάλιστα απεριόριστη ρευστότητα. Σημειώσατε ότι η παροχή απεριόριστης ρευστότητας δεν επαναλήφθηκε στη συνέχεια, παρά μόνον μετά τις 15/10/2008.

- Μάρτιος 2008:

- Επέκταση της χρονικής διάρκειας των πράξεων μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης από 3 μήνες σε έως και 6 μήνες.

- Οκτώβριος 2008:

- Διεύρυνση των αποδεκτών ως εγγύηση τίτλων από το Ευρωσύστημα.

- έως σήμερα: Παροχή απεριόριστης χρηματοδότησης μέσω των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης σταθερού επιτοκίου.



-έως σήμερα: Παροχή απεριόριστης χρηματοδότησης μέσω των μακροχρόνιων πράξεων αναχρηματοδότησης σταθερού επιτοκίου.

- Μάιος 2009:

Εκ νέου επέκταση της χρονικής διάρκειας των πράξεων μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης σε έως και 1 χρόνο, με σταθερό επιτόκιο.

### 3.1.3 Πολιτική Εγγυήσεων

Η ύπαρξη ενός συστήματος εγγύησης των καταθέσεων είναι ένας από τους σημαντικότερους τρόπους προστασίας της σταθερότητας ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος. Σε μια εποχή με χαμηλή ρευστότητα ακόμα και οι φερέγγυες ή συντηρητικές τράπεζες με υψηλή κεφαλαιακή επάρκεια, μπορεί να αντιμετωπίσουν τον γενικευμένο πανικό των επενδυτών. Αυτό γιατί είναι εύκολο το σύστημα να αποσυντονιστεί σε περιόδους που οι καταθέτες νιώθουν ότι οι καταθέσεις τους δεν είναι ασφαλείς και σπεύδουν όλοι μαζί να τις αποσύρουν. Η εγγύηση στις καταθέσεις καθησυχάζει τους καταθέτες ώστε να μην σπεύδουν σε αποσύρσεις. Έτσι, την περίοδο της χρηματοοικονομικής κρίσης, οι κυβερνήσεις ακολούθησαν τις παρακάτω πολιτικές:

#### 3.1.3.1 Ελάχιστου ποσού εγγυήσεως των καταθέσεων

Η αύξηση του ελάχιστου ποσού της εγγύησης των καταθέσεων ήταν ένα από τα πρώτα μέληματα των κυβερνήσεων, για την να αποφυγή της εκδήλωσης πανικού.

Σήμερα, σύμφωνα με στοιχεία του International Association of Deposits Insurers, υπάρχουν συστήματα εγγύησης των καταθέσεων σε περίπου 100 χώρες. Στην Ε.Ε. η οδηγία 94/19/EC της 30/5/1994 υποχρεώνει όλα τα κράτη μέλη να έχουν ένα σύστημα εγγύησης των καταθέσεων που να καλύπτει τουλάχιστον το 90% μιας κατάθεσης έως το ποσό των €20.000 ανά άτομο. Στις 7/10/2008, υπό την πίεση της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης, το ποσό αυτό αυξήθηκε στα €50.000. Έτσι στις ΗΠΑ το ελάχιστο ασφαλισμένο ποσό ανήλθε τον Οκτώβριο 2008 στα \$250.000 από \$100.000, αλλά αυτό ισχύει μόνο μέχρι το τέλος του 2013. Στο Ηνωμένο Βασίλειο το όριο αυξήθηκε από £35.000 σε £50.000, στην Γερμανία από €20.000 σε €50.000 τον Ιούλιο του 2009 και €100.000 από τον Ιανουάριο 2011 ενώ στην Ελλάδα το όριο αυξήθηκε από τις €20.000 στις €100.000 έως τον Δεκέμβριο του 2011. Τα αντίστοιχα όρια και οι αυξήσεις τους φαίνονται στον Πίνακα 3.1.

#### 3.1.3.2 Πακέτα διάσωσης και ενίσχυσης

Η ενεργοποίηση πακέτων διάσωσης και ενίσχυσης των εγχωρίων τραπεζών ήταν μια δεύτερη και επίσης σημαντική πρωτοβουλία των κυβερνήσεων. Το μέγεθος των πακέτων διάσωσης κυμάνθηκε από το 3% του εγχωρίου ΑΕΠ στην Ιταλία, έως το 220% στην Ιρλανδία. Στην Ελλάδα αντιστοιχούσε στο 11% του ΑΕΠ. Σε πολλές χώρες κρίθηκε αναγκαία ακόμα και η – έστω και μερικώς – κρατικοποίηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Στα πακέτα διάσωσης περιλαμβάνονται αυξήσεις κεφαλαίου, αγορές στοιχείων του ενεργητικού και εγγυήσεις χρέους. (Πίνακας 3.2)

### 3.1.3.2.1. Η.Π.Α.

Στις ΗΠΑ το αρχικό σχέδιο (Οκτώβριος 2008), το αποκαλούμενο TARP (Troubled Asset Relief Program), ύψους \$700 δισ. ή 5% του ΑΕΠ αποδείχτηκε ανεπαρκές και χρειάστηκε η υιοθέτηση ενός νέου σχεδίου του Financial Stability Plan με επιπλέον πόρους ύψους \$2 τρισ. ή 14% του ΑΕΠ. Το FSP περιλαμβάνει προγράμματα κεφαλαιακής στήριξης χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τη δημιουργία ταμείων, προϊόν συνεργασίας ιδιωτικού και κρατικού τομέα, για την απομάκρυνση «τοξικών» περιουσιακών στοιχείων από τους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, την παροχή χρηματοδότησης σε ιδιώτες για αγορά δανείων στις δευτερεύουσες αγορές, ώστε να επαναδραστηριοποιηθεί η πιστωτική αγορά και να μειωθούν τα επιτόκια των καταναλωτικών και επιχειρηματικών δανείων και τέλος την υποστήριξη δανειοληπτών με την αναδιάρθρωση στεγαστικών δανείων ώστε να περιοριστούν οι κατασχέσεις.

Από τα κεφάλαια του TARP χρησιμοποιήθηκαν \$319 δισ. για την ενίσχυση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (Citigroup, Bank of America, JPMorgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Wells Fargo, AIG κ.α.), \$81 δισ. στις αυτοκινητοβιομηχανίες (GM, Chrysler) και \$27 δισ. για την ενίσχυση δανειοληπτών. Συνολικά έχουν χρησιμοποιηθεί \$454 δισ. από τα διαθέσιμα κεφάλαια.

### 3.1.3.2.2 Ελλάδα

Πρόγραμμα Ενίσχυσης της Ρευστότητας της Οικονομίας (ν. 3723/2009) ονομάστηκε στην Ελλάδα το αντίστοιχο πακέτο και είναι ύψους €28 δισ. Τονίζεται ότι ο χαρακτήρας του ήταν κυρίως η ενίσχυση της οικονομίας (νοικοκυριών και επιχειρήσεων) μέσω των τραπεζών, σε αντίθεση με τα προγράμματα διάσωσης τραπεζών άλλων χωρών. Αφορά συνδυασμό ομολόγων και εγγυήσεων του Δημοσίου προς τις ελληνικές τράπεζες και αποτελείται από τρία σκέλη:

- Αγορά από το Δημόσιο προνομιούχων μετοχών των τραπεζών έναντι ομολόγων, συνολικού ύψους €5 δισ., με ετήσια σταθερή απόδοση 10% για το Δημόσιο. Η ρευστότητα που αποκτούν έτσι οι τράπεζες μπορεί να διοχετευθεί μέσω δανείων στην αγορά αλλά και να ενισχύσει τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας. Τα ομόλογα θα επιστραφούν το αργότερο έως την 1/7/2014. Οι προνομιούχες μετοχές δεν παρέχουν δικαίωμα ψήφου στο Δημόσιο, αλλά το Δημόσιο έχει το δικαίωμα βέτο σε αποφάσεις που αφορούν τη διανομή μερισμάτων και την πολιτική παροχών προς τα μέλη Διοίκησης και τα ανώτατα στελέχη των τραπεζών. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ (2009))<sup>17</sup>, από το πρώτο αυτό σκέλος έχουν αξιοποιηθεί από τις τράπεζες τα €3,8 δισ..
- Εκδοση ομολόγων ύψους €15 δισ. από τις τράπεζες ώστε να αντλήσουν ρευστότητα με εγγύηση του ελληνικού δημοσίου, έναντι

προμήθειας. Η διευκόλυνση αυτή θα έχει μέγιστη διάρκεια 3 έτη. Οι τράπεζες έχουν αξιοποιήσει τα €4,5 δισ. (ΤτΕ (2009)).

- Έκδοση ειδικών ομολόγων του Δημοσίου ύψους €8 δισ. τα οποία θα δοθούν στις τράπεζες έναντι προμήθειας ή έναντι εκχώρησης στο Δημόσιο ισόποσου χαρτοφυλακίου δανείων. Η αποκτηθείσα ρευστότητα θα διατεθείντο σε στεγαστικά δάνεια και σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Τα ειδικά αυτά ομόλογα θα επιστραφούν στο Δημόσιο το αργότερο μέσα σε τρία χρόνια. Μικρό μέρος αυτού του ποσού έχει αξιοποιηθεί από τις τράπεζες, μόνο €3 δισ., αφενός λόγω του σχετικά υψηλού κόστους και αφετέρου λόγω της σχετικής ομαλοποίησης των χρηματαγορών (ΤτΕ (2009)). Συνολικά το ποσοστό αξιοποίησης έφτασε το 40%, έναντι 43% στη ζώνη του ευρώ (ΤτΕ (2009)).

### 3.1.4 Δημοσιονομικά πακέτα στήριξης της οικονομίας

Επιπλέον δημοσιονομικά πακέτα στήριξης υιοθέτησαν πολλές κυβερνήσεις στο τέλος του 2008 για τις οικονομίες τους. Έτσι, η Αμερική το 2008 (Economic Stimulus Act of 2008<sup>18</sup>) προώθησε \$168 δισ., 1,2% του ΑΕΠ ενώ για την περίοδο 2009 (American Recovery and Reinvestment Act of 2009<sup>19</sup>) \$789 δισ, 5,5% του ΑΕΠ 2009 με το δημοσιονομικό της έλλειμμα να αγγίζει το -6,4% το 2008 και το -11,3% το 2009 αντίστοιχα. (Διάγραμμα 3.4) Παράλληλα πιο μειωμένο ήταν το Ευρωπαϊκά πακέτο για την περίοδο 2009-10, αγγίζοντας το 2,6% του ΑΕΠ 2009 με €245 δισ με δημοσιονομικό έλλειμμα -2,0% και -6,4% 2008 και 2009 αντιστοίχως. (Πίνακας 3.3)

Τα ευρωπαϊκά μέτρα θεωρήθηκαν ανεπαρκή από την Αμερική για μεγάλο χρονικό διάστημα, η οποία και πίεζε την Ευρώπη για περαιτέρω επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Είναι αξιοσημείωτο το ζήτημα της ενδυνάμωσης των ανατολικοευρωπαϊκών οικονομιών από την Ε.Ε., η οποία είχε ισχυρό κίνητρο να βοηθήσει, καθώς είναι ιδιαίτερως εκτεθειμένη στην Α. Ευρώπη ((% ΑΕΠ: 82% Αυστρία, 53% Ελβετία, 49% Ολλανδία, 42% Βέλγιο). Οι υποχρεώσεις των τραπεζών της Α. Ευρώπης προς την Δ. Ευρώπη ανέρχονται σε 1,5 τρις επί συνολικών υποχρεώσεων 1,66 τρις σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών. Τα δημοσιονομικά μέτρα εν μέσω κρίσης ήταν αρκετά υπό αμφισβήτηση καθότι χαρακτηρίστηκαν ανεπαρκή, δεν θα σταματούσαν την κρίση, με τα δημοσιονομικά ελλείμματα να αυξάνονται.

Κάτω από τις σημερινές συνθήκες και ιδίως σε μια περίοδο με δυσλειτουργίες στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, η δημοσιονομική πολιτική εξακολουθεί να είναι ίσως το ισχυρότερο εργαλείο αναζωπύρωσης των οικονομιών. Είναι όμως κοστοβόρα και επικίνδυνη να δημιουργήσει επιπλέον παγίδες, καθώς τα συνεχώς διογκούμενα δημοσιονομικά χρέη απειλούν να εκτροχιαστούν και η μελλοντική τους εξυπηρέτηση σε ένα διεθνές περιβάλλον χαμηλής ανάπτυξης θα επιβαρύνει τις μελλοντικές αναπτυξιακές δυνατότητες..

### 3.1.5 Συντονιστικός ρόλος G-20 και του ΔΝΤ

Η διαμόρφωση της «ομάδας των 20», ή G20, έγινε με αφορμή τις οικονομικές κρίσεις της δεκαετίας του 1990 και η θεσμοθέτηση της

πραγματοποιήθηκε το 1999 στοχεύοντας στον συνυπολογισμό των αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς που μέχρι τότε είχαν αποκλεισθεί από τον «πυρήνα της παγκόσμιας οικονομικής συζήτησης και διακυβέρνησης». Η δημιουργία της στηρίχτηκε στην βασική ιδέα του διάλογου για την μείωση της «ευπάθειας της παγκόσμιας οικονομίας σε κρίσεις», αναλαμβάνοντας πλέον τον βασικό ρόλο διαβούλευσης και συντονισμού των οικονομικών πολιτικών σε διεθνές επίπεδο, υπέρ-σκιάζοντας την παραδοσιακή ομάδα των πλουσιότερων χωρών, των G-8.

Ως προς αυτή την μετατροπή της G20 στο κύριο φόρουμ για το συντονισμό της οικονομικής πολιτικής, ο Αμερικανός πρόεδρος σημείωσε πως δεν είναι πλέον δυνατό να ανταποκριθούμε στις απαιτήσεις του 21ου αιώνα με τους θεσμούς του 20ού αιώνα, λέγοντας: «Οι αλλαγές που συμφωνήθηκαν στη σύνοδο κορυφής της G20 αντανακλούν την πραγματικότητα του χρόνου»

Τα μέλη της G20, είναι οι ΗΠΑ, οι τέσσερις μεγάλες χώρες της ΕΕ, η Γερμανία, η Γαλλία, η Βρετανία και η Ιταλία, η Αυστραλία, ο Καναδάς η Ιαπωνία και η Νότια Κορέα από τις αναπτυσσόμενες οικονομίες της αγοράς, η μεγαλύτερη πετρελαιοπαραγωγός χώρα του κόσμου, η Σαουδική Αραβία, οι τρεις μεγαλύτερες αναπτυσσόμενες οικονομίες της Ασίας, η Κίνα, η Ινδία και η Ινδονησία, οι τρεις μεγαλύτερες οικονομίες της Κεντρικής και Λατινικής Αμερικής, το Μεξικό, η Βραζιλία και η Αργεντινή, η Ρωσία, η Τουρκία, η Νότια Αφρική, η οποία είναι η μοναδική χώρα της Αφρικής και η Ευρωπαϊκή Ένωση, ενώ ανεπισημώς μέλη της ομάδας είναι το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Παγκόσμια Τράπεζα.

Χαλαροί θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν οι δεσμοί των ηγετών στο πλαίσιο της «ομάδας των 20», η οποία συνεδριάζει συνήθως σε επίπεδο υπουργών οικονομικών και διοικητών των κεντρικών τραπεζών με την Ευρωπαϊκή Ένωση να εκπροσωπείται από την εκάστοτε προεδρία και το διοικητή της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Έως τώρα έχουν πραγματοποιηθεί τρεις συνεδριάσεις των G-20 σε επίπεδο αρχηγών κρατών:

- Ουάσιγκτον 11/2008:

Για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης του χρηματοπιστωτικού τομέα

- Λονδίνο 4/2009 και Πιτσμπουργκ 9/2009:

Για την επαλήθευση της υλοποίησης των αρχών και των αποφάσεων που συμφωνήθηκαν

Στα επόμενα χρόνια έχουν ήδη δρομολογηθεί οι εξής παγκόσμιες συνεδριάσεις :

- Τορόντο 6/2010 και Σεούλ 11/2010 :

Θα συζητηθεί η νέα αρχιτεκτονική του G20 - ποιές χώρες θα πρέπει να γίνουν μέλη και με ποιά συχνότητα θα γίνονται οι συναντήσεις.

- Γαλλία 2011:

Θα είναι το έτος εφαρμογής του νέου καθεστώτος

Ακολουθούν ορισμένες από τις πιο σημαντικές ενέργειες που πραγματοποιήθηκαν έως τώρα, οι οποίες ενίσχυσαν σε μεγάλο βαθμό την εμπιστοσύνη των αγορών και βοήθησαν στην αντιμετώπιση της κρίσης.

Οι αποφάσεις πάρθηκαν κυρίως στο πλαίσιο:

- του συντονισμού των οικονομικών πολιτικών (δημοσιονομική επέκταση) για τον περιορισμό της κρίσης
- της αναδιάρθρωσης των χρηματοοικονομικών αγορών
- της ενίσχυσης του διεθνούς εμπορίου με αποφυγή μέτρων προστατευτισμού και της χρηματοδότησής του με \$250 δισ.
- της ενίσχυσης του ΔΝΤ ως κύριου μέσου χρηματοδότησης των οικονομιών σε κρίση (επιπλέον πόροι ύψους \$750 δισ.) και της χαλάρωσης των κριτηρίων χρηματοδότησης
- της ενίσχυσης του ρόλου των αναπτυσσόμενων οικονομιών, (ιδιαίτερα της Κίνας) μέσω αύξησης του αριθμού ψήφων των αναδυόμενων οικονομιών στο ΔΝΤ και τη Παγκόσμια Τράπεζα εις βάρος των ανεπτυγμένων κρατών
- της αναπτυξιακής βοήθειας στις φτωχότερες οικονομίες (επιπλέον πόροι \$100 δισ.)
- της αναστροφής της τάσης απορύθμισης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, που αναγνωρίστηκε ως βασική αιτία δημιουργία της κρίσης, με αυστηρότερους κανόνες για τα hedge funds και τους οίκους αξιολόγησης
- του μετασχηματισμού του Φόρουμ Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Forum) σε Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Board) για τον διεθνή συντονισμό των προσπαθειών.

Οι αγορές, αν και αποδέχτηκαν θετικά τις παραπάνω πολιτικές των G-20 δεν παρέλειψαν να ασκήσουν και κριτική. Έτσι, τέθηκαν θέματα εκπροσώπησης του υπόλοιπου κόσμου, ο οποίος επηρεάζεται από αυτές τις αποφάσεις, αλλά και θέματα της μη επαρκούς εφαρμογής των αποφάσεων. Επίσης, η χαλάρωση των κριτηρίων χρηματοδότησης από το ΔΝΤ θεωρείται ότι εν μέρη δεν βοηθά στην άσκηση πίεσης για την πραγματοποίηση των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων από τα κράτη που αντιμετωπίζουν προβλήματα παρότι ότι είναι βασικός κρίκος της αντιμετώπισης των κρίσεων<sup>20</sup>.

### 3.1.6 Η προσπάθεια απάλειψης του πανικού

Η εμβάθυνση της κρίσης τους πρώτους μήνες του 2009 όπως και ο φόβος κατάρρευσης συνεχίζονταν, παρά τα μέτρα που λήφθηκαν. Έτσι, στην προσπάθεια της αμερικανικής κυβέρνησης να τερματίσει τα σενάρια χρεοκοπίας του τραπεζικού συστήματος, δημοσιοποιήθηκαν τον Μάιο 2009 τα αποτελέσματα των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων των

Στεφανάκη Αιμιλία, The recent financial turmoil:  
Background, causes and the road ahead

αμερικανικών τραπεζών. Αποτελέσματα τα οποία αποδείχτηκαν πολύ σημαντικά για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα ως ένα βαθμό. Οι 19 αμερικανικές τράπεζες που συμμετείχαν, αντιπροσώπευαν το 70% του τραπεζικού τομέα των ΗΠΑ, καθώς ήταν αυτές με ενεργητικό στο τέλος του 2008 άνω των \$100 δισ., με συνολικό ενεργητικό περίπου \$10 τρισ.

Τα σενάρια που χρησιμοποιήθηκαν στην προσομοίωση ήταν δύο, σύμφωνα με τα οποία εκτιμήθηκαν οι τραπεζικές απώλειες στην αξία των στοιχείων του ενεργητικού και τα τραπεζικά έσοδα για την περίοδο 2009-2010. Η κυριότερη κριτική στα τεστ ήταν ότι τα σενάρια δεν ήταν αρκετά ακραία/δυσμενή.

Σύμφωνα με τις ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων, το 2010, ο πραγματικός ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ ίσως φτάσει από 0,5% έως 2,1%, η ανεργία από 8,8% έως 10,3% ενώ οι τιμές των ακινήτων αναμένεται να πέσουν κατά 4% έως 7%. (Πίνακας 3.4) Έτσι το χειρότερο από τα δύο σενάρια εκτιμάει οι συνολικές απομειώσεις για το 2009-2010 που φτάνουν τα \$599 δισ.. Αν αφαιρεθούν οι απώλειες του πρώτου τριμήνου 2009 ύψους \$64 δισ., που ήδη έχουν αφαιρεθεί από τα κεφάλαια, και τα εκτιμώμενα έσοδα της περιόδου ύψους \$350 δισ., τότε οι κεφαλαιακές ανάγκες φτάνουν τα \$185 δισ.. Αν επιπλέον αφαιρεθούν οι ήδη προγραμματισμένες αυξήσεις κεφαλαίου και κέρδη του 1ου τριμήνου του 2009 ύψους \$110 δισ., τότε απομένουν \$75 δισ. ως συνολικές κεφαλαιακές ανάγκες. (Πίνακας 3.5) Αν και το ποσό αυτό είναι μικρό και υπό αμφισβήτηση οι αγορές δεν παύουν να καθυστερούνται έστω και καθ' αυτόν τον τρόπο<sup>21</sup>.

### 3.2 Οι επιμέρους ρυθμιστικές πρωτοβουλίες

Παρακάτω θα ανακεφαλαιώσουμε επιγραμματικά και εν συντομία τις επιμέρους ρυθμιστικές πρωτοβουλίες που αναλήφθηκαν για την αντιμετώπιση της τρέχουσας ύφεσης, ταξινομημένες σε επίπεδο διεθνές, ευρωπαϊκό και εθνικό:

#### 3.2.1 Διεθνές επίπεδο

1. Οι αποφάσεις της Συνόδου του G-20 αναφορικά με την αναπροσαρμογή της διεθνούς αρχιτεκτονικής του χρηματοπιστωτικού συστήματος
2. Η Έκθεση προόδου του Φόρουμ Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας σε ό,τι αφορά την εφαρμογή του προγράμματός του: «Ενίσχυση της θεσμικής θωράκισης και της θωράκισης της αγοράς»
3. Θέματα λειτουργίας και εποπτείας των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών συνολικά. Εμπεριέχονται:
  - Η πολιτική των αμοιβών στις επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος
  - Η αντιμετώπιση της προκυκλικότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα

#### 4. Θέματα λειτουργίας και εποπτείας τραπεζών, όπως:

- Η Συνεργασία μεταξύ των αρμοδίων αρχών σε διασυνοριακό επίπεδο και η διαχείριση κρίσεων
- Η αξιολόγηση των πρακτικών που χρησιμοποιούν οι τράπεζες για την αποτίμηση στην εύλογη αξία των χρηματοπιστωτικών μέσων
- Τα συστήματα εγγύησης καταθέσεων)
- Η ενίσχυση του κανονιστικού πλαισίου για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών
- Το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών
- Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων
- Ο εξωτερικός έλεγχος και τραπεζική εποπτεία

#### 5. Θέματα λειτουργίας και εποπτείας κεφαλαιαγορών, όπως:

- Οι ρυθμίσεις επί των ανοιχτών πωλήσεων
- Η εποπτεία των κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds)

### 3.2.2 Ευρωπαϊκό επίπεδο

#### 1. Η Έκθεση de Larosière αναφορικά με τη χρηματοπιστωτική εποπτεία στην Ευρωπαϊκή Ένωση

#### 2. Θέματα λειτουργίας και εποπτείας τραπεζών, με έμφαση:

- Στα συστήματα εγγύησης καταθέσεων (Οδηγία 2009/14/ΕΚ)
- Στην κεφαλαιακή επάρκεια (Πρόταση Οδηγίας για την αναθεώρηση των Οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ)
- Στην πολιτική αποδοχών
- Στην λειτουργία των κολλεγίων εποπτικών αρχών για τους διασυνοριακά δραστηριοποιούμενους τραπεζικούς ομίλους
- Στην διαχείριση κινδύνων
- Στην συνεργασία των εποπτικών αρχών
- Στα αποθέματα ρευστότητας
- Στα εθνικά μέτρα ενίσχυσης της σταθερότητας των αγορών που ελήφθησαν στο πλαίσιο της χρηματοπιστωτικής κρίσης
- Στις εποπτικές αρμοδιότητες και εξουσίες των εθνικών εποπτικών αρχών-μελών της CEBS
- Στην αξιολόγηση των μέτρων που ελήφθησαν αναφορικά με την αποτίμηση σύνθετων μη ρευστοποιήσιμων χρηματοπιστωτικών μέσων

### 3. Θέματα λειτουργίας και εποπτείας κεφαλαιαγορών, εστιάζοντας:

- Στην κατάχρηση αγοράς
- Στους διαχειριστές εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων (alternative investment funds)
- Στα συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών (Κείμενο διαβούλευσης για την αναθεώρηση της Οδηγίας 97/7/ΕΚ, Ευρωπαϊκή Επιτροπή)
- Στους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας
- Στην λήψη μέτρων για την απαγόρευση των ανοιχτών πωλήσεων
- Στις TARGET2-Securities
- Στις επιπτώσεις στην αγορά από την πτώχευση της Lehman Brothers
- Στην εκκαθάριση συμφωνιών ανταλλαγής κινδύνων αθέτησης

### 4. Νομικά θέματα: Δίκαιο Ανταγωνισμού – Κρατικές Ενισχύσεις

#### 3.2.3 Εθνικό επίπεδο

##### 1. Θέματα λειτουργίας και εποπτείας τραπεζών, όπως:

- Τις εγγυήσεις τραπεζικών καταθέσεων, με
  - Τον Νόμο 3714/2008 «Προστασία δανειοληπτών και άλλες διατάξεις»
  - Τον Νόμο 3746/2009 – «Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων)»
  - Τον Νόμο 3723/2008 «Ενίσχυση της ρευστότητας της οικονομίας για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης»
  - Το ΠΔ/ΤΕ 2614/07.04.2009 «Πλαίσιο ελέγχου από την Τράπεζα της Ελλάδος της επάρκειας ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων»

##### 2. Θέματα λειτουργίας και εποπτείας κεφαλαιαγορών, όπως:

- Ο Νόμος 3756/2009 «Σύστημα Άυλων τίτλων, διατάξεις για την Κεφαλαιαγορά, φορολογικά θέματα και λοιπές διατάξεις»
- Οι αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τις ανοικτές πωλήσεις



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### Επιπτώσεις

“Great Moderation”<sup>22</sup> ήταν μια φράση που χρησιμοποιήθηκε συχνά για να περιγράψει την αντίληψη που είχε δημιουργηθεί την τελευταία δεκαετία από το τραπεζικό σύστημα, σχετικά με το πιθανό τέλος της οικονομικής αστάθειας. Ο όρος αυτός επινοήθηκε από τον οικονομολόγο James Stock και η έννοια του έδινε εύσημα για την υψηλότερη παγκόσμια ανάπτυξη των τελευταίων 40 χρόνων και τον χαμηλό πληθωρισμό. Στηρίχθηκε σε διάφορες πιθανές αιτίες όπως η βελτιωμένη πολιτική ή η χαρακτηριστική καλή τύχη<sup>23</sup>. Μια αυταπάτη, η οποία τελείωσε με τα πρώτα σημάδια της κρίσης, έχοντας επηρεάσει σημαντικά τους παρακάτω τομείς:

#### **4.1 Αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης**

##### **4.1.1 Αιτίες**

Η καρδιά της σύγχρονης παγκόσμιας οικονομικής δομής χτυπάει στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, γι’ αυτό και μεταδόθηκαν πολύ γρήγορα οι δυσλειτουργίες της χρηματοοικονομικής κρίσης στην πραγματική οικονομία. Ακολούθησε το ντόμινο συνεπειών από τις απομειώσεις, στα προβλήματα φερεγγυότητας, που οδήγησαν με την σειρά τους στην βίαιη απομόχλευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Επομένως, προέκυψε ο περιορισμός των πιστώσεων (Διάγραμμα 4.1), με κριτήρια σαφώς αυστηρότερα. Τόσο στην Ευρωζώνη (Διάγραμμα 4.2) όσο και στις Η.Π.Α. (Διάγραμμα 4.3)

Το χάσμα αυτό των κεφαλαίων στο νέο δανεισμό όπως και στην ανανέωση των παλαιών δανείων μετάφερε ταχύτατα την κρίση στην πραγματική οικονομία. Καθώς όμως η επαναφορά της ισορροπίας στον χρηματοοικονομικό τομέα είναι στενά συνυφασμένο με την απομόχλευση, οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά υπέστησαν την μοιραία συρρίκνωση των δραστηριοτήτων τους. Έτσι ζητήματα μείωσης του προσωπικού ήρθαν στην επιφάνεια, με την ανεργία σε ανοδική τάση, την παραγωγή και κατ’ επέκταση το εισόδημα σε χαμηλότερα επίπεδα και την ύφεση να επιμηκύνεται περισσότερο.

