

Πανεπιστήμιο Πειραιώς
Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων
Ευρωπαϊκό Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στη Διοίκηση Επιχειρήσεων-
Ολική Ποιότητα



Οι σημαντικότερες κρίσεις χρέους παγκοσμίως

ΕΜΠΣ.ΔΕ-ΔΟΠ

Διονύσιος Ν. Κοντούλης

Επιβλέπων Καθηγητής: Τσαγκαράκης Νικόλαος

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2013

Οι σημαντικότερες κρίσεις χρέους παγκοσμίως

Σημαντικοί όροι: Οικονομικοί κύκλοι, οικονομική κρίση, παγκόσμιες κρίσεις, αιτίες, επιπτώσεις, πολιτικές αντιμετώπισης

Περίληψη

Η παρούσα μελέτη, ασχολήθηκε με τις σημαντικότερες παγκόσμιες οικονομικές κρίσεις και τις μελέτησε διεξοδικά όσον αφορά τις αιτίες που τις προκάλεσαν αλλά και τις μετέπειτα επιπτώσεις τους. Μιας και πολλά γεγονότα του παρελθόντος επαναλαμβάνονται στην ιστορία, σε πολλές περιπτώσεις υπάρχει ίδια αντιμετώπιση της κατάστασης με την αρχική. Μέσα από τη μελέτη των σημαντικότερων προγενέστερων οικονομικών κρίσεων, καταλήξαμε σε σημαντικά συμπεράσματα για την τωρινή κατάσταση της κρίσης. Σκοπός της εργασίας, ήταν να μελετήσει ενδεικτικά κάποιες από τις σημαντικότερες οικονομικές κρίσεις και να καταλήξει σε ασφαλή συμπεράσματα για την αντιμετώπιση των κρίσεων και την αποφυγή νέων αλλά και την κατάσταση της τωρινής κρίσης.

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου, τους φίλους μου και τους καθηγητές μου για την αμέριστη υποστήριξη και τη βοήθεια που παρείχαν στις σπουδές μου.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Περιεχόμενα

Εισαγωγή.....	8
Κεφάλαιο 1: Οικονομικοί κύκλοι.....	10
1.1 Ορισμός – Εισαγωγή.....	10
1.2 Περιγραφή οικονομικού κύκλου.....	11
1.3 Ανατομία οικονομικού κύκλου.....	12
1.3.1 Ανάκαμψη.....	13
1.3.2 Διάχυση της Ανάπτυξης.....	15
1.3.3 Αρχή της Ύφεσης.....	16
1.3.4 Διάχυση της Ύφεσης.....	18
1.4 Το κόστος των οικονομικών κύκλων.....	19
Κεφάλαιο 2: Γενικά περί Οικονομικής Κρίσης.....	25
2.1 Ορισμός Χρηματοοικονομικής Κρίσης.....	25
2.2 Χαρακτηριστικά.....	26
2.3 Στάδια.....	27
2.4 Αίτια.....	28
2.5 Συνέπειες.....	29
Κεφάλαιο 3: Παγκόσμιες χρηματοοικονομικές κρίσεις.....	30
3.1 Η κρίση του 1929/1930.....	30
3.1.1 Ιστορικά δεδομένα και προγενέστερες καταστάσεις που οδήγησαν στην κρίση του 1929/1930.....	30
3.1.2 Τα αίτια που οδήγησαν στη κρίση του 1929/1930.....	31
3.1.3 Οι επιπτώσεις και η διεθνής μετάδοση.....	32
3.1.4 Η έξαρση της βιομηχανικής κατανάλωσης – Συμπεράσματα από την κρίση .	35
3.1.5 Το χρονικό της κρίσης του 1929.....	38
3.2 Η κρίση της Νοτιοανατολικής Ασίας.....	39
3.2.1 Το ασιατικό οικονομικό «θαύμα».....	39
3.2.2 Το χρονικό της κρίσης.....	41
3.2.3 Τα αίτια της κρίσης.....	47
3.2.4 Συμπεράσματα.....	51
3.3 Η κρίση της Αργεντινής.....	54
3.3.1 Το αδιέξοδο και η επιλογή της Αργεντινής.....	54
3.3.1.1 Η κατάσταση στις αρχές της δεκαετίας του 90'.....	54
3.3.1.2 Η επιλογή της Αργεντινής.....	54

3.3.2	Η πορεία της Αργεντινής προς τη χρεοκοπία	56
3.3.2.1	<i>Τα πρώτα αποτελέσματα (περίοδος από 1991 έως 1997)</i>	56
3.3.2.2	<i>Η κρίση (περίοδος από 1998 έως 2001)</i>	57
3.3.2.3	<i>Η χρεοκοπία της Αργεντινής (2001)</i>	60
3.3.3	Οι αδυναμίες της Αργεντινής που οδήγησαν στην κρίση και τη χρεοκοπία ...	61
3.3.3.1	<i>Απουσία διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων</i>	62
3.3.3.2	<i>Η δυναμική του δημοσίου χρέους</i>	63
3.3.3.3	<i>Ανελαστική συναλλαγματική ισοτιμία</i>	65
3.4	Η οικονομική κρίση του 2008	67
3.4.1	Η Διαδικασία της Κρίσης	67
3.4.2	Η Πορεία προς την Κρίση	67
3.4.3	Τα αίτια της Κρίσης.....	69
3.4.3.1	<i>Η κυριαρχία των νεοκλασικών απόψεων</i>	72
3.4.3.2	<i>Μεγάλες παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες</i>	73
3.4.3.3	<i>Ο ρόλος των τραπεζών: Κερδοσκοπία</i>	74
3.4.3.4	<i>Ο ρόλος των εταιρειών ειδικού σκοπού: Αναξιοπιστία</i>	78
3.4.3.5	<i>Ο ρόλος των επενδυτών: Απλησία</i>	78
3.4.3.6	<i>Ο ρόλος των εποπτικών αρχών: Ανεπαρκής</i>	79
3.4.4	Αλυσιδωτές αντιδράσεις.....	79
3.4.5	Ιδιαίτερα Χαρακτηριστικά της Κρίσης	81
3.4.6	Το χρονικό της κρίσης.....	82
3.4.7	Συνέπειες της Κρίσης	85
3.5	Η κρίση της Ελλάδας.....	86
3.5.1	Πώς ξεκίνησε η κρίση	86
3.5.2	Οικονομική νομισματική ένωση (ONE).....	88
3.5.3	Η κατάσταση πριν την κρίση.....	89
3.5.4	Ποιες κινήσεις έγιναν για να αποφευχθεί η χρεοκοπία	92
3.5.4.1	<i>Πρώτο πακέτο οικονομικών μέτρων</i>	93
3.5.4.2	<i>Δεύτερο πακέτο οικονομικών μέτρων</i>	93
3.5.4.3	<i>Μνημόνιο και τρίτο πακέτο οικονομικών μέτρων</i>	94
3.5.5	Τα τελευταία γεγονότα και το μνημόνιο 2	95
3.5.6	Συνέπειες	97
	Κεφάλαιο 4: Πολιτικές αντιμετώπισης της κρίσης και αποφυγής μιας νέας	102
4.1	Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών	102

4.2	Ο ρόλος του κράτους.....	105
4.3	Πολιτικές αντιμετώπισης της κρίσης.....	109
4.4	Πολιτικές αποφυγής μιας μελλοντικής κρίσης.....	114
	Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα.....	122
	ΒΙΟΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	126

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Κατάσταση Πινάκων

Πίνακας 3.1: Το χρονικό της Μεγάλης Ύφεσης του Μεσοπολέμου.....	38
Πίνακας 3.2: Ρυθμοί αύξησης πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε επιλεγμένες χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας.....	40
Πίνακας 3.3: Ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες σε σχέση με το δολάριο.....	46
Πίνακας 3.4: Αργεντινή: Βασικά Μακροοικονομικά μεγέθη.....	57
Πίνακας 3.5: Το χρονικό της Κρίσης των ετών 2008-2009.....	82

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΝ

Κατάσταση Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1.1: Οικονομικός κύκλος.....	11
Διάγραμμα 2.1: Στάδια οικονομικής κρίσης.....	28
Διάγραμμα 3.1: Η διεθνής διάσταση της Μεγάλης Ύφεσης.....	32
Διάγραμμα 3.2: Μεταβολή υποχρεώσεων άμεσων ξένων επενδύσεων (FDI) προς τρίτες χώρες.....	43
Διάγραμμα 3.3: Μεταβολή υποχρεώσεων επενδύσεων χαρτοφυλακίου προς τρίτες χώρες.....	45
Διάγραμμα 3.4: Ο ρόλος της διεθνούς κεφαλαιαγοράς ως πολλαπλασιαστή των εγχώριων ανισοροπιών.....	52
Διάγραμμα 3.5: Διαφορά επιτοκίων ομολόγων δημοσίου Αργεντινής-ΗΠΑ.....	58

Εισαγωγή

Μια συνηθισμένη φθινοπωρινή μέρα ξημέρωνε στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008. Οι υπάλληλοι της Lehman Brothers είχαν ήδη μάθει τα «ευχάριστα» για αυτούς νέα μόλις λίγες ώρες πριν. Ο αμερικανικός τραπεζικός κολοσσός, μετά από τις μάταιες προσπάθειες των διοικητών του να βρουν επίδοξους επενδυτές – δανειστές έτσι ώστε να κερδίσουν λίγο χρόνο ακόμα, ανακοινώνει με συνοπτικές διαδικασίες την πτώχευσή του. Άμεση συνέπεια: οι αγορές διεθνώς καταρρέουν.

Η πτώχευση της Lehman Brothers ήταν, όμως, μόνο η σταγόνα που ξεχείλισε το ποτήρι. Τα σημάδια υπήρχαν ήδη, από το 2007 και ήταν ξεκάθαρα. Η περίοδος του φθηνού χρήματος και του άκρατου δανεισμού είχε τελειώσει. Η φούσκα των “subprimes” είχε σκάσει προ πολλού και κανείς δεν μπορούσε να φανταστεί τις συνέπειές της 2 χρόνια μετά. Οι σημαντικότερες παγκόσμιες χρηματοοικονομικές κρίσεις που προηγήθηκαν αλλά και η τρέχουσα χρηματοοικονομική κρίση (από 2008 έως σήμερα) είναι ακριβώς αυτό που θα εξεταστεί στην παρούσα εργασία.

Στο Κεφάλαιο 1, αναφέρονται συνοπτικά οι θεωρίες των οικονομικών κύκλων και παρουσιάζεται η ανατομία τους αλλά και το κόστος τους.

Στο Κεφάλαιο 2, παρουσιάζεται μία γενικευμένη θεωρία περί οικονομικής κρίσης, ξεκινώντας από τον ορισμό της και τονίζοντας εν συνεχεία τα χαρακτηριστικά της, τα στάδιά της αλλά και τα κυριότερα αίτια και τις συνέπειές της.

Το Κεφάλαιο 3, εξετάζει αναλυτικά πώς ξεκίνησαν και εξελίχθηκαν κάποιες από τις σημαντικότερες χρηματοοικονομικές κρίσεις παγκοσμίως, οι οποίες απασχόλησαν και κίνησαν μεγάλο ενδιαφέρον, όπως η περίπτωση της Μεγάλης Ύφεσης του 1929, η περίπτωση της Νοτιοανατολικής Ασίας (από 1997 έως 1998), η περίπτωση της Αργεντινής (2001), η τρέχουσα χρηματοοικονομική κρίση (από 2008 έως σήμερα) αλλά και η πρόσφατη περίπτωση της χώρας μας η οποία συνεχίζει να απασχολεί και σήμερα.

Το Κεφάλαιο 4, παρουσιάζει και εξετάζει διάφορες θεωρητικές προσεγγίσεις που εστιάζουν στην αντιμετώπιση των κρίσεων και πιο συγκεκριμένα στην έξοδο από αυτές και αναφέρονται πολιτικές για την αποφυγή νέων κρίσεων.

Τέλος, στο Κεφάλαιο 5, συνοψίζονται τα κύρια συμπεράσματα της εργασίας και η συμβολή τους στη διερεύνηση του προβλήματος και παρατίθεται μία πρόταση

προς περαιτέρω έρευνα, η οποία θα μπορούσε να καλυφθεί από μία συνέχιση ή επέκταση της παρούσας εργασίας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Κεφάλαιο 1: Οικονομικοί κύκλοι

1.1 Ορισμός – Εισαγωγή

Οι οικονομικοί κύκλοι (business cycles) αναφέρονται στις συνεχείς διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας, στη συνεχή εναλλαγή φάσεων ανάπτυξης (expansions ή growth) και ύφεσης (recession ή contraction). Οι πρώτες αποτελούν περιόδους ευημερίας, ενώ οι δεύτερες οικονομικής δυσπραγίας και κοινωνικής ανέχειας.

Κάθε κύκλος περιλαμβάνει μία φάση ανάπτυξης και μία ύφεσης. Στη συνεχή εναλλαγή τους, το τέλος μίας ύφεσης σηματοδοτεί την αρχή της επόμενης ανάπτυξης, το τέλος της οποίας σηματοδοτεί την αρχή μίας νέας ύφεσης. Στις φάσεις ανάπτυξης η παραγωγή σε πολλούς οικονομικούς τομείς αυξάνεται, στις φάσεις ύφεσης μειώνεται.

Συνοψίζοντας την πολυπλοκότητα του φαινομένου, ο Victor Zarnowitz ορίζει τους οικονομικούς κύκλους ως:

« recurrent sequences of alternating phases of expansion and contraction that involve a great number of diverse economic processes and show up as distinct fluctuations in comprehensive series on production, employment, income and trade – aspects of aggregate activity. The end of each expansion is marked by a cluster of peaks in such series. The end of each contraction, by a cluster of troughs » (Zarnowitz, 1999).

Στον χρηματοοικονομικό τύπο η ύφεση ορίζεται ως δύο τουλάχιστον συνεχόμενα τρίμηνα μείωσης της παραγωγής, του πραγματικού ΑΕΠ. Όμως, όπως προδιαθέτει ο ορισμός του Zarnowitz, οι υφέσεις είναι συνθετότερα φαινόμενα, τα οποία εμπερικλείουν αρκετές μεταβλητές. Σύμφωνα με την Επιτροπή Χρονολογήσεως των Οικονομικών Κύκλων (Business Cycle Dating Committee) του πρωτοπόρου στη μελέτη των κύκλων ερευνητικού οργανισμού στις ΗΠΑ National Bureau of Economic Research – NBER,

«A recession is a significant decline in economic activity spread across the economy, lasting more than a few months, normally visible in real GDP, real income, employment, industrial production, and wholesale-retail sales. A recession begins just after the economy reaches a peak of activity and ends as the economy reaches its trough. Between trough and peak, the economy is in an expansion. Expansion is the

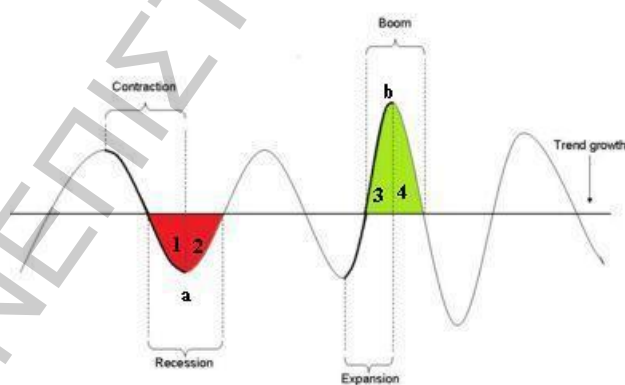
normal state of the economy. Most recessions are brief and they have been rare in recent decades. »

Πρακτικά λοιπόν, η Επιτροπή που προαναφέρθηκε είναι υπεύθυνη για τον προσδιορισμό της αρχής και του τέλους των υφέσεων λαμβάνοντας υπόψη αρκετές μεταβλητές, όπως το πραγματικό εισόδημα, η απασχόληση, η βιομηχανική παραγωγή και οι πωλήσεις. Οι παραπάνω μεταβλητές ονομάζονται δείκτες των οικονομικών κύκλων (business cycle indicators).

Επειδή η χρονολόγηση των κύκλων περιλαμβάνει αρκετά υποκειμενικά στοιχεία, καθίσταται δύσκολο να βρεθούν συγκρίσιμες χρονολογήσεις για τις περισσότερες χώρες. Εξάιρεση αποτελούν οι μεγάλες βιομηχανικές χώρες για τις οποίες υπερεθνικοί οργανισμοί, όπως ο Ο.Ο.Σ.Α. και ερευνητικά ινστιτούτα, όπως το NBER παράγουν τις χρονολογήσεις. Επιπλέον, η επίσημη ανακοίνωση της αρχής και του τέλους μίας ύφεσης καθυστερεί αρκετά, με αποτέλεσμα να έχει μικρή επίδραση στις αποφάσεις των Αρχών και των οικονομικών παραγόντων, οι οποίοι οφείλουν να δρουν προληπτικά και όχι μετά τα γεγονότα (Αντζουλάτος, 2011).

1.2 Περιγραφή οικονομικού κύκλου

Διάγραμμα 1.1: Οικονομικός κύκλος



Πηγή: http://www.wikinvest.com/concept/U.S._Economic_Cycles

Η περιοχή που ορίζεται από το Contraction, στο παραπάνω σχήμα, συμβολίζει μία περίοδο ύφεσης, ενώ η περιοχή που ορίζεται από το Expansion μας δείχνει μία περίοδο ανάκαμψης της οικονομίας. Ταυτόχρονα οι περιοχές 1+2 (Recession) ορίζουν μία περίοδο κρίσης, καθώς το ΑΕΠ είναι μικρότερο από το δυνητικό, ενώ οι περιοχές 3+4 (Boom) συμβολίζουν μία περίοδο με ΑΕΠ μεγαλύτερο του δυνητικού.

Πιο συγκεκριμένα, στην περιοχή 1, η πραγματική οικονομία έχει κάτω του μέσου όρου ΑΕΠ, χαμηλά εισοδήματα, υψηλή ανεργία και χαμηλή κατανάλωση. Στην περιοχή 2 αρχίζει η σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας, χωρίς ωστόσο να έχει εξαλειφθεί ακόμα η ύφεση. Στην περιοχή 3 το ΑΕΠ μεγθύνεται αισθητά και επέρχεται μία περίοδο άνθισης με υψηλά εισοδήματα και κατανάλωση και χαμηλά ποσοστά ανεργίας. Τέλος στην περιοχή 4 η οικονομία έχει αρχίσει να φθίνει και ο κύκλος αρχίζει πάλι από την αρχή.