Οι επιχειρήσεις προέβησαν σε σκληρές μειώσεις του κεφαλαίου κίνησης, μέσω της μεγαλύτερης περικοπής των αποθεμάτων που έχει γίνει ποτέ στη σύγχρονη εποχή. (Διάγραμμα 4.4) Παρόλα αυτά οι συνέπειες της συρρίκνωσης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων δεν έχουν γίνει ακόμα αισθητές από τους καταναλωτές καθώς οι κυβερνήσεις των περισσότερων χωρών (πλην των Η.Π.Α.) συγκράτησαν τις συνέπειες της συρρίκνωσης της παραγωγής στα νοικοκυριά. (Διάγραμμα 4.5)

### 4.1.2 Ιστορικές εξελίξεις

Σήμερα γνωρίζουμε ότι το 2009 η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, με το ρυθμό ανάπτυξης να μειώνεται σημαντικά και την ανάκαμψη να αναμένεται αναιμική για το 2010.

Οι αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης είναι ένα πρωτοφανές γεγονός στην υφήλιο μετά την δεκαετία του 1930 και την τότε Μεγάλη Ύφεση. Οι επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης έγιναν εμφανείς στις πραγματικές οικονομίες, πλήττοντας όχι μόνο χώρες όπως οι ΗΠΑ, που βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης, αλλά τις οικονομίες όλων των χωρών, αναπτυσσόμενων και αναπτυσσόμενων.

Ήδη από το δεύτερο μισό του 2008 η ανάπτυξη σε πολλές ανεπτυγμένες οικονομίες, πέρασε σε αρνητικό έδαφος και η ύφεση συνεχίστηκε και στο πρώτο μισό του 2009. (Διάγραμμα 4.5) Ένα παράδειγμα αποτελεί το επίπεδο δραστηριότητας της Αγγλίας το οποίο έπεσε πολύ πιο κάτω από τις προβλέψεις της Τράπεζας της Αγγλίας τον Φεβρουάριο του 2007, ως προς το εύρος του ΑΕΠ. (Διάγραμμα 4.6) Πλέον στο τρίτο τρίμηνο του 2009 οι ρυθμοί ανάπτυξης έχουν αρχίσει να επανέρχονται σε θετικό έδαφος και η ανάπτυξη αναμένεται να ενισχυθεί περαιτέρω το 2010.

### 4.1.3 Προοπτικές

Συμφωνά με τις τελευταίες προβλέψεις του ΔΝΤ (Οκτώβριος 2009) ο παγκόσμιος ρυθμός ανάπτυξης του 2009 είναι -1,1%. Η επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης επιταχύνθηκε με τη ραγδαία πτώση των εξαγωγών εξαιτίας της μείωσης της παγκόσμιας ζήτησης, τη μείωση των δανείων που χορηγούν οι τράπεζες και την πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων (μετοχές, ακίνητα κτλ.).

Μέσα στο 2009 οι προβλέψεις για την εξέλιξη της ύφεσης ως προς το μέγεθος και την διάρκειά της ήταν ταλαντευόμενες. Ξεκινώντας με μια σχετική αισιοδοξία των αναλυτών, συνεχίζοντας με τον αντίποδα της εξαιρετικής απαισιοδοξίας και προς το τέλος του 2009, επαναφέροντας την σχετική αισιοδοξία. Χαρακτηριστικό της μεταβλητότητας των προβλέψεων του 2010 από το ΔΝΤ αποτελεί ο πιθανός ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ στο 3,1% σε αντίθεση με το μόλις 1,9% πριν έξι μήνες τον Απρίλιο του 2009.

## 4.2 Διεθνές Εμπόριο: στην τροχιά της κατάρρευσης

### 4.2.1 Αιτίες

Το παγκόσμιο εμπόριο δεν θα μπορούσε να μην υποστεί τις αρνητικές συνέπειες της ύφεσης καθώς με την κατάρρευση του χαρακτηρίσε και εμβάθυνε επιπλέον την κρίση. Τα βασικά αίτια της πολύ μεγάλης πτώσης εστιάζονται κυρίως στην σύνθεση του παγκόσμιου εμπορίου και η παγκοσμιοποίηση<sup>24</sup>:

- Η παγκόσμια κρίση και η ανασφάλεια συνοδεύτηκε από μια άνευ προηγουμένου κατάρρευση του παγκόσμιου εμπορίου, προκαλώντας αναβολές στην κατανάλωση και την παραγωγή κάποιων αγαθών και υπηρεσιών. Παρατηρήθηκε ταυτόχρονη πτώση σχεδόν όλων των εμπορικών προϊόντων, (Διάγραμμα 4.7) με σημαντική διαφοροποίηση των βιομηχανικών τροφίμων και ποτών, έχοντας σημειώσει μικρότερη πτώση σε σχέση με αυτήν της ακατέργαστης ύλης και των καυσίμων. (Διάγραμμα 4.8) Η παραγωγή αυτών των αγαθών αποτελεί μικρό κομμάτι του παγκόσμιου ΑΕΠ αλλά το σύνολο σχεδόν του διεθνούς εμπορίου. Η διαταραχή λοιπόν στην πλευρά της ζήτησης της παγκόσμιας οικονομίας αφορούσε μέρος μόνο της παγκόσμιας παραγωγής αλλά το σύνολο σχεδόν του διεθνούς εμπορίου. Έτσι, σε αντίθεση με το παρελθόν. Το εμπόριο επηρεάστηκε πολύ περισσότερο.

Να σημειωθεί εδώ η αιφνίδια πτώση των εισαγωγών και εξαγωγών που ακολούθησε συγχρονισμένη, σχεδόν σε 104 χώρες, ρίχνοντας την υφήλιο σε ακόμη βαθύτερη ύφεση. (Διάγραμμα 4.9)

- Η επίδραση της παγκοσμιοποίησης και η δημιουργία διεθνών αλυσίδων παραγωγής έπαιξαν βασικό ρόλο στην πτώση του διεθνούς εμπορίου. Το άνοιγμα πολλών οικονομιών και η κατάργηση των περιορισμών στο εμπόριο, βοήθησαν στη δημιουργία των διεθνών αλυσίδων παραγωγής, οι οποίες με την σειρά τους, την δεκαετία του 90 εκτίναξαν τον όγκο του παγκόσμιου εμπορίου. Παράλληλα, η μεταφορά πρώτων υλών σε χώρες που κατασκευάζονται κάποια μέρη των τελικών προϊόντων, από εκεί σε χώρες που γίνεται η συναρμολόγηση και τέλος η μεταφορά του τελικού προϊόντος στον καταναλωτή, αποτελεί μεγάλο μέρος του παγκόσμιου εμπορίου. Σε συνδυασμό με τη χρήση μεθόδων παραγωγής just-in-time, η μετάδοση των σοκ από την πλευρά της ζήτησης ήταν ακόμα πιο άμεση από ποτέ. Σήμερα η μετάδοση μέσω των διεθνών αλυσίδων παραγωγής είναι αστραπιαία. Εν αντίθεση στην προηγούμενη δεκαετία, υπό παρόμοιες συνθήκες, θα υπήρχε μια καθυστέρηση μηνών στην επιρροή της παραγωγής των εργοστασίων και ακόμα περισσότερο των προμηθευτών αυτών των εργοστασίων από την πτώση στις λιανικές πωλήσεις.

#### 4.2.2 Ιστορικές εξελίξεις

Παρατηρώντας την ιστορική διαδρομή του παγκόσμιου εμπορίου μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, έχουν ήδη σημειωθεί τρεις σημαντικές πτώσεις: (Διάγραμμα 4.10)

- 1974-75 : Κατά την διάρκεια της πετρελαϊκής κρίσης, με ρυθμό μεταβολής -11% και την πτώση να εκδηλώνεται εκτενέστερα μέσα σε 24 μήνες. ( Μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από τους 9 μήνες της σημερινής κρίσης )
- 1982-83 : Με πτώσεις σχετικά πιο ήπιες, αγγίζοντας έως και το -5%
- 2001-02 : Με το σπάσιμο της φούσκας των τεχνολογικών μετοχών και τις επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου

- 2007-08 : Πτώση η οποία ξεκίνησε στα μέσα του 2007 μαζί με την χρηματοοικονομική κρίση και εξελίχτηκε από τα μέσα του 2008 σε κατάρρευση. Όπως είδαμε παραπάνω, αφορούσε όλες τις οικονομίες και όλες τις κατηγορίες εμπορευμάτων, καθώς ήταν συγχρονισμένη.

Είναι πλέον αποδεκτό ότι οι μεταβολές του ΑΕΠ και το διεθνές εμπόριο έχουν διαχρονικά άρρηκτους δεσμούς αλληλεπίδρασης<sup>25</sup>. Ο μέσος όρος αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ την περίοδο 1980 – 2008 ήταν 3,3% ενώ η αντίστοιχη αύξηση του παγκόσμιου εμπορίου ήταν 6,8%. Αναλύοντας οικονομικά, η ελαστικότητα του εμπορίου ως προς την οικονομική δραστηριότητα ήταν 2,3, δηλαδή την πτώση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας κατά μία ποσοστιαία μονάδα θα ακολουθούσε η πτώση του παγκόσμιου εμπορίου κατά 2,3 ποσοστιαίες μονάδες. Το ΔΝΤ προέβλεψε λοιπόν μεγάλη πτώση του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2009 κατά -1,1% με αναμενόμενη συρρίκνωση του ρυθμού ανάπτυξης του παγκόσμιου εμπορίου το 2009 στο -2,9% (από περίπου +2,8% το 2008). (Διάγραμμα 4.11)

Στην παραπάνω σχέση επέρχεται διαταραχή σε περιόδους οικονομικών κρίσεων, καθώς κατά τη διάρκεια των προηγούμενων τεσσάρων μεγαλύτερων μεταπολεμικών υφέσεων το παγκόσμιο εμπόριο έπεσε 4,8 φορές περισσότερο από ότι το παγκόσμιο ΑΕΠ. Παρόλα αυτά η πτώση ξεπέρασε το -15% σύμφωνα με τα στοιχεία για το πρώτο μισό του 2009. Επομένως, σε αντίθεση με την προϊστορία των υφέσεων, η «βουτιά» των οικονομικών εξελίξεων ήταν σαφώς βαθύτερη.

#### 4.2.3 Προοπτικές

Οι εμπορικές ροές έχουν ήδη αρχίσει να ανεβαίνουν. Όπως ακριβώς η πτώση του εμπορίου έφερε μείωση εισοδήματος, η πιθανή του αύξηση θα φέρει εξίσου απότομη, ίσης ή μεγαλύτερης αναλογίας αύξηση των εισοδημάτων. Αν αυτό επικρατήσει, θα έχουμε μια γρήγορη ανάκαμψη της οικονομίας. Έτσι, λαμβάνοντας υπόψη την ταχεία αύξηση των εισαγωγών και των εξαγωγών, ο μηχανισμός ανάκτησης του εμπορίου λειτουργεί αμέσως, μεταδιδόμενος και στις οικονομικές ανισορροπίες

#### 4.3 Επιπτώσεις στην Ελλάδα

Η ελληνική οικονομία δεν θα μπορούσε να μην επηρεαστεί άμεσα από την παγκόσμια αυτή αναταραχή. Απότοκος όχι μόνο οι βραχυχρόνιες επιπτώσεις αλλά και η ανάδειξη χρόνιων, γνωστών μεν, προβλημάτων της ελληνικής οικονομίας, που όμως δεν έχουν αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά ως τώρα.

Όπως είδαμε, η κρίση αυτή είχε σημαντικές επιπτώσεις σε όλους τους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας. Παρά το γεγονός ότι έχουν εμφανιστεί οι πρώτες ενδείξεις βελτίωσης στο οικονομικό κλίμα, στο πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους υπήρξε συρρίκνωση του ΑΕΠ της Ευρωζώνης κατά 4,8% σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο του 2008.

Από την αξιολόγηση των επιπτώσεων της διεθνούς οικονομικής κρίσης στην ελληνική οικονομία, θα αναφερθούν παρακάτω επιγραμματικά, ορισμένες διαπιστώσεις:

Στεφανάκη Αιμιλία, The recent financial turmoil:  
Background, causes and the road ahead

### 4.3.1 Επιβράδυνση συμπτωμάτων κρίσης

Οι άμεσες επιπτώσεις στην Ελλάδα υπήρξαν ηπιότερες σε σύγκριση με εκείνες στις περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης: Οι ρυθμοί ταχείας ανάπτυξης των προηγούμενων ετών αλλά και ορισμένες δομικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, όπως η εσωστρέφεια (σχετικά μικρό ποσοστό διεθνούς εμπορίου στο ΑΕΠ) και η προσανατολισμένη στην εγχώρια αγορά παραγωγή, ο μεγάλος Δημόσιος Τομέας και ο σχετικά συντηρητικός τραπεζικός κλάδος, λειτούργησαν ως αναχώματα και επιβράδυναν ή ανέκοψαν τη διείσδυση των συμπτωμάτων της κρίσης.

### 4.3.2 Ανάδειξη προβλημάτων υπάρχοντος αναπτυξιακού προτύπου

Η κρίση ανέδειξε όμως τα χρόνια προβλήματα του τρέχοντος αναπτυξιακού προτύπου της ελληνικής οικονομίας, τόσο τα βασικά αίτια, που είναι κυρίως:

- η χαμηλή ανταγωνιστικότητα: Η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας μας, που το 2004 βρέθηκε σε ιστορικά υψηλά, το 2008 επιδεινώθηκε σε ιστορικά χαμηλά. Στην Ετήσια Έκθεση Ανταγωνιστικότητας του IMD μόνο φέτος πέσαμε 10 θέσεις κατρακυλώντας στην 52<sup>η</sup> σε σύνολο 57 κρατών.

- η χαμηλή ένταση ανταγωνισμού στις αγορές
- η αναποτελεσματική λειτουργία του Δημόσιου Τομέα
- το μη βιώσιμο ασφαλιστικό σύστημα

όσο και τις συνέπειες των παραπάνω, που είναι:

- τα συνεχή δημοσιονομικά ελλείμματα: Οι δημόσιοι πόροι, μέχρι σήμερα βασική πηγή εισοδήματος και επενδύσεων, περιορίζονται δραστικά. Παρατηρήθηκε διόγκωση του ελλείμματος στο 5,5% (πραγματικό στοιχείο 7,5%) και του χρέους στο 100% του ΑΕΠ. Έχουμε μπει ήδη σε διαδικασία 2ης επιτήρησης. Επιπρόσθετα είναι χαρακτηριστικό της δυσμενούς δημοσιονομικής θέσης στην οποία βρισκόμαστε ότι το Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων είναι συντριπτικά μικρότερο από το σύνολο των τόκων που πληρώνουμε για την εξυπηρέτηση του Δημόσιου Χρέους. Περί τα 9 δις ευρώ το ΠΔΕ. Γύρω στα 14 δις αναμένεται να φτάσει το κόστος της πληρωμής τόκων.

- το υψηλό δημόσιο χρέος
- το υψηλό έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών: Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, που το 2004 είχε κλείσει στο 3,5%, το 2008 έκλεισε στο 14,4%. Κράτος και ιδιώτες χρωστάμε ένα ολόκληρο ΑΕΠ σε ξένους πιστωτές.
- το χαμηλό ποσοστό απασχόλησης: Η απασχόληση που ούτως ή άλλως ήταν σε χαμηλά επίπεδα μειώνεται. Από την αρχή της κρίσης έχουν χαθεί 163 χιλιάδες θέσεις εργασίας σύμφωνα με στοιχεία του ΟΑΕΔ, ενώ η ανεργία προσεγγίζει διψήφια νούμερα.

- το δυσμενές επιχειρηματικό περιβάλλον: τόσο το επιχειρηματικό κλίμα που ήδη βρίσκεται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, όσο και τα αντικειμενικά δεδομένα, βιομηχανικές παραγγελίες, ύψος παραγωγής κλπ, αποτυπώνουν μια γενικευμένη αβεβαιότητα και επηρεάζουν αρνητικά καταναλωτές και επιχειρήσεις δημιουργώντας ένα εκρηκτικό οικονομικό περιβάλλον.

Σύμφωνα με Έρευνα που διεξήγαγε το Ινστιτούτο Μελετών της ΓΣΕΒΕΕ:

- Το 90% των επιχειρήσεων δηλώνουν ότι επηρεάστηκαν από την κρίση
- Το πρώτο τετράμηνο του έτους ο τζίρος των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων μειώθηκε κατά 31%
- 4 στις 5 επιχειρήσεις δηλώνουν μείωση του τζίρου τους
- 3 στις 4 επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας
- Ο χρόνος είσπραξης των οφειλών εξαιτίας της έλλειψης ρευστότητας διπλασιάστηκε το τελευταίο διάστημα φτάνοντας πλέον τους 12 μήνες μέσο όρο
- 110,000 επιχειρήσεις, (ποσοστό 13%), αντιμετωπίζουν άμεσο κίνδυνο εγγραφής στον Τειρεσία
- 100,000 επιχειρήσεις, (ποσοστό 12%), κινδυνεύουν με χρεοκοπία
- 

Τα στοιχεία της ΕΣΥΕ και της Τραπέζης της Ελλάδος, τα οποία δημοσιεύονται σε διάφορες οικονομικές έρευνες οικονομικής συγκυρίας, συνηγορούν υπέρ του ότι η κρίση έχει ήδη χτυπήσει την πόρτα της χώρας.

#### 4.3.3 Κρίση εμπιστοσύνης

Επίσης, η έστω και συγκριτικά μικρότερη επίδραση της διεθνούς κρίσης στην ελληνική οικονομία είχε, παρά ταύτα, μεγάλη επίπτωση στις προσδοκίες τόσο των καταναλωτών όσο και των επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα την κατακρήμνιση του οικονομικού κλίματος και γενικευμένη κρίση εμπιστοσύνης.

#### 4.3.4 Περιορισμός διαθεσίμων κεφαλαίων

Η κρίση κάνει ιδιαίτερα αισθητό στην Ελλάδα το γενικό περιορισμό διαθεσίμων κεφαλαίων, γεγονός που: α) περιορίζει τις δυνατότητες δανεισμού του Δημοσίου και αυξάνει το κόστος του, β) δημιουργεί προβλήματα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, με άμεσο αντίκτυπο στην επάρκεια και το κόστος δανειακών κεφαλαίων για την παραγωγή.

#### 4.3.5 Χρηματοπιστωτικό σύστημα

Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα φαίνεται ότι επηρεάστηκε από την κρίση σε μικρότερο βαθμό απ' ότι σε πολλές άλλες χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, κυρίως διότι είχε μικρή έκθεση σε «τοξικά» περιουσιακά στοιχεία. Όμως, οι δευτερογενείς κίνδυνοι, που συνδέονται με τη στασιμότητα της οικονομίας και την έκθεση των τραπεζών σε χώρες της ευρύτερης περιοχής με εύθραυστες οικονομίες και συναλλαγματικές ισοτιμίες, παραμένουν. Ήδη ο ρυθμός αύξησης της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα επιβραδύνθηκε στο 10,2% τον Απρ.'09 από 10,8% τον Μάρτ.'09, 12,8% τον Φεβρ.'09 και 15,9% τον Δεκ.'08. Ειδικότερα η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις ανήλθε στο 11,8% τον Απρ.'09 από 12,2% τον Μάρτ.'09, 15,2% τον Φεβρ.'09 και 18,7% τον Δεκ.'08.

#### 4.3.6 Κόστος δανεισμού ελληνικού δημοσίου

Η διεθνής κρίση, παρά τις σχετικά ήπιες άμεσες επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία, έχει έντονα αρνητικές μακροπρόθεσμες επιπτώσεις. Αναδεικνύοντας και αποκαλύπτοντας τα προβλήματα του τρέχοντος αναπτυξιακού προτύπου, έθεσε υπό αμφισβήτηση τη βιωσιμότητα του. Μια βασική συνέπεια αυτού του γεγονότος είναι η δραματική αύξηση του κόστους δανεισμού του ελληνικού δημοσίου. Η διαφορά της απόδοσης του δεκαετούς ομολόγου του ελληνικού δημοσίου από το αντίστοιχο γερμανικό τον Ιούνιο του 2009 ήταν περίπου 2 εκατοστιαίες μονάδες βάσης, «κλειδώνοντας» και μεταφέροντας στο μέλλον δυσαναλόγως υψηλό κόστος αποπληρωμής τόκων. Από μια άλλη οπτική γωνία, η ελληνική οικονομία εισήλθε στη διεθνή κρίση με ένα υψηλό ποσοστό εξάρτησης των αναγκών της σε κεφάλαια (κυρίως αναγκών του δημοσίου αλλά και των τραπεζών) από το εξωτερικό. Οι ανάγκες αυτές καλύπτονται μεν, αλλά με υψηλό κόστος δανεισμού, μεταφέροντας έτσι στο μέλλον το βάρος της διατήρησης σήμερα του επιπέδου της συνολικής ζήτησης στην οικονομία.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### Οικονομικό περιβάλλον σήμερα: Τάσεις και προοπτικές

#### 5.1 Διεθνείς οικονομίες

##### 5.1.1 Γενική εικόνα

Η παγκόσμια οικονομική ύφεση παρουσιάζει περαιτέρω εξασθένηση κατά τους φθινοπωρινούς μήνες του 2009, σε πλήρη αντίθεση με την ταχεία εξάπλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης ακριβώς ένα χρόνο νωρίτερα. Η αναθέρμανση της οικονομικής δραστηριότητας παραμένει εντονότερη στην Ασία, από όπου και ξεκίνησε, ενώ στην πλευρά των αναπτυσσόμενων χωρών, οι ΗΠΑ παρουσιάζουν ισχυρότερες ενδείξεις ανάσχεσης της οικονομικής ύφεσης σε σύγκριση με την ΕΕ, όπου τα βήματα προς αυτή την κατεύθυνση είναι συγκριτικά λιγότερα. Η βελτίωση των συνθηκών αντανακλάται κατά κύριο λόγο στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Αύξηση της κινητικότητας παρουσιάζεται και στις διεθνείς εμπορικές συναλλαγές, οφειλόμενη επίσης πρωτίστως στη διευρυνόμενη παραγωγή στις Ασιατικές χώρες. Σε αντίθεση με αυτές τις θετικές εξελίξεις, η ανεργία παραμένει σε ανοδική τροχιά, τάση που εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί με βραδύτερο ρυθμό και το 2010, ενώ τη ραγδαία αποκλιμάκωση του πληθωρισμού το 2009 αναμένεται να ακολουθήσει μικρή ενίσχυσή του το επόμενο έτος.

Η υποχώρηση των πτωτικών τάσεων και η εξασθένηση της έντονης απαισιοδοξίας που επικρατούσε στις αρχές του 2009 έχουν οδηγήσει τους διεθνείς οργανισμούς σε μικρή αναδίπλωση ως προς τις προβλέψεις τους για το εύρος της ύφεσης της παγκόσμιας οικονομίας και των μεγαλύτερων οικονομιών το 2009 στις πρόσφατες εκθέσεις τους, με τις εκτιμήσεις για το μέγεθος της ανάπτυξης το 2010 να είναι περισσότερο ευοίωνες. Στην τελευταία έκθεσή της η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναμένει πτώση του ΑΕΠ παγκοσμίως κατά 1,2%, 0,2 εκατοστιαίες μονάδες μικρότερη εκείνης που υπολόγιζε τον περασμένο Μάιο, και πολύ κοντά στην προγενέστερη σχετική εκτίμηση του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (1,1%)<sup>26</sup>. Ηπιότερη πτώση του συνολικού ακαθάριστου προϊόντος στις χώρες μέλη του μαζί με τις Βραζιλία Ρωσία Ινδία Κίνα, από τις οποίες προέρχεται περίπου τα 4/5 του παγκόσμιου ΑΕΠ, αναμένει ο ΟΟΣΑ, 1,7% έναντι 2,2%<sup>27</sup>. Για το 2010, Ευρωπαϊκή Επιτροπή και ΔΝΤ συγκλίνουν σε παγκόσμια ανάπτυξη οριακά υψηλότερη του 3,0%. (Πίνακας 5.1)



### 5.1.2 Χρηματοπιστωτικός τομέας

Αναλυτικότερα, στο σκέλος των εξελίξεων στις αγορές κεφαλαίου και χρήματος, το κόστος του διατραπεζικού δανεισμού έχει υποχωρήσει σημαντικά στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη, γεγονός στο οποίο διαδραμάτισαν καθοριστικό ρόλο τα ιδιαίτερα χαμηλά βασικά επιτόκια που ορίστηκαν από τις κεντρικές τράπεζες και οι «ενέσεις ρευστότητας» από την πλευρά τους. Για τη στήριξη των ισολογισμών τους, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αξιοποίησαν το χαμηλό κόστος των κεφαλαίων που τους παρείχαν οι κρατικές εγγυήσεις προκειμένου να αυξήσουν τα περιθώρια κέρδους τους. Παράλληλα, προχώρησαν σε πιο αυστηρά όρια της πιστωτικής πολιτικής τους, εξέλιξη που αντικατοπτρίζεται στους πολύ μικρούς ή ακόμα και αρνητικούς ρυθμούς πιστωτικής επέκτασης το 2009, η οποία προκαλείται ωστόσο εν μέρει και από την εξασθένηση της ζήτησης κεφαλαίων.

Το γεγονός αυτό οφείλεται σε ότι αφορά τις επιχειρήσεις στη σημαντική πτώση της παραγωγής τους φέτος, ενώ στην πλευρά των νοικοκυριών στην αυξημένη επιφυλακτικότητά τους για τη δυνατότητα ανταπόκρισης στις υποχρεώσεις τους σε συνθήκες συνεχιζόμενης ανόδου της ανεργίας. Επικρατεί επομένως σε αυτό το σημείο δυσκολία μεταφοράς των θετικών εξελίξεων από τις αγορές χρήματος και κεφαλαίων στην πραγματική οικονομία. Σε κάθε περίπτωση, τα χαμηλά επιτόκια βοήθησαν τους ιδιώτες στην εξυπηρέτηση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, καθώς μεγάλο τμήμα τους ήταν συνδεδεμένο με αυτά.

Παρά πάντως τη μερική αποκατάσταση της χρηματοοικονομικής ευρωστίας των πιστωτικών οργανισμών, υπάρχουν εκτιμήσεις ότι, ιδίως στις ΗΠΑ, οι τράπεζες δεν έχουν αποκαλύψει την πλήρη έκταση των πραγματικών απωλειών τους από τα αποκαλούμενα «τοξικά» επενδυτικά προϊόντα. Από την άλλη πλευρά, εντείνεται ο προβληματισμός σχετικά με το βέλτιστο χρονικό σημείο εκκίνησης της σταδιακής απόσυρσης των μέτρων νομισματικής πολιτικής, προτού προκύψουν πληθωριστικές πιέσεις από την ύπαρξη υπερβάλλουσας ρευστότητας.

### 5.1.3 Δημοσιονομική πολιτική

Στο πεδίο της δημοσιονομικής πολιτικής, οι προσπάθειες, μετά την επίτευξη της τόνωσης της οικονομικής δραστηριότητας, έχουν μετατοπιστεί στην αντιμετώπιση των οξυμμένων ανισορροπιών στα δημόσια οικονομικά που οι σχετικές αυξημένες κρατικές δαπάνες προκάλεσαν. Ανεξάρτητα από τις μεταξύ τους σημαντικές διαφορές, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης στις επτά πλέον αναπτυγμένες χώρες του κόσμου αναμένεται να ξεπεράσει κατά μέσο όρο το 7,5% του ΑΕΠ το 2009, ενώ στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο υπολογίζεται σε πάνω από 10%<sup>28</sup>. Επιπλέον, για το 2010 προβλέπεται μικρή άνοδος του κατά μέσο όρο, ελαφρά υψηλότερα από το 8% του ΑΕΠ. Η σημαντική διεύρυνση του ελλείμματος και η διατήρησή του σε υψηλά επίπεδα εγείρει τον κίνδυνο υποτίμησης της πιστοληπτικής ικανότητας των κρατών, με αρνητικές επιπτώσεις στο σύνολο των επιτοκίων δανεισμού των χωρών τους. Μια τέτοια εξέλιξη θα δυσκολεύσει την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους, που φέτος έχει αυξηθεί ιδιαίτερα σε πολλές χώρες.

#### 5.1.4 Πληθωρισμός

Η σταδιακή ανασύνταξη της παγκόσμιας οικονομίας δεν έχει προς το παρόν σημαντικές αυξητικές επιδράσεις στον πληθωρισμό, καθώς αυτός παραμένει χαμηλός, ωστόσο οι επιβραδυντικές/πτωτικές τάσεις του πρώτου εξαμήνου του 2009 είτε έχουν εξασθενήσει, είτε έχουν αντιστραφεί ελαφρά. (Διάγραμμα 5.1) Παρά την αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των βασικών πρώτων υλών από τις αρχές Απριλίου, κατά κύριο λόγο εξαιτίας της τόνωσης της σχετικής ζήτησης από την Κίνα και τις αναπτυσσόμενες χώρες, ο πληθωρισμός παρέμενε μέχρι και τον Οκτώβριο αρνητικός στις ΗΠΑ και την Ευρωζώνη, ενώ στην Ιαπωνία συνέχισε να μειώνεται, με μεγαλύτερο μάλιστα ρυθμό. Η χαμηλή μεταβλητότητά του οφείλεται στη διατήρηση της παραγωγής μέχρι αυτό το διάστημα σε επίπεδα αρκετά χαμηλότερα έναντι των αντίστοιχων περυσινών, καθώς και στην πτώση του μισθολογικού κόστους ανά απασχολούμενο, όπως και του μοναδιαίου κόστους εργασίας. Ωστόσο, παράλληλα και ανάλογα με τη μεγέθυνση της παραγωγής το 2010, αναμένεται θετικός πληθωρισμός σε ΗΠΑ και ΕΕ, ενώ στην Ιαπωνία ο κύκλος του αποπληθωρισμού δεν αναμένεται να κλείσει πριν το 2011.

#### 5.1.5 Απασχόληση

Η καθυστέρηση στη μεταφορά των θετικών εξελίξεων από την πλευρά της παραγωγής σε αυτή της απασχόλησης καθώς και η αυξημένη επιφυλακτικότητα για τη συνέχισή τους, αντανακλώνται στην επιδείνωση των δεδομένων στην αγορά εργασίας. Το ποσοστό ανεργίας στις ΗΠΑ ανήλθε για πρώτη φορά από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 το Νοέμβριο σε διψήφιο ποσοστό (10,0%), ενώ παρέμεινε σε ανοδική τροχιά και το γ' τρίμηνο στην ΕΕ27 και την Ευρωζώνη των 16 (9,2% και 9,7%<sup>29</sup>). Έτσι, οι ΗΠΑ, παρότι σταδιακά υιοθετούν την τακτική που εφαρμόζεται στην ΕΕ για προς τα κάτω προσαρμογή του ωραρίου αντί απολύσεων, επιβεβαιώνουν τις προβλέψεις νωρίτερα φέτος ότι θα είναι ανάμεσα στα μέλη του G7 η χώρα με τη μεγαλύτερη όξυνση της ανεργίας, η οποία θα διαμορφωθεί στο 9,2% το 2009 σύμφωνα με την τελευταία εκτίμηση του ΟΟΣΑ έναντι 5,8% τον περασμένο χρόνο. Έπονται σε αύξηση της ανεργίας το Ην. Βασίλειο και ο Καναδάς, με τα σχετικά ποσοστά να φθάνουν το 8,0% και 8,3% το τρέχον έτος, από 5,7% και 6,1% το 2008.

#### 5.1.6 Δείκτες οικονομικού κλίματος

Εικόνα σαφούς βελτίωσης του οικονομικού κλίματος διεθνώς προκύπτει και από τους σχετικούς δείκτες οικονομικού κλίματος, του "World Economic Survey" που διεξάγεται από το Ινστιτούτο IFO της Γερμανίας. Ιδιαίτερα ενθαρρυντικό στοιχείο αυτής της εξέλιξης αποτελεί το ότι η άνοδος δεν παρουσιάζεται σε ορισμένες γεωγραφικές περιφέρειες, αλλά εμφανίζεται σε όλες. Οι δείκτες διαμορφώνονται κατόπιν έρευνας η οποία διεξάγεται σε τριμηνιαία βάση σε 88 χώρες.

Αναλυτικότερα, ο δείκτης οικονομικού κλίματος στην παγκόσμια οικονομία ανέρχεται το τελευταίο τρίμηνο του 2009 για τρίτο συνεχές τρίμηνο, και πλέον έχει επανέλθει στο επίπεδο του α' τριμήνου του 2008, πριν δηλαδή από την κλιμάκωση και την εξάπλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης. (Πίνακας 5.2) Η καλύτερευσή του προήλθε κυρίως από την εξασθένιση της αρνητικής αξιολόγησης της τρέχουσας κατάστασης και δευτερευόντως από την τόνωση των θετικών προσδοκιών για το επόμενο εξάμηνο, που όμως είχαν αρχίσει να ενισχύονται νωρίτερα.

### 5.1.7 Προοπτικές

Από την άλλη πλευρά, παρά τη βελτίωση των εκτιμήσεων για την τρέχουσα συγκυρία, η αξιολόγησή της παραμένει κατά μέσο όρο δυσμενής σε όλες τις ζώνες, ιδίως στην Ευρωζώνη, τη Β. Αμερική, την Κεντρική Ευρώπη και την Ανατολική Ευρώπη. Σε ότι αφορά τις προβλέψεις για τους επόμενους μήνες, είναι πλέον πιο αισιόδοξες σχεδόν σε όλες τις περιοχές με εξαίρεση την Κεντρική και την Ανατολική Ευρώπη. Συνολικά, η μεγαλύτερη βελτίωση του οικονομικού κλίματος σημειώθηκε στην Ασία, εξέλιξη αναμενόμενη δεδομένης της έναρξης της ανάκαμψης της παραγωγικής δραστηριότητας στη συγκεκριμένη ζώνη νωρίτερα από τις υπόλοιπες.

Η αύξηση της κινητικότητας στην οικονομία σε διεθνές επίπεδο δεν είχε αρνητικό αντίκτυπο στις προβλέψεις για τον πληθωρισμό παγκοσμίως το 2009, καθώς αυτές παρέμειναν αμετάβλητες στην τελευταία έκθεση του IFO για αυτό το έτος, στο 2,5%, ενώ στους επόμενους μήνες αναμένεται ελαφρά μεγαλύτερη άνοδος του. Η σχετική σταθεροποίηση των λιγότερο δυσοίωνων προοπτικών για την παγκόσμια οικονομία τροφοδοτεί της εκτιμήσεις για άνοδο τόσο των βραχυχρόνιων, όσο και των μακροχρόνιων επιτοκίων στους επόμενους έξι μήνες.

## 5.2 Οικονομίες της ΕΕ και της Ευρωζώνης

### 5.2.1 Γενική εικόνα (Πίνακας 5.3)

Ύστερα από τη σημαντική εξασθένιση της υποχώρησης του ΑΕΠ έναντι του αμέσως προηγούμενου τριμήνου το δεύτερο τρίμηνο του 2009 στην Ευρωζώνη και στην ΕΕ27, στο γ' τρίμηνο το συνολικό προϊόν στις δύο οικονομικές ζώνες αυξάνεται μεταξύ διαδοχικών τριμήνων, για πρώτη φορά μετά το τρίτο τρίμηνο του 2008. Σε ετήσια βάση, το γ' τρίμηνο σημειώνεται εξασθένιση της υποχώρησης του ΑΕΠ, μετά από δύο τρίμηνα στα οποία κινήθηκε γύρω από το 5,0% σε αμφότερες τις οικονομικές περιφέρειες. Αναλυτικότερα, το ΑΕΠ μειώθηκε το τρίτο τρίμηνο του 2009 στην Ευρωζώνη των 16 κατά 4,1% σε σύγκριση με το ίδιο τρίμηνο του προηγούμενου έτους, με την αντίστοιχη διαφορά στην ΕΕ27 να φτάνει το 4,3%, μειώσεις που παραμένουν όμως μεγαλύτερες της αντίστοιχης στις ΗΠΑ (2,5%).

### 5.2.2 Χρηματοπιστωτικός τομέας

Η προσωρινή αντιστροφή των πτωτικών τάσεων είναι αποτέλεσμα της απόδοσης των μέτρων πολιτικής που λήφθηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, τις εθνικές κυβερνήσεις και τις κεντρικές τράπεζες, καθώς επίσης και της αναθέρμανσης της παραγωγής στις αναπτυσσόμενες ασιατικές οικονομίες. Όπως και διεθνώς, οι θετικές επιδράσεις των παρεμβάσεων νομισματικής πολιτικής αντανakλώνται στη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών της Ευρωπαϊκής Ένωσης: στις διατραπεζικές αγορές οι διαφορές επιτοκίων (spreads) βρίσκονται πλέον στα επίπεδα των αρχών του 2008, ενώ τα καλύτερα από τα αναμενόμενα αποτελέσματα των τραπεζικών ιδρυμάτων και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων οδήγησαν στην άνοδο των χρηματιστηριακών δεικτών, αμβλύνοντας την απαισιοδοξία και την επιφυλακτικότητα. Ο κεντρικός καθορισμός χαμηλών επιτοκίων περιόρισε το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων, διευκολύνοντας παράλληλα την εξυπηρέτηση των παλαιότερων δανείων. Ωστόσο η αυστηροποίηση των όρων πιστωτικής πολιτικής από την πλευρά των τραπεζικών ιδρυμάτων ως αντίδραση στους δυνητικούς κινδύνους από τη χρηματοπιστωτική κρίση, περιόρισε την πρόσβαση επιχειρήσεων και ιδιωτών σε κεφάλαια με χαμηλό κόστος, συγκρατώντας τη ζήτηση του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας. Επιπλέον, τα έως τώρα διαθέσιμα στοιχεία δείχνουν ότι σε άντληση χρηματοδότησης στην περίοδο ισχύος των έκτακτων μέτρων προχώρησαν κυρίως επιχειρήσεις από τομείς που δεν υπέστησαν υψηλές απώλειες από την οικονομική ύφεση, ενώ η πιστωτική επέκταση προς τις υπόλοιπες επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά επιβραδύνθηκε έντονα.

### 5.2.3 Δημοσιονομική πολιτική

Σε ότι αφορά την ασκούμενη δημοσιονομική πολιτική, με παραπάνω από το μισό περίπου της σχεδιαζόμενης έκτασής της για το 2009 (1% του ΑΕΠ της ΕΕ) να υλοποιείται στο δεύτερο εξάμηνο του έτους, η ώθησή της στην παραγωγική δραστηριότητα αναμένεται να επιταχύνει την εξασθένιση της οικονομικής ύφεσης. Συνέχιση της βοηθητικής επίδρασής της αναμένεται και το 2010, με τις προγραμματισμένες ενισχύσεις να είναι περίπου ίδιου ύψους με αυτές του 2009. Εκτός από αυτή την ιδιαίτερα θετική διάστασή της όμως, έντονη όξυνση λόγω των δαπανών που αυτή συνεπάγεται παρουσιάζει το πρόβλημα του ελλείμματος όλων των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

### 5.2.4 Εξαγωγές - Εισαγωγές

Από την άλλη πλευρά, στο πεδίο του εξωτερικού τομέα της ΕΕ, η τόνωση των εξαγωγών λόγω της ανόδου της ζήτησης από τις χώρες τις Ασίας οδήγησε σε αύξησή τους μεταξύ διαδοχικών τριμήνων στο τρίτο τρίμηνο του 2009 (+2,9% στην Ευρωζώνη, +2,4% στην ΕΕ27), αποτελώντας σημαντικό στήριγμα για οικονομίες με παραδοσιακά ισχυρό εξαγωγικό προσανατολισμό, όπως η Γερμανία<sup>30</sup>. Παρόμοια αλλαγή στην τάση παρουσιάστηκε και στην πλευρά των εισαγωγών, με άνοδο μικρότερης έκτασης ωστόσο. Μεταξύ ίδιων τριμήνων προηγούμενων ετών, οι εξαγωγές εξακολουθούν να υποχωρούν αναλογικά περισσότερο από τις εισαγωγές (13,9% έναντι 12,1%), όμως η

μεταξύ τους απόκλιση περιορίζεται, με αποτέλεσμα τη μεγαλύτερη συνεισφορά των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ.

### 5.2.5 Παραγωγή

Υπό την επίδραση των παραπάνω δυνάμεων, η μείωση της παραγωγής/κύκλου εργασιών σε σημαντικούς κλάδους μετριάζεται. Η πτώση της βιομηχανικής παραγωγής περιορίστηκε στο 11,1% και 10,2% τον Οκτώβριο σε σύγκριση με τον ίδιο μήνα πέρυσι στην Ευρωζώνη<sup>16</sup> και την ΕΕ27 αντίστοιχα<sup>31</sup>, όταν στην αρχή του β' τριμήνου του 2009 βρισκόταν στην περιοχή του 20%. Σταθεροποιητικές τάσεις εμφανίζει από τον Ιούνιο έως τον Οκτώβριο ο ρυθμός πτώσης του όγκου του λιανικού εμπορίου στις χώρες του ευρώ, γύρω από το 1,9%, ενώ στην ΕΕ27 εξασθενεί συνεχώς και πλέον τον Οκτώβριο βρίσκεται οριακά κάτω από το 1%<sup>32</sup>. Σαφή πλέον ένδειξη της μειούμενης απαισιοδοξίας και της αίσθησης ότι οι οικονομίες της ΕΕ θα εξέλθουν από την ύφεση νωρίτερα από το αρχικά αναμενόμενο, αποτελεί η διαρκής από τον Μάρτιο βελτίωση των δεικτών οικονομικού κλίματος στην Ευρωζώνη και την ΕΕ27, συνολικά και στους επιμέρους δείκτες τους που αφορούν στους κλάδους και στην καταναλωτική εμπιστοσύνη.

### 5.2.6 Επενδύσεις

Ωστόσο η καθίζηση της ζήτησης μέχρι περίπου το μέσον της χρονιάς και η ραγδαία επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης (στο 0,1% τον Αύγουστο προς τον ιδιωτικό τομέα στην Ευρωζώνη) συνεχίζουν να αποτελούν πρόσκομμα για την πραγματοποίηση επενδύσεων. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του πάγιου κεφαλαίου παρέμεινε και στο τρίτο τρίμηνο του έτους αρνητικός και παραπάνω από 10% (στο 10,4% στην Ευρωζώνη, στο 11,4% στην ΕΕ27), σημειώνοντας μικρή εξασθένηση σε σύγκριση με το β' τρίμηνο αλλά και ξεπερνώντας οριακά την πτώση των πρώτων τριών μηνών του 2009<sup>33</sup>. Σε επίπεδο κατηγοριών επενδύσεων, η μεγαλύτερη υποχώρηση σημειώνεται στις μη κατασκευαστικές, εξαιτίας της συρρικνωμένης βιομηχανικής παραγωγής. Η μέση μείωση του σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου το πρώτο εννιάμηνο στην Ευρωζώνη (περίπου 10,9%) βρίσκεται πολύ κοντά στην πρόβλεψη του ΔΝΤ από τις αρχές Οκτωβρίου (10,7%) και τη μεταγενέστερη εκτίμηση του ΟΟΣΑ (10,6%) για το σύνολο του 2009. Ωστόσο για το 2010, με την εξαγωγική ζήτηση να σταθεροποιείται και να επεκτείνεται και την ευρύτερη επίδραση των μέτρων δημοσιονομικής πολιτικής, οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου αναμένεται να παρουσιάσουν οριακή μόνο υποχώρηση.

### 5.2.7 Κατανάλωση

Η συνεχιζόμενη αύξηση της ανεργίας σε συνθήκες αποδυναμωμένης παραγωγικής δραστηριότητας, η πιστωτική στενότητα και η υποχώρηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων τους, έχουν περιορίσει την οικονομική ευρωστία των νοικοκυριών. Το γεγονός αυτό αντανάκλαται στην υστέρηση της καταναλωτικής δαπάνης τους κατά 1,1% το γ' τρίμηνο στην Ευρωζώνη σε σχέση με αυτό το τρίμηνο ένα χρόνο νωρίτερα, και κατά 1,9% στο σύνολο της

Ευρωπαϊκής Ένωσης, πτώσεις που όπως αυτές στο έτερο σκέλος της ιδιωτικής ζήτησης, τις επενδύσεις, δεν εμφανίζουν σημάδια «χαλάρωσης» από τις αρχές του 2009, παρά την παραμονή του πληθωρισμού σε χαμηλά ή και αρνητικά επίπεδα το πρώτο εννιάμηνο του έτους. Στην πλευρά της δημόσιας κατανάλωσης, η άνοδός της επίσης συνεχίστηκε με την κεκτημένη από το τρίμηνο Ιανουαρίου Μαρτίου ταχύτητα (2,5% στην Ευρωζώνη, 1,5% στην ΕΕ27), λειτουργώντας σταθερά ως ο εν μέρει αντισταθμιστικός παράγοντας της μικρότερης κατανάλωσης των νοικοκυριών. Έτσι, για ολόκληρο το 2009 η μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης αναμένεται να διαμορφωθεί στην Ευρωζώνη στο επίπεδο των προβλέψεων των διεθνών οργανισμών (0,91,0%), ενώ σε ότι αφορά τη διεύρυνση της δημόσιας κατανάλωσης, θα ξεπεράσει ελαφρά τις σχετικές εκτιμήσεις (Ευρ. Επιτροπή: 2,0%, ΟΟΣΑ, ΔΝΤ: 2,4%). Ωστόσο το 2010, η εκτιμώμενη σταδιακή εξασθένιση της ύφεσης αναμένεται να επαναφέρει σε ανοδική τροχιά την καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών.

### 5.2.8 ΑΕΠ

Ως αποτέλεσμα της μη περαιτέρω επιδείνωσης των τάσεων ή των λιγότερο αρνητικών εξελίξεων σε βασικά μεγέθη της ζήτησης και της προσφοράς, η πτώση του ΑΕΠ περιορίζεται στις δύο οικονομικές περιφέρειες της ΕΕ το προτελευταίο τρίμηνο του 2009, στο 4,1% στη ζώνη του ευρώ, στο 4,3% στην ΕΕ27. Η συνεχώς αυξανόμενη κινητικότητα στο πεδίο του διεθνούς εμπορίου, η ανθεκτικότητα παρά τις υφιστάμενες πιέσεις που επιδεικνύει η ιδιωτική κατανάλωση και η συνήθης άνοδός της στην περίοδο των γιορτών που αρχίζει νωρίς το δ' τρίμηνο σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες θα οδηγήσουν πιθανότατα σε ακόμα μικρότερη υποχώρησή του στα τέλη του 2009. Προς αυτή την κατεύθυνση θα συνδράμει και η συγκράτηση της πτώσης των επενδύσεων από τις εκτεταμένες σχετικές δημόσιες δαπάνες και τον πολλαπλασιαστικό ρόλο τους στο ΑΕΠ μέσω της διάχυσής τους εντός των οικονομιών που έχει πλέον συντελεστεί. Ύστερα όμως από τη μείωση του ΑΕΠ κατά περίπου 5,0% στην Ευρωζώνη το πρώτο εξάμηνο του 2009, οι πιθανότητες η αντίστοιχη μεταβολή για ολόκληρο το έτος να είναι κοντά στο 4,0%, όπως εκτιμούν όλοι οι διεθνείς οργανισμοί, κρίνονται περιορισμένες.

Πάντως, η ανάσχεση της οικονομικής κρίσης διαφέρει στην έκτασή της μεταξύ των χωρών στις οποίες έχει αρχίσει να εκδηλώνεται. Στις Αυστρία, Πορτογαλία, Ιταλία, Γαλλία και Γερμανία σημειώθηκε το γ' τρίμηνο η μεγαλύτερη επιβράδυνση της πτώσης του ΑΕΠ. Στον αντίποδα, σε Κύπρο, Ελλάδα, Ουγγαρία η υποχώρηση του εγχώριου προϊόντος κλιμακώθηκε σε αυτό το τρίμηνο, εξέλιξη που μπορεί να προσεγγιστεί και ως ενδεικτική του διαφορετικού χρονισμού των επιπτώσεων της κρίσης και της ανάκαμψης.

### 5.2.9 Απασχόληση

Η χρονική υστέρηση ανάμεσα στις εξελίξεις στην παραγωγή και στη μετάβασή τους στην αγορά εργασίας, καθώς και η επιφυλακτικότητα για τη συνέχισή τους αποτυπώνονται στην πορεία της ανεργίας/απασχόλησης, καθώς αμφοτέρως επιδεινώθηκαν το τρίτο τρίμηνο, παρά τη μικρότερη πτώση του προϊόντος στο ίδιο διάστημα σε βασικούς κλάδους. Η ανεργία αυξήθηκε

το τρίτο τρίμηνο του 2009 έναντι του αμέσως προηγούμενου στην Ευρωζώνη και στο σύνολο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, φθάνοντας περίπου στο 9,7% στην πρώτη και στο 9,2% στη δεύτερη (έναντι 6,8% και 7,2% πριν ένα χρόνο), άνοδος που διαδέχεται τη στασιμότητα του δεύτερου τριμήνου του 2009<sup>34</sup>. Διεύρυνση παρουσίασε στο ίδιο διάστημα η πτώση της απασχόλησης, στο 2,1% στις χώρες του ευρώ και στο 2,0% στην ΕΕ27, από ελαφρά μεγαλύτερη του 1,0% στις αρχές του έτους<sup>35</sup>. Την ανησυχία για τη διατήρηση της ανεργίας στα ίδια επίπεδα ή ακόμα και την ενίσχυσή της στο τέλος του χρόνου, αντανακλούν οι εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για ολόκληρο το έτος, που βρίσκονται υψηλότερα από το μέσο όρο στο πρώτο εννιάμηνό του. Από αυτές προκύπτει επίσης ότι η μείωση της απασχόλησης πιθανότατα θα κλιμακωθεί στο δ' τρίμηνο. Αρνητικές είναι οι πρώτες ενδείξεις για το 2010, καθώς αναμένεται νέα άνοδος της ανεργίας, μικρότερης έκτασης αυτής του 2009 ως προς το 2008, ενώ παραμένουν ιδιαίτερα δυσσώμενες οι προβλέψεις των καταλωτών για αυτή στο επόμενο 12μηνο, που καταγράφονται από τους δείκτες συγκυρίας.

### 5.2.10 Πληθωρισμός

Από την άλλη πλευρά, η αύξηση των τιμών κυρίως σε κατηγορίες υπηρεσιών (εκπαίδευση, ξενοδοχεία εστιατόρια) στον οικιακό εξοπλισμό και στα ποτά καπνό, έχουν αντιστρέψει την πορεία του πληθωρισμού, καθώς από τον Αύγουστο η πτώση που παρουσίαζε στην Ευρωζώνη μετριάζεται, όπως και η αποκλιμάκωσή του στο σύνολο των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Μάλιστα, τον Νοέμβριο, επανήλθε σε θετικό ρυθμό στην Ευρωζώνη, της τάξης του 0,5%, για πρώτη φορά μετά τον Απρίλιο, με το αντίστοιχο επίπεδό του για την ΕΕ27 να φθάνει το 1,0%, εξέλιξη που εκτός των παραπάνω παραγόντων οφείλεται και στην ενίσχυση της τιμής του πετρελαίου σε επίπεδα υψηλότερα από τα περυσινά από τα μέσα Οκτωβρίου, γεγονός που ώθησε προς τα πάνω το κόστος στο δείκτη μεταφορών<sup>36</sup>. Παρά τις τάσεις των τελευταίων μηνών, το ενδεκάμηνο Ιαν. Νοεμ. η μέση τιμή του πληθωρισμού δεν ξεπερνά το 0,2% στην Ευρωζώνη και το 0,9% στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Όπως τονίστηκε και προηγουμένως, η αγοραστική κίνηση των εορτών, σε συνδυασμό με την ανερχόμενη εξαγωγική ζήτηση, αναμένεται να ωθήσουν υψηλότερα τον πληθωρισμό τον Δεκέμβριο, διαμορφώνοντας τον για το 2009 στο ύψος των σχετικών προβλέψεων των διεθνών οργανισμών, στο 0,3% και 1,0% αντίστοιχα. Επιπλέον, είναι επόμενο σε ένα περιβάλλον ανάκαμψης της παραγωγής και της ζήτησης το 2010, ο πληθωρισμός να αναμένεται να κινηθεί υψηλότερα.

### 5.2.11 Έλλειμμα προϋπολογισμού

Στο πεδίο των δημόσιων οικονομικών, η στήριξη από τις παρεμβάσεις της Ευρ. Επιτροπής και των εθνικών κυβερνήσεων στις ευρωπαϊκές οικονομίες, παράλληλα με τη σημαντική άμβλυνση των συνεπειών της χρηματοπιστωτικής κρίσης και της οικονομικής ύφεσης, έχει διευρύνει σε πολύ μεγάλο βαθμό το έλλειμμα του προϋπολογισμού των κρατών μελών και το χρέος τους. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναγνωρίζει τις σημαντικές δυσχέρειες που έχουν ανακύψει στα ζητήματα δημοσιονομικής διαχείρισης,

αναθεωρώντας οριακά επί το δυσμενέστερο στη φθινοπωρινή έκθεσή της τις εκτιμήσεις της για τα δύο μεγέθη το 2009 και το 2010 σε σχέση με τις εαρινές προβλέψεις της. Το έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης αναμένεται να τριπλασιαστεί σε σχέση με το προηγούμενο έτος, φτάνοντας το 6,4% του ΑΕΠ το 2009 στην Ευρωζώνη και το 6,9% στην ΕΕ27, από 2,0% και 2,3% το 2008, πρόβλεψη που για την Ευρωζώνη είναι πολύ κοντά σε αυτή του ΟΟΣΑ (6,1%).

### 5.2.12 Δείκτης οικονομικής δραστηριότητας

Η αναθέρμανση της παραγωγής και οι προβλέψεις για ταχύτερη έξοδο από την οικονομική κρίση αντικατοπτρίζονται στη συνεχή εξασθένιση της απαισιοδοξίας στις προσδοκίες επιχειρήσεων και καταναλωτών στην ΕΕ. Πρόδρομοι δείκτες, όπως ο δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που υπολογίζει το ερευνητικό κέντρο CEPR<sup>37</sup> και οι δείκτες οικονομικού κλίματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (DG EGFIN), παρουσίασαν περαιτέρω βελτίωση στο τέταρτο τρίμηνο του 2009. Αναλυτικότερα, ο δείκτης του CEPR (Διάγραμμα 5.2) παρέμεινε σε ανοδική τροχιά το δίμηνο Οκτωβρίου Νοεμβρίου, και πλέον έχει επιστρέψει στα επίπεδα του τελευταίου τριμήνου το 2007. Το γεγονός ότι η τιμή του είναι θετική σημαίνει ότι στο (δ') τρίμηνο που περιλαμβάνονται οι συγκεκριμένοι μήνες αναμένεται μεγέθυνση του ΑΕΠ στην Ευρωζώνη, σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο τρίμηνο, εκτίμηση που είχε γίνει από το Σεπτέμβριο και για το τρίτο τρίμηνο του 2009 και επαληθεύτηκε από τα πραγματικά μεγέθη. Η άνοδος του δείκτη προήλθε πρωτίστως από τη βελτίωση των δεικτών επιχειρηματικών προσδοκιών και καταναλωτικής εμπιστοσύνης, και σε μικρότερο βαθμό από την καλύτερη πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών και της βιομηχανίας.

### 5.2.13 Δείκτης οικονομικού κλίματος

Η βελτίωση των προσδοκιών για την παραγωγή στους επόμενους μήνες, ιδίως στη βιομηχανία, ενίσχυσε για όγδοο συνεχή μήνα το δείκτη οικονομικού κλίματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Από την άλλη πλευρά, η καταναλωτική εμπιστοσύνη, που αποτελεί συνιστώσα του, δε μεταβλήθηκε στην Ευρωζώνη και ενισχύθηκε οριακά, κατά μια μονάδα, στην ΕΕ27. Έτσι, ο δείκτης έχει πλέον φτάσει στις 87,9 και 88,8 μονάδες αντίστοιχα, (Πίνακας 5.4) επίπεδα στα οποία βρισκόταν τον Αύγουστο του 2008, πριν από την κλιμάκωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης και την εξάπλωσή της στην Ευρώπη. Παραμένει ωστόσο χαμηλότερα από το μακροχρόνιο μέσο όρο του σε αμφότερες τις οικονομικές περιφέρειες.



## 5.3 Το οικονομικό περιβάλλον στην Ελλάδα

### 5.3.1 Γενική εικόνα - ΑΕΠ

Η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε ύφεση από το πρώτο τρίμηνο του 2009, (Διάγραμμα 5.3) σύμφωνα με τα πρόσφατα αναθεωρημένα στοιχεία για το ΑΕΠ. Στο πρώτο εννιάμηνο του έτους το εγχώριο προϊόν υποχωρεί κατά 1,1% έναντι της ίδιας περιόδου το 2008, με την πτώση ανά τρίμηνο να διευρύνεται συνεχώς. Η μείωση του ΑΕΠ οφείλεται στην κατακόρυφη πτώση των επενδύσεων και στην υποχώρηση της καταναλωτικής δαπάνης των νοικοκυριών, (Πίνακας 5.5-5.6) τάσεις που διαμορφώθηκαν και από τη έντονη επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας. Στο διαμορφωμένο δυσμενές περιβάλλον, η παραγωγή / κύκλος εργασιών σε σημαντικούς κλάδους της ελληνικής οικονομίας είτε παρουσιάζει σταθεροποίηση της πτώσης που εμφανίζει από τις αρχές του 2009 (βιομηχανία), είτε υποχωρεί σε μεγαλύτερο βαθμό (οικοδομική δραστηριότητα). Ωστόσο, μικρή ήταν η πτώση του κύκλου εργασιών στον τουρισμό τους καλοκαιρινούς μήνες, πολύ χαμηλότερη των εκτιμήσεων πριν την θερινή περίοδο. Αξίζει να σημειωθεί ότι η ύφεση δεν περιορίζεται αισθητά από την άνοδο των δημοσίων δαπανών, οι οποίες όμως επιδεινώνουν τα δημοσιονομικά αδιέξοδα.