1.3 Ανατομία οικονομικού κύκλου

Η παρουσίαση των οικονομικών κύκλων δυσκολεύεται τα μέγιστα από την έλλειψη μιας ενοποιημένης θεωρίας η οποία μπορεί να εξηγήσει τη συμπεριφορά και τις αλληλεπιδράσεις όλων των μεταβλητών, οικονομικών, χρηματοοικονομικών και προσδοκιών σε όλους τους κύκλους. Η ζητούμενη θεωρία πρέπει, ανάμεσα σε άλλα, να συνδυάζει κύκλους προκαλούμενους και από την πλευρά της προσφοράς και από την πλευρά της ζήτησης. Πρέπει επιπλέον να μπορεί να αναλύει την επίδραση των αναρίθμητων διαταραχών, δηλαδή, των απρόβλεπτων εξελίξεων και γεγονότων, που επηρεάζουν την οικονομία και τις χρηματαγορές.

Δυσκολεύοντας ακόμα περισσότερο αυτήν την αναζήτηση, η φύση και η επίδραση των διαταραχών μεταβάλλεται με το χρόνο, όπως μεταβάλλεται και η δομή της οικονομίας και των χρηματαγορών, το θεσμικό πλαίσιο, η φιλοσοφία και οι στόχοι της οικονομικής πολιτικής. Επιπλέον, οι Αρχές και οι οικονομικοί παράγοντες έχουν μεγαλύτερη εμπειρία, καλύτερη τεχνογνωσία και περισσότερα μέσα για την αντιμετώπισή τους.

Οι ανωτέρω δυσκολίες συνοψίζονται σε δύο διαπιστώσεις: Πρώτον, η επίδραση μιας συγκεκριμένης διαταραχής εξαρτάται από τη γενικότερη συγκυρία στην οικονομία και τις χρηματαγορές. Αυτό σημαίνει ότι για την πρόβλεψη των κύκλων δεν αρκεί η ποσοτική ανάλυση αλλά απαιτείται επιπλέον και η κριτική σκέψη.

Δεύτερον, κάθε κύκλος είναι ξεχωριστός. Διαφέρει από όλους τους προηγούμενους ως προς τη διάρκεια, το βάθος, τη διάχυση, τη διαταραχή η οποία βοηθά την οικονομία να ανακάμψει από την ύφεση, το μηχανισμό μέσω του οποίου η ανάκαμψη διαχέεται σε όλη την οικονομία, τη διαταραχή η οποία προκαλεί την

ύφεση ή προηγείται αυτής, το μηχανισμό μέσω του οποίου η ύφεση διαχέεται σε όλη την οικονομία.

Ως συνέπεια, η παρουσίαση των κύκλων κινδυνεύει να εκφυλιστεί σε ανάλυση περιπτώσεων, κάθε κύκλος και διαφορετική ιστορία, από την οποία δεν μπορούν να εξαχθούν γενικά συμπεράσματα.

Ευτυχώς όμως, όπως προδιαθέτει ο ορισμός των κύκλων του Zarnowitz, υπάρχουν κάποιες αλληλεπιδράσεις οι οποίες επαναλαμβάνονται από κύκλο σε κύκλο. Αυτές σχετίζονται με τη δυναμική συμπεριφορά μεταβλητών όπως οι τιμές των προϊόντων και το κόστος των παραγωγικών συντελεστών, τα κέρδη, η παραγωγικότητα, οι επενδύσεις και η κατανάλωση, η νομισματική κυκλοφορία, τα επιτόκια και οι πιστώσεις.

Οι εν λόγω αλληλεπιδράσεις συνθέτουν την ανατομία ενός τυπικού κύκλου, μία εκλεκτική σύνθεση των πολλών θεωριών για τους οικονομικούς κύκλους. Από την παρουσίαση των κατωτέρω, θα φανεί γιατί δεν έχει βρεθεί ακόμα η ζητούμενη ενοποιημένη θεωρία. Επιπλέον, θα φανεί ότι η ζητούμενη θεωρία θα πρέπει να είναι πολύ-αιτιατή, να αναλύει δηλαδή την επίδραση πολλών διαταραχών, εν αντιθέσει με τις υπάρχουσες θεωρίες οι οποίες εστιάζονται σε μία αιτία.

Συγκεκριμένα, η ανατομία έχει τέσσερα συστατικά. Πρώτον, οι μεταβλητές ή διαταραχές οι οποίες μπορούν να βοηθήσουν την ανάκαμψη της ευρισκόμενης σε ύφεση οικονομίας. Δεύτερον, έναν μηχανισμό διαχύσεως της ανακάμψεως σε όλη την οικονομία. Αυτός ο μηχανισμός μπορεί να δρα αποσταθεροποιητικά, με την έννοια ότι περιλαμβάνει ενδογενείς διαδικασίες οι οποίες με την πάροδο του χρόνου μπορούν να δημιουργήσουν τις συνθήκες για την επόμενη ύφεση ή ακόμα χειρότερα, ανισορροπίες οι οποίες μπορούν να μετατρέψουν μια τυπική ύφεση σε βαθιά (depression). Τρίτον, μεταβλητές κάποιες εκ των οποίων είναι ενδογενείς, δηλαδή, αποτελέσματα της λειτουργίας της οικονομίας και των αγορών, οι οποίες «φρενάρουν» τον προηγούμενο μηχανισμό διαχύσεως και τελικά οδηγούν σε ύφεση. Τέταρτον, μηχανισμό διαχύσεως της ύφεσης στην οικονομία.

1.3.1 Ανάκαμψη

Έστω ότι σε μία οικονομία η οποία βρίσκεται σε ύφεση συμβαίνει ένα γεγονός το οποίο δημιουργεί τις συνθήκες για ανάκαμψη σε έναν ή περισσότερους

τομείς. Αυτό μπορεί να προέρχεται είτε από την πλευρά της προσφοράς είτε από την πλευρά της ζήτησης.

Από την πλευρά της προσφοράς, μία σημαντική τεχνολογική πρόοδος μειώνει το κόστος παραγωγής κάποιων αγαθών, αυξάνει τη ζήτησή του καθώς και τις επενδύσεις για να δημιουργηθεί το απαιτούμενο παραγωγικό δυναμικό (εργοστάσια κλπ.) για την ικανοποίηση της αυξημένης ζήτησης. Σύγχρονο παράδειγμα τέτοιου γεγονότος αποτελεί η έκρηξη της τεχνολογίας της πληροφορικής στη δεκαετία του 1990, η οποία οδήγησε σε αύξηση της ζήτησης για προϊόντα πληροφορικής από επιχειρήσεις, κυβερνήσεις και νοικοκυριά. Οδήγησε επίσης σε αύξηση των επενδύσεων των εταιρειών πληροφορικής – software και hardware.

Οι διαταραχές από την πλευρά της ζήτησης μπορούν να αναλυθούν με χρήση της ταυτότητας του ΑΕΠ:

$$\text{ΑΕΠ} = \text{Ιδιωτική Κατανάλωση} + \text{Επενδύσεις} + \text{Κυβερνητικές Αγορές} + \text{Καθαρές Εξαγωγές}$$

Οτιδήποτε συμβάλλει στην αύξηση των συνιστωσών του ΑΕΠ, μπορεί να λειτουργήσει ως καταλύτης για ανάκαμψη και έξοδο από την ύφεση.

Τα τυπικά παραδείγματα σχετίζονται με την άσκηση επεκτατικής νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής. Αναφορικά με την πρώτη, η αύξηση της νομισματικής κυκλοφορίας από την κεντρική τράπεζα οδηγεί σε μείωση των επιτοκίων. Αυτή, εν συνεχεία, μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση των επενδύσεων και της κατανάλωσης. Η δε επεκτατική δημοσιονομική πολιτική μπορεί να είναι υπό τη μορφή αυξημένων κυβερνητικών αγορών, όπως για εξοπλισμούς στις ΗΠΑ στις αρχές της δεκαετίας του 1980, μείωση της φορολογίας, όπως στις ΗΠΑ στις αρχές της δεκαετίας του 1990, ή αύξηση της φορολογίας, όπως στις ΗΠΑ στις αρχές της δεκαετίας του 2000, ή αύξηση των μεταβιβαστικών δαπανών, όπως στην Ιαπωνία το 1999. Οι δύο τελευταίες μορφές μπορούν να οδηγήσουν σε αύξηση της κατανάλωσης και των επενδύσεων.

Για μικρές χώρες με μεγάλο εξαγωγικό τομέα, ο καταλύτης για ανάκαμψη μπορεί να είναι η αύξηση των καθαρών εξαγωγών. Αυτή μπορεί να είναι αποτέλεσμα της υποτίμησης του νομίσματος, η οποία αυξάνει τις εξαγωγές και μειώνει τις εισαγωγές ή και ανάπτυξης των κύριων εμπορικών εταίρων της χώρας, η οποία συμβάλλει στην αύξηση των εξαγωγών.

Για τις αναπτυσσόμενες χώρες των οποίων τα κύρια εξαγωγικά προϊόντα είναι πρώτες ύλες, ένας άλλος καταλύτης είναι η αύξηση της τιμής των πρώτων υλών. Επειδή οι μεταβολές αυτών των τιμών είναι μεγάλες, μια τυπική αύξησή τους μπορεί να συμβάλλει σε σημαντική άνοδο του ΑΕΠ.

Για τις εν λόγω χώρες σημαντικό είναι και το χρηματοοικονομικό κανάλι. Σε περιόδους μεγάλης ρευστότητας και ευφορίας στις διεθνείς χρηματαγορές, μπορούν να δανείζονται με σχετικά χαμηλό κόστος για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων, της κατανάλωσης και των κυβερνητικών δαπανών. Επιπλέον, οι εισροές επενδυτικών κεφαλαίων για αγορά μετοχών, ακινήτων και άλλων περιουσιακών στοιχείων οδηγούν σε άνοδο του χρηματιστηρίου και αύξηση της κατανάλωσης και των επενδύσεων.

1.3.2 Διάχυση της Ανάπτυξης

Η αρχική ανάπτυξη διαχέεται σταδιακά σε όλους τους τομείς της οικονομίας. Για παράδειγμα, εάν ο καταλύτης είναι οι εξαγωγές, οι εργαζόμενοι σε αυτόν τον τομέα θα έχουν υψηλότερα εισοδήματα και θα αυξήσουν τις δαπάνες τους σε αγαθά και υπηρεσίες, όπως ενδύματα, αυτοκίνητα, διακοπές. Επίσης, οι εξαγωγικές επιχειρήσεις θα αυξήσουν τις αγορές προϊόντων προς εξαγωγή, ενέργειας, κεφαλαιουχικού εξοπλισμού για την κάλυψη της αυξημένης ζήτησης.

Στα αρχικά στάδια της ανάπτυξης αυξάνεται η παραγωγικότητα. Επειδή η ανάπτυξη είναι αβέβαιη και δεν είναι σίγουρο ότι θα συνεχιστεί, οι επιχειρήσεις διστάζουν να προσλάβουν επιπλέον προσωπικό. Για να καλύψουν την αυξημένη ζήτηση, απασχολούν με εντατικότερο ρυθμό τις εγκαταστάσεις τους και ζητούν από τους ήδη εργαζόμενους να κάνουν υπερωρίες. Ως αποτέλεσμα, η παραγωγή ανά εργαζόμενο, η οποία αποτελεί μέτρο παραγωγικότητας αυξάνεται. Αυξάνονται, επίσης, τα κέρδη των επιχειρήσεων και τα εισοδήματα των εργαζομένων. Επιπλέον, στα αρχικά στάδια της ανάπτυξης, όταν υπάρχει υποαπασχολούμενο παραγωγικό δυναμικό, η ζήτηση και οι τιμές του μηχανολογικού εξοπλισμού είναι σχετικά χαμηλές. Σχετικά χαμηλά είναι και τα επιτόκια: οι κεντρικές τράπεζες τα είχαν μειώσει στην προσπάθεια αποτροπής της ύφεσης και τα κρατούν χαμηλά, προσπαθώντας να βοηθήσουν την ανάκαμψη. Εξάλλου, λόγω του αρνητικού παραγωγικού κενού, ο πληθωρισμός είναι χαμηλός, όπως και οι πληθωριστικές πιέσεις.

Οι συνθήκες για επενδύσεις είναι ιδανικές. Οι επιχειρήσεις έχουν αρκετά κεφάλαια, λόγω της αυξημένης κερδοφορίας. Το κόστος του μηχανολογικού εξοπλισμού είναι χαμηλό, όπως και το κόστος των δανειακών κεφαλαίων λόγω των χαμηλών επιτοκίων. Το ευνοϊκό περιβάλλον για επενδύσεις ενισχύουν οι βελτιούμενες προσδοκίες των επιχειρήσεων, καθώς και η προδιάθεση των τραπεζών να τις χρηματοδοτήσουν με ευνοϊκούς όρους. Και τα δύο είναι αποτέλεσμα των αυξημένων κερδών.

Αυξάνονται, λοιπόν, οι παραγγελίες μηχανολογικού εξοπλισμού και κάποια στιγμή στο μέλλον, όταν ο παραγγελθείς εξοπλισμός παραδοθεί και εγκατασταθεί, θα αυξηθούν και οι επενδύσεις.

Περεταίρω ώθηση στη ζήτηση δίνουν και οι βελτιούμενες προσδοκίες. Τα μεν νοικοκυριά βλέποντας να βελτιώνονται οι προοπτικές απασχόλησης, αυξάνουν τις δαπάνες τους, χρηματοδοτώντας αυτές ενίοτε με δανεισμό. Βοηθούν και οι τράπεζες οι οποίες, αναγνωρίζοντας τη βελτίωση της οικονομικής κατάστασης των νοικοκυριών παρέχουν δάνεια ευκολότερα από ότι σε περιόδους ύφεσης. Οι δε επιχειρήσεις, βλέποντας την αυξανόμενη ζήτηση των νοικοκυριών να επιβεβαιώνει τις προσδοκίες για αύξηση των κερδών και προσδοκώντας περαιτέρω αύξηση των πωλήσεων και των κερδών, προβαίνουν σε επιπλέον επενδύσεις και προσλήψεις.

Ενίοτε η ισχυρή ανάπτυξη οδηγεί σε μεγάλη αύξηση στις τιμές των μετοχών και των ακινήτων. Η τελευταία αυξάνει περαιτέρω την κατανάλωση μέσω δύο καναλιών: του πλούτου, καθότι οι κάτοχοι μετοχών και ακινήτων αισθάνονται πλουσιότεροι και των αισιόδοξων προσδοκιών, οι οποίες δημιουργούνται σε περιόδους ευημερίας. Η άνοδος του χρηματιστηρίου συμβάλλει και στην αύξηση των επενδύσεων, καθότι οι επιχειρήσεις αντλούν φθηνά κεφάλαια για την έκδοση μετοχών.

Με παρόμοιο τρόπο, η ασθενής και αβέβαιη ανάπτυξη η οποία ξεκίνησε από κάποιο συγκεκριμένο τομέα, έχει μετατραπεί σε ισχυρή, αυτοτροφοδοτούμενη ανάπτυξη, η οποία έχει διαχυθεί σε πολλούς οικονομικούς τομείς.

1.3.3 Αρχή της Ύφεσης

Η ισχυρή ανάπτυξη έχει δύο κινδύνους. Ο πρώτος και συνηθέστερος, είναι η δημιουργία των συνθηκών για την επόμενη ύφεση. Ο δεύτερος και σοβαρότερος,

είναι η δημιουργία ανισορροπιών, οι οποίες μπορούν να μετατρέψουν μια συνηθισμένη ύφεση σε βαθιά.

Η ύφεση μπορεί, επίσης, να προκληθεί από εξωγενείς διαταραχές, είτε από την πλευρά της προσφοράς είτε από την πλευρά της ζήτησης.

Οδηγό για την παρουσίαση αποτελεί και πάλι η ταυτότητα του ΑΕΠ. Η συζήτηση είναι ανάλογη αυτής της ανάπτυξης αλλά με αντίθετο πρόσημο.

Αναλυτικότερα, το ευνοϊκό για επενδύσεις περιβάλλον σταδιακά αντιστρέφεται. Λόγω της αυξημένης ζήτησης για επενδύσεις αυξάνονται οι τιμές του μηχανολογικού εξοπλισμού. Λόγω της μείωσης της ανεργίας αυξάνονται οι μισθοί. Μειώνονται, λοιπόν, τα περιθώρια κέρδους.

Στη μείωση των κερδών συμβάλλει και η αύξηση των επιτοκίων. Η ισχυρή ανάπτυξη δημιουργεί πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης. Προκειμένου να αντιμετωπιστούν, η κεντρική τράπεζα προσπαθεί να επιβραδύνει την ανάπτυξη. Για αυτό μειώνει τη νομισματική κυκλοφορία (το αντίθετο από ότι σε περιόδους ύφεσης), προκαλώντας αύξηση των επιτοκίων.

Πέραν των επενδύσεων, τα υψηλότερα επιτόκια επηρεάζουν αρνητικά και την κατανάλωση. Επιπλέον, είναι πιθανόν να οδηγήσουν σε υποτίμηση του νομίσματος η οποία επηρεάζει αρνητικά τις καθαρές εξαγωγές.

Δεν υπάρχει καμία νομοτέλεια η οποία επιβάλλει ότι τα υψηλότερα επιτόκια θα προκαλέσουν ύφεση. Δεδομένων, όμως, των δυσχερειών και των αβεβαιοτήτων στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής, είναι πιθανόν η αύξηση των επιτοκίων να είναι μεγαλύτερη από ότι χρειάζεται για επιβράδυνση της ζήτησης και έλεγχο των πληθωριστικών πιέσεων, με αποτέλεσμα να προκληθεί ύφεση. Αντί να επιτευχθεί «ομαλή προσγείωση», (επιβράδυνση της οικονομίας), να προκληθεί «ανώμαλη προσγείωση» (ύφεση).

Βεβαίως υπάρχουν και περιπτώσεις όπου η κεντρική τράπεζα επιδιώκει την ύφεση στην προσπάθεια να ελεγχθεί ο πληθωρισμός, αλλά είναι σπάνιες. Τέτοια ήταν η περίπτωση της ύφεσης στις βιομηχανικές χώρες στις αρχές της δεκαετίας του 1980. Ανεξάρτητα των προθέσεων της κεντρικής τράπεζας, είναι χαρακτηριστική η παρατήρηση του κορυφαίου οικονομολόγου Dornbush, καθηγητή του MIT, το 1997: «καμία από τις αναπτύξεις των προηγούμενων 40 ετών δεν πέθανε λόγω γήρατος. Όλες δολοφονήθηκαν από την FED.»

Οι πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης μπορούν να μειωθούν και με μείωση των κυβερνητικών αγορών. Η λογική και ο κίνδυνος για ύφεση είναι

παρόμοια με τα αντίστοιχα της νομισματικής πολιτικής. Αλλά η δημοσιονομική πολιτική συνήθως δεν χρησιμοποιείται για αυτόν τον σκοπό.

Σοβαρότερη είναι η περίπτωση όπου κατά τη διάρκεια της ανάπτυξης δημιουργούνται μεγάλες ανισορροπίες, ένεκα των οποίων και μια μικρή αύξηση των επιτοκίων, η οποία στο παρελθόν δεν έχει προκαλέσει ύφεση, να έχει δυσανάλογα μεγάλη επίδραση και να οδηγήσει σε βαθιά ύφεση.

Οι ενδογενούς δημιουργούμενες ανισορροπίες μπορούν να οδηγήσουν σε ύφεση και χωρίς την αύξηση των επιτοκίων ή ακόμη και παρά τη μείωση των επιτοκίων από την κεντρική τράπεζα. Στις ΗΠΑ το σπάσιμο «φούσκας» στο χρηματιστήριο, όλες οι «φούσκες» κάποτε σπάνε, προκάλεσε μείωση των επενδύσεων και μέσω αυτής, την ύφεση των αρχών της δεκαετίας του 2000. Αυτήν την ύφεση δεν κατάφεραν να αποτρέψουν τα χαμηλότερα από τις αρχές της δεκαετίας του 1960 επιτόκια της FED.

Περαιτέρω, ύφεση μπορεί να προκληθεί και από εξωγενείς διαταραχές. Οι μικρές χώρες, επιπλέον, είναι ευάλωτες σε εξωγενείς διαταραχές από τις διεθνείς χρηματαγορές. Τέτοιες διαταραχές είναι η αύξηση του κόστους δανεισμού, η απότομη εκροή των επενδυτικών κεφαλαίων λόγω κάποιας κρίσης στις διεθνείς χρηματαγορές. Συνήθεις συνέπειές τους είναι η πτώση του χρηματιστηρίου, η πτώση των επενδύσεων και της κατανάλωσης καθώς και η ύφεση. Ενίοτε δε και νομισματικές και τραπεζικές κρίσεις.

Τέλος και η χειροτέρευση των προσδοκιών μπορεί να οδηγήσει σε ύφεση λόγω της μείωσης των επενδύσεων και της κατανάλωσης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η ύφεση στις ΗΠΑ στις αρχές της δεκαετίας του 1990, η οποία αποδίδεται στην αποτυχία επανεκλογής του τότε προέδρου G. Bush.

1.3.4 Διάχυση της Ύφεσης

Όποια και αν είναι η αιτία για την ύφεση, αρχίζει να λειτουργεί ένας μηχανισμός διαχύσεως ο οποίος επηρεάζει όλη την οικονομία και μεγθύνει τις αρνητικές επιπτώσεις της αρχικής αιτίας. Είναι παρόμοιος με τον αντίστοιχο της ανάπτυξης, αλλά με αντίθετη φορά.

Εν συντομία, οι εμπορικές επιχειρήσεις, προσπαθώντας να μειώσουν τα αποθέματά τους, παραγγέλνουν λιγότερα αγαθά από ότι πωλούν, με αποτέλεσμα η πτώση της παραγωγής να είναι μεγαλύτερη της πτώσης της ζήτησης. Επίσης,

μειώνονται τα κέρδη των επιχειρήσεων καθώς και οι επενδύσεις, ενώ αυξάνονται οι πτωχεύσεις και η ανεργία.

Λόγω της μειωμένης ζήτησης, μειώνεται ο πληθωρισμός. Η μείωση των τιμών (αντιπληθωρισμός) είναι σπάνιο γεγονός.

Περαιτέρω αρνητική επίδραση στην κατανάλωση και τις επενδύσεις ασκούν οι επιδεινούμενες προσδοκίες, η πτώση της τιμής των μετοχών, καθώς επίσης και η μείωση της προσφοράς δανείων από τις τράπεζες. Οι τελευταίες γίνονται περισσότερο φειδωλές σε περιόδους ύφεσης, όταν αυξάνονται οι πτωχεύσεις και μειώνεται η πιθανότητα αποπληρωμής των χορηγηθέντων δανείων.

Λόγω δε των ανισοροπιών, η ύφεση μπορεί να είναι μεγάλη, ιδιαίτερα όταν συνοδεύεται από χρηματοοικονομικές κρίσεις.

Σχετικά με τις τραπεζικές κρίσεις, διαταράσσουν την εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος: μειώνεται η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, με συνέπειες την περαιτέρω πτώση της κατανάλωσης και των επενδύσεων, πτωχεύσεις ακόμα και βιώσιμων επιχειρήσεων οι οποίες αντιμετωπίζουν παροδική έλλειψη ρευστότητας και άνοδο της ανεργίας. Οι συναλλαγματικές κρίσεις, δηλαδή, μεγάλες υποτιμήσεις του νομίσματος, αυξάνουν τις υποχρεώσεις των δανεισθέντων σε ξένο νόμισμα εταιρειών και τραπεζών και τις οδηγούν σε πτώχευση.

Προσπαθώντας να αποτρέψουν την ύφεση, ή τουλάχιστον να μειώσουν το βάθος και τη διάρκειά της, οι Αρχές ασκούν επεκτατική πολιτική. Συνήθως η κεντρική τράπεζα αυξάνει τη νομισματική κυκλοφορία και μειώνει τα επιτόκια. Αλλά η κυβέρνηση μπορεί να αυξήσει τις δαπάνες της, πιθανόν συμπληρώνοντας και ενισχύοντας την επεκτατική νομισματική πολιτική.

Έτσι συμπληρώνεται ένας κύκλος από ύφεση σε ανάπτυξη και πάλι σε ύφεση και η οικονομία περιμένει το επόμενο γεγονός, το οποίο θα αποτελέσει τον καταλύτη για την επόμενη ανάπτυξη (Αντζουλάτος, 2011).

1.4 Το κόστος των οικονομικών κύκλων

Όπως όλα τα σχετικά με τους κύκλους θέματα, το κόστος τους έχει περισσότερες διαστάσεις από ότι φαίνεται εκ πρώτης όψης. Διαστάσεις οι οποίες σχετίζονται με τις πηγές προέλευσης και την ποσοτική εκτίμησή του, καθώς και τις επιπτώσεις τους αναφορικά με τη χρησιμότητα της σταθεροποιητικής πολιτικής. Η σχετική βιβλιογραφία είναι εκτενής, αν και εστιάζεται κυρίως στις ΗΠΑ, ενώ το

εύρος των εκτιμήσεων του κόστους μεγάλο. Το τελευταίο είναι συνεπές με όλο το φάσμα των απόψεων για τη σταθεροποιητική πολιτική με την απόλυτη άρνηση ότι δεν χρειάζεται και ίσως είναι αντιπαραγωγική, έως την αναγκαιότητά της.

Σημείο αναφοράς της σύγχρονης επί του θέματος βιβλιογραφίας αποτελεί η εκτίμηση του Lucas, καθηγητή του University of Chicago, ότι το κόστος των κύκλων είναι αμελητέο. Η βασική ιδέα είναι ότι το κόστος προέρχεται από τις διακυμάνσεις της κατανάλωσης, καθότι η μείωσή της μειώνει την ικανοποίηση των καταναλωτών. Η εκτίμηση του Lucas ήταν ότι ένας αντιπροσωπευτικός καταναλωτής, του οποίου η κατανάλωση είναι ίση με την κατά κεφαλήν κατανάλωση των ΗΠΑ, μετά τον δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, θα ήταν διατεθειμένος να θυσιάσει λιγότερο από το ένα δέκατο της συνολικής δια βίου κατανάλωσής του προκειμένου να αποφύγει τις διακυμάνσεις της κατανάλωσης γύρω από την μακροχρόνια τάση της.

Οι πολυπληθείς μελέτες οι οποίες ακολούθησαν, σε μεγάλο βαθμό συμφωνούν ότι το κόστος των κύκλων είναι μικρό. Παρότι το μέγεθος των εκτιμήσεων είναι μεγάλο, με το κόστος να φθάνει έως 20%, στη μεγάλη πλειοψηφία των μελετών εκτιμάται γύρω στο 2%.

Το αμελητέο αυτό κόστος δεν συμβαδίζει με τις συνθήκες στον πραγματικό κόσμο. Το κόστος όσων χάνουν τη δουλειά τους σε περιόδους ύφεσης, όταν αυξάνεται η ανεργία, είναι πολύ μεγάλο: αλλάζει προς το χειρότερο η ζωή τους, ενίοτε δραματικά. Μπορεί να χάσουν το σπίτι τους λόγω αδυναμίας, έστω και προσωρινής, πληρωμής των δόσεων του στεγαστικού δανείου, να μην μπορούν να καλύψουν τα δίδακτρα για το σχολείο των παιδιών τους κλπ. Η ανάκαμψη, και μαζί με αυτήν η όποια βελτίωση της οικονομικής κατάστασής τους ίσως έρθει πολύ αργά, όταν έχουν ήδη συντελεστεί οι αρνητικές και δύσκολα αναστρέψιμες αλλαγές στη ζωή τους. Αυτό ισχύει και για επιχειρηματίες οι οποίοι πτώχευσαν.

Επιπλέον, το αμελητέο κόστος δεν συμβαδίζει με τα πρωτοσέλιδα του Χρηματοοικονομικού Τύπου, τα οποία προειδοποιούν με πηχυαίους τίτλους για επερχόμενη ύφεση, ούτε με την άσκηση ενεργούς σταθεροποιητικής πολιτικής ακόμα και σε χώρες, όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, οι οποίες ασπάζονται τις αρχές του Lucas. Σχετικά με τη σταθεροποιητική πολιτική, το αμελητέο κόστος σε συνδυασμό με την παρατήρηση ότι η οικονομία αργά ή γρήγορα επανέρχεται στην μακροχρόνια αναπτυξιακή της πορεία, οδηγεί στο λογικό συμπέρασμα ότι δεν χρειάζεται.

Μια περισσότερο σφαιρική προσέγγιση του θέματος διαφωτίζει το χάσμα μεταξύ των εμπειρικών εκτιμήσεων της πραγματικότητας. Κάνοντας τη διάκριση μεταξύ οικονομικού και κοινωνικού κόστους, βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου και μικροοικονομικού, σε επίπεδο ατόμων ή επιχειρήσεων και μακροοικονομικού, σε επίπεδο αντιπροσωπευτικού καταναλωτή, προκύπτει ότι το κόστος των κύκλων είναι κατά πάσα πιθανότητα πολύ μεγαλύτερο. Ο Barlevy το εκτιμάει γύρω στο 10% της δια βίου κατανάλωσης. Πιθανόν να είναι ακόμα υψηλότερο. Οι κύριοι λόγοι ακολουθούν, χωρίς να είναι εφικτή η ποσοτική εκτίμησή τους.

- **Ευεργετική επίδραση της σταθεροποιητικής πολιτικής**

Το εκτιμηθέν χαμηλό κόστος αντανάκλα την ευεργετική επίδραση της σταθεροποιητικής πολιτικής. Χωρίς αυτήν, η μεταβλητότητα της κατά κεφαλήν κατανάλωσης των ΗΠΑ θα ήταν μεγαλύτερη. Το ίδιο και το κόστος των κύκλων. Επιπλέον, η συχνότητα των χρηματοοικονομικών κρίσεων, οι οποίες έχουν δραματικές επιπτώσεις, θα ήταν μεγαλύτερη.

- **Μικρή μεταβλητότητα της κατά κεφαλήν κατανάλωσης**

Οι μικρές διακυμάνσεις της κατά κεφαλήν κατανάλωσης δεν αντανάκλουν πλήρως την πραγματικότητα την οποία αντιμετωπίζουν τα νοικοκυριά. Αναλυτικότερα, η ιδιωτική κατανάλωση σε επίπεδο νοικοκυριού είναι περισσότερο ευμετάβλητη από τη συνολική. Το ίδιο και το εισόδημα. Υπάρχουν πολλά νοικοκυριά τα οποία δεν έχουν αποταμιεύσεις ούτε πρόσβαση σε δανεισμό. Για αυτά, η απώλεια εργασίας σημαίνει μείωση της κατανάλωσης στο επίπεδο του επιδόματος ανεργίας.

Ακόμα και τα νοικοκυριά τα οποία έχουν κάποιες αποταμιεύσεις και πρόσβαση σε δανεισμό, πιθανόν να αναγκαστούν να περικόψουν την κατανάλωσή τους σε περιόδους ύφεσης. Οι πιθανοί λόγοι είναι πολλοί. Σε περιόδους παρατεταμένης ανεργίας οι περιορισμένες αποταμιεύσεις δεν επαρκούν για να διατηρηθεί το βιοτικό επίπεδο των νοικοκυριών. Επιπλέον, η μειωμένη πρόσβαση σε δανεισμό των ανέργων μειώνει περαιτέρω τη δυνατότητα διατήρησης του επιπέδου κατανάλωσης.

Βεβαίως, υπάρχουν και εύπορα νοικοκυριά τα οποία μπορούν να συνεχίσουν να απολαμβάνουν το ίδιο επίπεδο διαβίωσης ακόμα και σε παρατεταμένη περίοδο ανεργίας. Ο πλούτος τους επιτρέπει και να χρηματοδοτούν την τρέχουσα κατανάλωση και να μην προβληματίζονται για την πιθανότητα μειωμένων εισοδημάτων στο μέλλον.

Μπορεί, όμως, μια κοινωνία να αγνοήσει το σημαντικό κόστος, οικονομικό και ψυχολογικό, για τα πρώτα και δεύτερα νοικοκυριά. Έχει επιπλέον την πολυτέλεια ή το ηθικό δικαίωμα να αφήσει πίσω μεγάλο μέρος του πληθυσμού της με ότι αυτό συνεπάγεται για την κοινωνική συνοχή.

Υπάρχουν σημαντικές ασυμμετρίες ένεκα των οποίων μια προσωρινή μείωση του εισοδήματος σε περιόδους ύφεσης δεν αντισταθμίζεται από ισόποση αύξησή του σε περιόδους ανάπτυξης. Ένα ευρώ έχει μεγαλύτερη αξία όταν ο κάτοχός του έχει λίγα χρήματα και προσπαθεί να ικανοποιήσει τις βασικές ανάγκες του, όπως σε περιόδους ανεργίας, παρά όταν έχει πολλά χρήματα μέρος των οποίων δαπανά σε μη βασικά αγαθά και υπηρεσίες, όπως σε περιόδους ευμάρειας.

Ακόμα και η προσωρινή ανεργία έχει μόνιμα αρνητικά αποτελέσματα. Όσοι χάνουν την εργασία τους σε περιόδους ύφεσης, είναι πιθανόν να βρουν μια νέα, με χαμηλότερο μισθό, καθότι οι αρχικοί μισθοί είναι χαμηλότεροι σε περιόδους ύφεσης και υψηλής ανεργίας. Επιπλέον, οι άνεργοι χάνουν σταδιακά τις δεξιότητές τους, με αποτέλεσμα να είναι δυσκολότερο να βρουν ανάλογη με την προηγούμενη εργασία ή και οποιαδήποτε εργασία.

- **Αρνητική επίδραση των κύκλων στη μακροχρόνια ανάπτυξη**

Οι κύκλοι μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά τις επενδύσεις των επιχειρήσεων και κατά συνέπεια, το παραγωγικό κεφάλαιο της οικονομίας και το δυναμικό ρυθμό ανάπτυξής της. Οι υπάρχουσες ενδείξεις επιβεβαιώνουν ότι οι χώρες με μεγαλύτερη μεταβλητότητα στην παραγωγή έχουν χαμηλότερο μέσο ρυθμό ανάπτυξης.

Αναλυτικότερα:

Μόνιμα αποτελέσματα των υφέσεων: σε περιόδους υφέσεων ακόμα και βιώσιμες επιχειρήσεις μπορεί να πτωχεύσουν, με αποτέλεσμα όταν επέλθει η ανάκαμψη το παραγωγικό δυναμικό τους να μην είναι διαθέσιμο για να συμβάλει στην αύξηση της παραγωγής. Για παράδειγμα η πτώση των πωλήσεων μπορεί να δημιουργήσει σταδιακά προβλήματα ρευστότητας σε κάποιες επιχειρήσεις οι οποίες

δε θα έχουν αρκετά ταμειακά διαθέσιμα για την κάλυψη των άμεσων πληρωμών τους. Συνήθως, αυτά τα προβλήματα αντιμετωπίζονται με τραπεζικό δανεισμό, τα δε δάνεια εξυπηρετούνται από τα υψηλότερα κέρδη στις περιόδους ανάπτυξης. Επειδή, όμως, οι τράπεζες περικόπτουν τα δάνεια σε περιόδους ύφεσης τα παροδικά προβλήματα ρευστότητας μπορούν να οδηγήσουν σε μόνιμα αρνητικά αποτελέσματα, όπως σε πτωχεύσεις.

Επίσης, η παρατεταμένη ανεργία επηρεάζει αρνητικά τις δεξιότητες των εργαζομένων και μειώνει την παραγωγικότητά τους,

Το μη αναστρέψιμο των επενδύσεων τις επηρεάζει αρνητικά. Από τη στιγμή που έχει χτιστεί ένα εργοστάσιο, δεν είναι εύκολο, ή τουλάχιστον δεν είναι χωρίς σημαντικό κόστος, να πουληθεί σε περίπτωση που λόγω της χαμηλότερης της αναμενόμενης ζήτησης η επένδυση δεν είναι επικερδής. Εκτός αυτού οι επιχειρήσεις μπορεί να μην πραγματοποιήσουν κάποιες επενδύσεις τις οποίες θα έκαναν εάν δεν υπήρχαν οι διακυμάνσεις της ζήτησης.

Κόστος αντιστάθμισης κινδύνων: κατά τη διάρκεια των κύκλων μεταβάλλονται τα επιτόκια, τα οποία επηρεάζουν το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι οποίες επηρεάζουν όσους έχουν συναλλαγές σε ξένο νόμισμα, οι τιμές των πρώτων υλών, οι οποίες επηρεάζουν το κόστος παραγωγής. Για την αντιστάθμιση αυτών των κινδύνων, δαπανώνται σημαντικοί πόροι, ανθρώπινοι και χρηματικοί. Το κόστος αντιστάθμισης σε συνδυασμό με τη γενικότερη αβεβαιότητα την οποία δημιουργούν οι εν λόγω κίνδυνοι, επηρεάζει αρνητικά τις επενδύσεις.