### 5.3.2 Αγορά εργασίας

Η εξάπλωση της ύφεσης στην ελληνική οικονομία και η όξυνση των αρνητικών συνεπειών της αντανακλώνται ιδιαίτερα στην αγορά εργασίας. Το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε εκ νέου στο γ' τρίμηνο του έτους 2009, στο 9,3% από 8,9% το αμέσως προηγούμενο τρίμηνο, ενώ υποχωρούσε διαχρονικά τους θερινούς μήνες, λόγω της αυξημένης εποχικής απασχόλησης. (Πίνακας 5.7) Η απασχόληση μειώνεται κατά 1,1% στο γ' τρίμηνο και κατά 0,9% το πρώτο εννιάμηνο του έτους, για πρώτη φορά τουλάχιστον μετά το 1998. Καθώς η παραγωγική δραστηριότητα παραμένει ιδιαίτερα αποδυναμωμένη και το οικονομικό κλίμα σε σημαντικούς κλάδους της ελληνικής οικονομίας επιδεινώνεται στα τέλη του 2009, δεν αναμένεται ανακοπή της ανοδικής τάσης στην ανεργία στο τελευταίο τρίμηνό του, με αποτέλεσμα το ποσοστό της για το σύνολο του έτους να διαμορφώνεται στο 9,4%. (Διάγραμμα 5.4)

### 5.3.3 Πληθωρισμός

Ύστερα από την υποχώρησή του σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα στην αρχή και στο μέσον του καλοκαιριού, ο πληθωρισμός ενισχύεται συνεχώς από τον Αύγουστο, εξαιτίας της αύξησης των τιμών σε συγκεκριμένες κατηγορίες υπηρεσιών και στα ποτά καπνό και ειδικά το Νοέμβριο λόγω της αύξησης του κόστους μεταφορών και ειδικότερα των καύσιμων. Ωστόσο, στο σύνολο του πρώτου 11μήνου του 2009 δεν ξεπερνά το 1,1%, όταν την ίδια περίοδο πέρυσι έφτανε το 4,4%. (Διάγραμμα 5.5) Η άνοδος της τιμής του πετρελαίου, που πλέον βρίσκεται σε επίπεδα υψηλότερα αυτών στο ίδιο διάστημα του

2008 θα συμβάλλουν σε μικρή περαιτέρω ενίσχυσή του τον Δεκέμβριο, με αποτέλεσμα αυτός να διαμορφώνεται στο 1,2% για το 2009, καθώς η ανησυχία για την πορεία της ανεργίας συγκρατεί τις καταναλωτικές δαπάνες.

#### 5.3.4 Οικονομικό κλίμα

Η ραγδαία επιδείνωση των δημοσιονομικών μεγεθών μετά τα μέσα του 2009 και οι επιδράσεις των διαδοχικών εκλογικών κύκλων, με την προσωρινή αβεβαιότητα που προκαλούν λόγω των εκτιμώμενων αλλαγών πολιτικής, συνθέτουν το περιβάλλον στην ελληνική οικονομία τους τελευταίους μήνες του 2009 και στις αρχές του 2010. Η λήψη σημαντικών αποφάσεων το προσεχές διάστημα σε εγχώριο και διεθνές επίπεδο σε ότι αφορά τη δημοσιονομική διαχείριση και οι επιπτώσεις τους στην οικονομική δραστηριότητα, καθώς και η αναμονή της ανακοίνωσης δεσμών μέτρων πολιτικής σε βασικά ζητήματα, επανατροφοδοτούν την αβεβαιότητα στο οικονομικό κλίμα στην Ελλάδα. (Διάγραμμα 5.6) Σε αυτή την ιδιαίτερα δύσκολη για την ελληνική οικονομία συγκυρία, η πτώση του εγχώριου προϊόντος εκτιμάται ότι θα κλιμακωθεί το τελευταίο τρίμηνο του 2009, εντείνοντας την ύφεση και στο σύνολο του έτους, στην περιοχή του 1,5%. Αλλά και οι προοπτικές για το 2010 προεξοφλούν τη στιγμή αυτή και νέα μείωση του ΑΕΠ τον επόμενο χρόνο, αν και σημαντικά ηπιότερη της φετινής.

#### 5.3.5 Δημοσιονομική διαχείριση

Το 2009 το έλλειμμα της Κεντρικής Κυβέρνησης και το χρέος παρουσίασαν ραγδαία αύξηση, υπερβαίνοντας έτσι κατά πολύ τους στόχους που είχαν τεθεί. (Διάγραμμα 5.7) Οι πηγές αυτής της μεγάλης απόκλισης ήταν οι εξής:

- Η υπερβολική χαλάρωση του δημοσιονομικού μηχανισμού, τόσο από την πλευρά των εσόδων, όσο και από την πλευρά των δαπανών, που οφείλεται εν μέρει στο αποτέλεσμα του 'πολιτικού εκλογικού' κύκλου.
- Η συνεχής επιδείνωση, τα τελευταία έτη, της διαρθρωτικής διάστασης του δημοσιονομικού προβλήματος της χώρας, όπως αυτό αντανακλάται στη συνεχή αύξηση των πρωτογενών καταναλωτικών δαπανών και τη μείωση των εσόδων ως ποσοστό του ΑΕΠ.
- Η είσοδος της οικονομίας σε φάση ύφεσης το 2009.
- Η αναθεώρηση του ΑΕΠ προς τα κάτω κατά 20 δισεκ. ευρώ περίπου.
- Ο συνυπολογισμός των χρεών των κρατικών νοσοκομείων προς προμηθευτές.

#### 5.3.6 Εμπιστοσύνης των διεθνών αγορών

Οι πρόσφατες υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας του ελληνικού δημοσίου αντανακλούν μια γενικευμένη στάση επιφυλακτικότητας και δυσπιστίας απέναντι στην ελληνική οικονομία. Είναι σήμερα απολύτως αναγκαίο το κλίμα να αντιστραφεί. Γι' αυτό απαιτείται να αποκατασταθεί η αξιοπιστία των στατιστικών στοιχείων, κυρίως όμως να ενισχυθεί η αξιοπιστία της οικονομικής πολιτικής με συγκεκριμένα μέτρα. Ειδικότερα, θα πρέπει όσο

το δυνατόν συντομότερα να υπάρξει λεπτομερής εξειδίκευση των μέτρων που θα περιλαμβάνονται στο τετραετές Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης προκειμένου να επιτευχθούν οι δημοσιονομικοί στόχοι που εξαγγέλθηκαν από τον Πρωθυπουργό (14 / 12 / 2009). Τα μέτρα αυτά πρέπει επίσης να περιλαμβάνουν προτάσεις για εξυγίανση του ασφαλιστικού συστήματος, συγκεκριμένους στόχους για έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις προκειμένου να αντιστραφεί η δυναμική του δημοσίου χρέους, καθώς και μέτρα που αφορούν στον ανταγωνισμό.

### 5.3.7 Προϋπολογισμός 2010

Ο στόχος του Προϋπολογισμού για μείωση του ελλείμματος κατά 4 περίπου ποσοστιαίες μονάδες ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι φιλόδοξος, αλλά όχι ανέφικτος. Υπόκειται ωστόσο σε μεγάλες αβεβαιότητες, που συνδέονται με την εξειδίκευση και άμεση εφαρμογή των μέτρων που προβλέπονται. Θα πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι ακόμα και αν επιτευχθεί ο στόχος του Προϋπολογισμού, το πρωτογενές έλλειμμα παραμένει υψηλό (περίπου 4% του ΑΕΠ). Έτσι, η σταθεροποίηση του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ τα επόμενα δύο έτη απαιτεί σημαντικά έσοδα από αποκρατικοποιήσεις και αξιοποίηση της περιουσίας του δημοσίου που ξεπερνούν το 2% του ΑΕΠ ετησίως. (Πίνακας 5.8)

### 5.3.8 Μακροχρόνιο σχέδιο ανάταξης της ελληνικής οικονομίας.

Η παρούσα κρίση κατέστησε πλέον σαφές ότι η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε οριακό σημείο και το οξυμμένα χρόνια προβλήματα δεν επιδέχονται άλλο ευκαιριακή αντιμετώπιση ή αναβολή. Η ελληνική οικονομία, παράλληλα με τα μέτρα άμεσης εφαρμογής, χρειάζεται ένα μακροπρόθεσμο σχέδιο ανάταξης με συγκεκριμένους στόχους, μέσα πολιτικής και πηγές δυναμικής ανάπτυξης, όπου οι δημοσιονομικοί στόχοι θα συμπλέκονται με τους στόχους προσαρμογής του φθίνοντος σήμερα αναπτυξιακού προτύπου της ελληνικής οικονομίας. Το πρόγραμμα αυτό θα πρέπει να τεθεί σε σοβαρό και στοχευμένο δημόσιο διάλογο, για να εξασφαλισθούν αφενός η μέγιστη δυνατή κοινωνική αποδοχή και αφετέρου η συνέχεια και η συνέπεια σε βάθος χρόνου, ανεξάρτητα από τις κυβερνητικές εναλλαγές. Η ανάγκη ενός τέτοιου προγράμματος είναι πλέον αδήριτη, καθώς η ελληνική οικονομία έχει εξαντλήσει όλα τα περιθώρια ανάπτυξης που επέτρεπε το υφιστάμενο πρότυπο. Πρέπει τώρα να γίνει απόλυτα κατανοητό ότι απ' όλες τις πλευρές αν δεν υπάρξει ριζικός αναπροσανατολισμός σε νέες κατευθύνσεις, οι συνέπειες για το εισόδημα, την απασχόληση και το βιοτικό επίπεδο της χώρας θα είναι αρνητικές και η Ελλάδα μετά από μια περίοδο σύγκλισης με τους μέσους όρους της Ε.Ε. θα βρεθεί σε μια πορεία ταχείας απόκλισης.

Ένα τέτοιο σχέδιο πρέπει να θέσει φιλόδοξους, αλλά επιτεύξιμους στόχους και να τους επιδιώξει με παρεμβάσεις και μεταρρυθμίσεις στους κρίσιμους τομείς: Δημοσιονομική προσαρμογή, ασφαλιστική μεταρρύθμιση, αξιοποίηση της περιουσίας του δημοσίου, αποτελεσματικότερη λειτουργία της Δημόσιας Διοίκησης, βελτίωση των όρων ανταγωνισμού στις αγορές, θεσμικές προσαρμογές στο Κράτος.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### Με το βλέμμα προς το μέλλον

#### 6.1 Κρίση: Πόσο κοντά είναι η βελτίωση;

##### 6.1.1 Πλησιάζει το τέλος της κρίσης

Υπάρχουν στοιχεία που δείχνουν ότι πλησιάζουμε στο τέλος της κρίσης:

- Οι πρόσφατες αποφάσεις των ηγετών των 20 πλουσιότερων κρατών (G-20), ιδίως η δέσμευση για επιπλέον χρηματοδότηση του ΔΝΤ, επέδρασαν θετικά κυρίως στις οικονομίες της Νέας Ευρώπης. Οι ασκήσεις προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) των αμερικανικών τραπεζών βοήθησαν να μειωθεί σημαντικά, αλλά όχι και να εξαλειφθεί, η αβεβαιότητα στις αγορές. Τα περιθώρια στις χρηματοοικονομικές αγορές μειώθηκαν αν και παραμένουν υψηλότερα των ιστορικών τους μέσων όρων. Τα επίπεδα ρευστότητας έχουν επίσης ομαλοποιηθεί σε μεγάλο βαθμό.
- Πολλά θα εξαρτηθούν από την πολιτική που θα ακολουθήσουν οι κεντρικές τράπεζες για την απόσυρση των έκτακτων μέτρων παροχής ρευστότητας που μαζί με τα δημοσιονομικά πακέτα των κυβερνήσεων βοήθησαν τα μέγιστα στην αποτροπή κατάρρευσης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και στην επανεκκίνηση της παγκόσμιας οικονομίας. Είναι πιθανό η απόσυρση αυτή να μην αποφασιστεί εύκολα, παρά μόνον όταν η ανάκαμψη δείχνει μη αναστρέψιμη. Πολλοί επιθυμούν να δοθεί αρκετός χρόνος στο σύστημα ώστε να επανέλθει σε φυσιολογικούς ρυθμούς. Εκτιμώ ότι στην Ευρώπη η απόσυρση θα ξεκινήσει γρηγορότερα από τις ΗΠΑ, καθώς η ΕΚΤ εμφανίζεται πιο επιθετική στις ανακοινώσεις της. Επίσης, είναι πιθανό πρώτα οι κεντρικές τράπεζες να αποσύρουν τη ρευστότητα και μετά να αρχίσουν να ανεβάζουν τα επιτόκια παρέμβασης. Το θέμα αυτό έχει ξεκινήσει να γίνεται αντικείμενο ευρύτερης συζήτησης στα ερευνητικά τμήματα των κεντρικών τραπεζών.
- Τα ασφάλιστρα κινδύνου έχουν μειωθεί δραματικά σε σχέση με το πρώτο τρίμηνο του 2009, όταν ο κίνδυνος κατάρρευσης κυριαρχούσε. Όμως, τα ασφάλιστρα αυτά παραμένουν πολύ υψηλότερα από το επίπεδο που βρίσκονταν πριν το ξεκίνημα της κρίσης. (Διάγραμμα 6.1) Για παράδειγμα, το ασφάλιστρο πιστωτικού κινδύνου της Citigroup το Δεκέμβριο του 2009 είναι 15 φορές μεγαλύτερο από τον Ιούνιο του 2007. Το αντίστοιχο ασφάλιστρο της J. P. Morgan είναι δύο φορές μεγαλύτερο. Εκτιμάται ότι τα ασφάλιστρα αυτά δεν πρόκειται να μειωθούν στα προ

κρίσης επίπεδα τα επόμενα χρόνια. Η αγορά θα τιμολογεί πιο ορθολογικά τον πιστωτικό κίνδυνο στο μέλλον.

- Από τα μέσα Μαρτίου 2009, τα χρηματιστήρια εισήρθαν σε ανοδική τροχιά εξαιτίας

(i) μείωσης του ασφαλιστρου κινδύνου και

(ii) του τερματισμού της επιτάχυνσης της πτώσης του ΑΕΠ.

Φυσικά δεν επανήλθαν στα προ της κρίσης επίπεδα. Η πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών δείχνει να υποστηρίζει την άποψη ότι η κρίση τελείωσε. Όμως, το ερώτημα είναι αν μπορούμε να εμπιστευτούμε μία αγορά η οποία έδειχνε να αγνοεί την εξελισσόμενη κρίση για τουλάχιστον 6 μήνες. Τα χρηματιστήρια έδειξαν να αντιλαμβάνονται το μέγεθος της κρίσης το Ιανουάριο του 2008. Η πτώση τους έγινε πιο έντονη με τον πανικό που ακολούθησε την κατάρρευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008.

### 6.1.2 Έχουμε ακόμα αρκετό δρόμο πριν το τέλος της κρίσης

Υπάρχουν και στοιχεία που υποδεικνύουν ότι έχουμε ακόμα αρκετό δρόμο πριν το τέλος της κρίσης και αρκετούς σκοπέλους να αποφύγουμε.

Τα προβληματικά δάνεια αναμένεται να αυξηθούν ακόμα περισσότερο, αφού η εμπειρία δείχνει ότι αυξάνονται με κάποια καθυστέρηση σε σχέση με την είσοδο της παγκόσμιας οικονομίας σε ύφεση, κάτι που επιμηκύνει την χρηματοπιστωτική πίεση. Επίσης, παρά τη μεγάλη ρευστότητα και τα χαμηλά επιτόκια, οι αδυναμίες του τραπεζικού συστήματος παραμένουν. Η πιθανότητα μιας νέας μεγάλης αρνητικής έκπληξης, όπως αυτή της κατάρρευσης της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 είναι μικρή αλλά όχι μηδενική. Μάλιστα στο παρελθόν, ορισμένοι αναλυτές εξέφραζαν ανησυχίες για τις επιπτώσεις μιας πιθανής κατάρρευσης του δολαρίου συνδυασμένης με κάποιο λάθος πολιτικής ή τις επιπτώσεις από τις απώλειες στην αγορά των εμπορικών ακινήτων. Εκτιμώ όμως ότι οι φόβοι για μια νέα κατάρρευση είναι υπέρ τονισμένοι. Τα χειρότερα της κρίσης ξεπεράστηκαν και το ερωτηματικό είναι πόσο ακόμα θα διαρκέσει η ύφεση.

### 6.1.3 Ελλάδα

Όσον αφορά την ελληνική οικονομία, αυτή εισήλθε σε ύφεση καθυστερημένα, το πρώτο τρίμηνο του 2009 και, σύμφωνα με όλες τις προβλέψεις, θα συνεχίσει να κινείται με αρνητικούς ρυθμούς και το 2010, όταν ο υπόλοιπος κόσμος θα έχει μπει ήδη σε τροχιά ανάκαμψης. Έτσι, το 2010 τερματίζεται μια πορεία σύγκλισης του ελληνικού βιοτικού επιπέδου με αυτό της ΕΕ-15, που διήρκεσε 13 έτη, από το 1996. Το μεγάλο ερωτηματικό σήμερα είναι η διάρκεια της στενωπού στην οποία έχει εισέλθει η ελληνική οικονομία κυρίως λόγω των δικών της ανισορροπιών, του δημοσιονομικού ελλείμματος και του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών. (Διάγραμμα 6.2) Οι αξιολογικοί οίκοι υποβάθμισαν στο τέλος του 2009 την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας, ενώ οι αγορές δεν φαίνονται αισιόδοξες για την

προοπτική ανάκαμψης. Τα περιθώρια δανεισμού του ελληνικού δημοσίου έναντι του γερμανικού έχουν αυξηθεί υπερβολικά (Διάγραμμα 6.3)

## 6.2 Προβλέψεις

### 6.2.1 Οικονομική ανάπτυξη

Η κρίση δεν εξελίχτηκε στη Μεγάλη Ύφεση της εποχής μας, ούτε είναι τελικά για τον καπιταλισμό ότι ήταν το «1989» για τον κομμουνισμό. Η κρίση έχει όμως αφήσει μάλλον μόνιμα σημάδια στην παγκόσμια οικονομία και σε αυτό που ενδιαφέρει όλους μας, τις μεσο-μακροπρόθεσμες αναπτυξιακές προοπτικές της. Ακόμα και αν υποθέσουμε ότι ο χρηματοοικονομικός τομέας σταθεροποιηθεί σταδιακά, παραμένει αναπάντητο το ερώτημα από πού θα προέλθει η μελλοντική ανάπτυξη. Κίνδυνοι και ανισορροπίες εξακολουθούν να υπάρχουν, ενώ η προσπάθεια αντιμετώπισης της κρίσης δημιούργησε καινούριους κινδύνους.

Παρελθούσες χρηματοοικονομικές κρίσεις ακολουθήθηκαν από μειωμένους ρυθμούς ανάπτυξης<sup>38</sup>. Σήμερα οι εκτιμήσεις συγκλίνουν ότι εισερχόμαστε σε μια τέτοια περίοδο χαμηλότερης παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης από ότι την περίοδο που μας οδήγησε στην κρίση. Οι επενδύσεις έχουν μειωθεί δραστικά και η ανεργία αναμένεται να παραμείνει σε υψηλά επίπεδα. Οι προσπάθειες που καταβάλλονται για τον περιορισμό των επιπτώσεων της κρίσης και τη σταθεροποίηση, κυρίως του χρηματοπιστωτικού τομέα, δεν είναι χωρίς κόστος. Ως κόστος δεν είναι μόνο στο άμεσο χρηματικό κόστος αλλά και η αρνητική επίπτωση στις αναπτυξιακές προοπτικές. Οι ενέργειές μας σήμερα, όσο απαραίτητες και αν είναι, κοστίζουν σε μονάδες μελλοντικής οικονομικής ανάπτυξης.

#### 6.2.1.1 Ρυθμός ανάπτυξης

Ο δυνητικός ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να μειωθεί στο άμεσο μέλλον καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα χρειαστεί να αναδιοργανωθούν και οι αγορές να ομαλοποιηθούν ώστε να καταστεί δυνατή η απαραίτητη πιστωτική επέκταση για την αύξηση των επενδύσεων, της παραγωγικότητας και την ανακατανομή του εργατικού δυναμικού. Μεσοπρόθεσμα, επίσης, θα πρέπει να προσεχθεί από την πλευρά των κεντρικών τραπεζών ο κίνδυνος πληθωριστικών πιέσεων, που πηγάζει από τη σημερινή επεκτατική νομισματική πολιτική. Πέραν, όμως, από τις μεσοπρόθεσμες τριβές στο παγκόσμιο σύστημα και την οικονομική πολιτική, υπάρχουν και άλλοι αιτιώδεις και ουσιαστικοί παράγοντες αναμενόμενης πτώσης του ρυθμού ανάπτυξης. Οι κύριοι παράγοντες είναι τρεις:

- Η αναμενόμενη άνοδος των πραγματικών επιτοκίων,
- Η περιοριστική δημοσιονομική πολιτική και
- Η αποκατάσταση των παγκόσμιων ανισορροπιών.

### 6.2.1.2 Κόστος χρήματος

Το κόστος χρήματος αναμένεται να αυξηθεί ως συνέπεια ενός αριθμού παραγόντων: (Πίνακας 6.1)

- Τα απαιτούμενα ασφάλιστρα κινδύνου θα παραμείνουν αυξημένα σε σχέση με τα – όπως αποδείχτηκαν – μη κανονικά επίπεδα προ της κρίσης,
- Θα αυξηθεί το κόστος διαμεσολάβησης λόγω υψηλής ζήτησης από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για νέα κεφάλαια ώστε να αντισταθμίσουν τις απώλειες τους αλλά και εξαιτίας των απαιτήσεων της αναμενόμενης αυστηρότερης νομοθεσίας για υψηλότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας,
- Η αύξηση του δημοσίου χρέους διεθνώς – απαραίτητη για την οικονομική σταθεροποίηση και την αποφυγή ολικής κατάρρευσης – έχει ως συνέπεια την αύξηση του ανταγωνισμού με τον ιδιωτικό τομέα για προσέλκυση πόρων (crowding out effect) και
- Η επεκτατική νομισματική πολιτική που ακολουθούν οι κεντρικές τράπεζες κάποια στιγμή θα αποσυρθεί όταν γίνει σαφές ότι η οικονομία έχει βγει από την ύφεση.

### 6.2.1.3 Δημοσιονομική πολιτική

Η μελλοντική οικονομική ανάπτυξη δεν θα μπορεί να στηριχθεί, στο βαθμό που το κάνει σήμερα, στη δημοσιονομική επέκταση. Οι κυβερνήσεις άσκησαν επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, αυξάνοντας σημαντικά τα δημοσιονομικά ελλείμματα και το δημόσιο χρέος, (Διάγραμμα 6.4) σε μια προσπάθεια να διοχετεύσουν κεφάλαια στην οικονομία και να αποφύγουν μια ύφεση διάρκειας. Όμως δεν μπορούν να συνεχίσουν για πολύ ακόμα αυτή την πολιτική, είτε λόγω περιορισμών όπως το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης είτε και λόγω της πειθαρχίας που επιβάλλουν οι αγορές, καθώς ιδίως σε ένα μελλοντικό περιβάλλον χαμηλής οικονομικής ανάπτυξης το κόστος χρηματοδότησής αυξάνεται. Τα επόμενα χρόνια στόχος θα είναι η επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων για να μειωθεί το δημόσιο χρέος.

### 6.2.1.4 Σημεία στήριξης του οικονομικού συστήματος

Το μοντέλο οικονομικής ανάπτυξης των τελευταίων ετών στηρίχθηκε σε μια σειρά από παράγοντες, οι οποίοι σήμερα δεν μπορούν να συνεχίσουν να αποτελούν σημεία στήριξης του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος. Κάποιοι από αυτούς ήταν αποτέλεσμα ανισορροπιών, οι οποίες δεν είναι πλέον διατηρήσιμες και αναμένεται να αποκαθιστούνται σταδιακά. Το μοντέλο ανάπτυξης πολλών χωρών στηρίχθηκε στην κατανάλωση. Ο Αμερικανός καταναλωτής είναι αναγκασμένος να μειώσει τη μόχλευσή του και να αυξήσει την αποταμίευση, όπως άλλωστε συμβαίνει και σε πολλές άλλες οικονομίες με υψηλά ποσοστά δανειακής επιβάρυνσης των νοικοκυριών. Η παγκόσμια οικονομία θα είναι πιο ισορροπημένη με τις Η.Π.Α. να μην έχουν τεράστια ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και την Ασία να μην τα χρηματοδοτεί με τα δικά της τεράστια πλεονάσματα. Αυτό δημιουργεί πρόβλημα στις χώρες

που εξάγουν προς τις Η.Π.Α. διότι αναγκάζονται να μειώσουν την παραγωγή τους. Και είναι δύσκολο να αναπληρωθεί το χάσμα κατανάλωσης που αναμένεται να αφήσουν οι Αμερικανοί. Ο Κινέζος καταναλωτής δεν είναι ακόμα έτοιμος για να αναλάβει τέτοιο ρόλο. Η Ινδία παραμένει μια σχετικά κλειστή οικονομία, ενώ η Ευρώπη πάντα ακολουθούσε τις ΗΠΑ με καθυστέρηση όσον αφορά την ανάπτυξη.

### 6.2.1.5 Ελλάδα

Στη χώρα μας η διεθνής κρίση συμπιέζει τα πραγματικά εισοδήματα και διογκώνει την ανεργία. Όμως, η Ελλάδα αντιμετωπίζει περισσότερα προβλήματα. Η κρίση έβγαλε στην επιφάνεια τις σωρευμένες ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας, οι οποίες γιγαντώθηκαν έπειτα από αδράνεια ετών της οικονομικής πολιτικής. Ο κίνδυνος είναι πλέον μεγάλος για την ελληνική οικονομία να εισέλθει σε μια ύφεση διάρκειας ή στην καλύτερη περίπτωση σε μια στασιμότητα διαφοροποιούμενη από την υπόλοιπη Ευρώπη. Το 2010 αναμένεται να είναι το πρώτο έτος απόκλισης, αντί για σύγκλισης, του βιοτικού μας επιπέδου από το επίπεδο της ΕΕ-15. Το μεγάλο στοίχημα σήμερα είναι αν η Ελλάδα μπορέσει από το 2011 και κατόπιν να ανακάμψει.

Οι μακροχρόνιες ανισορροπίες της ελληνικής οικονομίας καθρεφτίζονται στα διπλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών και δημοσιονομικό. Η ελληνική οικονομία, όπως είναι φανερό και από μία σειρά από δείκτες (δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας για την ευκολία του επιχειρείν. Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία) χάνει συνεχώς σε ανταγωνιστικότητα. Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας – η κυριότερη μακροοικονομική μας ανισορροπία – αντικατοπτρίζεται στο τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών. Αγοράζουμε πολύ περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες από ότι πουλάμε στους ξένους. Η ελληνική οικονομία δεν έχει τη δυνατότητα να παράγει ανταγωνιστικά αγαθά και υπηρεσίες.

Σήμερα στην Ελλάδα είναι απαραίτητη η στροφή προς ένα μοντέλο πιο εξωστρεφές, βασισμένο στην ανταγωνιστικότητα των ελληνικών επιχειρήσεων και την καινοτομία, τις εξαγωγές και τις επενδύσεις και όχι την κατανάλωση. Είναι, επίσης, απαραίτητο να νοικοκυρευτούν τα δημόσια οικονομικά, να εξισορροπηθεί διαχρονικά το ασφαλιστικό, να γίνει πιο αποτελεσματική και λιγότερο γραφειοκρατική η λειτουργία του κράτους, να γίνει η Ελλάδα κέντρο προσέλκυσης και όχι απώθησης των ξένων επενδύσεων.

### 6.2.2 Νομισματική Πολιτική

Η εξέλιξη της κρίσης μπορεί να επιφέρει μια σειρά από αλλαγές πολιτικής. Στο πεδίο της νομισματικής πολιτικής ένα ερώτημα είναι αν η ΕΚΤ θα αναθεωρήσει τον στόχο της, που είναι αποκλειστικά η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού, για να συμπεριλάβει και την οικονομική ανάπτυξη. Θα αποτελέσουν οι «φούσκες» και ο περιορισμός τους ένα νέο στόχο των νομισματικών αρχών; Αν και πως θα επιτευχθεί ο συντονισμός νομισματικής και εποπτικής πολιτικής;



Η σημερινή επεκτατική νομισματική πολιτική των κεντρικών τραπεζών δημιουργεί ερωτηματικά για τον κίνδυνο πληθωρισμού στο μέλλον. Πόσο εύκολα μπορεί η Fed ή η ΕΚΤ να αποσύρουν την ρευστότητα που έχουν δώσει όταν αρχίσει η ανάκαμψη; Το μέγεθος της παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών για την παροχή της απαραίτητης ρευστότητας φαίνεται και από την μεγέθυνση του ενεργητικού τους από τον Σεπτέμβριο του 2008, ιδίως στην περίπτωση της Fed. Υπάρχουν κρίσιμα ερωτήματα, η απάντηση στα οποία θα κρίνει πολλά για το μέλλον. Θα παραμείνουν τα επιτόκια παρέμβασης χαμηλά αρκετό χρόνο υποστηρίζοντας την ανάπτυξη και τα κέρδη των τραπεζών; Υπάρχει κίνητρο να μειωθεί στις ΗΠΑ, μέσω του πληθωρισμού, το τεράστιο σωρευμένο χρέος του δημοσίου (85% του ΑΕΠ το 2009);

### 6.2.3 Εποπτεία και έλεγχος

#### 6.2.3.1 Διεθνές επίπεδο

Η σταθερότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος τέθηκε υπό αμφισβήτηση κατά την κορύφωση της κρίσης. Πιο συγκεκριμένα, υπήρξε σοβαρός κίνδυνος ολικής κατάρρευσής του. Στο πλαίσιο αυτό, η αποτελεσματικότητα του διεθνούς συστήματος ελέγχου και εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αναδείχτηκε ως κορυφαίο θέμα προς εξέταση. Ο επανασχεδιασμός του αποτελεί αντικείμενο εκτεταμένης συζήτησης και διαπραγμάτευσης.