- **Κρίσεις**

Το αμελητέο κόστος στις προαναφερθείσες μελέτες εκτιμήθηκε για μια περίοδο όπου η αμερικάνικη οικονομία δεν υπέστη καμία άλλη χρηματοοικονομική κρίση. Οι κρίσεις, πιθανά αποτελέσματα των υφέσεων, όπως έχει επισημανθεί στην ανατομία του τυπικού κύκλου, επηρεάζουν αρνητικά τη μακροχρόνια ανάπτυξη. Δεν υπάρχει καμία διασφάλιση ότι η αμερικάνικη οικονομία έχει γίνει άτρωτη σε κρίσεις. Για κάποιες χώρες, μάλιστα, οι κρίσεις αποτελούν μέρος των συνήθων μικροοικονομικών κινδύνων που αντιμετωπίζουν όλοι οι οικονομικοί παράγοντες.

- **Ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος**

Το κόστος των κύκλων είναι μάλλον υψηλότερο σε χώρες οι οποίες δεν έχουν τόσο ανεπτυγμένο χρηματοοικονομικό σύστημα όπως οι ΗΠΑ. Το ανεπτυγμένο χρηματοοικονομικό σύστημα επιτρέπει στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις να αντιμετωπίζουν ευκολότερα τη μείωση των εισοδημάτων τους κατά τη διάρκεια των υφέσεων, μειώνοντας έτσι το εν λόγω κόστος.

- **Πληθωρισμός**

Το κόστος των κύκλων είναι υψηλότερο σε χώρες στις οποίες οι κυκλικές διακυμάνσεις συμβαδίζουν με μεγάλες διακυμάνσεις του πληθωρισμού. Αυτό οφείλεται στο κόστος του πληθωρισμού (Αντζουλάτος, 2011).

Κεφάλαιο 2: Γενικά περί Οικονομικής Κρίσης

2.1 Ορισμός Χρηματοοικονομικής Κρίσης

Η Χρηματοοικονομική Κρίση ορίζεται ως μία χρονική περίοδος κατά την οποία η αγορά υφίσταται μία έντονη καθοδική κίνηση του υποκείμενου παράγοντα (underlying factor), η οποία γίνεται πλήρως αντιληπτή στην αγορά.

Επίσης, η χρηματοοικονομική κρίση είναι μία διατάραξη των χρηματοοικονομικών αγορών, η οποία προκαλεί επιδείνωση των προβλημάτων της αντίστροφης επιλογής και του ηθικού κινδύνου, με αποτέλεσμα την ανικανότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να διοχετεύουν κεφάλαια με αποτελεσματικό τρόπο στις περισσότερο αποδοτικές επενδυτικές ευκαιρίες (Mishkin, 1992).

Η διατάραξη αυτή εμφανίζεται αρχικώς σε μια χώρα στις περισσότερες των περιπτώσεων και στη συνέχεια διαχέεται στο εξωτερικό. Η μετάδοση της κρίσης από χώρα σε χώρα μπορεί να πραγματοποιηθεί με επτά διαφορετικούς μηχανισμούς:

- Η επέλευση κοινών αρνητικών παραγόντων σε δύο ή περισσότερες χώρες, όπως είναι η κρίση στην αγορά των μετοχών σε δύο ή περισσότερες χώρες.

- Οι εμπορικοί δεσμοί μεταξύ δύο χωρών επιτρέπουν τη μεταφορά των αρνητικών μεταβολών σε τιμές και εισοδήματα μεταξύ τους.

- Ο υψηλός ανταγωνισμός μεταξύ των χωρών, ο οποίος μπορεί να οδηγήσει σε έντονες συναλλαγματικές υποτιμήσεις των νομισμάτων.

- Οι χρηματοοικονομικοί δεσμοί μεταξύ δύο ή περισσότερων χωρών μπορούν να οδηγήσουν σε υψηλές συσχετίσεις μεταξύ αγορών περιουσιακών στοιχείων. Επομένως, όταν μία χώρα επενδύει ή δανείζει κάποια άλλη χώρα και υπάρξουν αρνητικά νέα για μία από τις δύο με αποτέλεσμα να επέλθει κρίση σε αυτήν, τότε συμπαρασύρεται και η άλλη χώρα.

- Η μείωση της ρευστότητας στην αγορά μίας χώρας μπορεί να οδηγήσει σε μείωση των θέσεων των επιχειρήσεων αυτής της χώρας στο εξωτερικό, με αποτέλεσμα να επηρεάζεται και η ρευστότητα στις άλλες χώρες.

- Ο πανικός που επικρατεί στους επενδυτές σε περιόδους απότομης και βίαιης πτώσης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων.

- Η κρίση σε μία χώρα επηρεάζει τις προσδοκίες των επενδυτών για τυχούσες κοινές αναπτυξιακές υποδομές μεταξύ των δύο χωρών (Summers, 2000).

Με τη λειτουργία αυτών των μηχανισμών, μία αναστάτωση στο σημείο ισορροπίας μίας χώρας μπορεί να μεταφερθεί στο εξωτερικό. Αναλόγως με τη γεωγραφική έκταση των χωρών που επηρεάζονται από την πρωταρχική αιτία η χρηματοοικονομική κρίση μπορεί να γίνει ακόμη και διεθνής.

2.2 Χαρακτηριστικά

Πριν την εκδήλωση μιας κρίσης, παρατηρείται συνήθως μια ραγδαία αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, όπως π.χ. της αγοράς κατοικίας. Παρατηρείται, επίσης, πτώση της οικονομικής δραστηριότητας, αύξηση του χρέους (ιδιωτικού/δημόσιου τομέα) και αύξηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών. Πολλές φορές οι κρίσεις συμβαίνουν και σε εποχές ραγδαίων μεταβολών στον χρηματοοικονομικό τομέα μιας οικονομίας, όπως είναι η απελευθέρωση των αγορών.

Η κάθε κρίση, ανεξάρτητα από τη μορφή της και την υπηρεσία, την εταιρεία ή τον Οργανισμό στο οποίο ανακύπτει, χαρακτηρίζεται από τα εξής :

Είναι κλιμακούμενη σε ένταση.

Η κατάσταση σε μια οικονομική κρίση είναι δυναμική. Όσο παρέρχεται ο χρόνος πληθαίνουν οι πληροφορίες, αυξάνεται η γνώση. Έτσι οι εμφανιζόμενες οικονομικές κρίσεις συνήθως δεν εκδηλώνονται από την πρώτη στιγμή με την μεγαλύτερη τους ένταση αλλά κλιμακωτά και τότε:

Επικρατεί υψηλό αίσθημα ανασφάλειας και κινδύνου.

Κατά τη περίοδο που μια οικονομική κρίση ανακύπτει οι εμπλεκόμενοι διακατέχονται από άγχος, νοιώθουν ανασφαλείς και πως κινδυνεύουν για το χειρότερο, με αποτέλεσμα να :

Επηρεάζονται οι συνήθειες λειτουργίες και ρυθμοί.

Η ένταση και η ανησυχία για την χειρότερη εκδοχή αναστατώνουν, διαταράσσουν και μεταβάλλουν τη συνήθη ροή των πραγμάτων καθώς:

Διακινδυνεύει να πληγεί η δημόσια /διεθνής εικόνα της μονάδας/χώρας.

Κάθε εμφανιζόμενη οικονομική κρίση που ενδεχομένως οδηγήσει σε αρνητικές επιπτώσεις, είναι επόμενο ότι θα επιφέρει πλήγμα στην «εικόνα», ιδίως εάν:

Θα καταλήξει σε έλεγχο από τα αρμόδια κρατικά- διακρατικά όργανα ή και τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης.

Πάντοτε η εκδήλωση μιας οικονομικής κρίσης, είναι πολύ πιθανό να προκαλέσει την παρέμβαση ορισμένων κρατικών φορέων, ή του διεθνή παράγοντα και των ΜΜΕ, γεγονός που αναπόφευκτα:

Προκαλεί ποικίλες βλάβες και υλικές ζημιές.

Προκαλείται συνήθως ηθική βλάβη, η οποία ζημιώνει την ισχύ της χώρας, το προφίλ της υπηρεσίας, της εταιρείας/οργανισμού και τραυματίζει με κάθε τρόπο τη διάθεση των υπηρεσιών και προϊόντων της (Aglietta, 2008).

2.3 Στάδια

Ο συνήθης κύκλος ζωής μιας κρίσης ακολουθεί τα παρακάτω στάδια:

1. Στάδιο Διαμόρφωσης της κατάστασης ή Προδρόμων συμπτωμάτων (Prodromal crisis stage)

Συνήθως, πριν ξεσπάσει μία οικονομική κρίση, διαδραματίζονται ορισμένες καταστάσεις ή επισημάνσεις, για τις οποίες δεν έχουν ληφθεί μέτρα, καθώς επίσης και ενέργειες, παραλείψεις ή ασυνήθεις δραστηριότητες. Το στάδιο αυτό τελειώνει με έκδοση εκτίμησης κατάστασης από το Κέντρο Χειρισμού Κρίσεων. Όλα τα παραπάνω που ενδεχόμενα οδηγούν σε εκδήλωση οικονομικής κρίσης καλούνται Πρόδρομα συμπτώματα. Κάθε δραστηριότητα έχει τα δικά της πρόδρομα συμπτώματα.

2. Στάδιο εκδήλωσης-κορύφωσης της κρίσης (A cute crisis stage).

Η περίοδος κατά την οποία εκδηλώνεται και κορυφώνεται μια οικονομική κρίση. Διαρκεί όσο χρόνο τα χαρακτηριστικά της οικονομικής κρίσης εκδηλώνονται.

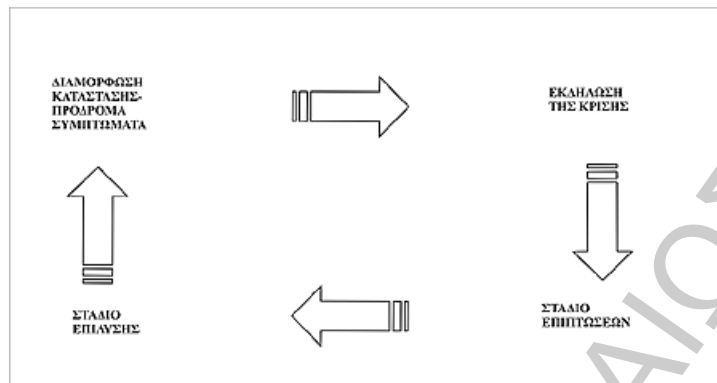
3. Στάδιο επιπτώσεων (Chronic crisis stage).

Η περίοδος κατά την οποία οι επιπτώσεις από την οικονομική κρίση εκδηλώνονται και οι συνέπειες είναι ορατές.

4. Στάδιο επίλυσης-ομαλοποίησης (Crisis resolution stage).

Η τελευταία φάση της οικονομικής κρίσης κατά την οποία το «σύστημα» αρχίζει να ανακτά τους κανονικούς προ της κρίσης ρυθμούς (Aglietta, 2008).

Διάγραμμα 2.1: Στάδια οικονομικής κρίσης



Πηγή: Aglietta M., (2008). "La Crise", Editions Michalon.

2.4 Αίτια

Όσον αφορά τα αίτια της οικονομικής κρίσης δεν μπορούν να αποτυπωθούν γιατί δεν υπάρχουν. Κάθε οικονομική κρίση μεμονωμένα έχει τα δικά της αίτια, τα οποία διαφοροποιούνται ανάλογα με τη χρονική της περίοδο. Εντούτοις δεν αποκλείεται το ενδεχόμενο να υπάρξουν και ομοιότητες.

Παρόλα αυτά, πολλοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι για να οδηγηθούμε σε μία οικονομική κρίση απαραίτητη προϋπόθεση είναι κάποιοι παράγοντες. Θα μπορούσαμε να διακρίνουμε τους παράγοντες αυτούς σε εσωτερικούς, που εντοπίζονται εντός των οικονομιών των χωρών, δηλαδή στη λειτουργία των εγχώριων κεφαλαιαγορών και στο θεσμικό τους σύστημα, και σε εξωτερικούς ή διεθνείς που εντοπίζονται στη λειτουργία των θεσμών της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και του διεθνούς νομισματικού συστήματος.

Οι παράγοντες ανεξάρτητα με το αν είναι εσωτερικοί ή εξωτερικοί επηρεάζονται από κοινούς άξονες. Οι άξονες είναι πολλοί και ποικίλουν. Κάθε εποχή, ανάλογα με τις ιδιαιτερότητες και τα χαρακτηριστικά της εμφανίζει κρίσεις. Άλλοτε άξονας είναι οι χρηματιστηριακές αξίες, άλλοτε η ανεξέλεγκτη δανειοδότηση από μη τραπεζικούς οργανισμούς και η δημιουργία επικίνδυνων παραγωγών που διοχετεύονται στην αγορά, άλλοτε οι κοινωνικές ανισότητες, άλλοτε η παγκόσμια συγκέντρωση του πλούτου (ολιγοπάγια), άλλοτε τοπικοί ή παγκόσμιοι πόλεμοι.

Τα αίτια και οι παράγοντες είναι αλληλένδετες έννοιες και πολλές φορές μπορούμε να τις ταυτίσουμε. Εν κατακλείδι, για να φτάσουμε στο σημείο να

εμφανιστεί μια οικονομική κρίση θα πρέπει να υπάρχουν ή παράγοντες ή αίτια ή συνδυασμός των δύο.

2.5 Συνέπειες

Μία οικονομική κρίση έχει καταστροφικές συνέπειες τόσο στον ανεπτυγμένο, όσο και στον αναπτυσσόμενο κόσμο. Οι επιπτώσεις μπορούν να:

- Επηρεάσουν το διεθνές εμπόριο.
- Επηρεάσουν τα προσωπικά εισοδήματα.
- Δημιουργήσουν μείωση τιμών και κερδών των επιχειρήσεων.
- Προκαλέσουν μείωση στην αγροτική και κτηνοτροφική παραγωγή αλλά και στη βιομηχανία,
- Προκαλέσουν την αύξηση της ανεργίας.
- Προκαλέσουν την πτώχευση τραπεζών, εταιρειών και επιχειρήσεων.
- Οδηγήσουν σε μείωση της ρευστότητας των τραπεζών,

Κεφάλαιο 3: Παγκόσμιες χρηματοοικονομικές κρίσεις

3.1 Η κρίση του 1929/1930

3.1.1 Ιστορικά δεδομένα και προγενέστερες καταστάσεις που οδήγησαν στην κρίση του 1929/1930

Πρόσφατη μελέτη της McKinsey έδειξε ότι οι κρίσεις του 1764-1768, του 1857, και του 1929/1930 για την Αμερική έχουν κοινές πηγές πρόκλησης, οπότε οι κυβερνήσεις θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν παρόμοιες μεθόδους αντιμετώπισης (προληπτικές και κατασταλτικές), μεθόδους που κατάφεραν να βοηθήσουν κάποιους ηγέτες της τότε αγοράς αλλά και κάποιους νεοεισερχόμενους να επιβιώσουν και να χτίσουν τα νέα πλαίσια λειτουργίας της (Johnson et al., 2009).

Αυτό που επισημαίνει η μελέτη της McKinsey είναι ότι αν μια στρατηγική ακολουθήθηκε τόσες φορές και οδήγησε και πάλι σε κρίση, γιατί τώρα θα πρέπει να είμαστε σίγουροι ότι όταν τελειώσει, δε θα οδηγηθούμε σε 20-30 χρόνια από τώρα σε μια νέα κρίση με ίδια χαρακτηριστικά. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μελέτη τα χαρακτηριστικά των κρίσεων που οδήγησαν στην κρίση του 1929 είναι τα ακόλουθα:

1. 1764-1768: Αναφέρεται στην πτώση των τιμών της γης. Πολλοί Αμερικάνοι εκείνη την περίοδο κατέληξαν στις φυλακές από χρέη.
2. 1857: Αναφέρεται σε παρόμοιους λόγους με το 1764-1768. Η συγκεκριμένη κρίση όμως οδήγησε στον εμφύλιο πόλεμο. Εκείνη την περίοδο οι τιμές των υποθηκών ανέβηκαν κατακόρυφα. Το αποτέλεσμα της κρίσης ήταν:
 - Μετάδοση της οικονομικής κρίσης σε όλα τα κοινωνικά στρώματα.
 - Αύξηση πληθυσμού σε συγκεκριμένες περιοχές, επιβάρυνση αυτών.
 - Μεγάλες εξαγορές και συγχωνεύσεις για επιβίωση πολλών επιχειρήσεων.
3. 1929-1933 (Το Κραχ του 1930): Η βάση της συγκεκριμένης κρίσης σχετίζεται με τη δανειακή πολιτική, τα υψηλά επιτόκια και γενικά τη στρατηγική των τραπεζών αλλά και το χρηματιστήριο.

3.1.2 Τα αίτια που οδήγησαν στη κρίση του 1929/1930

Η κρίση του 1929, αποτελεί, αναμφίβολα, τη μεγαλύτερη οικονομική κρίση του 20^{ού} αιώνα. Η συγκεκριμένη κρίση αποτέλεσε μία διεθνοποιημένη κρίση, κρίση της παγκόσμιας οικονομίας, που για πολλούς οδήγησε στο Β' Παγκόσμιο Πόλεμο (Σταθάκης, 2008).

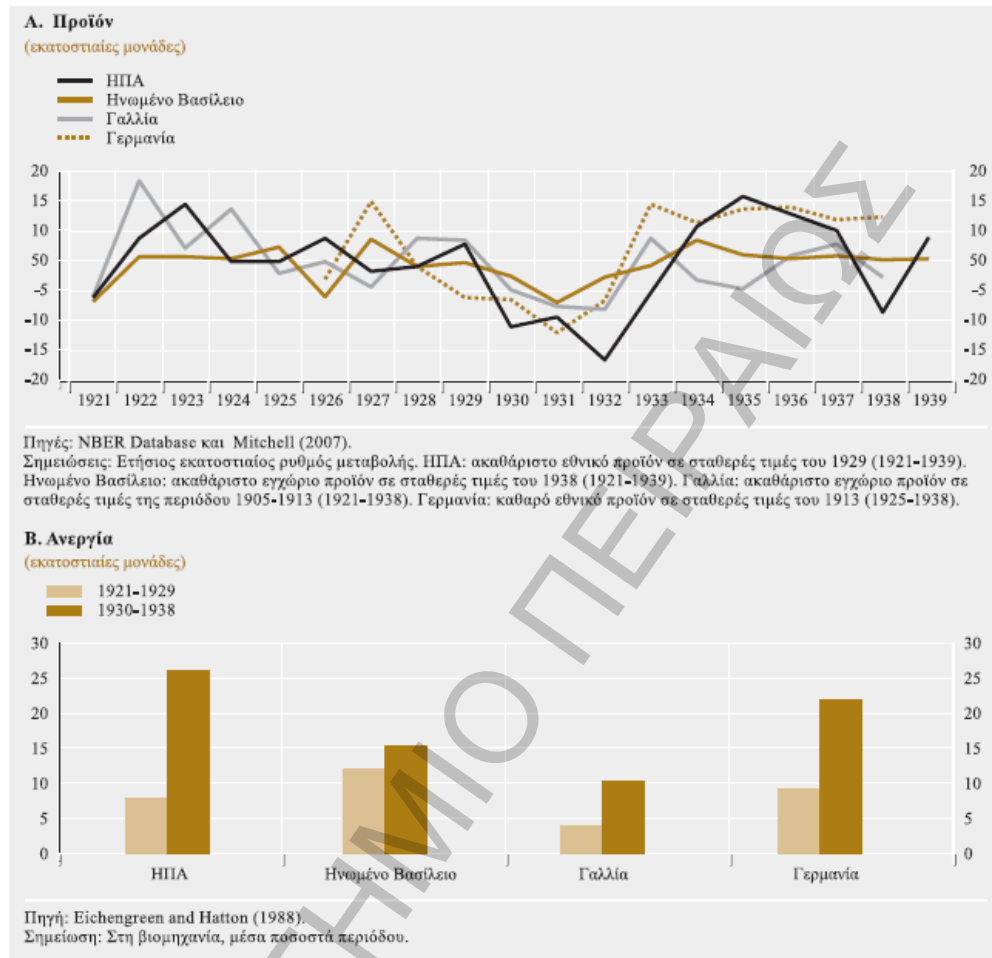
Η κρίση ξεκίνησε στη Νοτιοανατολική Ασία και συνέχισε στη Λατινική Αμερική, προτού «χτυπήσει» στο επίκεντρό της τις ΗΠΑ. Η έντασή της αλλά και η έκτασή τη παγκοσμίως δεν πήρε τόσο μεγάλες διαστάσεις, πράγμα όμως που έγινε στις ΗΠΑ, αλλάζοντας τη λειτουργία της τότε αμερικανικής κοινωνίας. Η νέα τάξη πραγμάτων, το λεγόμενο “new deal”, άλλαξε ριζικά τις οικονομικές, κοινωνικές, πολιτικές, δημογραφικές δομές της χώρας (Galbraith, 2000).

Η κρίση του 1929 μετουσιώνεται μέσα από την έκφραση «Μαύρη Τρύπα», η οποία αναφερόταν στην κατάρρευση του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης.

Ουσιαστικά μέσα σε μία εβδομάδα χάθηκαν 30 εκατομμύρια δολάρια, ποσό που τότε ήταν κατά 10 φορές μεγαλύτερο από τον ομοσπονδιακό προϋπολογισμό των ΗΠΑ, ενώ σε πραγματικά μεγέθη αντιπροσώπευε σχεδόν το ένα τρίτο του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος των ΗΠΑ (Rothbard, 2002).

Το 1930 είχαμε την όξυνση του φαινομένου. Συγκεκριμένα, και ενώ υπήρξε μια μικρή ανάκαμψη στο Χρηματιστήριο στις αρχές του 1929, επακολούθησε μέχρι το 1933 η μεγαλύτερη οικονομική κρίση που γνώρισε ο κόσμος, καθώς οι ΗΠΑ απώλεσαν το 30% του ΑΕΠ τους, η ανεργία εκτοξεύτηκε στο 25% και το Χρηματιστήριο συνέχισε να πέφτει. Συγκεκριμένα, το τελευταίο έχασε το 89% της αξίας που είχε στα μέσα του 1929. Μάλιστα, το Χρηματιστήριο χρειάστηκε 20 χρόνια για να ανακάμψει στα επίπεδα αυτά, πράγμα που έγινε το 1954.

Διάγραμμα 3.1: Η διεθνής διάσταση της Μεγάλης Ύφεσης



3.1.3 Οι επιπτώσεις και η διεθνής μετάδοση

Η σύνδεση της κατάρρευσης του Χρηματιστηρίου του 1929 και της οικονομικής κρίσης που επακολούθησε από το 1930 έως το 1933, αποτέλεσε και αποτελεί θέμα προς συζήτηση στη διεθνή βιβλιογραφία. Αποτελεί σημαίνον ζήτημα διότι στο παρελθόν υπήρξαν ραγδαίες πτωτικές τάσεις στο χρηματιστήριο, όπως αυτή του 1907, χωρίς όμως να οδηγηθεί η χώρα σε οικονομική κρίση.

Την περίοδο από 1930 έως 1933, αυτό που χαρακτήρισε τη διαδικασία επιδείνωσης της κρίσης, ήταν η πλήρης κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος των ΗΠΑ. Συνολικά 5000 τράπεζες κατέρρευσαν, κάτι που αντιστοιχούσε στα δύο τρίτα των τραπεζών της εποχής. Το τραπεζικό σύστημα εκείνη την εποχή, ήταν κάπως ιδιόμορφο. Συγκεκριμένα, υπήρχαν χιλιάδες τράπεζες διάσπαρτες στον αγροτικό

χώρο, αφού ο τελευταίος απασχολούσε ακόμα σχεδόν το 30% των Αμερικανών και στις μεγάλες πόλεις, προσαρμοσμένες σε πολύ ειδικές ή τοπικές αγορές.

Μετά την κρίση του 1907 είχαν γίνει προσπάθειες εισαγωγής ρυθμιστικών κανόνων, που κατέληξαν από το 1919 έως το 1920 στην ίδρυση δώδεκα κεντρικών πολιτειακών τραπεζών, αποκλείοντας όμως τον κυβερνητικό έλεγχο, καθώς δεν ιδρύθηκε ομοσπονδιακή κεντρική τράπεζα. Η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ ιδρύθηκε χωρίς να καταργήσει τις πολιτειακές, ουσιαστικά ακολουθήθηκε ένα μοντέλο αντίστοιχο με το σημερινό στην Ε.Ε (Kindleberger, 2003).

Την περίοδο από 1920 έως 1930 η νομισματική πολιτική βασιζόταν στις διεθνείς ρυθμίσεις. Η διεθνής κατάσταση στο Μεσοπόλεμο ήταν πολύ ιδιόρρυθμη και το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν βρήκε ποτέ την ισορροπία του.

Μέχρι τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο, το διεθνές νομισματικό σύστημα βασιζόταν στον «κανόνα του χρυσού». Το 1925 η Βρετανία επανέφερε το μέτρο και επεδίωξε να το συνδέσει με μια υπερτιμημένη λίρα, που θα διασφάλιζε το διεθνή ρόλο της βρετανικής λίρας ως αποθεματικό νόμισμα.

Το πρόβλημα, ήταν ότι η Γερμανία, σύμφωνα με τη συνθήκη των Βερσαλλιών, αναγκαζόταν να εξάγει βιομηχανικά προϊόντα και τα συναλλαγματικά κέρδη να τα παραδίδει στους «νικητές» (την Αγγλία, τη Γαλλία και την Ιταλία), στο πλαίσιο των πολεμικών αποζημιώσεων.

Το ζήτημα αυτό είχε εγείρει σοβαρές ενστάσεις. Οι ΗΠΑ είχαν αποποιηθεί τις αποζημιώσεις, ενώ ο Keynes υποστήριξε ότι, σε αντίθεση με το ιστορικό παρελθόν της ανθρωπότητας, από εκείνη τη στιγμή και μετά δεν θα έπρεπε ο ηττημένος ενός πολέμου να πληρώνει το νικητή, αλλά ο νικητής τον ηττημένο. Αιτία ήταν ότι το βιομηχανικό σύστημα, σε αντίθεση με τα αγροτικά συστήματα του παρελθόντος, είναι αλληλεξαρτώμενο και καμία οικονομία δε μπορεί να αναπτύσσεται σε βάρος της άλλης (Friedman and Schwartz, 2003).

Σύμφωνα με τον Minsky Η. το 2002, *«Το κρίσιμο σημείο στη συγκεκριμένη ιστορία ήταν ότι οι ΗΠΑ, θα έπρεπε να δανείζον πρώτα απ' όλα τη Γερμανία και να διατηρούν τη σχέση του χρυσού με το δολάριο και τη σχέση βρετανικών και αμερικάνικων επιτοκίων σε επίπεδο που δεν θα οδηγούσαν στη φυγή του χρυσού από την Ευρώπη στις ΗΠΑ»* (Minsky, 2002).

Στις ΗΠΑ το δολάριο ήταν άμεσα μετατρέψιμο σε χρυσό νόμισμα, άρα και ευαίσθητο σε πανικό του κοινού, ενώ από την άλλη ο «κανόνας του χρυσού», όταν

επανήλθε το 1925, στις 59 χώρες που τον ακολούθησαν, αφορούσε κατά κανόνα τη χρήση του χρυσού μόνο στο διακανονισμό διακρατικών σχέσεων.

Οι ΗΠΑ συνέχιζαν να δανείζουν τη Γαλλία και την Αγγλία, μιας και είχαν αρνηθεί να διαγράψουν τα προπολεμικά τους χρέη. Ο δανεισμός αυτός, σε συνδυασμό με το δανεισμό προς τη Γερμανία, γινόταν από τις ιδιωτικές αμερικανικές τράπεζες και είχε οδηγήσει στη συσσώρευση τίτλων στο αμερικάνικο τραπεζικό σύστημα, τίτλων αμφιβόλου αξίας και υπόστασης.

Όσο ανέβαινε το Χρηματιστήριο και η οικονομία, το πρόβλημα καλυπτόταν. Όταν όμως οι τίτλοι άρχιζαν να προσαρμίζονται στα πραγματικά δεδομένα, η κατάσταση έγινε μη διαχειρίσιμη. Η αμερικάνικη κρίση του 1929 φαίνεται ότι συνδεόταν άμεσα με το ευρωπαϊκό πρόβλημα (Kindleberger, 2005).

Συνεπώς, το διεθνές σύστημα ήταν εξαιρετικά ασθενές. Η επιστροφή του «χρυσού κανόνα» έγινε σε μια περίοδο όπου το δίκτυο των εμπορικών συναλλαγών και το αντίστοιχο δίκτυο των χρηματικών ροών δεν μπορούσαν να ισορροπήσουν.

Πολλές ρυθμίσεις, όπως αυτές για τις γερμανικές αποζημιώσεις, γρήγορα εγκαταλείφθηκαν, ενώ συχνές ήταν οι σπασμωδικές αντιδράσεις ορισμένων χωρών, όπως η Γαλλία που επέλεξε να αποθεματοποιεί χρυσό, αντί για στερλίνες, ή η Αγγλία, που αντιμετώπιζε συχνές πιέσεις στην υπερτιμημένη λίρα της, ή τέλος οι ΗΠΑ, που έπρεπε να χρηματοδοτούν τα ευρωπαϊκά χρέη. Ο Kindleberger, που συνέδεσε την αμερικανική κρίση με το «ευρωπαϊκό πρόβλημα», θεωρεί ως βασική αιτία της κρίσης την έλλειψη «δανειστή της ύστατης στιγμής». Η Βρετανία ήταν αποδυναμωμένη και οι ΗΠΑ δεν ήταν ακόμα σε θέση να αναλάβουν το ρόλο αυτό (Kindleberger, 2005).

Η επιστροφή του «χρυσού κανόνα» θεωρείται ως βασική αιτία για την αδυναμία των κυβερνήσεων να αντιδράσουν στην κρίση του 1929. Ο κανόνας αυτός επηρέαζε τη νομισματική πολιτική σε αντιπληθωριστική κατεύθυνση. Όταν υπήρξε η ανάγκη να αλλάξει η εν λόγω πολιτική, λόγω των οικονομικών διακυμάνσεων και τελικά της ύφεσης, η προσαρμογή φάνταζε αδύνατη και με πρώτη την Αγγλία, τα κράτη απλώς εγκατέλειψαν το «χρυσό κανόνα» το 1931. Οι ΗΠΑ διατήρησαν τη μετατρεψιμότητα του δολαρίου σε χρυσό, μάλλον λανθασμένα.

Πέρα από τους διεθνείς διακανονισμούς, οι ΗΠΑ είχαν, βέβαια, τα δικά τους οικονομικά προβλήματα. Αρχικά στον αγροτικό τομέα, υπήρξε μια πτώση των τιμών στις αρχές της δεκαετίας του 1920, η οποία οδήγησε εκατομμύρια αγρότες, όπως και τις τοπικές αγροτικές τράπεζες, στη χρεοκοπία.

Η διέξοδος ήταν η ρύθμιση του αγροτικού τομέα. Η διαδοχική νομοθεσία που ψηφίστηκε συνάντησε το βέτο των ρεπουμπλικάνων προέδρων Κόρμπριτζ (περίοδος από 1924 έως 1938) και Χούβερ (περίοδος από 1928 έως 1932). Επρόκειτο για τη γνωστή αγροτική στρατηγική με κρατική παρέμβαση, η οποία εστίασε σε τιμές στήριξης, ειδική δανειοδότηση, επιδοτήσεις, δασμούς κλπ.

3.1.4 Η έξαρση της βιομηχανικής κατανάλωσης – Συμπεράσματα από την κρίση

Οι ΗΠΑ τη συγκεκριμένη περίοδο αντιμετώπισαν την εξαιρετική άνοδο του βιομηχανικού τομέα τους. Ένα κύμα τεχνολογικών καινοτομιών οδηγούσαν στη μαζική παραγωγή αυτοκινήτων, ψυγείων, ραδιοφώνων και άλλων καταναλωτικών αγαθών, ενώ ακόμα υπήρξε μια ραγδαία άνοδος της βαριάς βιομηχανίας αλλά και της διάχυσης της ηλεκτρικής ενέργειας.

Η έκρηξη αυτή τροφοδότησε την ιδέα της συσσώρευσης χωρίς όρια, η οποία, σε συνδυασμό με την απαγόρευση του ποτού, οδήγησε στην πρώτη ορατή συγκρότηση της «καταναλωτικής κοινωνίας». Καταναλωτική κοινωνία σήμαινε, ανάμεσα σε άλλα, πίστη και δανεισμό.

Η έκρηξη της βιομηχανίας και της κατανάλωσης παραπέμπει σε μία δεύτερη ομάδα ερμηνειών που θεωρούν ότι η κρίση του 1929 ήταν αποτέλεσμα της υπερσυσσώρευσης του κεφαλαίου των υπερεπενδύσεων που σε συνδυασμό με τη μικρή μόνο βελτίωση των μισθών από την έκρηξη αυτή, επιτάχυνε την αναντιστοιχία ανάμεσα στα διαθέσιμα μέσα παραγωγής και τις δυνατότητες κατανάλωσης των προϊόντων.

Η πολιτική των ΗΠΑ εκείνη την περίοδο φαίνεται πως επέδρασε καταλυτικά στην πολιτική υπέρ των μισθών που ακολουθήθηκε την περίοδο αμέσως μετά το 1929. Η σταθερότητα των μισθών εν μέσω της συνεχούς μείωσης των τιμών, του γενικευμένου δηλαδή αποπληθωρισμού, αναφερόταν στην ιδέα ότι εάν έπεφταν και οι μισθοί, θα μειωνόταν ακόμα περισσότερο η ζήτηση και θα επιδειωνόταν η κρίση (Buckheim, 2008).

Ο δανεισμός, πέρα από τις δύο κλασικές μορφές του, το δανεισμό των επιχειρήσεων και των καταναλωτών, περιέλαβε δύο νέους δυναμικούς τομείς: την κατοικία και τις μετοχές. Η Φλόριντα επεκτεινόταν από νωρίς με εντυπωσιακούς

ρυθμούς, υποσχόμενη ιδανικές διακοπές. Αυτή η κερδοσκοπική στεγαστική φούσκα ξέσπασε νωρίς, ήδη από το 1927, όταν κατέρρευσε η αγορά ακινήτων στη Φλόριντα.

Στο Χρηματιστήριο, οι συναλλαγές γίνονταν όλο και λιγότερο απαιτητικές. Παραδοσιακά, κάθε αγορά μετοχής συνεπάγεται την πληρωμή, εντός ολίγων ημερών, του σχετικού ποσού. Τότε όμως η αγορά έφτασε να απαιτεί μόλις το 10% της αξίας μιας αγοράς, με το 90% να προσφέρεται ως δάνειο από τους μπρόκερς, που με τη σειρά τους δανείζονταν από τις τράπεζες με το περίφημο σύστημα του call loans, δηλαδή δανείζονταν χρήματα για μία, τρεις ή πέντε ημέρες, τα οποία συνεχώς ανανέωναν. Τα δάνεια για την εξυπηρέτηση των χρηματιστηριακών συναλλαγών έφθασαν να ισοδυναμούν με το σύνολο της κυκλοφορίας του νομίσματος στις ΗΠΑ (Eichengreen, 2008).

Η έκρηξη των τιμών των μετοχών είχε οδηγήσει τους δείκτες με τους οποίους κρίνεται η αξιοπιστία μιας μετοχής σε εξωφρενικά μεγέθη. Η έκρηξη της ανόδου του αμερικάνικου Χρηματιστηρίου και η πτώση της «Μαύρης Τρίτης» είχε πολλά στοιχεία με τις κρίσεις των επόμενων δεκαετιών με αποκορύφωμα τη σημερινή. Το ενδιαφέρον για το 1929 έγκειται στη μετατροπή της χρηματιστηριακής πτώσης σε βαθιά οικονομική ύφεση.

Ο Friedman ισχυρίζεται ότι δύο ήταν οι βασικοί λόγοι που μετέτρεψαν τη χρηματιστηριακή σε οικονομική κρίση (Friedman and Schwartz, 2003). Πρώτον, η μετατρεψιμότητα των καταθέσεων σε ρευστό, χωρίς περιορισμούς, καθιστούσε το σύστημα εξαιρετικά ευαίσθητο σε συνθήκες πανικού. Το 1907 η μετατρεψιμότητα είχε ακυρωθεί αμέσως και έτσι διασώθηκε το τραπεζικό σύστημα και δεν επακολούθησε ύφεση. Δεύτερον, η ανεπαρκής προσφορά χρήματος στην οικονομία μετά την έναρξη της ύφεσης. Η προσφορά χρήματος προς τις τράπεζες αυξήθηκε απότομα, αλλά αυτό δεν διοχετεύθηκε ποτέ στην οικονομία. Πρώτα απ' όλα επειδή τα νοικοκυριά μείωσαν την κατανάλωση και αύξησαν την αποταμίευσή τους προκειμένου να ξεπληρώσουν μέρος των χρεών τους.