Η προσπάθεια κατασκευής ενός νέου παγκόσμιου εποπτικού πλαισίου του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι πλέον υπό τη αιγίδα των G-20 χωρών. Οι διεργασίες στις συναντήσεις των G-20 χωρών έχουν οδηγήσει σε μια σειρά από αποφάσεις οι οποίες θέτουν τα πλαίσια για την αναδιοργάνωση του συστήματος. Θα απαιτηθεί διεθνής συντονισμός σε πέντε τομείς:

- ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας
- δημιουργία ενός ισχυρού ρυθμιστικού πλαισίου και πιο συγκεκριμένα ενίσχυση της Βασιλείας II
- προώθηση της ακεραιότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών
- ενίσχυση της διεθνούς συνεργασίας και συντονισμού
- μεταρρύθμιση των διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως το ΔΝΤ.

Η συζήτηση και τα σχέδια προς επεξεργασία των G-20, αν δεν χάσουν τη σημερινή ορμή τους, μπορούν να οδηγήσουν σε μια σειρά από μέτρα και νέες πολιτικές. Όλες οι πρωτοβουλίες που αφορούν την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος συντονίζονται πλέον από το Financial Stability Board (FSB), το οποίο έχει ενισχυθεί.

### 6.2.3.2 Ευρωπαϊκό επίπεδο

Στην Ευρώπη ίσως δούμε περισσότερο αυστηρούς κανόνες λειτουργίας και εποπτείας από ότι στις ΗΠΑ. Σύμφωνα με τις πρόσφατες αποφάσεις του ECOFIN, η μακρο-προληπτική εποπτεία στην ΕΕ, ανατίθεται στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ESRB). Η ΕΚΤ θα παρέχει υλικοτεχνική υποστήριξη. Η κύρια αποστολή του ESRB θα είναι ο εντοπισμός, η παρακολούθηση και η αξιολόγηση των πιθανών κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην ΕΕ, που προκύπτουν από το μακροοικονομικό περιβάλλον, καθώς και από τις εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Εάν οποιοσδήποτε κίνδυνος φαίνεται να είναι σημαντικός, το ESRB θα εκδίδει προειδοποιήσεις και θα κάνει συστάσεις. Στο μικρο- επίπεδο προληπτικής εποπτείας θα συσταθεί το Ευρωπαϊκό Σύστημα Εποπτικών Αρχών. Θα αποτελείται από τρεις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές για τις τράπεζες, τα χρηματιστήρια και τις ασφαλιστικές εταιρείες αντίστοιχα. Ξεχωριστές ομάδες εποπτών θα δημιουργηθούν για μεγάλους διεθνείς χρηματοπιστωτικούς ομίλους.

Η Επιτροπή της Βασιλείας (Basel Committee) που θέτει τους κανόνες εποπτείας ενισχύθηκε από τις αποφάσεις των G-20 και συμμετέχουν πλέον σε αυτές και εκπρόσωποι των αναδυόμενων αγορών. Η επιτροπή έχει θέσει μια σειρά από προτεραιότητες για την γενική αναδιοργάνωση του εποπτικού πλαισίου, που έχουν επιπτώσεις για όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα:

- Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να αυξήσουν την ποιότητα, τη συνοχή και τη διαφάνεια της κεφαλαιακής δομής τους. Τα κεφάλαια Tier I θα πρέπει να αποτελούνται κυρίως από κοινές μετοχές και κέρδη εις νέον για την αύξηση της ικανότητας απορρόφησης ζημιών. Θα καθοριστεί σε διεθνές επίπεδο ένας κοινός ορισμός αυτών των κεφαλαίων και διαδικασίες δημοσιοποίησης των επιμέρους στοιχείων. Αυτό θα συμβάλει στην αύξηση της διαφάνειας και της συγκρισιμότητας. Πολλοί διατείνονται ότι το ύψος των κεφαλαίων, σε μια ανάλογη με την πρόσφατη κρίση, όσο υψηλό και αν είναι δεν μπορεί να αποτελέσει σανίδα σωτηρίας. Η απάντηση συνοψίζεται στο ότι αν όλα τα τραπεζικά ιδρύματα είχαν υψηλά ίδια κεφάλαια, δεν θα υπήρχε κρίση. Το βασικό σημείο που συμφωνούν οι αναλυτές είναι η διεθνής εφαρμογή των όποιων μέτρων, ώστε να διασφαλίζονται όροι ίσου ανταγωνισμού.
- Η υιοθέτηση ενός πλαισίου αντικυκλικών δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας, που να είναι υψηλότερα των σημερινών ελάχιστων απαιτήσεων. Το ύψος των απαιτούμενων ιδίων κεφαλαίων δεν θα είναι το ίδιο σε όλες τις φάσεις του οικονομικού κύκλου. Προβλέπεται να είναι μεγαλύτερο σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης και χαμηλότερο σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας. Οι σημερινοί κανόνες της Βασιλείας είναι κυκλικοί αντί να είναι αντικυκλικοί διότι καταλήγουν να μειώνουν τα απαιτούμενα κεφάλαια σε περιόδους ευφορίας. Ορισμένοι οικονομολόγοι<sup>39</sup>, έχουν προτείνει<sup>40</sup> το επιπλέον κεφάλαιο στις περιόδους ευφορίας να είναι σε μορφή μετατρέψιμων ομολογιών, οι οποίες κοστίζουν στην τράπεζα λιγότερο. Η μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές θα γίνεται σύμφωνα με κανόνες που να καθορίζουν εκ των προτέρων τον ορισμό μιας κρίσης. .

- Θέσπιση περισσότερων και πιο διαφανών περιορισμών στη μόχλευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ένας νέος δείκτης μόχλευσης μη-βασισμένος στον κίνδυνο θα συμπληρώσει τους σημερινούς βασισμένους στον κίνδυνο δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, βοηθώντας στον περιορισμό της υπερβολικής επέκτασης των ισολογισμών.
- Οι τράπεζες θα πρέπει να τηρούν ένα ελάχιστο διεθνές πρότυπο χρηματοδότησης της ρευστότητάς τους. Αυτό το νέο πρότυπο θα περιλαμβάνει ένα δείκτη κάλυψης ρευστότητας υπό δυσχερείς συνθήκες που θα υποστηρίζεται από ένα πιο μακροπρόθεσμο διαρθρωτικό δείκτη ρευστότητας.
- Τέλος το FSB θα θέσει πρότυπα για την συσχέτιση των αμοιβών με τη συνετή ανάληψη κινδύνου και τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις. Η Επιτροπή της Βασιλείας έχει δημιουργήσει ένα δίκτυο για να παρακολουθεί την εφαρμογή των προτύπων αυτών.

Μακροπρόθεσμα τα μέτρα αυτά αναμένεται να αυξήσουν το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων, να αυξήσουν τα επίπεδα ρευστότητας, να μειώσουν τα επίπεδα μόχλευσης και να προσδώσουν χαρακτήρα αντικυκλικότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Συγκεκριμένες προτάσεις για τα μέτρα αυτά θα γίνουν μέχρι το τέλος του 2009 και θα συγκεκριμενοποιηθούν μέσα στο 2010. Η εφαρμογή τους θα γίνει σταδιακά, λαμβάνοντας υπόψη και την παγκόσμια οικονομική κατάσταση και τις συνθήκες στις αγορές. Θα υπάρξει εκτίμηση των συνδυασμένων επιπτώσεων από την εφαρμογή αυτών των μέτρων ώστε να αποφευχθούν αλληλοκαλύψεις, αναντιστοιχίες και αντικρουόμενοι στόχοι.

### 6.2.3.3 Χρηματοπιστωτικό σύστημα

Φυσικά, τα ζητήματα που αφορούν μια νέα διεθνή συμφωνία για κοινές αρχές όσον αφορά την εποπτεία και τους κανόνες λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν εξαντλούνται μόνο στα παραπάνω μέτρα.

- Σημαντικό σημείο είναι η επίτευξη συμφωνίας για το συνολικό ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα σε σύγκριση με τα προ της κρίσης επίπεδα, με βάση την εμπειρία από προηγούμενες αλλά και τη σημερινή χρηματοοικονομική κρίση. Στο πλαίσιο αυτό, θα πρέπει να επιτευχθεί ισορροπία μεταξύ του επιπέδου των κεφαλαίων που προωθεί τη μακροπρόθεσμη οικονομική σταθερότητα και την ανάπτυξη και την αποτελεσματικότητα του τραπεζικού τομέα.
- Κρίσιμο ζήτημα αποτελεί η υπερ-συγκέντρωση όλων των εργασιών (επενδυτικών, τραπεζικών κλπ) σε μεγάλους τραπεζικούς ομίλους. Οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να έχουν την ευελιξία να επιβάλλουν αυστηρότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας ανάλογα με το μέγεθος της τράπεζας, π.χ. για διεθνείς τραπεζικούς ομίλους. Πρέπει να μπορούν να επιβάλλουν πιο αυστηρούς κανόνες σε χρηματοπιστωτικούς ομίλους και αγορές που είναι συστημικά σημαντικοί. Ο ορισμός και η αναγνώριση u964 του τι είναι συστημικά κρίσιμος οργανισμός μπορεί να γίνει αξιολογώντας

τα αποτελέσματα των ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests) που θα διεξάγουν τακτικά οι εποπτικές αρχές. Η προηγούμενη επιμονή των εποπτικών αρχών στον περιορισμό του κινδύνου ανά τράπεζα ή χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή ανά χρηματοοικονομικό προϊόν φάνηκε στην κρίση ανεπαρκής. Απαιτείται μια συνολικότερη σκιαγράφηση του κινδύνου όλου του χρηματοοικονομικού συστήματος. Το σύστημα δεν είναι αναγκαστικά ασφαλές όταν απλώς τα επιμέρους συστατικά του είναι ασφαλή.

- Σήμερα γίνεται ευρεία συζήτηση για το διαχωρισμό της εμπορικής από την επενδυτική τραπεζική όπως ίσχυε στις ΗΠΑ σύμφωνα με το νόμο Glass-Steagall, ο οποίος καταργήθηκε το 1999. Η κρίση ανέδειξε τους κινδύνους για το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα από πολύπλοκους, δύσκολο να ελεγχθούν και «πολύ μεγάλους για να χρεοκοπήσουν» – too big to fail – τραπεζικούς ομίλους. Πολλοί αναλυτές, όπως ο πρώην πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. Paul A. Volcker<sup>41</sup> και ο διοικητής της Τραπεζής της Αγγλίας Mervyn King<sup>42</sup>, έχουν εκφραστεί υπέρ κάποιου είδους διαχωρισμού μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που δραστηριοποιούνται κυρίως στις αγορές κεφαλαίου και στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που ασχολούνται κυρίως με την παραδοσιακή τραπεζική – συγκέντρωση καταθέσεων και παροχή πιστώσεων σε επιχειρήσεις και καταναλωτές. Η άποψή μου είναι ότι δύσκολα θα ξαναγυρίσουμε σε περιορισμούς που αποδείχτηκαν ανεφάρμοστοι στο παρελθόν. Το πιο πιθανό είναι να μπουκ επιπλέον κεφαλαιακές απαιτήσεις στο μέγεθος του ισολογισμού ενός πιστωτικού ιδρύματος, κάτι που είναι πολύ πιο απλό και διαφανές.

- Όλα τα παραπάνω αποτελούν ήδη αντικείμενο διαπραγματεύσεων μεταξύ χωρών, κυβερνήσεων και τραπεζών, διεθνών και τοπικών εποπτικών αρχών. Υπάρχουν αντικρουόμενοι στόχοι, συμφέροντα αλλά και δυσκολία να επιτευχθεί ισορροπία μεταξύ θεμιτών επιδιώξεων. Η Wall Street π.χ. δείχνει να έχει ακόμα υπολογίσιμη πολιτική δύναμη για να επηρεάσει τις αποφάσεις για τους μελλοντικούς κανόνες και περιορισμούς. Δεν είναι πάντα όμως απλώς θέμα επιβολής της μία ή της άλλης πλευράς, πολλές φορές απλώς είναι αδύνατον να επιτύχεις ταυτόχρονα δύο καθόλα επιθυμητούς στόχους, όπως π.χ. αύξηση των παρεχόμενων πιστώσεων σε περίοδο κρίσης, μείωσης του αναλαμβανόμενου ρίσκου και αυξήσεις των προβλέψεων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### Συμπεράσματα

Το 2008 θα μείνει στην ιστορία ως η χρονιά που ο κόσμος σε παγκόσμιο επίπεδο έπρεπε να αντιμετωπίσει μια χρηματοοικονομική κρίση. Μια κρίση που ξεκίνησε από μερικές τράπεζες των Η.Π.Α. και σε λίγες εβδομάδες εξαπλώθηκε παντού. Οι αιτίες ποικίλουν, όπως: Τα χαμηλά επιτόκια της περιόδου μετά το 2000, τη φούσκα των ακινήτων στις Η.Π.Α. και τη σχετική διεύρυνση στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης, την αμέλεια απέναντι στους κινδύνους μη ορθολογικών επενδυτών σε επενδύσεις δομημένων ομολόγων με βάση τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης, την υψηλή μόχλευση των επενδυτικών τραπεζών με βραχυχρόνιο δανεισμό, την αναποτελεσματική επίβλεψη, καθώς και την ενδογενή δημιουργία μακροοικονομικών ρίσκων. Η κρίση δεν θα μπορούσε να προκληθεί από αυτούς τους συντελεστές μεμονωμένα, αλλά το μείγμα τους δημιούργησε μια εκρηκτική δυναμική και ένα φαύλο κύκλο χρεοκοπιών σε συνδυασμό με πτώσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, ξεπερνώντας τα όρια των Η.Π.Α.. Αυτή η παγκόσμια επέκταση, κυρίως στην Ευρώπη, σε τραπεζικούς ομίλους εκτεθειμένους στους αμερικανικούς κινδύνους, διέδωσε τόσο τον πανικό και τον φόβο, ώστε να σταματήσουν πολλές αγορές χρήματος και κεφαλαίου να λειτουργούν.

Η πραγματική οικονομία κλίθηκε να ανταπεξέλθει στην χρηματοοικονομική κρίση, όταν άρχισε να πέφτει το νόμιμο των τραπεζών, από την έλλειψη κεφαλαίου και ρευστότητας στον πιστοδοτικό περιορισμό επιχειρήσεων και νοικοκυριών, παράλληλα με την επίφοβη χρεοκοπία των αντισυμβαλλόμενων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στερεύοντας τις πιστώσεις στο εξαγωγικό εμπόριο. Η κατάρρευση των Lehman Brothers, παρέσυρε το διεθνές εμπόριο και την παραγωγή των χωρών διεθνώς. Με βάση την διεθνοποίηση, η επίδραση σε όλες οι χώρες ήταν αλυσιδωτή, ανεξάρτητα από την οικονομική πολιτική που στο παρελθόν είχε ακολουθήσει η καθεμιά.

Η αντίδραση των οικονομικών αρχών μπορεί να χαρακτηριστεί γρήγορη, σε αποφυγή επανάληψης παρελθοντικών λαθών, με μειώσεις των επιτοκίων παρέμβασης από τις κεντρικές τράπεζες και παροχές ρευστότητας στην αγορά. Έτσι, αυξήθηκε το κατώτατο όριο εγγύησης των καταθέσεων, παράλληλα με τα πακέτα διάσωσης των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και την επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Συντονιστικό ρόλο των παραπάνω προσπάθειών έπαιξε η ομάδα των G-20 χωρών, το αναβαθμισμένο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και το Financial Stability Board. Για την έξοδο από αυτή την δυσχερή οικονομική αναταραχή, χαρακτήρικαν συλλογικές και συνδεδεμένες πολιτικές, σε αποφυγή νέου οχυρού προστατευτισμού

Το 2010 προσδοκείται στάσιμη ανάπτυξης, παρόλο που ξεπεράσθηκε η κατάρρευση των αγορών και των οικονομιών. Η παραμονή των κινδύνων τιμολογείται στις αγορές, όχι μόνο μέσω του εξαιρετικά υψηλού πιστωτικού κίνδυνου αλλά κυρίως με την πιθανή πρόωρη ανάκληση της ρευστότητας και της δημοσιονομικής υποστήριξης.

Το επίπεδο του μελλοντικού ρυθμού ανάπτυξης, μετά την μερική αποκατάσταση της ισορροπίας, υπολογίζεται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με αυτά που επικρατούσαν πριν της κρίσης. Προβλέπονται υψηλότερα πραγματικά επιτόκια, περιοριστική δημοσιονομική πολιτική των υπέρ-χρεωμένων κρατών και αύξηση της Αμερικανικής αποταμίευσης σε αντίθεση με την παρελθοντική εξαγωγική της ένταση. Επίσης, αναμένονται πιεστικές εποπτικές κινήσεις στον χρηματοοικονομικό τομέα, για πιο αυστηρούς κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας, περιορισμό της μόχλευσης, επιβολή όχι μόνο αυξημένης προστασίας από πιθανή έλλειψη ρευστότητας αλλά και υψηλότερου κόστους στο μέγεθος των τραπεζικών ομίλων.

Το μέλλον κλίνει προς την επιπλέον διαφάνεια, απλότητα, τους διεθνείς κοινούς λογιστικούς κανόνες, αλλά και προς την μεγαλύτερη ευαισθησία στα μακροοικονομικά ενδογενή ρίσκα, παράλληλα με την εστίαση στην σταθερότητα της χρηματοοικονομικής οργάνωσης και στις φούσκες των τιμών των περιουσιακών στοιχείων.

Η προστριβή του τραπεζικού τομέα με τον εποπτικό δεν αναμένεται αναίμακτο, καθώς η άνευ-συνοχής εποπτική πολιτική της Η.Π.Α. δέχεται αρκετά έντονη επιρροή από την Wall Street. Στον αντίποδα, η Ευρώπη δείχνει περισσότερα σημάδια ετοιμότητας σε πιθανές θεσμικές αλλαγές

## Πηγές

- Bordo Michael. and Eichengreen Barry, 1999, “*Is Our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone?*” in David Gruen and Luke Gower (eds.) *Capital Flows and the International Financial System* (Economic Group Reserve Bank of Australia 1999): 18-74; Bordo Michael. and Eichengreen Barry et al, 2001, “*Is the Crisis Problem Growing More Severe?*” *Economic Policy* 16, no.32 51-82.
- Baldwin Richard, November 2009, «*The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects*», SECTION I: CAPSTONE ESSAYS « 6. *The great trade collapse and trade imbalances*», A VoxEU.org Publication
- Almunia Miguel, Agustín S. Bénétrix., Barry Eichengreen, Kevin H. O'Rourke. and Gisela Rua, November 2009, «*From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lesson*», Department of Economics, University of California, Berkeley, Department of Economics and IIS, Trinity College Dublin
- Banque De France, 5 December 2008, “*The macroeconomic impact of banking crises*”, Focus No 2. [http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/focus/focus\\_2.pdf](http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/focus/focus_2.pdf)
- BBC, August 2009, “*Timeline: Credit crunch to downturn*”.<http://news.bbc.co.uk/2/hi/7521250.stm>
- Bernanke (B.) (2000): “*Japanese monetary policy: a case of self-induced paralysis*”.
- Bernanke Ben S., February 20 2004 “*The Great Moderation*”, Remarks, At the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC
- Bryant Joyce, 1998, *The Great Depression and New Deal*, Yale-New Haven Teachers Institute.
- Caballero R. and Krishnamurthy A., May, 2009, “*Global Imbalances and Financial Fragility*” *American Economic Review Papers and Proceedings*, pp. 584-88.
- Congressional Budget Office Cost Estimate, February 7 2008 “*Economic Stimulus Act of 2008*”, H.R. 5140 [110th], As cleared by the Congress
- Coval J., Jurek J. and Stafford E., Winter 2009, “*The Economics of Structured Finance*” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No 1
- Douglas E., May 11, 2009, “*Implications of the Bank Stress Tests*” The Brookings Institution
- Economic Forecast Autumn 2009, European Commission, November 2009, European Commission, Spring Forecast, May 2009, IMF, World Economic Outlook, October 2009.
- Edwards M. (2009), “*The International Monetary Fund, Conditionality, and the World Economic Crisis: New Beginning or False Dawn?*” <http://pirate.shu.edu/~edwardmb/conditionalityreform.pdf>
- EUROSTAT , 16/12/09 , News Release Euro Indicators , , 183/2009
- EUROSTAT, 01/12/09, *Μέσος όρος των μηνιαίων στοιχείων για το τρίμηνο Ιούλ. Σεπτ. 2009*, News Release Euro Indicators, 170/2009, ελλείπει τριμηνιαίων στοιχείων μέχρι 20/12/09.
- EUROSTAT, 01/12/09, *Μέσος όρος των μηνιαίων στοιχείων για το τρίμηνο Ιούλ. Σεπτ. 2009*, News Release Euro Indicators, 170/2009, ελλείπει τριμηνιαίων στοιχείων μέχρι 20/12/09

Στεφανάκη Αιμιλία, The recent financial turmoil:  
Background, causes and the road ahead

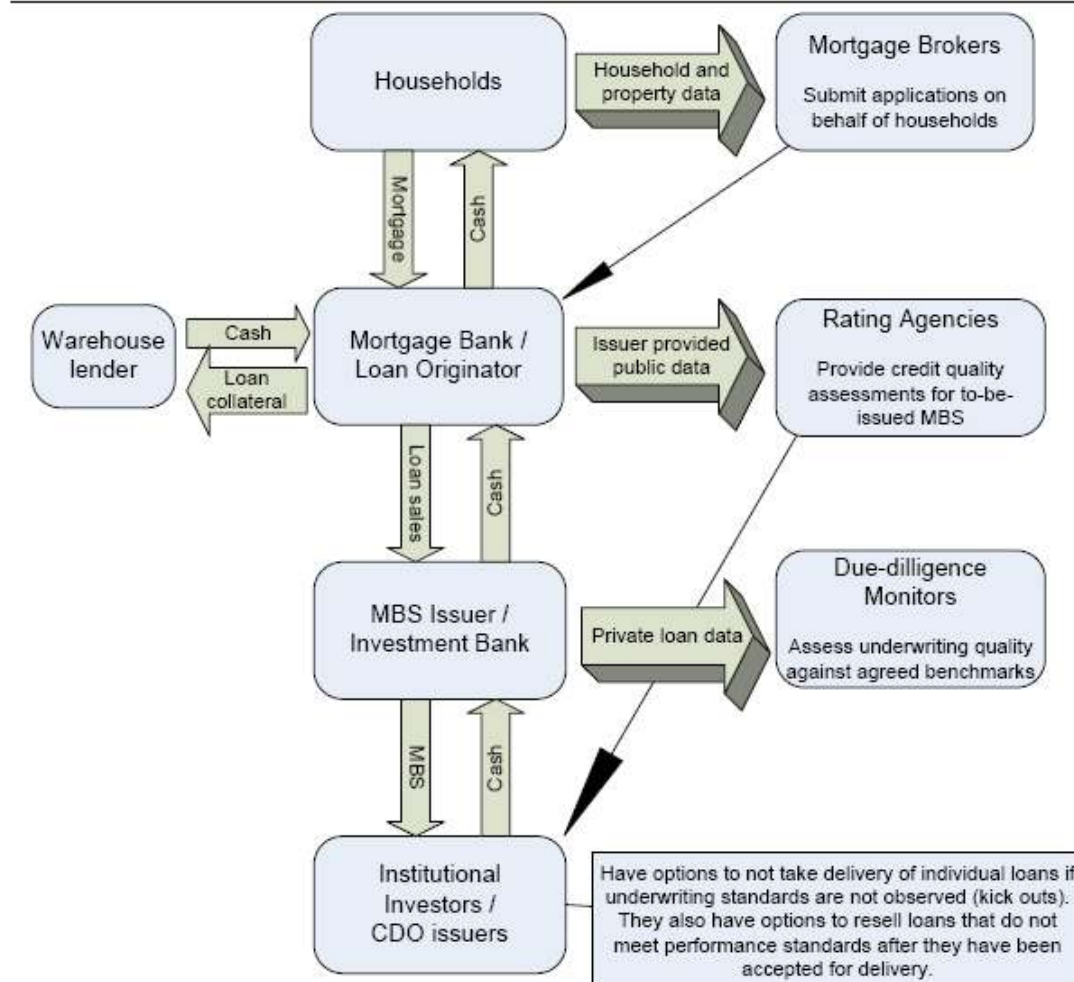
- EUROSTAT, 03/12/09, News Release Euro Indicators ,172/2009
- EUROSTAT, 03/12/09, News Release Euro Indicators, 173/2009
- EUROSTAT, 03/12/09, News Release Euro Indicators , 173/2009
- EUROSTAT, 14/12/09 , News Release Euro Indicators, 180/2009
- EUROSTAT, 14/12/09, News Release Euro Indicators, 179/2009
- Federal Reserve Board, “*Monetary Policy and Open Market Operations*”  
<http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>
- Freund Caroline , August 2009, *The Trade Response to Global Downturns Historical Evidence, Policy Research Working Paper 5015, The World Bank Development Research Group Trade and Integration Team*
- GPO Authenticated U.S Government Information, February 17 2009 “*Public Law 111-5, American Recovery and Reinvestment Act of 2009*”, 111<sup>th</sup> Congress
- International Monetary Fund (2009b), October 2009. “*World Economic Outlook, Sustaining the Recovery*”, Chapter 4, pp. 121– 151,
- International Monetary Fund, April 9, 2008, «*The Recent Financial Turmoil— Initial Assessment, Policy Lessons, and Implications for Fund Surveillance*»
- International Monetary Fund, October 2009, “*Global Financial Stability Report*”, *Chapter 1*, p. 5
- Kashyap A., Rajan R., Stein J. (2008), August 2008, “*Rethinking Capital Regulation*” Federal Reserve Bank of Kansas City, 2008 Jackson Hole Economic Symposium “*Maintaining Stability in a Changing Financial System*”,
- King M. (2009), March 2009, “*Finance a return from risk*” speech to the Worshipful Company of International Bankers,
- Makin (2008): “*Japan’s lost decade: lessons for the United States in 2008*”.
- McCarthy J. and Peach W. R. (2004), December 2004. “*Are Home Prices the Next “Bubble”?*” FRBNY Economic Policy Review
- Obstfeld M. and Rogoff K., October 2009, “*Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*” Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara
- OECD Economic Outlook No. 86, November 2009 OECD, Economic Outlook No.85, June 2009
- OECD Economic Outlook No. 86, November 2009
- Portes R., March 2009, “*Global Imbalances*” in *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G- 20*, edited by Dewatripont M., Freixas X. and Portes R, CEPR
- Securities and Exchange Commission, (2008), “*Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*”.
- Squam Lake Working Group on Financial Regulation (2009), April 2009, “*An Expedited Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Securities*”, Council on Foreign Relations, Centre for Geoeconomic Studies, Working Paper
- *Stock H. James, Watson W. Mark, August 2002*, «Has the Business Cycle Changed and Why?» *NBER Working Paper No. 9127*
- Volcker P. (2009) , March 6 2009, “*Restoring Financial Stability: how to Repair a Failed System*”, Conference at the Stern School of Business of New York University
- Τράπεζα της Ελλάδος (2009), Οκτώβριος 2009, “*Νομισματική Πολιτική Ενδιάμεση Έκθεση 2009*”, σελ. 35



## ΠΙΝΑΚΕΣ

### Πίνακας 2.1

#### Standard transactions and contracts related to the securitisation of subprime mortgages



Πηγή: **BIS Working Papers** No 294

The risk of relying on reputational capital: a case study of the 2007 failure of New Century Financial by Allen B Frankel Monetary and Economic Department December 2009

**Πίνακας 2.2****ΗΠΑ – Η πορεία των τιτλοποιήσεων στεγαστικών δανείων**

	Σύνολο Στεγαστικών Δανείων (δισ. \$)	Τιτλοποιημένα Στεγαστικά Δάνεια / Σύνολο Στεγαστικών Δανείων (%)
1980	1,458	12%
1985	2,368	25%
1990	3,781	35%
1995	4,525	52%
2000	6,754	53%
2005	12,065	60%
2007	14,529	63%
2008	14,616	62%
3 <sup>ο</sup> τρίμηνο 2009	14,419	64%

Πηγή: Securities Industry and Financial Markets Association, US Census Bureau, EFG Eurobank Research

**Πίνακας 2.3**

**Απομειώσεις και εισροές κεφαλαίων στα ΧΠΙ  
(δισεκατομμύρια \$)**

	ΗΠΑ			Ευρώπη			Ασία		
	Α*	ΚΑ*	Δ*	Α*	ΚΑ*	Δ*	Α*	ΚΑ*	Δ*
2 <sup>ο</sup> τρίμ. 07	4,3	0,0	4,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0	0,3
3 <sup>ο</sup> τρίμ. 07	47,2	3,1	44,1	16,2	13,0	3,2	1,6	0	1,6
4 <sup>ο</sup> τρίμ. 07	175,5	50,2	125,3	101,1	41,2	59,9	13,1	0	13,1
1 <sup>ο</sup> τρίμ. 08	310,7	113,2	197,5	183,4	64,6	118,8	24,7	3,9	20,8
2 <sup>ο</sup> τρίμ. 08	422,4	217,1	205,3	247,3	148,8	98,5	28,5	17,7	10,8
3 <sup>ο</sup> τρίμ. 08	627,7	261,3	366,4	305,8	206,9	98,9	34,3	26,8	7,5
4 <sup>ο</sup> τρίμ. 08	870,9	527,7	343,2	455,4	356,7	98,7	38,7	55,8	-17,1
1 <sup>ο</sup> τρίμ. 09	971,6	649,7	321,9	496,7	468,6	28,1	42,4	75,5	-33,1
2 <sup>ο</sup> τρίμ. 09	1074,3	741,3	333,0	545,9	484,1	61,8	42,5	87,1	-44,6
3 <sup>ο</sup> τρίμ. 09	1107,4	757,4	350,0	553,5	518,6	34,9	42,4	107,4	-65
16 Δεκ. 09	1107,5	775,5	332,0	553,5	597,7	-44,2	42,4	112,9	-70,5

\* Α ≡ Απομειώσεις, ΚΑ ≡ Κεφαλαιακές Αυξήσεις, Δ ≡ Διαφορά  
Πηγή: Bloomberg

**Πίνακας 2.4****Διακυμάνσεις Επιτοκίων της Fed της Νέας Υόρκης 2007-2008<sup>[2]</sup>**

Ημερομηνία	Προεξοφλητικό Επιτόκιο Πίστωσης			Κεφάλαια	
	Μεταβολή	Πρωτογενούς	Δευτερογενούς	Μεταβολή	Επιτόκιο
2007-2008					
17/8/2007	-0,50	5,75	6,25	-	-
18/9/2007	-0,50	5,25	5,75	-0,50	4,75
31/10/2007	-0,25	5,00	5,50	-0,25	4,50
11/12/2007	-0,25	4,75	5,25	-0,25	4,25
22/1/2008	-0,75%	4,00%	4,50%	-0,75%	3,50%
30/1/2008	-0,50%	3,50%	4,00%	-0,50%	3,00%
16/3/2008	-0,25%	3,25%	3,75%	-	-
18/3/2008	-0,75%	2,50%	3,00%	-0,75%	2,25%
30/4/2008	-0,25%	2,25% <sup>[3]</sup>	2,75% <sup>[4]</sup>	-0,25%	2,00%

Πηγή: Wikipedia Διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση 2007-2008

**Πίνακας 3.1****Συστήματα Εγγύησης Καταθέσεων - Αύξηση Ορίων**

Χώρα	Παλιό όριο	Νέο όριο	Ημερομηνία Αλλαγής
ΗΠΑ	\$ 100.000	\$ 250.000	Οκτώβριος 2008 – Δεκέμβριος 2013
Καναδάς	CAD 60.000	CAD 100.000	Ιούλιος 2005
Βέλγιο	€20.000 - €40.000	€100.000	Οκτώβριος 2008
Βουλγαρία	BGN 40.000	BGN 100.000	Νοέμβριος 2008
Δανία	DKK 300.000	χωρίς όριο	Οκτώβριος 2008 – Σεπτέμβριος 2010
Φινλανδία	€25.000	€50.000	Οκτώβριος 2008
Γαλλία	€70.000		
Γερμανία	€20.000	€50.000	Ιούλιο 2009
		€100.000	Ιανουάριος 2011
Ελλάδα	€20.000	€100.000	Οκτώβριος 2008 – Δεκέμβριος 2011
Ιρλανδία	€20.000	€100.000	Σεπτέμβριος 2008
		χωρίς όριο	Σεπτέμβριος 2008 – Σεπτέμβριος 2010
Ιταλία	€100.000		
Ολλανδία	€38.000	€100.000	Οκτώβριος 2008
Πολωνία	€20.350	€50.000	Οκτώβριος 2008
Πορτογαλία	€25.000	€100.000	Νοέμβριος 2008
Ισπανία	€20.000	€100.000	Οκτώβριος 2008
Σουηδία	SEK 250.000	SEK 500.000	Οκτώβριος 2008
Ην. Βασίλειο	£ 35.000	£ 50.000	Οκτώβριος 2008
Ισλανδία	€20.887		
Ρωσία	RUB 400.000	RUB 700.000	Οκτώβριος 2008
Ελβετία	CHF 30.000	CHF 100.000	Νοέμβριος 2008
Αυστραλία	AUD 20.000	χωρίς όριο	Οκτώβριος 2008 - Δεκέμβριος 2011
Ινδία	INR 100.000		
Ρουμανία	€20.000	€50.000	Οκτώβριος 2008
Αυστρία	€20.000	χωρίς όριο	Οκτώβριος 2008
Κύπρος	€20.000	€100.000	Ιούλιος 2009
Τσεχία	€25.000	€50.000	Οκτώβριος 2008
Τουρκία	TRY 50.000		

Πηγή: Εθνικά συστήματα εγγύησης καταθέσεων

**Πίνακας 3.2****Σχέδια Διάσωσης Τραπεζών**

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

Πηγή: ΔΝΤ, κεντρικές τράπεζες και υπουργεία Οικονομικών

**Πίνακας 3.3****Δημοσιονομικά Πακέτα**

	<b>Κόστος</b>	<b>% ΑΕΠ 2009</b>
<b>ΗΠΑ</b>		
2008	\$ 168 δισ.	<b>1,2%</b>
2009-19 <sup>9</sup>	\$ 789 δισ.	<b>5,5%</b>
<b>Ε.Ε.-16</b>		
2009-10	€245 δισ.	<b>2,6%</b>
<b>Κίνα</b>		
2009-10	CHY 4 τρισ.	<b>13,0%</b>

**Δημοσιονομικό Έλλειμμα  
(% ΑΕΠ)**

	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>ΗΠΑ</b>	-6,4%	-11,3%
<b>Ζώνη του ευρώ</b>	-2,0%	-6,4%
<b>Κίνα</b>	-0,4%	-3,8%

Πηγή: European Commission, Economist Intelligence Unit

**Πίνακας 3.4**  
 Σενάρια ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων

Σενάριο	2009	2010
<b>ΑΕΠ</b>		
% πραγματικός ρυθμός ανάπτυξης		
Βασικό	-2,0	2,1
Δυσμενές	-3,3	0,5
<b>Ανεργία</b>		
Βασικό	8,4	8,8
Δυσμενές	8,9	10,3
<b>Τιμές Ακινήτων</b>		
Βασικό	-14	-4
Δυσμενές	-22	-7

Πηγή: Brookings Institution

**Πίνακας 3.5**

## **Stress Test Results**

(Adverse Scenario)

Estimated losses 2009-2010:	\$599 bn
Less: losses of Q1-2009 already in capital figures	\$ 64 bn
Less: Est. revenues 2009-2010:	\$350 bn
Est. need for additional capital buffer:	----- \$185 bn
Less: Planned capital actions and excess Q1 2009 earnings:	\$110 bn -----
<b>Total capital requirement</b>	<b>\$75 bn</b>

Πηγή: Gikas A. Hardouvelis, June 17, 2009

## Πίνακας 5.1

Διεθνές Περιβάλλον – Ευρωπαϊκή Επιτροπή (ετήσια % μεταβολή, σε πραγματικές τιμές)

	2008	2009	2010
<b>ΑΕΠ</b>			
ΗΠΑ	0,4	-2,5	2,2
Ιαπωνία	-0,7	-5,9	1,1
Ασία (εκτός Ιαπωνίας)	7,2	4,9	6,8
εκ των οποίων			
Κίνα	9,7	8,7	9,6
ASEAN4+Κορέα	4,4	1,5	3,6
Ευρωζώνη	0,6	-4,0	0,7
ΕΕ-27	0,8	-4,1	0,7
Υποψήφιες χώρες (στην ΕΕ)	1,1	-5,7	2,6
Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών (CIS)	6,2	-6,8	2,3
εκ των οποίων			
Ρωσία	5,6	-7,2	2,3
MENA	6,0	1,4	4,1
Λατινική Αμερική	4,1	-2,5	3,1
Υποσαχάρια Αφρική	5,7	1,0	4,0
Παγκόσμια οικονομία	3,1	-1,2	3,1
<b>Παγκόσμιο Εμπόριο</b>			
Παγκόσμιες εισαγωγές	4,2	-14,0	3,6
Εξαγωγές εκτός ΕΕ-27	3,6	-12,7	4,2

ASEAN4: Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες, Ταϊλάνδη

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

Ασία: Όλες οι χώρες εκτός Ιαπωνίας και ασιατικών MENA χωρών

Υποσαχάρια Αφρική: Όλες οι χώρες εκτός αφρικανικών MENA χωρών

Πηγή: Economic Forecast Autumn 2009, European Commission, November 2009

## Πίνακας 5.2

IFO - Εκτιμήσεις για την παγκόσμια οικονομία (Δείκτες, 1995=100)

Τρίμηνο / Έτος	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	I/09	II/09	III/09	IV/09
Οικονομικό Κλίμα	99,3	90,4	81,4	73,4	60,0	50,1	64,4	78,7	90,4
Παρούσα Κατάσταση	118,7	109,6	96,8	85,8	67,6	45,7	38,4	42,0	53,0
Προσδοκίες	80,7	71,9	66,7	61,4	52,6	54,4	89,5	114,0	126,3

Πηγή: IFO, World Economic Survey, WES 11/2009

IFO - Δείκτης οικονομικού κλίματος στις οικονομικές ζώνες (1995=100)

Τρίμηνο / Έ-	IV/07	I/08	II/08	III/08	IV/08	I/09	II/09	III/09	IV/09
Βόρεια Αμερική	85,7	72,4	60,9	62,7	53,9	48,6	70,6	83,0	90,1
Δυτική Ευρώπη	93,0	81,9	75,9	63,1	51,2	45,2	55,4	65,7	76,8
Ασία	105,6	100,9	88,0	75,9	61,1	50,0	73,1	94,4	107,4

Πηγή: IFO, World Economic Survey, WES 11/2009

### Πίνακας 5.3

Βασικά Μακροοικονομικά Μεγέθη, ΕΕ27, Ευρωζώνη (ετήσιες % μεταβολές)

	ΕΕ-27			Ευρωζώνη		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
ΑΕΠ	0,8	-4,1	0,7	0,6	-4,0	0,7
Ιδιωτική Κατανάλωση	0,8	-1,7	0,2	0,4	-1,0	0,2
Δημόσια Κατανάλωση	2,2	2,0	1,0	2,0	2,0	1,1
Επενδύσεις	-0,3	-11,4	-2,0	-0,4	-10,7	-1,9
Απασχόληση	0,9	-2,3	-1,2	0,6	-2,3	-1,3
Ανεργία	7,0	9,1	10,3	7,5	9,5	10,7
Πληθωρισμός	3,7	1,0	1,3	3,3	0,3	1,1
Εξαγωγές αγαθών – υπηρεσιών	1,6	-13,8	2,1	1,0	-14,2	2,1
Ισοζύγιο Γεν. Κυβέρνησης (%)	-2,3	-6,9	-7,5	-2,0	-6,4	-6,9
Χρέος Γεν. Κυβέρνησης (%)	61,5	73,0	79,3	69,3	78,2	84,0
Ισοζύγιο Τρεχουσών. Συναλλαγών	-2,0	-1,7	-1,5	-1,1	-1,0	-0,8

Πηγή: Economic Forecast Autumn 2009, European Commission, November 2009

### Πίνακας 5.4

Ευρ. Επιτροπή – Δείκτης Οικονομικού Κλίματος ΕΕ-27 & Ευρωζώνης (1990-2008=100)

Μήνας	Ιαν-09	Φεβ-09	Μαρ-09	Απρ-09	Μάι-09	Ιουν-09	Ιουλ-09	Αυγ-09	Σεπτ-09	Οκτ-09	Νοε-09
ΕΕ-27	63,2	60,8	60,4	64,0	67,9	71,1	75,0	81,0	82,6	86,0	87,9
Ευρωζώνη	67,2	65,3	64,6	67,3	70,2	73,2	76,0	80,8	82,8	86,1	88,8

Πηγή: European Commission (DG ECFIN), November 2009

### Πίνακας 5.5

Εξέλιξη βασικών μακροοικονομικών μεγεθών –Τριμηνιαίοι Εθνικοί Λογαριασμοί  
(σταθερές τιμές 2000)

Τρίμηνο	ΑΕΠ		Τελική Κατανάλωση		Επενδύσεις		Εξαγωγές		Εισαγωγές	
	εκατ. €	(v/v-4)	εκατ. €	(v/v-4)	εκατ. €	(v/v-4)	εκατ. €	(v/v-4)	εκατ. €	(v/v-4)
2001	142.001	4,2%	127.980	4,1%	33.025	3,9%	33.878	-0,01%	52.882	1,2%
2002	146.885	3,4%	134.663	5,2%	33.442	1,3%	31.034	-8,4%	52.219	-1,3%
2003	155.613	5,9%	137.952	2,4%	39.627	18,5%	31.940	2,9%	53.768	3,0%
2004	162.807	4,6%	142.899	3,6%	39.109	-1,3%	37.498	17,4%	56.579	5,2%
α' 2005	40.910	2,4%	36.627	4,1%	8.763	-9,5%	9.485	4,9%	13.967	0,3%
β' 2005	41.229	1,5%	36.867	3,6%	8.803	-12,0%	9.334	0,3%	13.762	-3,4%
γ' 2005	41.748	2,1%	37.287	3,8%	8.718	-10,6%	9.829	3,6%	14.083	-1,2%
δ' 2005	42.571	3,0%	37.676	4,1%	9.737	0,7%	9.760	1,1%	14.581	3,0%
2005*	166.458	2,2%	148.458	3,9%	36.020	-7,9%	38.408	2,4%	56.392	-0,3%
α' 2006	42.543	4,0%	38.123	4,1%	9.448	7,8%	9.923	4,6%	14.960	7,1%
β' 2006	43.386	5,2%	38.544	4,6%	9.939	12,9%	10.198	9,3%	15.287	11,1%
γ' 2006	43.890	5,1%	38.860	4,2%	10.361	18,9%	10.093	2,7%	15.400	9,4%
δ' 2006	44.165	3,7%	39.270	4,2%	10.516	8,0%	10.237	4,9%	15.849	8,7%
2006*	173.984	4,5%	154.798	4,3%	40.264	11,8%	40.452	5,3%	61.496	9,1%
α' 2007	44.960	5,7%	39.780	4,3%	11.204	18,6%	10.306	3,9%	16.300	9,0%
β' 2007	45.269	4,3%	40.204	4,3%	10.947	10,1%	10.461	2,6%	16.325	6,8%
γ' 2007	45.650	4,0%	40.536	4,3%	10.613	2,4%	10.999	9,0%	16.498	7,1%
δ' 2007	45.886	3,9%	40.845	4,0%	10.762	2,3%	11.017	7,6%	16.742	5,6%
2007*	181.765	4,5%	161.365	4,2%	43.525	8,1%	42.783	5,8%	65.865	7,1%
α' 2008	46.193	2,7%	40.896	2,8%	10.992	-1,9%	11.141	8,1%	16.827	3,2%
β' 2008	46.479	2,7%	41.125	2,3%	10.553	-3,6%	11.278	7,8%	16.470	0,9%
γ' 2008	46.539	1,9%	41.229	1,7%	10.538	-0,7%	10.951	-0,4%	16.164	-2,0%
δ' 2008	46.216	0,7%	41.293	1,1%	10.344	-3,9%	11.104	0,8%	16.544	-1,2%
2008*	185.427	2,0%	164.543	2,0%	42.427	-2,5%	44.474	4,0%	66.005	0,2%
α' 2009	45.970	-0,5%	41.479	1,4%	10.010	-8,9%	8.811	-20,9%	14.323	-14,9%
β' 2009	45.929	-1,2%	41.500	0,9%	9.542	-9,6%	8.790	-22,1%	13.913	-15,5%
γ' 2009	45.736	-1,7%	41.702	1,1%	8.918	-15,4%	8.571	-21,7%	13.502	-16,5%

\* προσωρινά στοιχεία

Πηγή: ΕΣΥΕ, Αναθεωρημένα στοιχεία, Δεκέμβριος 2009

Στεφανάκη Αιμιλία, The recent financial turmoil:  
Background, causes and the road ahead



### Πίνακας 5.6

Εγχώρια Δαπάνη και Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν – Εκτιμήσεις Ευρωπαϊκής Επιτροπής  
(σε σταθερές αγοραίες τιμές έτους 2000)

	2007	2008	2009	2010
<i>Ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές</i>				
Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν	4,5	2,0	-1,1	-0,3
Ιδιωτική Κατανάλωση	3,3	2,3	-2,5	-1,3
Δημόσια Κατανάλωση	8,4	0,6	2,0	-0,1
Ακαθάριστες Επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου	4,9	-7,4	-16,2	-3,9
Εξοπλισμός	20,9	6,3	-19,0	-4,8
Τελική Ζήτηση	5,2	1,5	-6,2	-0,9
Εξαγωγές Αγαθών και Υπηρεσιών	5,8	4,0	-11,8	2,7
Εισαγωγές Αγαθών και Υπηρεσιών	7,1	0,2	-20,3	3,1
Ακαθάριστο Εθνικό Εισόδημα	3,7	1,6	-1,6	-0,7
Απασχόληση	1,4	0,1	-0,9	-0,8
Αποδοχές Εργαζομένων κατά Κεφαλή	6,6	5,9	2,3	1,4
Πραγματικό Μοναδιαίο Κόστος Εργασίας	3,5	3,9	2,5	0,9
Αποπληθωριστής ΑΕΠ	3,0	-	-	-
Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή	3,0	4,2	1,2	1,4
<i>Συμβολή στη μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ</i>				
Εγχώρια Ζήτηση	5,0	1,0	-5,0	-1,7
Αποθέματα σε κατοικίες	-	-	-	-
<i>Σε ποσοστό του ΑΕΠ</i>				
Εμπορικό Ισοζύγιο	-17,7	-16,6	-11,0	-10,3
Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρνησης	-3,7	-7,7	-12,7	-12,2
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών	-14,7	-13,8	-8,8	-7,9
Ακαθάριστο Χρέος Γενικής Κυβέρνησης	95,6	99,2	112,6	124,9
<i>Σε ποσοστό</i>				
Ανεργία (% του εργατικού δυναμικού)	8,3	7,7	9,0	10,2

Πηγή: European Economic Forecast Autumn 2009, European Commission, November 2009

### Πίνακας 5.7

Πληθυσμός (σε χιλιάδες) ηλικίας 15 ετών και άνω, κατά κατάσταση απασχόλησης  
(2006-2009 ανά τρίμηνο)

Περίοδος αναφοράς	Γενικό Σύνολο	Εργατικό Δυναμικό					
		Σύνολο	% του πληθυσμού	Απασχολούμενοι	% εργατικού δυναμικού	Άνεργοι	% εργατικού δυναμικού
2004	9.063,5	4818,8	53,2	4313,2	89,5	505,7	10,5
2005	9.108,1	4846,5	53,2	4369,0	90,1	477,5	9,9
α' τρίμ. 2006	9.136,0	4.873,1	53,3	4.400,0	90,3	473,1	9,7
β' τρίμ. 2006	9.150,1	4.880,2	53,3	4.452,8	91,2	427,4	8,8
γ' τρίμ. 2006	9.164,2	4.902,5	53,5	4.494,2	91,7	408,3	8,3
δ' τρίμ. 2006	9.179,1	4.891,2	53,3	4.462,1	91,2	429,1	8,8
α' τρίμ. 2007	9.195,4	4.906,9	53,4	4.461,2	90,9	445,7	9,1
β' τρίμ. 2007	9.206,7	4.917,9	53,4	4.519,9	91,9	398,0	8,1
γ' τρίμ. 2007	9.211,3	4.926,8	53,5	4.539,3	92,1	387,5	7,9
δ' τρίμ. 2007	9.216,0	4.915,6	53,3	4.519,1	91,9	396,5	8,1
α' τρίμ. 2008	9.222,7	4.918,2	53,3	4.511,6	91,7	406,5	8,3
β' τρίμ. 2008	9.230,1	4.939,7	53,5	4.582,5	92,8	357,1	7,2
γ' τρίμ. 2008	9.237,8	4.944,9	53,5	4.589,8	92,8	355,1	7,2
δ' τρίμ. 2008	9.245,8	4.946,3	53,5	4.553,6	92,1	392,7	7,9
α' τρίμ. 2009	9.252,7	4.948,1	53,5	4.485,8	90,7	462,3	9,3
β' τρίμ. 2009	9.262,4	4.974,5	53,7	4.531,9	91,1	442,6	8,9
γ' τρίμ. 2009	9.272,3	5.005,3	54,0	4.540,1	90,7	465,1	9,3

Πηγή: ΕΣΥΕ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού

Στεφανάκη Αιμιλία, The recent financial turmoil:  
Background, causes and the road ahead

## Πίνακας 5.8

ΚΡΑΤΙΚΟΣ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (Ποσά σε εκατ. ευρώ)

	2008	2009			2009	Μεταβ. %	
		Προϋπο- λογισμός	ΠΣΑ <sup>†</sup>	Εκτιμή- σεις		2009/ 08	2010/09
Τακτικός προϋπολογισμός							
Καθαρά έσοδα	51.680	62.272	59.287	49.260	53.700	-4,7	9,0
Τακτικά έσοδα	55.334	64.200	61.615	53.140	56.950	-4,0	7,2
Έσοδα καταργηθέντων ειδικών λογ/σμών		972	972	1.065	1.120		5,2
Έσοδα προγράμματος αντιμετώπισης της χρηματοπιστωτικής κρίσης		400	400	55	280		
Επιστροφές φόρων	3.654	3.300	3.700	5.000	4.650	36,8	-7,0
Δαπάνες	61.642	65.978	66.878	71.438	69.796	15,9	-2,3
Τόκοι	11.207	12.000	12.100	12.340	12.950	10,1	4,9
Πρωτογενείς δαπάνες	50.435	53.978	54.778	59.098	56.846	17,2	-3,8
Έλλειμμα	-9.962	-3.706	-7.591	-22.178	-16.096	122,6	-27,4
Πρόγραμμα Δημόσιων Επενδύσεων							
Έσοδα	5.018	3.700	3.700	2.306	3.860	-54,0	67,4
Εισροές Ε.Ε.	4.668	3.500	3.500	2.106	3.710	-54,9	76,2
Ίδια έσοδα	350	200	200	200	150	-42,8	-25,0
Δαπάνες	9.624	8.800	8.800	9.500	10.300	-1,3	8,4
Έλλειμμα	-4.607	-5.100	-5.100	-7.194	-6.440	56,2	-10,5
Έλλειμμα Κεντρικής Κυβέρνησης	-14.568	-8.806	-12.691	-29.372	-22.536	101,6	-23,3
(% του ΑΕΠ)	-6,1%	-3,4%	-5,0%	-12,2%	-9,2%		
ΑΕΠ (αναθεωρημένο)	239.141	260.248	254.519	240.150	244.233	0,4	1,7

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών

\* ΠΣΑ: Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης

## Πίνακας 6.1

Ανοδος επιτοκίων από τα μέσα του έτους - Πιο επιθετικές κινήσεις στις αναδυόμενες αγορές

Προβλέψεις επιτοκίων 2009-2010

%	Τέλος 2009	Τέλος 2010 Πρόβλεψη BAS-ML	Τέλος 2010 Προθεσμιακή αγορά
Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής	0,1	0,2	1,1
Ζώνη του Ευρώ	1,0	2,5	1,2
Ιαπωνία	0,1	0,3	0,5
Ηνωμένο Βασίλειο	0,5	1,5	1,8
Αυστραλία	3,8	4,8	5,3
Κορέα	2,3	3,3	μ/δ
Βραζιλία	8,8	8,8	μ/δ
Ρωσία	9,5	8,0	μ/δ
Ινδία	3,3	4,8	μ/δ
Κίνα	5,3	5,3	μ/δ

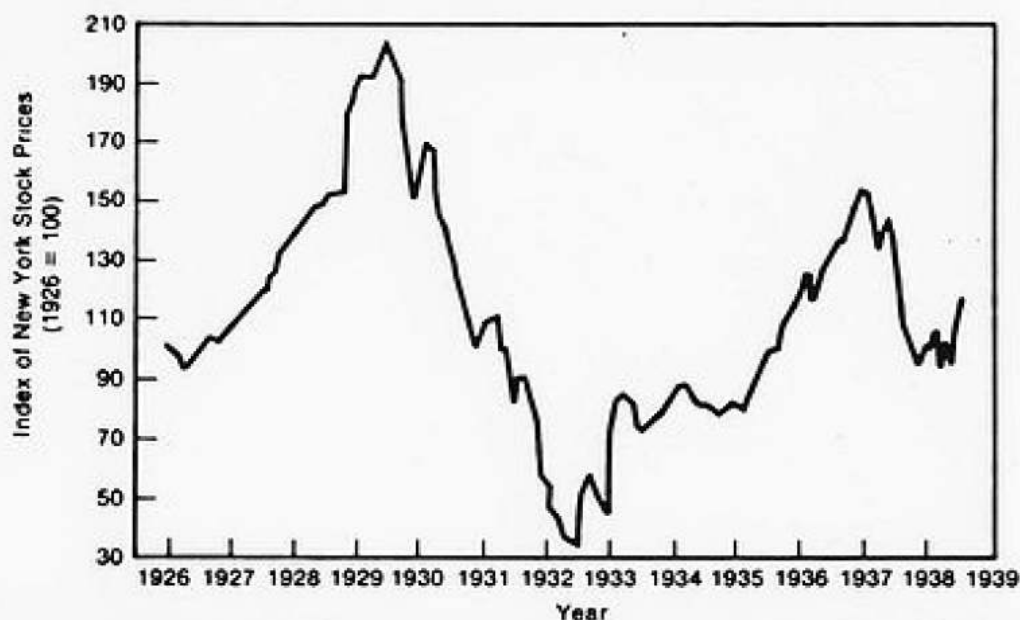
Πηγή: BofA Merrill Lynch Global Research (BoFAML)  
Στοιχεία της 30ης Νοεμβρίου 2009

Στεφανάκη Αιμιλία, The recent financial turmoil:  
Background, causes and the road ahead

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

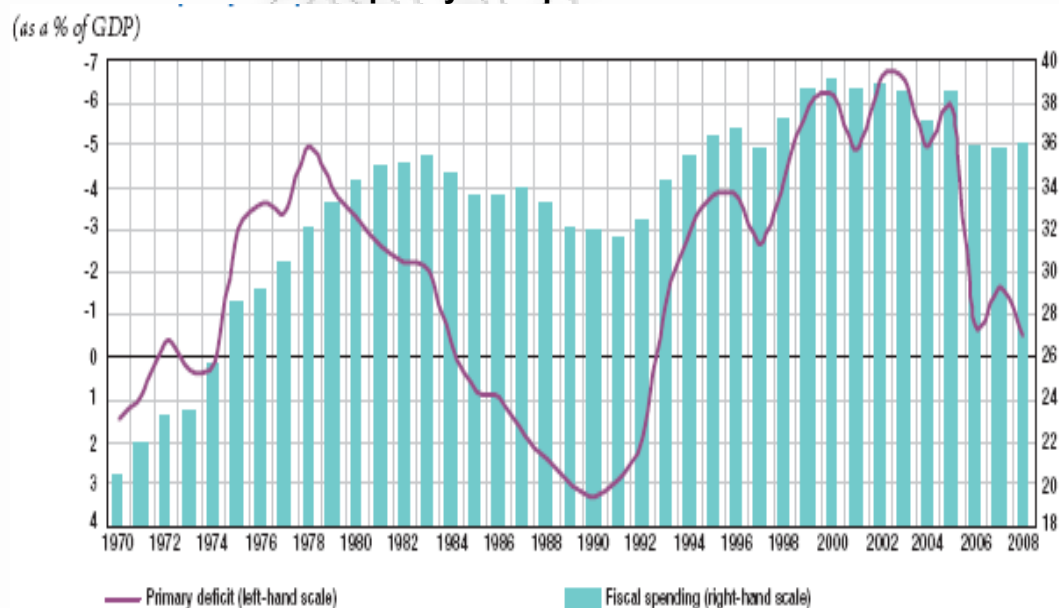
Διάγραμμα 1.1

# Stock market crashes



Πηγή: European Ideas Network , “Eighty years after the crash of 1929: what lessons for today?”