Τα νοικοκυριά επέλεξαν τον χρυσό ως μέσο αποταμίευσης, αποθησαύριζαν δηλαδή χρήμα και καθώς άλλοι δανειολήπτες δήλωναν αδυναμία πληρωμής των χρεών, οι τράπεζες, αύξαναν αναγκαστικά τα αποθεματικά τους από τις ενισχύσεις του κράτους στο τραπεζικό σύστημα.

Η ζήτηση δανείων για επενδύσεις από το 1930 έως το 1933 ήταν αρνητική, ανάλογη του αρνητικού ρεκόρ των ιδιωτικών επενδύσεων της περιόδου λόγω πτώσης της ζήτησης και των αρνητικών προσδοκιών. Εκείνη την περίοδο υπήρξε η λεγόμενη

«παγίδα ρευστότητας», αποταμίευση δηλαδή που έριχνε τα επιτόκια και παρ' όλα αυτά, δεν μετατρεπόταν σε επένδυση. Συνεπώς, υπήρξε αναγκαιότητα για μαζικές δημόσιες επενδύσεις και άμεση αναδιανομή του εισοδήματος από στρώματα με υψηλή ροπή προς αποταμίευση, σε φτωχότερα στρώματα με υψηλή ροπή προς κατανάλωση (Bernake, 2000).

Ο υπερδανεισμός που είχε οδηγήσει στην υπερχρέωση των νοικοκυριών, πιθανώς και των επιχειρήσεων, ήταν αυτός που καθιστούσε κάθε νομισματική παρέμβαση αδύναμη να αντιστρέψει την κατάσταση.

Αυτή η άποψη, στη σύγχρονη εκδοχή της είναι η άποψη του σημερινού διοικητή της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ, Μπ. Μπερνάνκε, ο οποίος εμμένει στην άποψη, που θέλει τη νομισματική πολιτική να ερμηνεύει τις οικονομικές διακυμάνσεις, ενώ κάθε οικονομική κρίση ερμηνεύεται μέσω των λανθασμένων επιλογών των νομισματικών αρχών και των κυβερνήσεων. Θεωρεί ότι η ύφεση προήλθε από τη μείωση της προσφοράς χρήματος, κυρίως του δευτερογενούς και αυτό οδήγησε τα νοικοκυριά στην επιλογή της διατήρησης της υψηλής ρευστότητας και τη μείωση της κατανάλωσης (Minsky, 2002).

Αν η κρίση του 1929 συγκέντρωσε και συγκεντρώνει τόσο ενδιαφέρον, αυτό συμβαίνει ακριβώς επειδή βρίσκεται στο μεταίχμιο της αλλαγής του κυρίαρχου παραδείγματος στην οικονομική θεωρία και οδήγησε παράλληλα την αμερικανική οικονομία, προπύργιο μέχρι τότε της φιλελεύθερης οικονομικής παράδοσης, στον κρατισμό. Κλείνοντας, συνοπτικά θα πρέπει να λεχθεί ότι και στις κρίσεις που διαδραματίστηκαν πριν το 1930 αλλά και στην κρίση του 1930, η βασική στρατηγική που ακολουθήθηκε ήταν η ίδρυση θεσμοθετημένων οργάνων τα οποία είχαν ως αντικείμενο να διαχειριστούν την κρίση. Συγκεκριμένα δημιουργήθηκαν τα Federal Deposit και Insurance Corporation, το RFC: Reconstruction Finance Corporation και το FDIC: Federal Deposit Insurance Corporation.

3.1.5 Το χρονικό της κρίσης του 1929

Παρακάτω ακολουθεί μια επιγραμματική παρουσίαση των γεγονότων της Μεγάλης Ύφεσης του μεσοπολέμου, κατά χρονολογική σειρά.

Πίνακας 3.1: Το χρονικό της Μεγάλης Ύφεσης του μεσοπολέμου

1929	
Αύγουστος-Σεπτέμβριος	Μετά από μια περίοδο διαρκούς και έντονης ανοδικής πορείας, που αποτελούσε ένδειξη συνθηκών ευημερίας, γρήγορου πλουτισμού και χρηματιστηριακής ευφορίας, οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης εμφάνισαν έντονη μεταβλητότητα. Οι αναλυτές θεώρησαν ότι η μείωση των τιμών είναι προσωρινή και οφείλεται σε εξωγενή αίτια. Η πτώση όμως των τιμών αποτέλεσε την απαρχή της διάρθωσης των μεγεθών της οικονομίας, καθώς οι πωλήσεις βιομηχανικών και διαρκών καταναλωτικών αγαθών, τα κέρδη και η κατασκευαστική δραστηριότητα είχαν ήδη αρχίσει να υποχωρούν πολύ πριν από την υποχώρηση των τιμών των μετοχών.
24 Οκτωβρίου	"Μαύρη Πέμπτη". Μαζικές ρευστοποιήσεις μετοχών. Αποθησαύριση διαθεσίμων.
25 Οκτωβρίου	Από το βράδυ της προηγούμενης ημέρας η J.P. Morgan προβαίνει σε μαζική αγορά μετοχών με την ελπίδα ανακαπής της πιστωτικής τροχιάς. Την ακολουθούν και άλλοι.
28 Οκτωβρίου	Νέο κύμα πωλήσεων μετοχών.
29 Οκτωβρίου	"Μαύρη Τρίτη". Καθολική και αποτομή πτώση των τιμών των μετοχών.
13 Νοεμβρίου	Ο δείκτης τιμών μετοχών προσεγγίζει τη χαμηλότερη τιμή του.
1930	
Φεβρουάριος	Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αντιδρά με μείωση των επιτοκίων της από 6% σε 4% και με την αγορά δημόσιων χρεογράφων που κατέχουν οι εμπορικές τράπεζες αυξάνει την ποσότητα χρήματος στην οικονομία. Για το επόμενο όμως ενάμιση έτος δεν αντιδρά.
Μάιος	Απότομη μείωση των πωλήσεων αυτοκινήτων.
17 Ιουνίου	Προστατευτισμός. Επιβολή δασμών στα εισαγόμενα αγαθά. Έγκριση από το Κογκρέσο του νόμου Smoot-Hawley Tariff Act. Το παράδειγμα των ΗΠΑ ακολουθούν και οι άλλες χώρες. Το τελικό αποτέλεσμα είναι η μείωση του διεθνούς εμπορίου κατά 50% και η επιδείνωση της ύφεσης.
Τέλος έτους	Πανικός καταθετών. Η κατάρρευση των τιμών των μετοχών και η μείωση του εισοδήματος οδηγούν τους αποταμιευτές να αποσύρουν τις καταθέσεις τους από τις τράπεζες. Εξαιτίας όμως των πολύ χαμηλών αποθεματικών που διακρατούσαν, οι τράπεζες αδυνατούν να επιστρέψουν τις καταθέσεις, τροφοδοτώντας περαιτέρω τον πανικό. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ δεν αντιδρά.
1931	
	Τίθεται σε κίνηση ένας φαύλος κύκλος ύφεσης και μείωσης του επιπέδου των τιμών.
Μάιος	Πτώχευση της Kredit Anstalt, της μεγαλύτερης τράπεζας της Αυστρίας. Πανικός των καταθετών σε ΗΠΑ και Ευρώπη. Νέα πτώση του ΑΕΠ και αύξηση της ανεργίας. Οι οικονομικές αρχές όμως δεν αντιδρούν άμεσα.
21 Σεπτεμβρίου	Η Μεγάλη Βρετανία εγκαταλείπει τον κανόνα χρυσού-συναλλάγματος.
Οκτώβριος-Νοέμβριος	Ο πρόεδρος Χούβερ παροτρύνει τις μεγαλύτερες τράπεζες της χώρας να συστήσουν την κοινοπραξία National Credit Corporation για την πιστωτική διευκόλυνση των πελατών τους.
Οκτώβριος-Δεκέμβριος	Οι ΗΠΑ δεν ακολουθούν τη Μεγάλη Βρετανία στην έξοδο της από τον κανόνα χρυσού και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αυξάνει τα επιτόκια στην προσπάθειά της να προστατίσει το δολάριο.

1932	
	Παράδοση της ύφεσης. Με το νόμο Federal Home Loan Bank Act η κυβέρνηση των ΗΠΑ προσπαθεί να αναθερμάνει την κατασκευαστική δραστηριότητα και να αποτρέψει τις κατασχέσεις κατοικιών.
Απρίλιος-Ιούλιος	Πώση των επιτοκίων. Πράξεις ανοικτής αγοράς από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ για την αύξηση της ρευστότητας.
21 Ιουλίου	Ο νόμος Emergency Relief and Construction Act αποτελεί ίτη σημαντικότερη νομοθετική ρύθμιση, η οποία επιτρέπει την αύξηση των δαπανών για δημόσια έργα. Υιοθετείται αργότερα και από τον πρόεδρο Ρούσβελτ και αποτελεί μέρος του "New Deal".
4 Νοεμβρίου	Προεδρικές εκλογές. Εύκολη νίκη του Φραγκλίνου Ρούσβελτ επί του απερχόμενου προέδρου Χέρμπερτ Χούβερ. Έλεγχος του Κογκρέσου από τους Δημοκρατικούς. Εγκαινιάζεται η εποχή του New Deal, σε αντίδιαστολή με το καθεστώς laissez-faire του Χούβερ.
1933	
	Πρώτο "New Deal". Η πολιτική του Ρούσβελτ προσανατολίζεται στην αναδιανομή του πλούτου υπέρ των πιο χυτέρων, αλλά μέσω ισοσκελισμένου προϋπολογισμού. Ψηφίζεται σειρά νομοθετημάτων με στόχο την αύξηση των κρατικών δαπανών και την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας, την ανακούφιση των περισσότερων πληγέντων από την κρίση και τη ρύθμιση της λειτουργίας των αγορών (Securities Act, Agricultural Adjustment Act, νόμος για τη σύσταση της National Recovery Administration, Glass-Steagall Act).
Μάρτιος	Κορύφωση της ύφεσης. Αύξηση της ανεργίας στο 25%, μαζικές κατασχέσεις ακινήτων, αδυναμία των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων να αποπληρώσουν τα δάνεια που είχαν συνάψει πριν από την κρίση. Νέος πανικός στις τράπεζες. Συνολικά 10.000 τράπεζες (το 40% του συνόλου) πτωχεύουν ή διακόπτουν τις εργασίες τους. Υποτίμηση του δολαρίου και αποδέσμευσή του από τον κανόνα χρυσού.
Απρίλιος	Η κατοχή χρυσού από ιδιώτες κηρύσσεται παράνομη.
6 Απριλίου	Αργία τραπεζών (bank holiday). Η κυβέρνηση Ρούσβελτ διακόπτει κάθε τραπεζική εργασία για τέσσερις ημέρες. Οι τεχνοκράτες στο διάστημα αυτό επεξεργάζονται το σχέδιο νέου τραπεζικού νόμου.
16 Ιουνίου	Τραπεζικός νόμος. Προσωρινό σχέδιο για την παροχή ενός κατώτατου ορίου εγγύησης των καταθέσεων. Τροπολογία του Federal Reserve Act για τη δημιουργία του Οργανισμού Εγγύησης Καταθέσεων (Federal Deposit Insurance Corporation).
1934	
	Πρώτα σημάδια ανάκαμψης. Αύξηση του ΑΕΠ κατά 7,7% και μείωση της ανεργίας στο 21,7%.
1935	
	Δεύτερο "New Deal". Εφαρμογή προγράμματος κοινωνικής ασφάλισης. Νέος τραπεζικός νόμος. Μόνιμη η λειτουργία του Οργανισμού Εγγύησης Καταθέσεων.

Πηγή: www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/H_KPISIH_TOY_1929.pdf

3.2 Η κρίση της Νοτιοανατολικής Ασίας

3.2.1 Το ασιατικό οικονομικό «θαύμα»

Οι χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας γνώρισαν από τη δεκαετία του 60' μέχρι και τη δεκαετία του 90' συνεχή ταχεία ανάπτυξη με εντυπωσιακές διαρθρωτικές αλλαγές και σημαντική βελτίωση του επιπέδου διαβίωσης οδηγώντας πολλούς ερευνητές και δημοσιογράφους να μιλήσουν για ένα «ασιατικό θαύμα» (Glick and Moreno, 1997). Μεταξύ 1965 και 1990, οι οικονομίες της Ιαπωνίας, των τεσσάρων ασιατικών τίγρεων» (Χονγκ Κονγκ, Σιγκαπούρη, Ν. Κορέα και Ταϊβάν) και άλλων τριών αναδυόμενων χωρών (Ινδονησία, Μαλαισία και Ταϊλάνδη)

γνώρισαν μεγάλους ρυθμούς μεγέθυνσης (πίνακας 3.2). Οι οικονομίες αυτές είχαν καθαρά εξαγωγικό εμπορικό προσανατολισμό και κατά την περίοδο από 1994 έως 1996 είχαν «διαίτερα χαμηλό πληθωρισμό, δημόσια ελλείμματα καθώς και υψηλές αποταμιεύσεις, επενδύσεις και εισροές κεφαλαίου καθώς και σημαντικά αποθέματα συναλλαγματικών διαθεσίμων» (Bustelo, 1998).

Πίνακας 3.2 Ρυθμοί αύξησης πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε επιλεγμένες χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας

Ρυθμοί αύξησης πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕγχΠ σε επιλεγμένες χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας		
	1950-73	1973-96
Χονγκ Κονγκ	5,5	5,1
Σιγκαπούρη	4,3	6,1
Ιαπωνία	8	2,5
Ταϊβάν	6,2	6,1
Ν. Κορέα	5,2	6,8
Μαλαισία	2,8	4,0
Ταϊλάνδη	3,2	5,6
Ινδονησία	2,5	3,6
Φιλιππίνες	1,8	0,8

Πηγή: N. Craft, "Implications of financial crisis for East Asian trend growth", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 15, No. 3, 1999, σελ. 112.

Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες της ανάπτυξης στην περιοχή υπήρξε η σημασία που δίνουν οι χώρες αυτές στην εκπαίδευση. Το εκπαιδευτικό σύστημα των χωρών αυτών ενθαρρύνει τη μάθηση, τις πρακτικές γνώσεις και τον ανταγωνισμό. Έτσι, μέσα σε μερικές δεκαετίες οι χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας εξαφάνισαν σχεδόν τον αναλφαβητισμό και κατάφεραν να αυξήσουν το εργατικό τους δυναμικό, τόσο σε ποσότητα όσο και σε ποιότητα (Kennedy, 1994). Στη Σιγκαπούρη για παράδειγμα, το ποσοστό του εργατικού δυναμικού στον πληθυσμό αυξήθηκε από 27% σε 51% (Krugman, 1994).

Ένας δεύτερος παράγοντας υπήρξε το υψηλό ποσοστό της εθνικής αποταμίευσης, όπου μεγάλο μέρος του εθνικού εισοδήματος δεν κατευθυνόταν στην ιδιωτική κατανάλωση αλλά σε επενδύσεις για τη βιομηχανία και το εμπόριο (Kennedy, 1994). Για να το πετύχουν αυτό οι κυβερνήσεις έβαλαν περιοριστικούς δασμούς στην εισαγωγή ξένων προϊόντων (ιδιαίτερα στα προϊόντα πολυτελείας) και

προώθησαν τις εξαγωγές κρατώντας το εθνικό τους νόμισμα σε χαμηλές (ανταγωνιστικές) τιμές. Στην εποχή της παγκοσμιοποίησης, όταν ο προστατευτισμός δεν ήταν πλέον μια εφικτή στρατηγική, η πολιτική των χωρών αυτών αποδείχθηκε ευέλικτη καθώς κατάφεραν να προσελκύσουν ένα μεγάλο ποσοστό από τις παγκόσμιες άμεσες επενδύσεις (Hirst and Thompson, 2009).

Τρίτος παράγοντας υπήρξε η σφιχτή δημοσιονομική και νομισματική πολιτική. Η καταπάτηση των εργατικών δικαιωμάτων και των δημοκρατικών θεσμών από αυταρχικές κυβερνήσεις και στρατιωτικά καθεστώτα δημιούργησαν ένα ιδιόμορφο πολιτικό πλαίσιο που κατέστησε δυνατή την κράτηση των μισθών σε χαμηλά επίπεδα και τις συνεχείς υποτιμήσεις του νομίσματος (Kennedy, 1994).

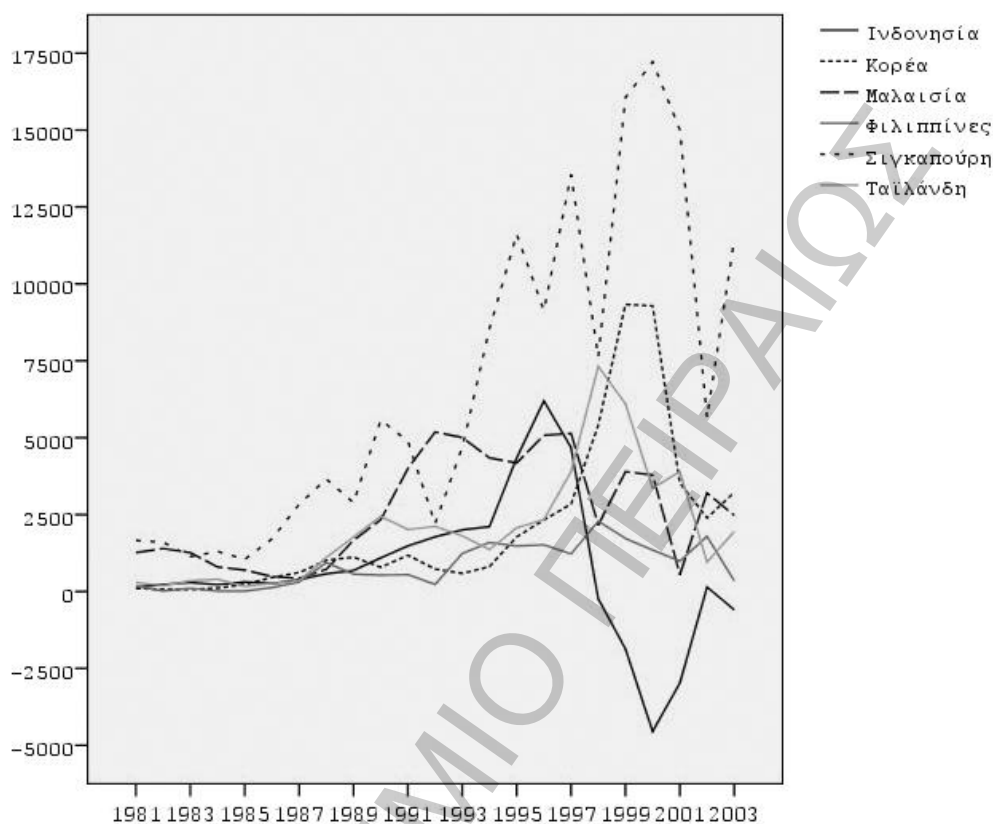
Αυτοί οι παράγοντες, καθώς και οι υψηλές αποδόσεις που παρουσίαζαν οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου, δημιούργησαν το πρόσφορο έδαφος για την εισροή ξένων κεφαλαίων (διαγράμματα 3.1 και 3.2). Την περίοδο από 1990 έως 1996, η Ανατολική Ασία κατείχε το 1/5 της παγκόσμιας παραγωγής και τα 2/3 των παγκοσμίων επενδύσεων. Μέχρι τη συγκεκριμένη περίοδο, η Νοτιοανατολική Ασία είχε καταφέρει να διαχειρισθεί τις δυνάμεις της παγκοσμιοποίησης προς όφελός της. Όπως, όμως, παρατήρησαν ορισμένοι αναλυτές, τα οικονομικά αποτελέσματα της μεταπολεμικής περιόδου των χωρών της Νοτιοανατολικής Ασίας δεν ήταν δυνατόν να επαναληφθούν (Krugman, 1994). Το εργατικό δυναμικό δεν μπορούσε να αυξηθεί σε ακόμη μεγαλύτερα επίπεδα, ενώ το ποσοστό αποταμίευσης ήταν ιδιαίτερα υψηλό (40% στη Σιγκαπούρη) και δεν μπορούσε να γίνει υψηλότερο. Η περαιτέρω ανάπτυξη της περιοχής εξαρτιόταν από την αύξηση της παραγωγικότητας των υπάρχοντων πόρων και όχι από την κινητοποίηση νέων, κάτι πολύ πιο δύσκολο, πράγμα που έφερνε τις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας, κατά κάποιο τρόπο, κοντά στις προκλήσεις που αντιμετώπιζαν οι ανεπτυγμένες οικονομίες (Hirst and Thompson, 2009).

3.2.2 Το χρονικό της κρίσης

Αν και η κρίση ξεκίνησε με την υποτίμηση του ταϊλανδικού νομίσματος τον Ιούλιο του 1997, τα αίτια της εντοπίζονται αρκετά χρόνια πριν. Συγκεκριμένα υπήρξε μια ανησυχητικά μεγάλη εισροή κεφαλαίων (από 9 δισεκατομμύρια δολάρια την περίοδο από 1983 έως 1989 σε 104,9 δισεκατομμύρια δολάρια την περίοδο από 1990 έως 1994) με τις τέσσερις αναδυόμενες οικονομίες της Νοτιοανατολικής Ασίας

(Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες και Ταϊλάνδη) να λαμβάνουν τη μερίδα του λέοντος (Sharma, 1998). Αυτή η εισροή οφειλόταν τόσο στην υψηλή μακρο-ανταγωνιστικότητα της περιοχής (χαμηλό εργατικό κόστος, υψηλά επιτόκια, σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, ελάχιστη ρύθμιση της αγοράς) όσο και σε παράγοντες που εντοπίζονταν στις χώρες βάσης των κεφαλαίων (χαμηλά επιτόκια σε Ιαπωνία και ΗΠΑ, υπερβολική ρευστότητα στην ανεπτυγμένη Δύση και η παγκόσμια ολοκλήρωση της αγοράς κεφαλαίου). Το πρόβλημα εντοπιζόταν στον υπερβολικό δανεισμό των χωρών της Ανατολικής Ασίας που συνεπάγεται η εισροή των κεφαλαίων που ήταν κατά κύριο λόγο βραχυπρόθεσμος, σε ξένο νόμισμα και χωρίς τη στρατηγική εξασφάλισης (hedging) (Bustelo, 1998).

Διάγραμμα 3.2: Μεταβολή υποχρεώσεων άμεσων ξένων επενδύσεων (FDI) προς τρίτες χώρες



Πηγή: UNCTAD, ίδια επεξεργασία. Σημείωση: Τα στοιχεία (σε εκατομμύρια δολάρια) προέρχονται από το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών των χωρών. Η αύξηση των υποχρεώσεων συμβολίζεται με θετικό πρόσημο και συνεπάγεται αντίστοιχη εισροή κεφαλαίου. Το αρνητικό πρόσημο συνεπάγεται μείωση των υποχρεώσεων, δηλαδή απαξίωση της τοποθέτησης.

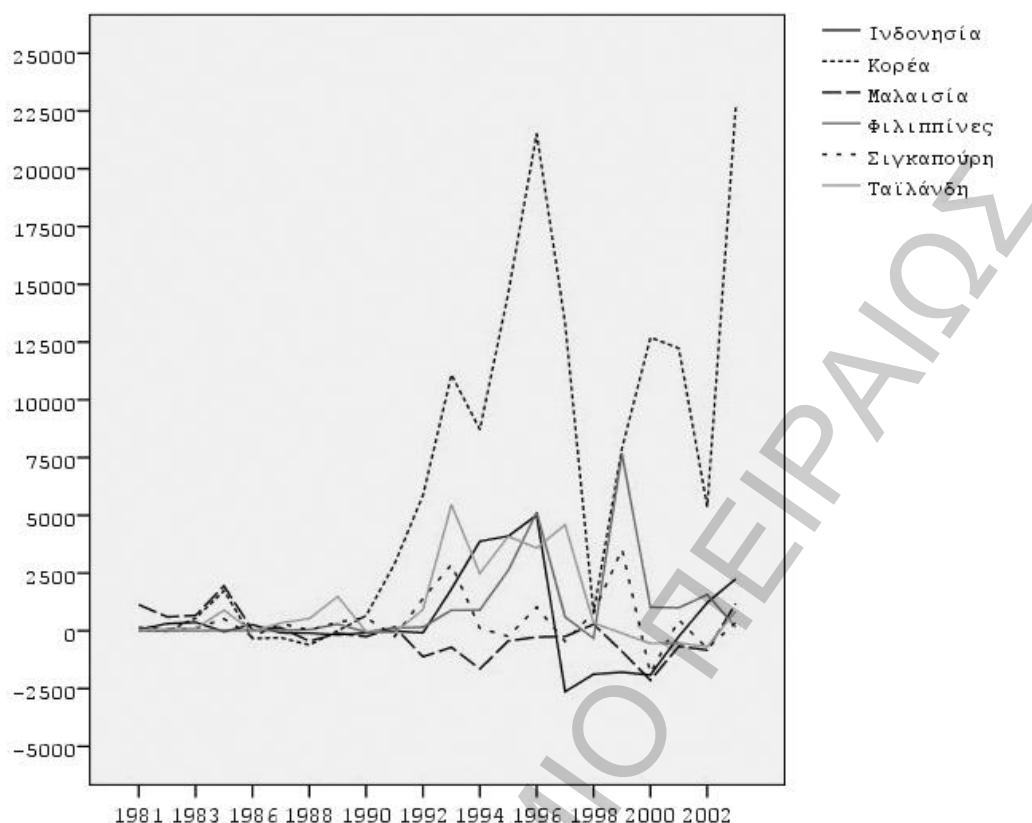
Η εισροή κεφαλαίων είχε και άλλες σημαντικές επιδράσεις στη Νοτιοανατολική Ασία καθώς άσκησε πληθωριστικές πιέσεις στην αγορά των μη εμπορευσίμων αγαθών που οδήγησαν σε υπερεκτίμηση του πραγματικού κεφαλαίου και στη δημιουργία «φουσκών» στην αγορά (Edison et al., 1998). Επίσης η υπερβολική προσφορά συναλλάγματος οδήγησε σε υπερτίμηση των νομισμάτων των χωρών που μείωσε την ανταγωνιστικότητά τους και έπληξε το εξαγωγικό τους εμπόριο, ενώ οι κεφαλαιακές εισροές αύξησαν και τον εγχώριο τραπεζικό δανεισμό ώστε να καλυφθεί η ανάγκη για ιδιωτική επένδυση, της οποίας η αντίστοιχη αύξηση αναγκαστικά έπρεπε να τροφοδοτηθεί με εισαγωγές κεφαλαιουχικών αγαθών που επιδείνωσαν τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών.

Το καλοκαίρι του 1996, ένα χρόνο δηλαδή πριν ξεσπάσει η οικονομική κρίση στην περιοχή, πηγές ανέφεραν πως ο αριθμός των εξαγωγών στην περιοχή έπεφτε αισθητά σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια. Η κατάσταση στην περιοχή πιθανόν θα τερμάτιζε την αισιοδοξία των επενδυτών, να αποσύρουν τα κεφάλαιά τους και οι χώρες θα οδηγούνταν σε μία οικονομική κρίση. (Lewis, 1996).

Στις αρχές του 1997 η Ινδονησία, η Κορέα και η Ταϊλάνδη είχαν ένα αξιοσημείωτο δείκτη ανάπτυξης της οικονομίας και του εμπορικού τους τομέα. Το μόνο ανησυχητικό ήταν η μεγάλη ανισορροπία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών τους και η αγορά μετοχικού κεφαλαίου, η οποία γνώριζε μία φυσιολογική πτώση μετά την κορύφωση (Edison et al., 1998). Τίποτα, όμως, από αυτά δεν μπορούσε να προϋδεάσει για την οικονομική καταστροφή που θα ακολουθούσε.

Η κρίση ξεκίνησε τυπικά στις 2 Ιουλίου του 1997, αλλά τα ανησυχητικά όμως φαινόμενα είχαν ξεκινήσει στο σύνολο των χωρών της Ανατολικής Ασίας αρκετά πριν με σποραδικές επιθέσεις εναντίον των τοπικών νομισμάτων από τον προηγούμενο χρόνο. Τον Ιούλιο του 1996 κατέρρευσε η Bangkok Bank of Commerce και χρειάστηκε να επέμβει η Κεντρική Τράπεζα της Ταϊλάνδης με ρευστά διαθέσιμα για να στηρίξει τη ζήτηση για συνάλλαγμα. Η αναποφασιστικότητα της ταϊλανδικής κυβέρνησης κλόνισε περαιτέρω την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Στις 14 Μαΐου του 1997 το χρηματιστήριο της χώρας σημείωσε πτώση κατά 7% και μετά την παραίτηση του Υπουργού Οικονομίας στις 19 Ιουνίου, σημειώθηκε νέα πτώση ύψους 11%. Η αναστολή εργασιών δεκαέξι επιχειρήσεων που αντιπροσώπευαν μεγάλο κομμάτι της κεφαλαιαγοράς, ενέτεινε τις ανησυχίες για τη βιωσιμότητα της οικονομίας της χώρας (Kaminsky and Schmukler, 1999).

Διάγραμμα 3.3: Μεταβολή υποχρεώσεων επενδύσεων χαρτοφυλακίου προς τρίτες χώρες



Πηγή: UNCTAD, ίδια επεξεργασία. Σημείωση: Τα στοιχεία (σε εκατομμύρια δολάρια) προέρχονται από το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών των χωρών. Η αύξηση των υποχρεώσεων συμβολίζεται με θετικό πρόσημο και συνεπάγεται αντίστοιχη εισροή κεφαλαίου. Το αρνητικό πρόσημο συνεπάγεται μείωση των υποχρεώσεων, δηλαδή απαξίωση της τοποθέτησης.

Ένα κεντρικό χαρακτηριστικό των χωρών αυτών ήταν η πρόσδεση των νομισμάτων τους στο δολάριο και η απώλεια της ανταγωνιστικότητάς τους καθώς το δολάριο ανατιμούνταν την εποχή εκείνη. Καθώς λοιπόν οι οικονομίες της περιοχής είχαν «κλειδώσει» τα εθνικά τους νομίσματα με την ισοτιμία του δολαρίου, η χαμηλή ισοτιμία του 1995 ενίσχυσε την ανταγωνιστικότητα της περιοχής ενώ η άνοδος του το 1996 τη ζημίωσε (Lewis, 1996). Έτσι, ως αντίδραση στη συνεχιζόμενη μείωση στο ρυθμό των εξαγωγών και την αναδυόμενη κρίση, η Ταϊλάνδη εγκατέλειψε την πρόσδεση στο δολάριο στις 2 Ιουλίου και ξεκίνησε μια υποτίμηση του εθνικού της νομίσματος Μπάχτ, κατά 0% (από 26 σε 39 Μπάχτ ανά δολάριο) μέσα σε διάστημα έξι μηνών, από τον Μάιο του 1997 (Shishido and Nakajima, 1999). Η υποτίμηση του Μπάχτ πυροδότησε την κρίση στην περιοχή καθώς οι επενδυτές προσπάθησαν να

αποσύρουν όλοι μαζί ταυτόχρονα τις επενδύσεις και να μετατρέψουν τα νομίσματά τους πάλι σε δολάρια.

Η εγκατάλειψη της πρόσδεσης του νομίσματος της Ταϊλάνδης στο δολάριο, ακολουθήθηκε από αντίστοιχη χαλάρωση της πρόσδεσης του νομίσματος της Μαλαισίας ενώ συμπαρέσυρε τα άλλα νομίσματα της περιοχής, όπως της Ινδονησίας, της Ν. Κορέας και των Φιλιππίνων, ακόμη και τα ισχυρότερα από αυτά, όπως τα δολάρια της Ταϊβάν και της Σιγκαπούρης (πίνακας 3.3) (Arif and Abubakar, 1999).

Πίνακας 3.3: Ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες σε σχέση με το δολάριο

Ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες σε σχέση με το δολάριο									
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1997f
Χονγκ Κονγκ	7,79	7,77	7,74	7,74	7,73	7,74	7,73	7,74	7,75
Σιγκαπούρη	1,81	1,73	1,63	1,62	1,53	1,42	1,41	1,48	1,68
Ταϊβάν	26,89	26,82	25,16	26,39	26,46	26,49	27,46	28,7	32,64
Ν. Κορέα	707,76	733,4	780,65	802,67	803,45	771,27	804,5	951,29	1695
Μαλαισία	2,7	2,75	2,55	2,57	2,62	2,5	2,52	2,81	3,89
Ταϊλάνδη	25,59	25,52	25,4	25,32	25,15	24,91	25,34	31,36	47,25
Ινδονησία	1842,8	1950	2029,9	2087,1	2160,8	2248,6	2342	2909,4	4650
Φιλιππίνες	24,31	27,48	25,51	27,12	26,42	25,71	26,22	29,47	39,98

Πηγή: G. Corsetti – P. Pesenti – N. Roubini, «What caused the Asian currency and financial crisis?», *Japan and World Economy*, Vol. 11, No. 3, σελ.324.

Σταδιακά, το επίκεντρο της κρίσης μεταφέρθηκε στη Ν. Κορέα στην οποία όμως η κατάσταση ήταν λιγότερο τεταμένη. Δεν υπήρξε έκρηξη της ιδιωτικής επένδυσης και ο τραπεζικός δανεισμός κρατήθηκε σε χαμηλά επίπεδα με αποτέλεσμα να μην παρουσιαστούν φούσκες στην κεφαλαιαγορά. Το νόμισμά της ανατιμήθηκε αλλά σε πολύ μικρότερο βαθμό από τις ανατιμήσεις της Ινδονησίας, της Ταϊλάνδης, της Μαλαισίας και των Φιλιππίνων και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ήταν μικρότερο από εκείνο των παραπάνω χωρών (Sharma, 1998).

Το «ντόμινο» συνεχίστηκε με την Ιαπωνία που από το 1997 βρισκόταν σε κατάσταση ύφεσης και αντιμετώπιζε έλλειμμα εγχώριας ζήτησης, κατανάλωσης και ιδιωτικής επένδυσης κυρίως λόγω του φόβου αποπληθωρισμού. Για τους λόγους αυτούς εξαρτιόταν από τις αγορές της Νοτιοανατολικής Ασίας στις οποίες είχε βρει διέξοδο (το 30% περίπου του τραπεζικού δανεισμού της Νοτιοανατολικής Ασίας αποτελούταν από ιαπωνικά κεφάλαια) (Kunimune, 1999). Μέσα σε λίγους μήνες το

χρηματιστήριο του Τόκιο κατέρρευσε εξαιτίας των πτωχεύσεων μεγάλων εταιριών, που είχαν έντονες οικονομικές διασυνδέσεις με τις χώρες που βρισκόταν ήδη σε κρίση.

Γενικά, η οικονομική κρίση πυροδότησε κοινωνικές εκρήξεις και έφερε χάος ενώ υπολογίζεται πως είχε ως αποτέλεσμα μια μειωμένη παγκόσμια απόδοση κατά 2 τρισεκατομμύρια δολάρια. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα εκατομμύρια άτομα να χάσουν τη δουλειά τους, ενώ έγιναν περικοπές στις κοινωνικές υπηρεσίες σε ολόκληρο τον κόσμο.

Η κρίση άρχισε να ξεθυμαίνει τον Ιανουάριο με την Κορέα να δέχεται τη βοήθεια διεθνών τραπεζών. Ακολούθησε το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF) που υποσχέθηκε οικονομική βοήθεια ύψους 117 δισεκατομμυρίων δολαρίων (Meltzer, 1998). Τελικά, το IMF χορήγησε 21,1 δισεκατομμύρια δολάρια στην Ν. Κορέα, 11,2 δισεκατομμύρια δολάρια στην Ινδονησία και 4 δισεκατομμύρια δολάρια στην Ταϊλάνδη, ενώ η Μαλαισία αρνήθηκε τη βοήθεια. Με τη βοήθεια του IMF, αλλά και του υψηλού ποσοστού της αποταμίευσης που υπήρξε στην περιοχή, η κρίση ξεπεράστηκε και η σταθερότητα μερικώς αποκαταστάθηκε.

3.2.3 Τα αίτια της κρίσης

Η πολυπλοκότητα της ασιατικής κρίσης και ο μεγάλος αριθμός των χωρών που επηρέασε καθιστούν σαφές ότι υπήρξε ένας συνδυασμός παραγόντων που συνέβαλαν στη δημιουργία και την εξέλιξή της. Θα μπορούσαμε να διακρίνουμε τους παράγοντες αυτούς σε εσωτερικούς, που εντοπίζονται δηλαδή εντός των οικονομιών της Ανατολικής Ασίας, και σε εξωτερικούς ή διεθνείς που εντοπίζονται στη λειτουργία των θεσμών της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και του διεθνούς νομισματικού συστήματος.