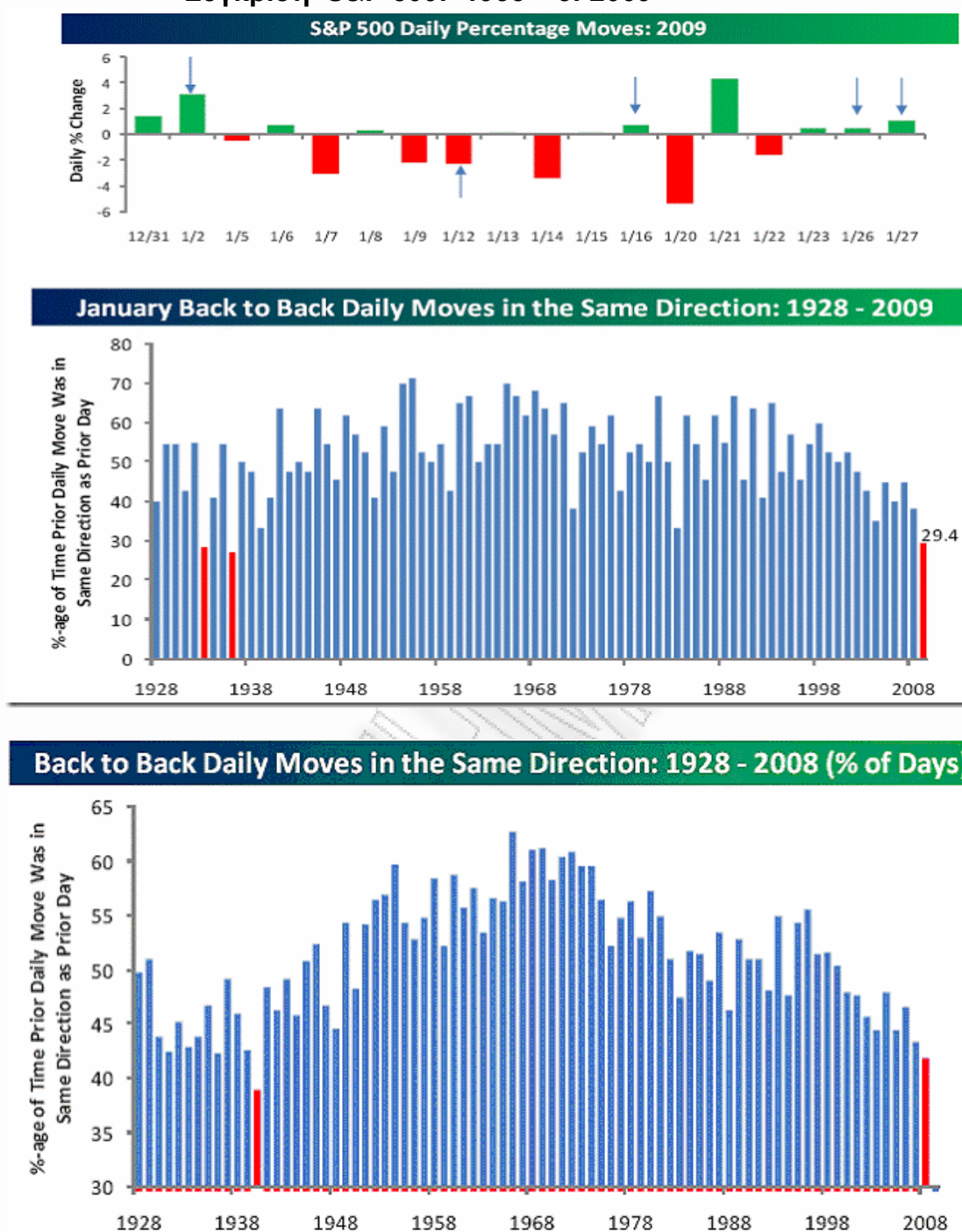
Διάγραμμα 1.3  
Fiscal policy in Japan



Sources: OECD, Banque de France

Στεφανάκη Αιμιλία, The recent financial turmoil:  
Background, causes and the road ahead

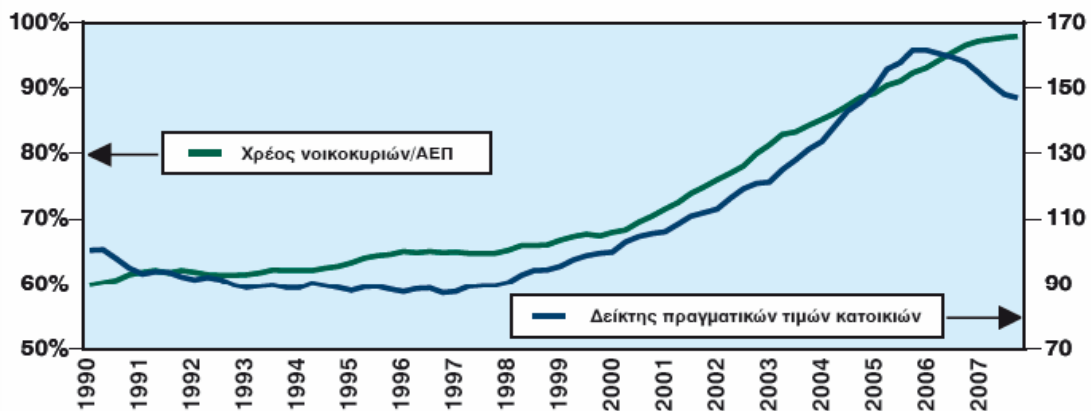
### Διάγραμμα 1.3 Σύγκριση S&P 500: 1933 – 3F2009



Πηγή: ΧρήμαNews 3F2009, “100% επιτυχία εν μέσω μεγαλύτερης αστάθειας 76 ετών”

### Διάγραμμα 2.1

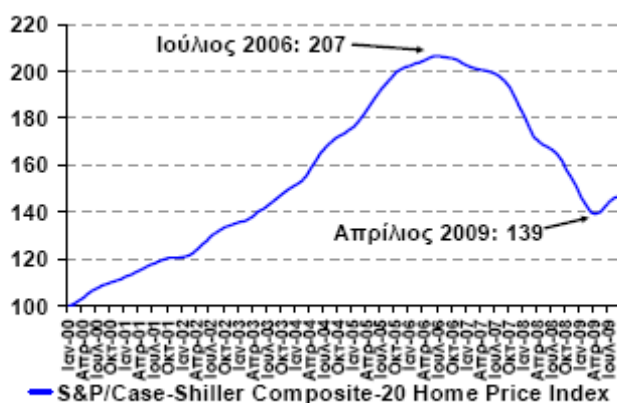
**ΗΠΑ: Αύξηση του χρέους των νοικοκυριών σε σχέση με την αύξηση των τιμών των ακινήτων**



Πηγή: Board of Governors, "Quarterly Statistical Releases", Bloomberg

### Διάγραμμα 2.2

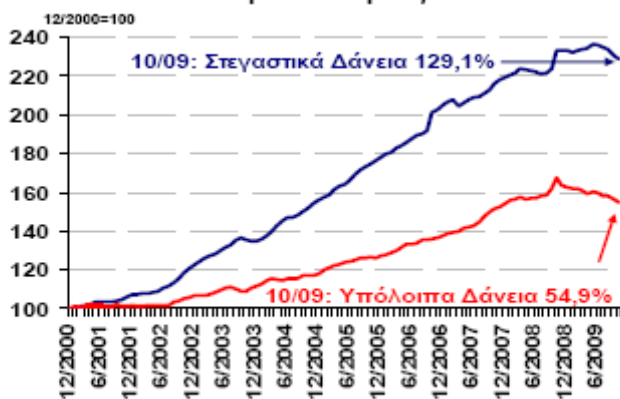
**Η πορεία των τιμών των κατοικιών στις Η.Π.Α.**



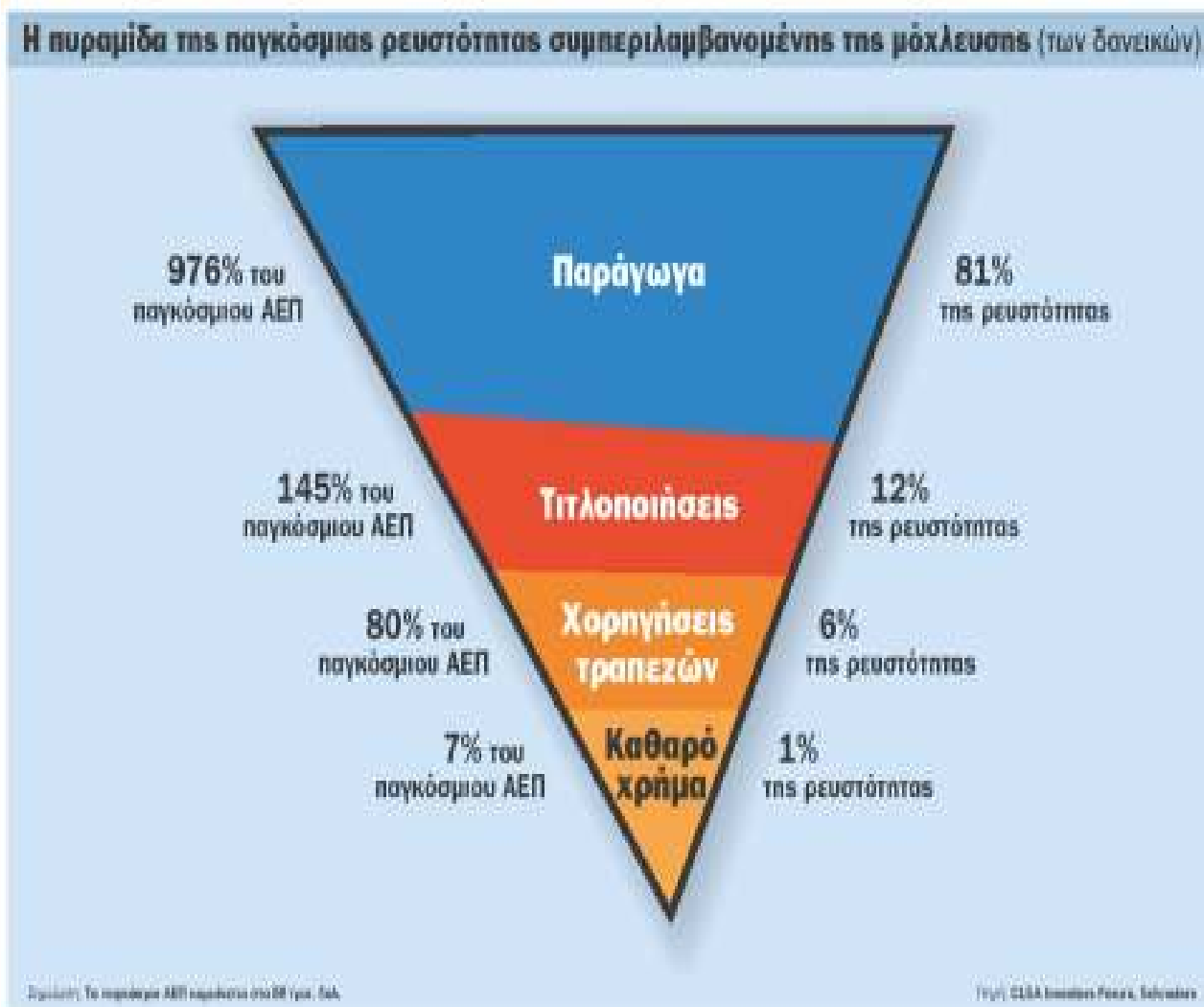
Πηγή: Bloomberg

### Διάγραμμα 2.3

**Πιστωτική επέκταση στις ΗΠΑ**

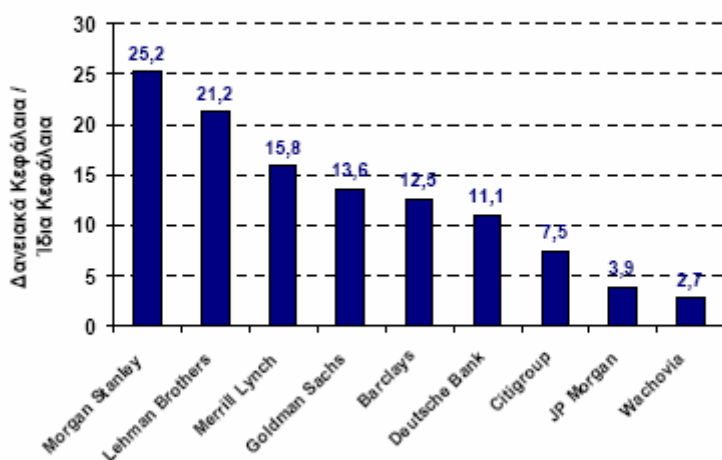


Πηγή: Federal Reserve

**Διάγραμμα 2.4****Διάγραμμα 2.5**

Υψηλή η μόχλευση των ΧΠΙ

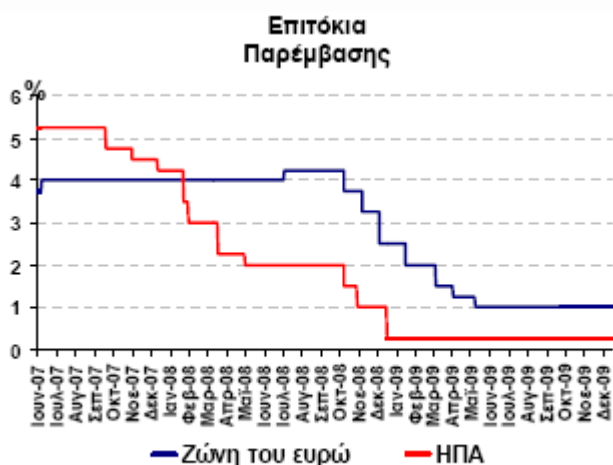
**Δανεισμός / Μετοχικό Κεφάλαιο**  
(πριν την κρίση - τέλος 2006)



Πηγή: Bloomberg

Στεφανάκη Αιμιλία, The recent financial turmoil:  
Background, causes and the road ahead

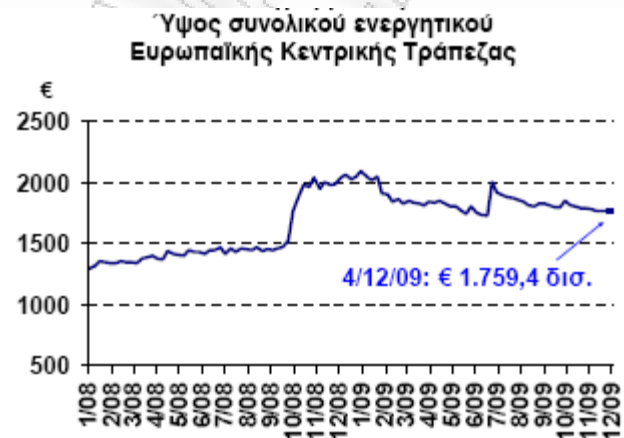


**Διάγραμμα 3.1**

Πηγή: EKT, Federal Reserve

**Διάγραμμα 3.2**

Πηγή: Federal Reserve

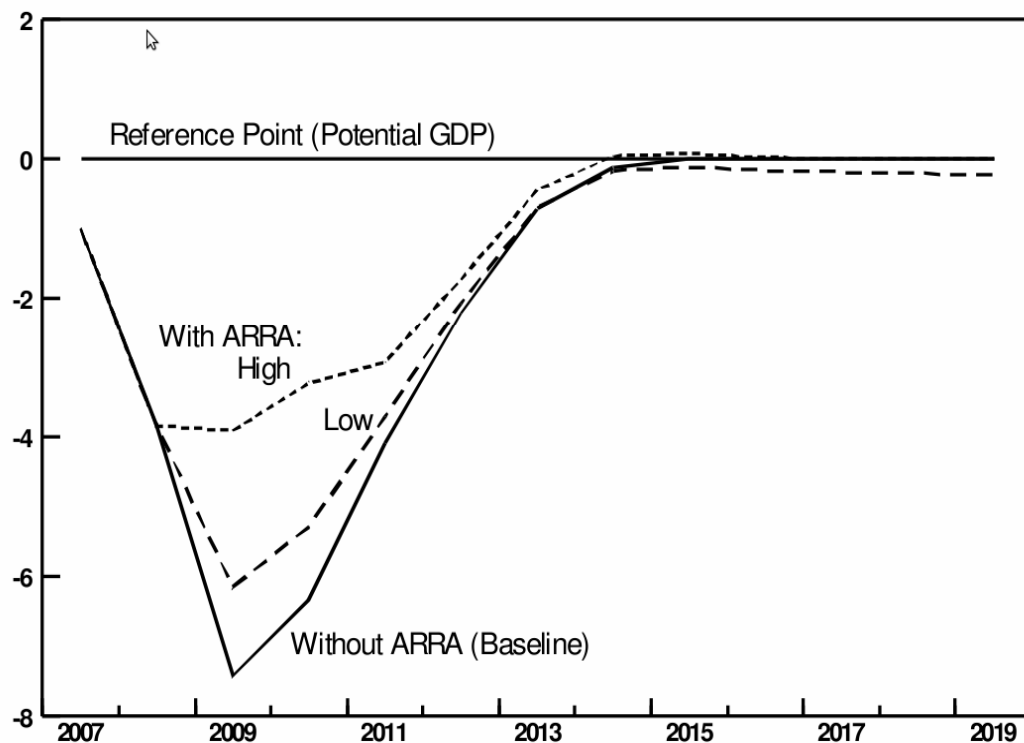
**Διάγραμμα 3.3**

Πηγή: EKT Statistical Data Warehouse

### Διάγραμμα 3.4

Figure 1. Difference Between Potential GDP in CBO's Baseline and Actual GDP Without and With the Impact of the American Recovery and Reinvestment Act of 2009

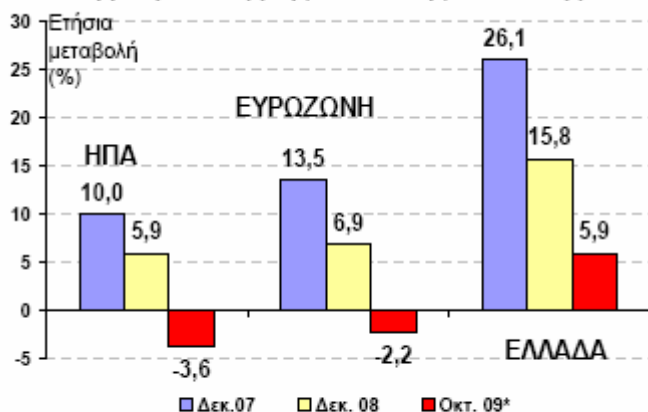
(Percentage difference in the fourth quarter of each year)



Source: Congressional Budget Office.

### Διάγραμμα 4.1

Πτώση ρυθμών αύξησης πιστωτικής επέκτασης

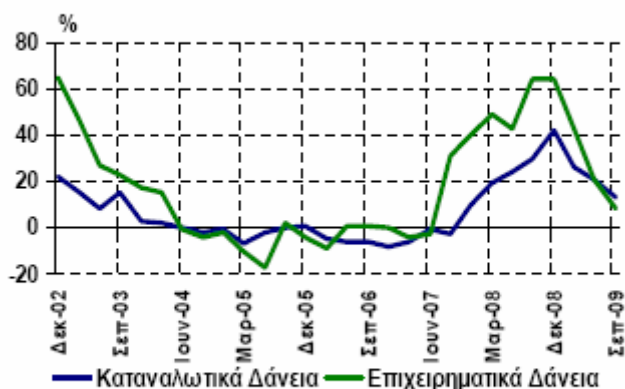


Πηγή: EKT, Federal Reserve



### Διάγραμμα 4.2

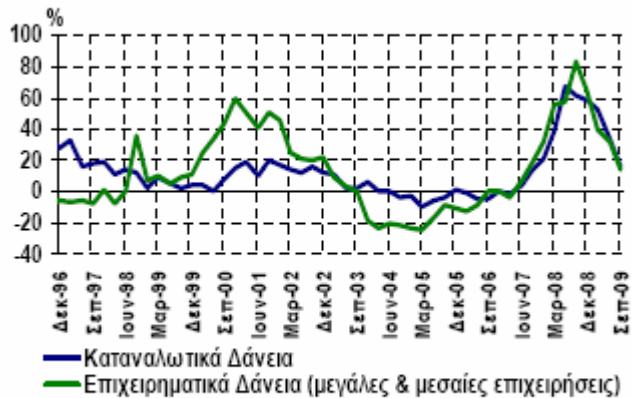
% τραπεζών που αναφέρουν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια στην Ευρωζώνη



Πηγή: EKT, The Euro Area Bank Lending Survey September 2009

### Διάγραμμα 4.3

% τραπεζών που αναφέρουν αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια στις Η.Π.Α.

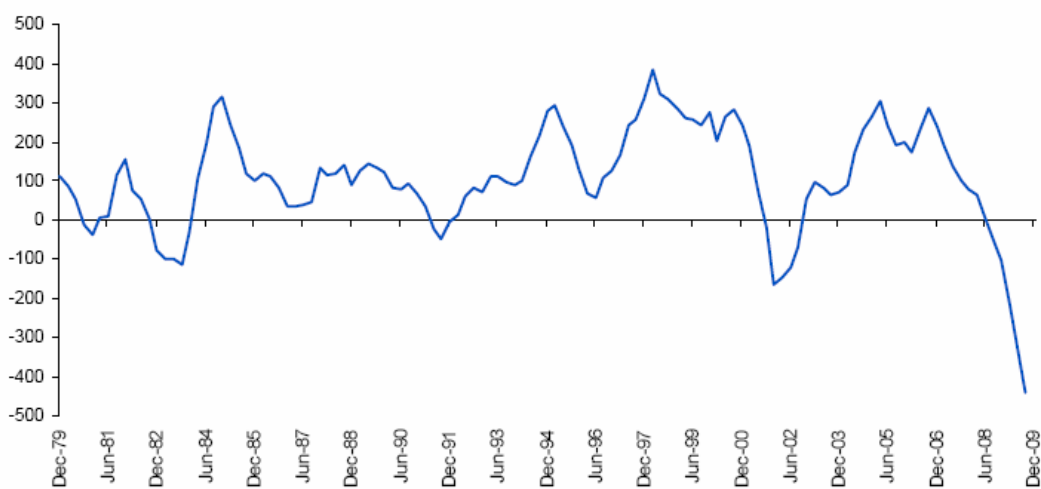


Πηγή: Federal Reserve, The Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices, September 2009

#### Διάγραμμα 4.4 Κεφάλαιο Κίνησης Επιχειρήσεων

Οι επιχειρήσεις προέβησαν σε σκληρές μειώσεις του κεφαλαίου κίνησης, μέσω της μεγαλύτερης περικοπής των αποθεμάτων που έχει γίνει ποτέ στη σύγχρονη εποχή

Δισ. δολάρια ΗΠΑ

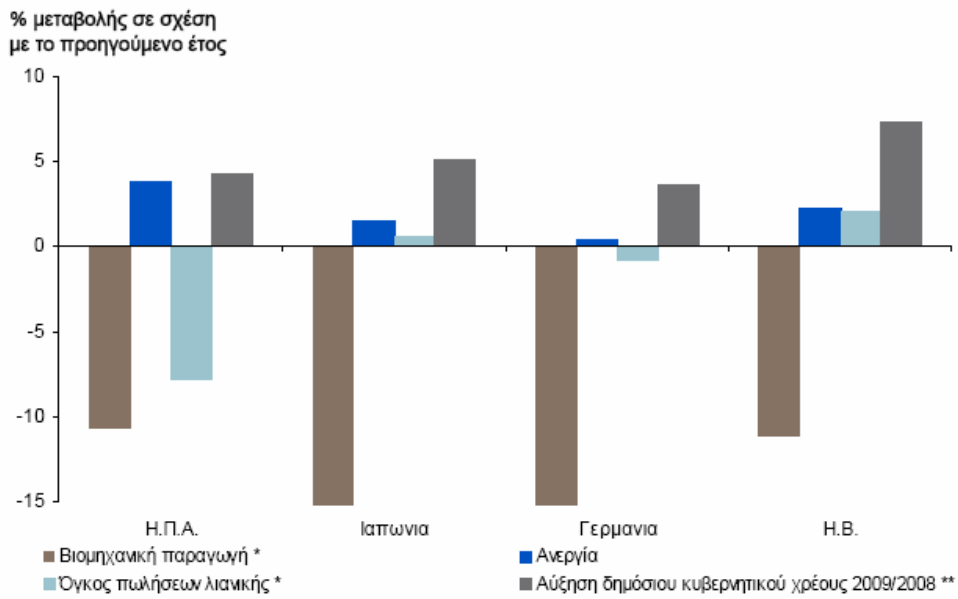


Πηγή: Factset  
Στοιχεία της 30ης Σεπτεμβρίου 2009

#### Διάγραμμα 4.5

Οι κυβερνήσεις των περισσότερων χωρών (πλην των Η.Π.Α.) συγκράτησαν τις συνέπειες της συρρίκνωσης της παραγωγής στα νοικοκυριά

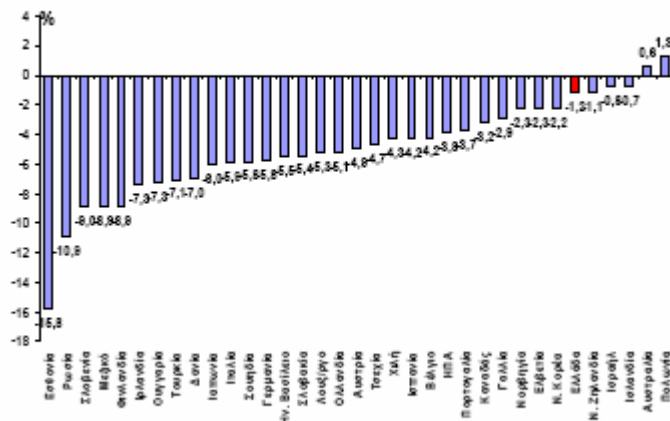
### Σύγκριση οικονομικών δεικτών μεταξύ χωρών



\* Ρυθμός μεταβολής 12μήνου  
 \*\* Ως ποσοστό του ΑΕΠ  
 Πηγή: ΟΟΣΑ, Στοιχεία της 31ης Οκτωβρίου 2009

### Διάγραμμα 4.5

Πραγματικός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ των χωρών του ΟΟΣΑ (2009:Q2, ετήσια μεταβολή)

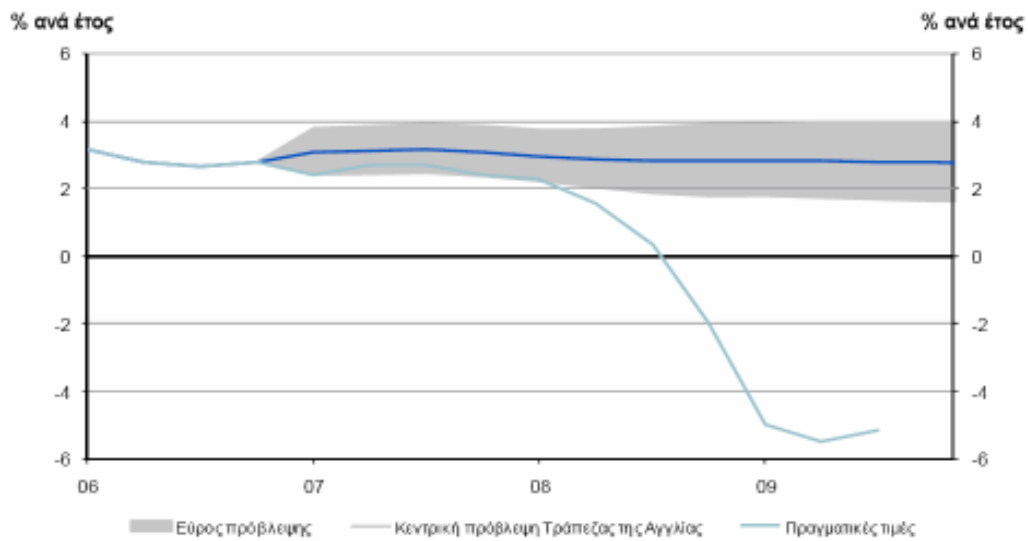


Πηγή: ΟΟΣΑ

### Διάγραμμα 4.6

Το σοκ της ύφεσης: επίπεδο δραστηριότητας πολύ πιο κάτω από τις προβλέψεις

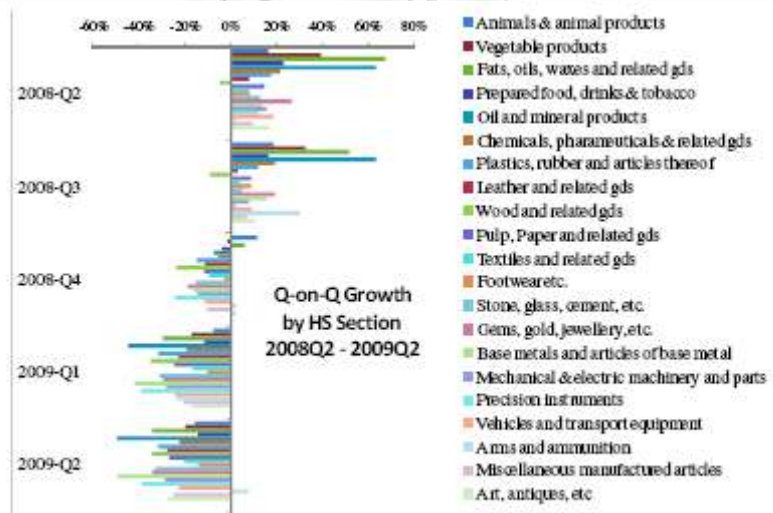
Εύρος προβλέψεων ΑΕΠ από την Τράπεζα της Αγγλίας, κατά το Φεβρουάριο του 2007, σε σύγκριση με τα πραγματικά στοιχεία έκτοτε



Πηγή: Τράπεζα της Αγγλίας και Εθνική Στατιστική Υπηρεσία Η.Β. (ONS)  
Στοιχεία μέχρι Σεπτεμβρίου 2009

### Διάγραμμα 4.7

All types of goods trade collapsed simultaneously



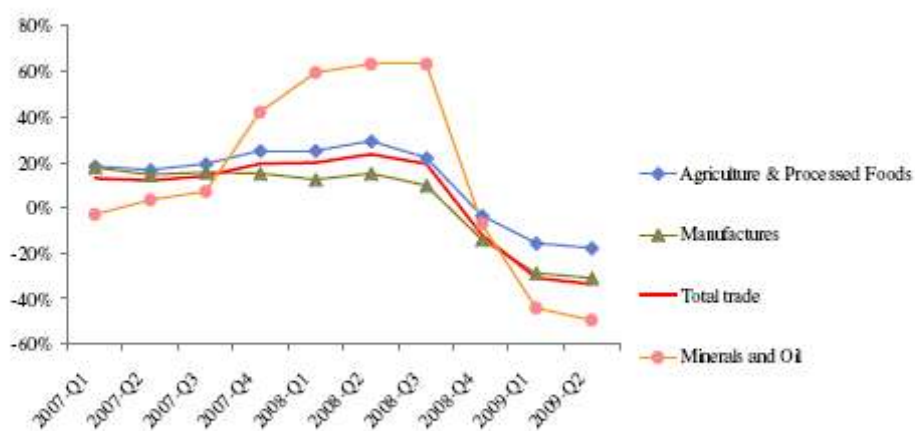
Source: Comtrade database

### Διάγραμμα 4.8

Στεφανάκη Αιμιλία, The recent financial turmoil:  
Background, causes and the road ahead

The great trade collapse and values: Food, oil, and manufactures

**Quarter-on-Quarter Growth Rates by Product Category,  
2006Q1 - 2009Q2**

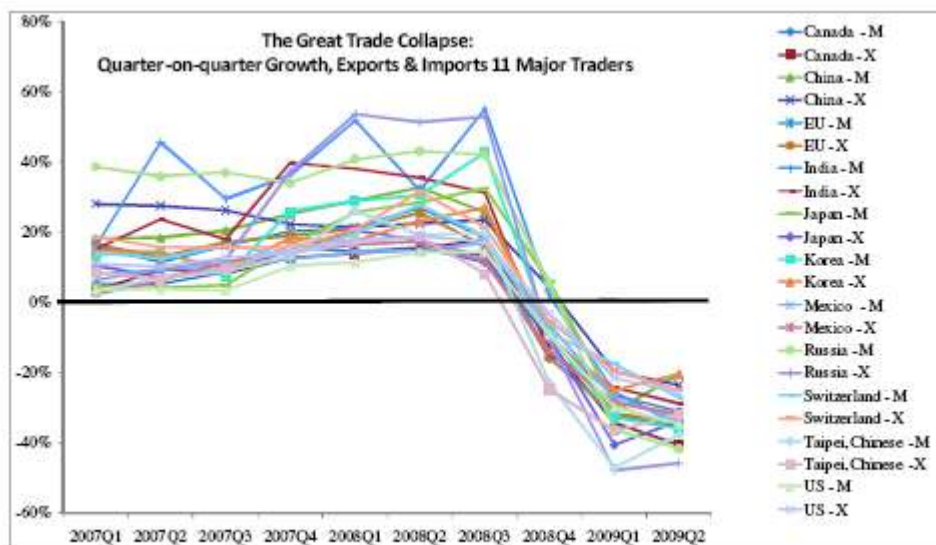


Source: ITC online database.

### Διάγραμμα 4.9

Συγχρονισμένη πτώση σε 104 χώρες εισαγωγές εξαγωγές

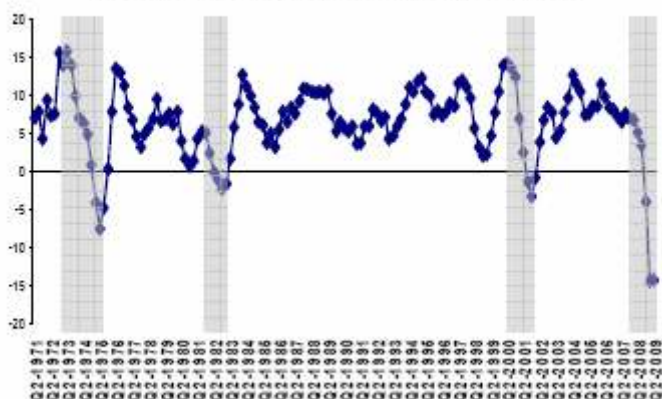
The great trade collapse, 2008 Q2 to 2009 Q2



Source: Eichengreen and O'Rourke (2009).

### Διάγραμμα 4.10

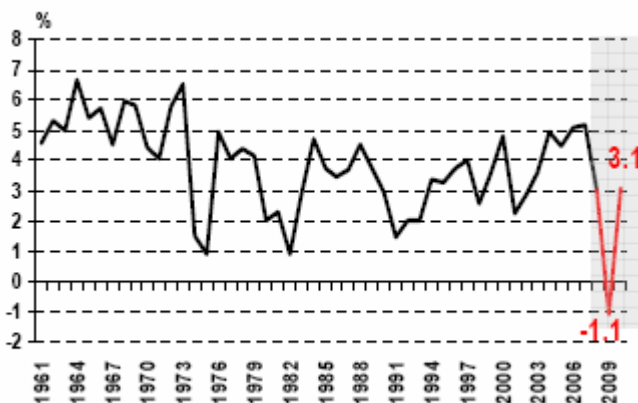
Διεθνές Εμπόριο  
(Τριμηνιαία στοιχεία 1971 Q2 – 2009 Q2, σε σταθερές τιμές 2000, ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής %)



Πηγή: ΟΟΣΑ

### Διάγραμμα 4.11

Παγκόσμιος πραγματικός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ

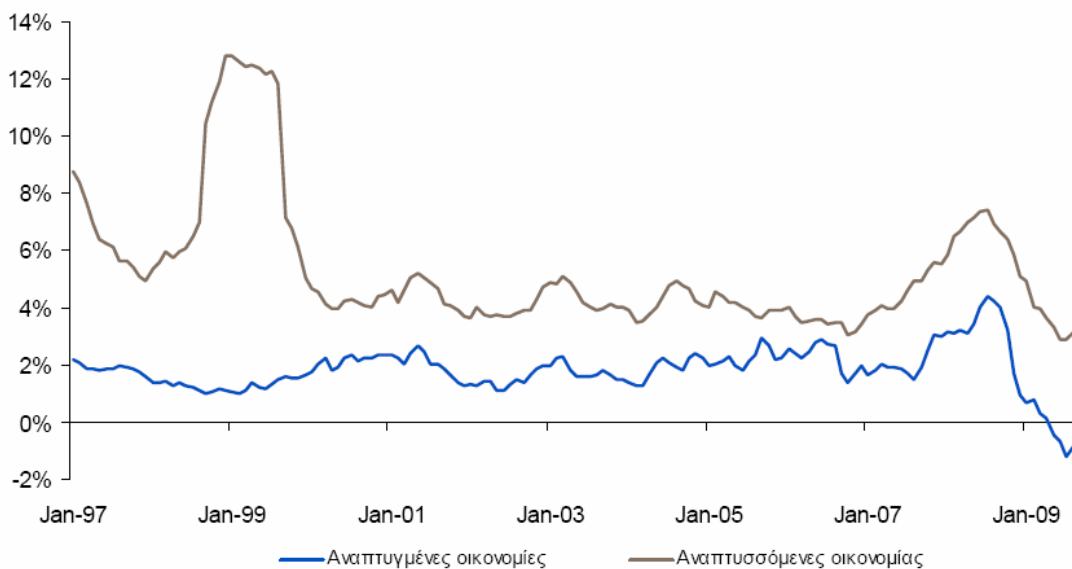


Πηγή: ΔΝΤ, World Bank

### Διάγραμμα 5.1

Η αύξηση του βασικού πληθωρισμού κατά το επόμενο έτος θα αρχίσει από πολύ χαμηλό επίπεδο

Πληθωρισμός παγκοσμίως\*

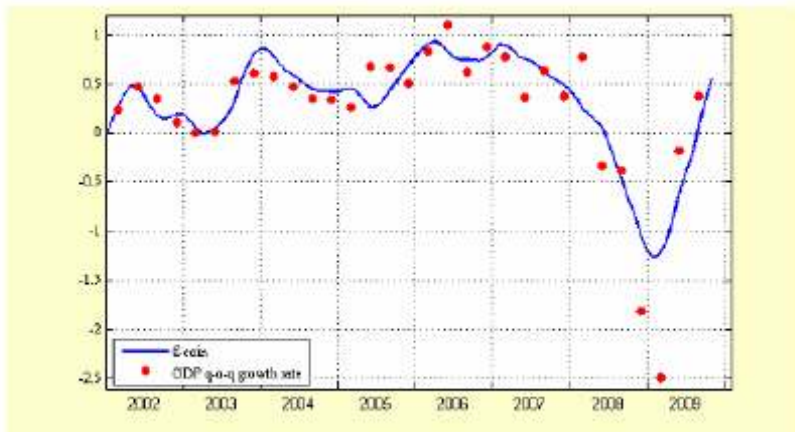


Πηγή: HSBC \*με βάση σταθμίσεις ΑΕΠ δολαρίου Η.Π.Α.  
Στοιχεία έως τα τέλη Ιουλίου 2009.



### Διάγραμμα 5.2

Μηνιαίος Δείκτης Ε-COIN του CEPR



Πηγή: CEPR ([www.cepr.org](http://www.cepr.org))

### Διάγραμμα 5.3

## Ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας από το 2010

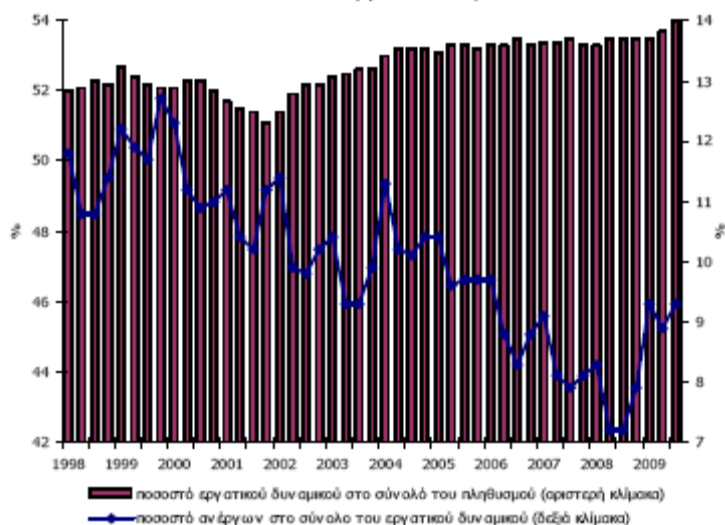


Πηγή: Factset, \* Τα στοιχεία για τα έτη 2009, 2010 και 2011 είναι προβλέψεις της BofA Merrill Lynch Global Research



### Διάγραμμα 5.4

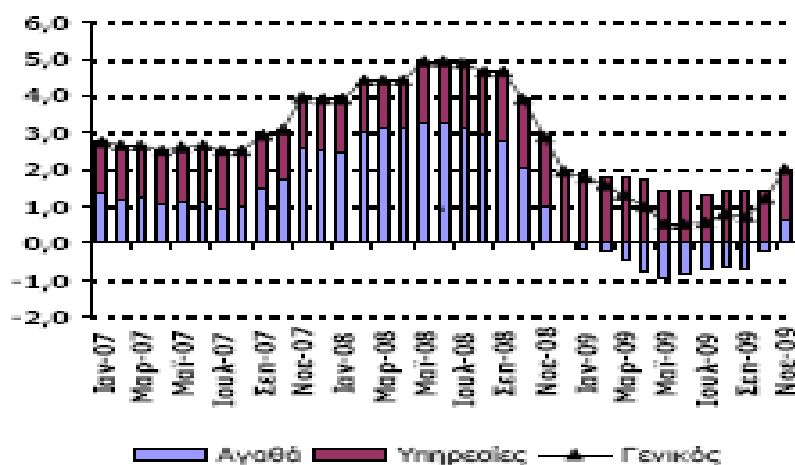
Εξέλιξη του Ποσοστού του Εργατικού Δυναμικού στο Σύνολο του Πληθυσμού και του Ποσοστού των Ανέργων στο Σύνολο του Εργατικού Δυναμικού



Πηγή: ΕΣΥΕ-Επεξεργασία στοιχείων ΙΟΒΕ

### Διάγραμμα 5.5

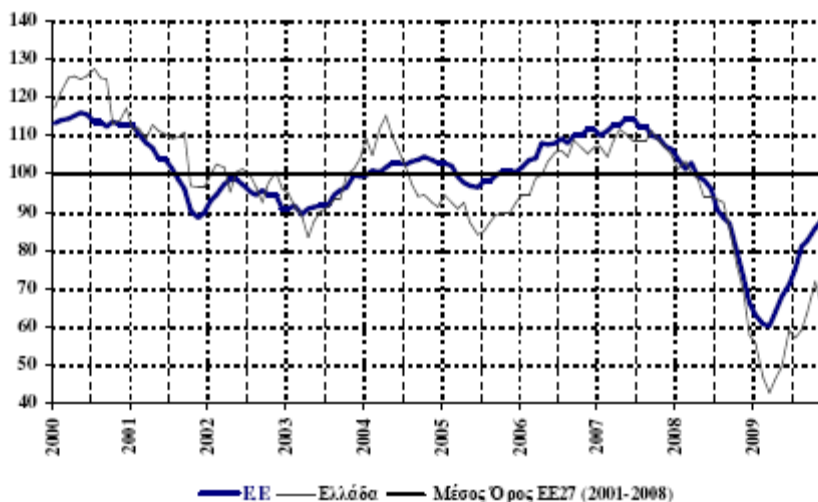
Εξέλιξη πληθωρισμού (ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)



Πηγή: ΕΣΥΕ- Επεξεργασία στοιχείων ΙΟΒΕ

### Διάγραμμα 5.6

Δείκτες Οικονομικού Κλίματος Ε.Ε-27 και Ελλάδα (1990-2008=100, εποχικά εξομαλυμένα στοιχεία)

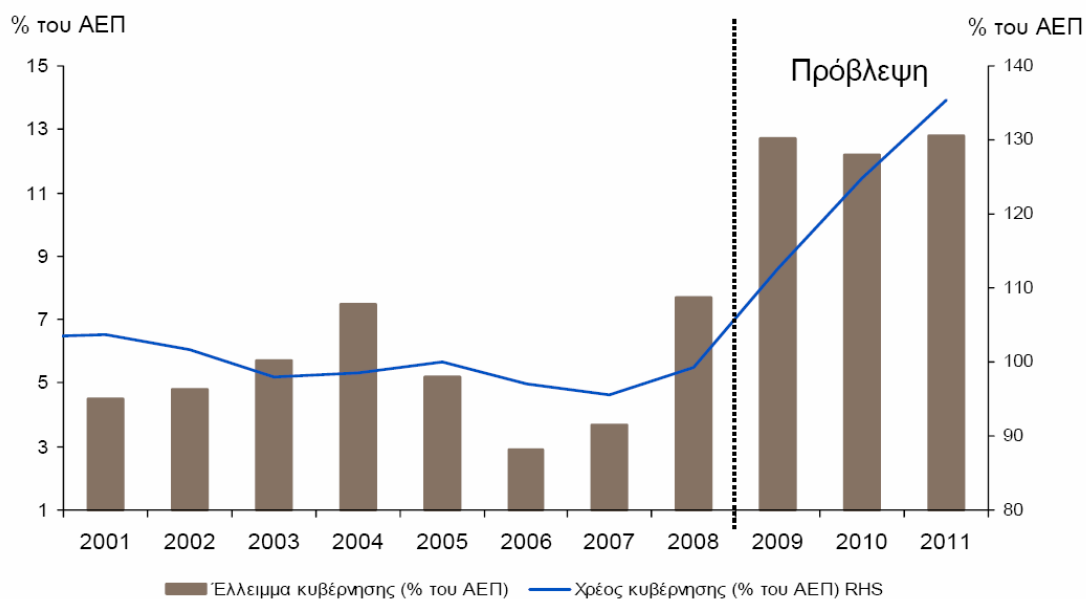


Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, DG ECFIN

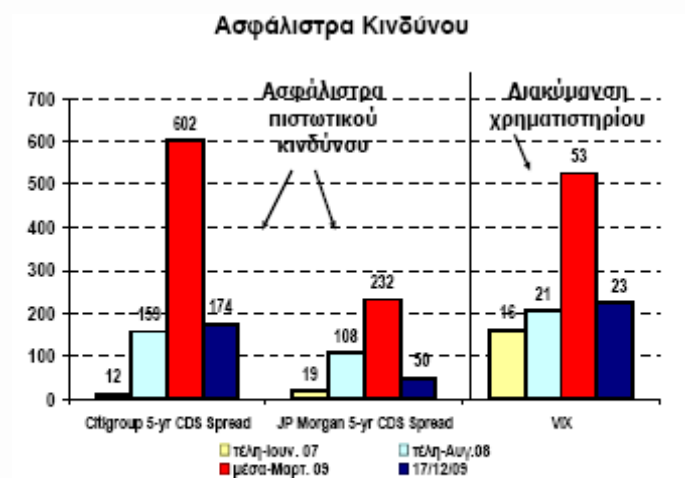
### Διάγραμμα 5.7

Η επιδείνωση των δημοσιονομικών μεγεθών της Ελλάδας παραμένει ανασταλτικός παράγοντας για την ανάπτυξη

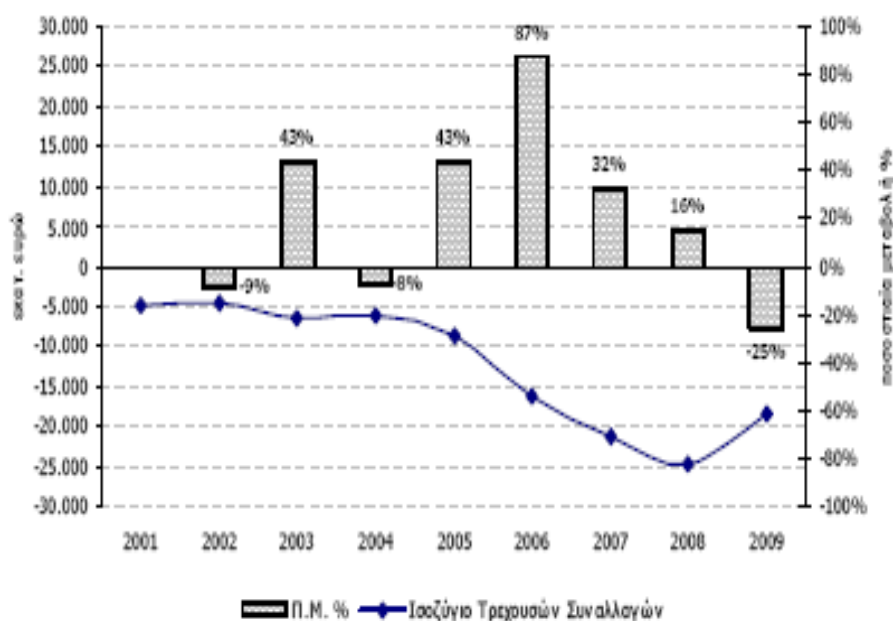
Δημόσιο έλλειμμα και δημόσιο χρέος της Ελλάδας ως % του ΑΕΠ\*



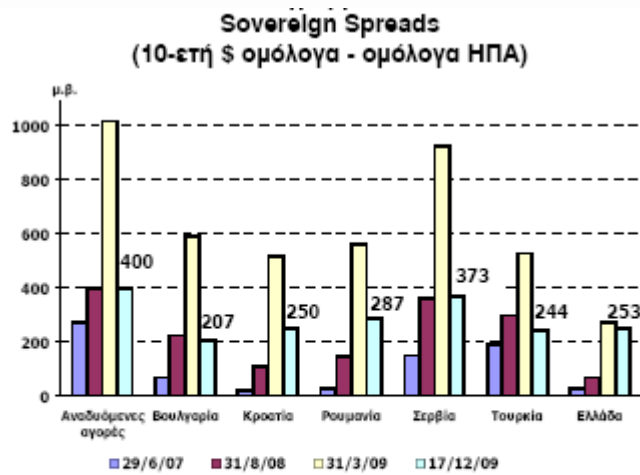
Πηγή: Factset, \* Τα στοιχεία για τα έτη 2009, 2010 και 2011 είναι προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής

**Διάγραμμα 6.1****Διάγραμμα 6.2**

Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών 2001-2009 (Ιανουάριος-Σεπτέμβριος)



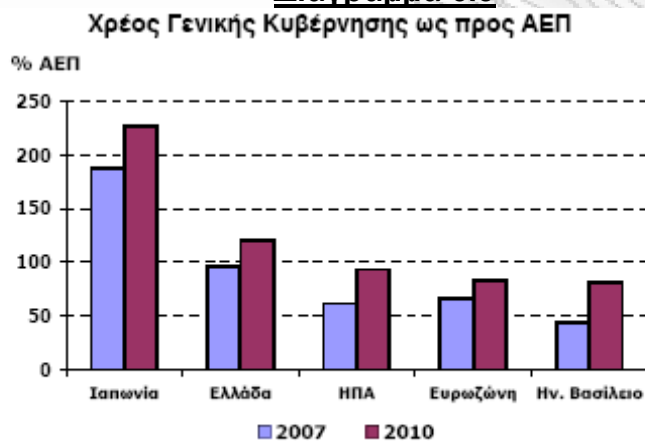
### Διάγραμμα 6.3



Πηγή: JP Morgan EMBIG, Bloomberg

Σημείωση: Στην περίπτωση της Ελλάδας, το περιθώριο αναφέρεται σε ομόλογα που εκδίδονται σε ευρώ και η χώρα σύγκρισης είναι η Γερμανία

### Διάγραμμα 6.3



Πηγή: IMF WEO October 2009

## Υποσημειώσεις

<sup>1</sup> -Bordo Michael. and Eichengreen Barry, 1999, “*Is Our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone?*” in David Gruen and Luke Gower (eds.) *Capital Flows and the International Financial System* (Economic Group Reserve Bank of Australia 1999): 18-74;

-Bordo Michael. and Eichengreen Barry et al, 2001, “*Is the Crisis Problem Growing More Severe?*” *Economic Policy* 16, no.32 51-82.

<sup>2</sup> Bryant Joyce, 1998, *The Great Depression and New Deal*, Yale-New Haven Teachers Institute.

<sup>3</sup> Banque De France, 5 December 2008, “*The macroeconomic impact of banking crises*”, Focus No 2.

[http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/focus/focus\\_2.pdf](http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/focus/focus_2.pdf)

<sup>4</sup> Makin (2008): “*Japan’s lost decade: lessons for the United States in 2008*”.

<sup>5</sup> Bernanke (B.) (2000): “*Japanese monetary policy: a case of self-induced paralysis*”.

<sup>6</sup> International Monetary Fund, April 9, 2008, «*The Recent Financial Turmoil—Initial Assessment, Policy Lessons, and Implications for Fund Surveillance*»

<sup>7</sup> Almunia Miguel, Agustín S. Bénétrix., Barry Eichengreen, Kevin H. O'Rourke. and Gisela Rua, November 2009, «*From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lesson*», Department of Economics, University of California, Berkeley, Department of Economics and IIS, Trinity College Dublin

<sup>8</sup> Obstfeld M. and Rogoff K., October 2009, “*Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*” Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Santa Barbara

<sup>9</sup> Portes R., March 2009, “*Global Imbalances*” in *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G- 20*, edited by Dewatripont M., Freixas X. and Portes R, CEPR

<sup>10</sup> Caballero R. and Krishnamurthy A., May,2009, “*Global Imbalances and Financial Fragility*” *American Economic Review Papers and Proceedings*, pp. 584-88.

<sup>11</sup> Federal Reserve Board, “*Monetary Policy and Open Market Operations*” <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>

<sup>12</sup> McCarthy J. and Peach W. R. (2004), December 2004. “*Are Home Prices the Next “Bubble”?*” FRBNY Economic Policy Review

<sup>13</sup> International Monetary Fund, October 2009, “*Global Financial Stability Report*”, *Chapter 1*, p. 5

<sup>14</sup> Coval J., Jurek J. and Stafford E., Winter 2009, “*The Economics of Structured Finance*” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No 1

<sup>15</sup> Securities and Exchange Commission, (2008), *“Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations”*.

<sup>16</sup> Το χρονολόγιο βασίζεται στην ιστοσελίδα του BBC, August 2009, *“Timeline: Credit crunch to downturn”*. <http://news.bbc.co.uk/2/hi/7521250.stm>

<sup>17</sup> Τράπεζα της Ελλάδος (2009), Οκτώβριος 2009, *“Νομισματική Πολιτική Ενδιάμεση Έκθεση 2009”*, σελ. 35

<sup>18</sup> Congressional Budget Office Cost Estimate, February 7 2008 *“Economic Stimulus Act of 2008”*, H.R. 5140 [110th], As cleared by the Congress

<sup>19</sup> GPO Authenticated U.S Government Information, February 17 2009 *“Public Law 111-5, American Recovery and Reinvestment Act of 2009”*, 111th Congress

<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ5/pdf/PLAW-111publ5.pdf>

<sup>20</sup> Edwards M. (2009), *“The International Monetary Fund, Conditionality, and the World Economic Crisis: New Beginning or False Dawn?”* <http://pirate.shu.edu/~edwardmb/conditionalityreform.pdf>

<sup>21</sup> Douglas E., May 11, 2009, *“Implications of the Bank Stress Tests”* The Brookings Institution

<sup>22</sup> Bernanke Ben S., February 20 2004 *“The Great Moderation”*, Remarks, At the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC

<sup>23</sup> Stock H. James, Watson W. Mark, August 2002, *«Has the Business Cycle Changed and Why?»* NBER Working Paper No. 9127

<sup>24</sup> Baldwin Richard, November 2009, *«The Great Trade Collapse:*

*Causes, Consequences and Prospects»*, SECTION I: CAPSTONE ESSAYS

« 6. The great trade collapse and trade imbalances», A VoxEU.org Publication

<sup>25</sup> Freund Caroline , August 2009, *The Trade Response to Global Downturns* Historical Evidence, Policy Research Working Paper 5015, The World Bank Development Research Group Trade and Integration Team

<sup>26</sup> Economic Forecast Autumn 2009, European Commission, November 2009, European Commission, Spring Forecast, May 2009, IMF, World Economic Outlook, October 2009.

<sup>27</sup> OECD Economic Outlook No. 86, November 2009 OECD, Economic Outlook No.85, June 2009

<sup>28</sup> OECD Economic Outlook No. 86, November 2009

<sup>29</sup> EUROSTAT, 01/12/09, *Μέσος όρος των μηνιαίων στοιχείων για το τρίμηνο Ιούλ. Σεπτ. 2009*, News Release Euro Indicators, 170/2009, ελλείπει τριμηνιαίων στοιχείων μέχρι 20/12/09.

<sup>30</sup> EUROSTAT, 03/12/09, News Release Euro Indicators, 173/2009, όπως και για όλα τα στοιχεία εθνικών λογαριασμών

<sup>31</sup> EUROSTAT, 14/12/09, News Release Euro Indicators, 179/2009

<sup>32</sup> EUROSTAT, 03/12/09, News Release Euro Indicators ,172/2009

- 
- <sup>33</sup> EUROSTAT, 03/12/09, News Release Euro Indicators , 173/2009
- <sup>34</sup> EUROSTAT, 01/12/09, *Μέσος όρος των μηνιαίων στοιχείων για το τρίμηνο Ιούλ. Σεπτ. 2009*, News Release Euro Indicators, 170/2009, ελλείπει τριμηνιαίων στοιχείων μέχρι 20/12/09
- <sup>35</sup> EUROSTAT, 14/12/09 , News Release Euro Indicators, 180/2009
- <sup>36</sup> EUROSTAT , 16/12/09 , News Release Euro Indicators, , 183/2009
- <sup>37</sup> Το Center of Economic Policy Research σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ιταλίας εκτιμά κάθε μήνα τον πρόδρομο δείκτη οικονομικής δραστηριότητας €COIN για την Ευρωζώνη. Ο δείκτης συνιστά πρόβλεψη της εξέλιξης του και προκύπτει από τη σύνθεση ποικίλων διαφορετικών δεδομένων, όπως η πορεία της βιομηχανικής παραγωγής, των τιμών, στοιχείων από την αγορά εργασίας, καθώς και χρηματοοικονομικών στοιχείων.
- <sup>38</sup> International Monetary Fund (2009b), October 2009. *“World Economic Outlook, Sustaining the Recovery”*, Chapter 4, pp. 121– 151,
- <sup>39</sup> Squam Lake Working Group on Financial Regulation (2009), April 2009, *“An Expedited Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Securities”* , Council on Foreign Relations, Centre for Geoeconomic Studies, Working Paper
- <sup>40</sup> Kashyap A., Rajan R., Stein J. (2008), August 2008, *“Rethinking Capital Regulation”* Federal Reserve Bank of Kansas City, 2008 Jackson Hole Economic Symposium *“Maintaining Stability in a Changing Financial System”*,
- <sup>41</sup> Volcker P. (2009) , March 6 2009, *“Restoring Financial Stability: how to Repair a Failed System”*, Conference at the Stern School of Business of New York University
- <sup>42</sup> King M. (2009), March 2009, *“Finance a return from risk”* speech to the Worshipful Company of International Bankers,