Εσωτερικοί παράγοντες

Οι εσωτερικοί παράγοντες αναφέρονται τόσο στη λειτουργία των εγχώριων κεφαλαιαγορών όσο και στο θεσμικό τους σύστημα. Όσον αφορά στη λειτουργία των κεφαλαιαγορών, το πρόβλημα εντοπίζεται στις επενδύσεις-φούσκες που γέννησαν αυτές. Αυτό που πρέπει να γίνει αντιληπτό είναι ότι αν και τα προβλήματα της κάθε χώρας ήταν διαφορετικά και συνεπώς σε κάθε χώρα ήταν διαφορετικοί οι παράγοντες

που οδήγησαν στην κρίση, ωστόσο λειτούργησαν συναθροιστικά στο σύνολο των χωρών, εξαιτίας της μεγάλης διασύνδεσης που είχαν οι κεφαλαιαγορές μεταξύ τους. Παρακάτω θα γίνει μία συνοπτική ανάπτυξη των βασικότερων από αυτούς τους παράγοντες.

Αν και η υπερεπένδυση στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας κατευθύνθηκε πρωτίστως σε πραγματικό κεφάλαιο (κυρίως ακίνητη περιουσία και υποδομές), εντούτοις αποδείχθηκε ότι αυτή ήταν εξαιρετικά ρευστή. Η αγορά ακίνητης περιουσίας έγινε κυρίως για κερδοσκοπικούς λόγους και όχι για να χρησιμοποιηθεί στην παραγωγική διαδικασία ενώ η υποδομή που αναπτύχθηκε ήταν εξαιρετικά φτωχή. Επιπλέον, οι παραγωγικές δραστηριότητες στις οποίες στράφηκαν οι επενδύσεις δεν ήταν σωστά σχεδιασμένες και το μέλλον τους στη διεθνή αγορά ήταν επισφαλές (Sharma, 1998). Το αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία υπερεκτιμημένων επενδύσεων (φουσκών) οι οποίες κατέρρευσαν απότομα μόλις άρχισε να μειώνεται η απόδοσή τους.

Οι θεσμικοί παράγοντες περιστρέφονται γύρω από τη λειτουργία των τραπεζικών συστημάτων των χωρών αυτών. Συγκεκριμένα, η ανεπαρκής ρύθμιση του τραπεζικού συστήματος, η έλλειψη διαφάνειας στις τραπεζικές δραστηριότητες και οι υπερβολικές εγγυήσεις της κυβέρνησης για τη ρευστότητα και τη διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, οδήγησαν τις τράπεζες σε υπερδανεισμό, του οποίου η εξόφληση ήταν αμφίβολη εξαιτίας των μη αποδοτικών επενδύσεων. Επίσης, τα τραπεζικά συστήματα των χωρών υπέφεραν από την κυβερνητική παρέμβαση, η οποία κατεύθυνε τις πιστώσεις σε επενδύσεις που αντιπροσώπευαν συγκεκριμένα συμφέροντα. Ο ανταγωνισμός νοθευόταν και από τα εμπόδια εισόδου νέων τραπεζών στην αγορά. Οι τράπεζες λοιπόν είχαν συσσωρεύσει ένα μεγάλο αριθμό επισφαλών κεφαλαίων ενώ παράλληλα κρατούσαν ανεπαρκή ρευστά διαθέσιμα. Σαν αποτέλεσμα οι επενδύσεις-φούσκες έσκασαν και οι τράπεζες συμπαρασύρθηκαν στην κρίση εντείνοντας την πτώση των χρηματιστηρίων.

Τέλος η κακή μακροοικονομική διαχείριση από τις κυβερνήσεις των χωρών συνετέλεσε στην εξέλιξη της κρίσης. Λέγοντας κακή μακροοικονομική διαχείριση εννοούμε το συνδυασμό της υπερθέρμανσης των οικονομιών της Ανατολικής Ασίας, της διόγκωσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και αυτών του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών με την εμμονή τους στη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία (Corsetti et al., 1999). Η ανατίμηση των ασιατικών νομισμάτων εξαιτίας των μεγάλων κεφαλαιακών εισροών και η υποτίμηση του Γεν οδήγησαν σε σημαντική απώλεια της

ανταγωνιστικότητας των χωρών η οποία είχε αρνητική επίπτωση στον εξαγωγικό τομέα. Ως εκ τούτου και σε συνδυασμό με την αυξημένη ζήτηση για εισαγωγές κεφαλαιουχικών αγαθών εξαιτίας του μεγάλου ρυθμού ανάπτυξης, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών χειροτέρευσε περαιτέρω (Bustelo, 1998).

Ο ρόλος της διεθνούς κεφαλαιαγοράς

Μία πρώτη αδυναμία της διεθνούς κεφαλαιαγοράς σχετίζεται με τις επενδύσεις-φούσκες στις οποίες έγινε αναφορά παραπάνω. Η αγορά στερείται ελέγχου του προορισμού και της κατεύθυνσης των ροών, με αποτέλεσμα οι υπερβολικές ροές των εξαιρετικά κινητικών επενδύσεων χαρτοφυλακίου καθώς και άμεσες ξένες επενδύσεις, οι οποίες κατευθύνονται σε μη παραγωγικές μη αποδοτικές επενδύσεις, να αποσταθεροποιούν και να καθιστούν ευάλωτες τις εγχώριες κεφαλαιαγορές, δημιουργώντας έτσι τις προϋποθέσεις για μία κρίση.

Μία δεύτερη αδυναμία, είναι το άναρχο διεθνές περιβάλλον που είναι επιρρεπές σε ξεσπάσματα πανικού και υπερβολικής αντίδρασης των επενδυτών. Έτσι, τα διαρθρωτικά προβλήματα των κεφαλαιαγορών της Νοτιοανατολικής Ασίας σε συνδυασμό με αντίθετες εξελίξεις στο διεθνές περιβάλλον (εμφάνιση νέων ανταγωνιστών όπως η Κίνα και το Μεξικό) οδήγησαν στην παύση των εισροών στα τέλη του 1996. Οι επενδυτές κατεβλήθησαν από πανικό για τη βιωσιμότητα των αποδόσεων των κεφαλαίων τους, και με λογική κοπαδιού άρχισαν να αποχωρούν, με δυσμενή αποτελέσματα τόσο για τις ασιατικές οικονομίες όσο και για τους ξένους επενδυτές. Ο πανικός βέβαια δεν προκαλείται από μόνος του. Το βασικότερο ίσως στοιχείο για τη δημιουργία πανικού είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση των επενδυτών. Όταν αυτοί δεν γνωρίζουν την πραγματική αξία των τοποθετήσεων τους είναι λογικό να πανικοβάλλονται, όταν βλέπουν ότι κάποια στιγμή δεν αποδίδουν τα προσδοκώμενα (δίλημμα φυλακισμένου) (Miller and Zhang, 2000). Οι χειρισμοί που θα κάνουν οι επίσημοι φορείς σ' αυτό το στάδιο είναι ιδιαίτερα σημαντικοί γιατί η απόφαση των επενδυτών είναι πλέον ιδιαίτερα ευαίσθητη σε οποιοδήποτε λάθος χειρισμό.

Η ολοκλήρωση της διεθνούς κεφαλαιαγοράς έφερε άμεσα μεγάλες εισροές κεφαλαίου στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας, οι οποίες όμως αποχώρησαν, όταν οι «φούσκες» έσκασαν με την ίδια ευκολία το 1997. Υπάρχουν εύλογες εικασίες ότι αν δεν είχε επικρατήσει πανικός τα χρέη θα μπορούσαν να ξεπληρωθούν σε βάθος

χρόνου, και η κρίση δεν θα είχε συμβεί ποτέ (Radelet and Sachs, 1998). Στο δυσμενές αυτό αποτέλεσμα αυτό συνέδραμαν και οι αποτυχημένοι χειρισμοί θεσμικών παραγόντων, όπως των κυβερνήσεων των χωρών, του IMF και της διεθνούς κοινότητας, η οποία ενέτεινε την ανασφάλεια των επενδυτών. Τέλος, στο βαθμό που η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι ένα βασικό χαρακτηριστικό του σημερινού διεθνούς νομισματικού συστήματος, αυτό συνέβαλλε σε πιέσεις προς τα νομίσματα των ασιατικών χωρών, σε βαθμό που τα εγχώρια currency boards να μη μπορέσουν να διατηρήσουν τη σταθερότητα (Schultz et al., 1998).

Ο αμφιλεγόμενος ρόλος του IMF

Μετά το ντόμινο των διαδοχικών κρίσεων στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας, το IMF έσπευσε να παρέμβει με ρευστά διαθέσιμα για να στηρίξει τις οικονομίες της Ν. Κορέας, της Ινδονησίας και της Ταϊλάνδης, θέτοντας ταυτόχρονα μία σειρά από προϋποθέσεις (Feldstein, 1998). Οι μεταρρυθμίσεις αυτές αφορούσαν:

- α) Μακροοικονομική πολιτική: Μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μέσω της αύξησης της φορολογίας και τη μείωση της δημόσιας δαπάνης, σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας και του πληθωρισμού μέσω αύξησης των επιτοκίων.
- β) Κεφαλαιαγορά: Εισαγωγή ρυθμίσεων και ελέγχων από τις νομισματικές αρχές, ξεκινώντας από την ανάκληση αδειών κάποιων αφερέγγυων εμπορικών τραπεζών και την εξυγίανση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.
- γ) Ανταγωνισμός: Καταπολέμηση της στρέβλωσης του ανταγωνισμού στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα μέσα από την είσοδο στην αγορά ξένων τραπεζών και εταιριών. Επίσης, έπρεπε να αρθεί ο προστατευτισμός του εμπορικού τομέα μέσα από κατάργηση των επιδοτήσεων και άρση των εμποδίων των εισαγωγών.
- δ) Αγορά εργασίας: Ευελιξία στην αγορά εργασίας μέσω απορύθμισης του θεσμικού πλαισίου που προστάτευε τα δικαιώματα των εργαζομένων.

Το IMF, κατακρίθηκε, τόσο για την πολιτική του, που έθεσε τις προϋποθέσεις για τη δημιουργία της κρίσης, όσο και για τους χειρισμούς του, εν μέσω της κρίσης (Bowring, 1999). Αναφορικά με την πολιτική του πριν από την κρίση, το IMF πρωτοστάτησε μαζί με τις χώρες του ΟΟΣΑ, και τις μεγάλες τράπεζες και επιχειρήσεις του δυτικού κόσμου στην ενθάρρυνση της απορύθμισης των αγορών της

Ανατολικής Ασίας (Krugman, 1999). Οι τελευταίες, με την παρότρυνση των πρώτων ήσαν ή χαλάρωσαν τους ελέγχους στους δανειστές και τους επενδυτές, τράπεζες και φορείς (Stiglitz, 2000). Το αποτέλεσμα ήταν η ανεξέλεγκτη ροή κεφαλαίων από και προς οικονομικές δραστηριότητες αμφιβόλου αξιοπιστίας. Αν και το σύστημα έγκαιρης διάγνωσης του IMF λειτούργησε εγκαίρως πριν από την κρίση, δεν μπόρεσε να διαγνώσει το μέγεθος και τον χρόνο της έλευσης της. Όσον αφορά τους αδέξιους χειρισμούς, η ευθύνη του IMF ξεκινά από την κατανόηση των αιτιών της κρίσης. Το IMF εξέλαβε την κρίση σαν μία παραδοσιακή κρίση πρώτης γενιάς που οφείλεται κυρίως σε ανισορροπία του ισοζυγίου πληρωμών. Όπως αποδείχθηκε, το πρόβλημα ήταν πολύ βαθύτερο και εντοπιζόταν στην υπερτίμηση των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Επιπλέον, η εφαρμογή από τις ασιατικές χώρες της πολιτικής που το IMF πρότεινε οδήγησε σε μεγαλύτερη ύφεση των πραγματικών τους οικονομιών.

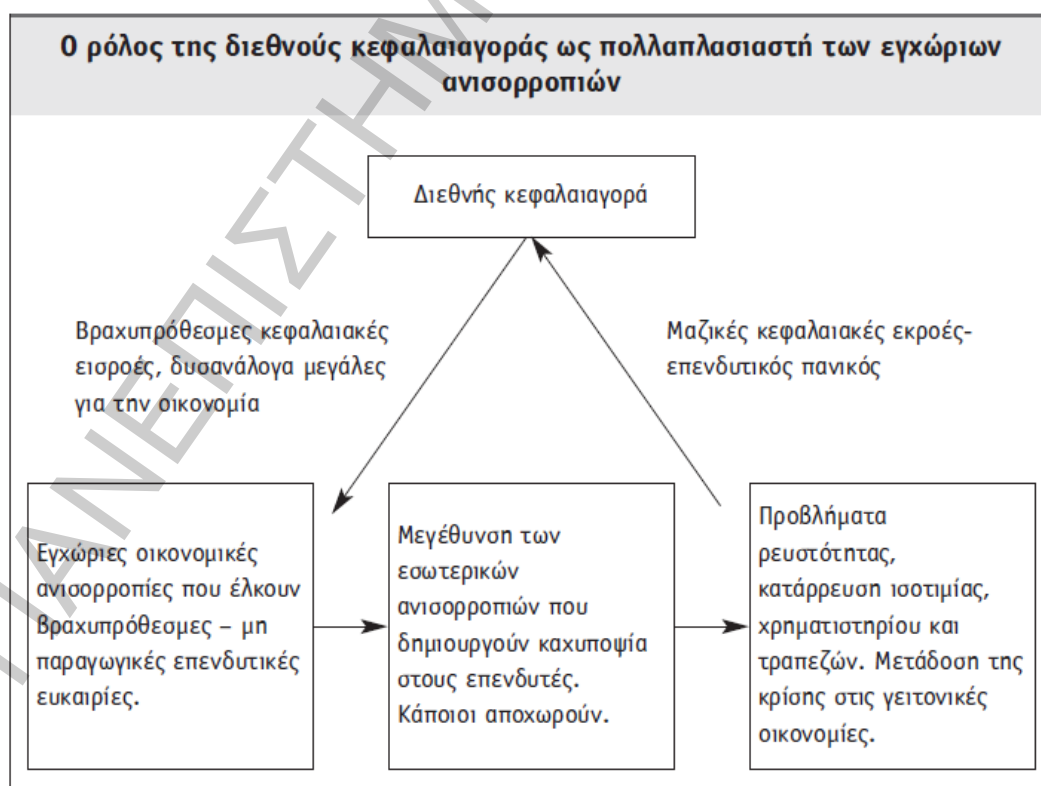
3.2.4 Συμπεράσματα

Αν και ορισμένοι έχουν επικρίνει την ολοκλήρωση της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και κατ' επέκταση τη διαδικασία της παγκοσμιοποίησης, ως υπαίτιες της δημιουργίας των οικονομικών κρίσεων, η μελέτη της περίπτωσης της Νοτιοανατολικής Ασίας καταδεικνύει πως τα αίτια εντοπίζονται κυρίως στο εσωτερικό των οικονομιών των χωρών (Bhagwati, 1998). Κάνοντας μια εκτίμηση μπορεί να ειπωθεί πως η κρίση οφείλεται στο εγχώριο οικονομικό, πολιτικό και θεσμικό περιβάλλον των εύθραυστων νέων οικονομιών της περιοχής (υπερτιμημένα νομίσματα, υπερβολικός βραχυπρόθεσμος δανεισμός, αυξανόμενα δημοσιονομικά ελλείμματα και ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών). Οι διεθνείς κεφαλαιακές ροές, απλά πολλαπλασιάζουν και εντείνουν την ένταση που οφείλεται στις εσωτερικές ανισορροπίες. Η αλληλεξάρτηση των οικονομιών και η εύκολη και γρήγορη μεταφορά κεφαλαίων δημιουργούν τους διαύλους διάδοσης των συμπτωμάτων (butterfly effect). Έτσι η ανατίμηση του δολαρίου στις ΗΠΑ είναι ικανή να δημιουργήσει κοινωνικές ταραχές μεγάλης κλίμακας στην Ινδονησία.

Στο διάγραμμα 3, παρουσιάζεται ο ρόλος της διεθνούς κεφαλαιαγοράς ως πολλαπλασιαστή και επιταχυντή των συμπτωμάτων που προκαλούνται από τις εσωτερικές ανισορροπίες. Στο αριστερό πλαίσιο παρουσιάζεται η κατάσταση της οικονομίας πριν από την κρίση. Υπάρχουν εγχώριες οικονομικές ανισορροπίες οι οποίες έχουν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία επενδυτικών ευκαιριών με ιδιαίτερα

υψηλή απόδοση σε κάποιους τομείς. Το άνοιγμα των συνόρων της οικονομίας προσελκύει τους διεθνείς επενδυτές οι οποίοι τοποθετούν τα κεφάλαιά τους στις εν λόγω επενδύσεις. Οι επενδύσεις αυτές όμως είναι συνήθως έμμεσες, επισφαλείς, βραχυπρόθεσμες και συνεπώς δεν παρουσιάζουν μεγάλη προστιθέμενη αξία για τη χώρα δέκτη. Όπως φαίνεται στο κεντρικό πλαίσιο, η υπερεπένδυση σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας εντείνει τις εσωτερικές ανισορροπίες εφόσον η δραστηριότητα στον πραγματικό τομέα της οικονομίας παραμένει στα ίδια χαμηλά επίπεδα. Η ένταση των ανισορροπιών δημιουργεί καχυποψία στους καλύτερα ενημερωμένους επενδυτές οι οποίοι αρχίζουν να αποχωρούν. Εν συνεχεία οι υπόλοιποι ασύμμετρα ενημερωμένοι επενδυτές βλέποντας τους πρώτους να αποχωρούν σπεύδουν άμεσα να αποσύρουν και αυτοί τα κεφάλαιά τους. Θα πρέπει δε να σημειωθεί πως η έμμεση και βραχυπρόθεσμη φύση των παραπάνω επενδύσεων κάνουν δυνατή την άμεση απόσυρσή τους.

Διάγραμμα 3.4: Ο ρόλος της διεθνούς κεφαλαιαγοράς ως πολλαπλασιαστή των εγχώριων ανισορροπιών



Πηγή: IMF, Bloomberg, ECOWIN

Το αποτέλεσμα είναι να επικρατήσει επενδυτικός πανικός και μαζικές εκροές κεφαλαίων. Ο μεγάλος όγκος των κεφαλαιακών εκροών αλλά και η ταχύτητα με την οποία εκρέουν καθιστά αδύνατη την παρέμβαση των εγχώριων αρχών προς αποκλιμάκωση της κρίσης εξαιτίας τόσο των περιορισμένων αποθεμάτων τους σε συναλλαγματικά διαθέσιμα όσο και της κακής οργάνωσης και απειρίας τους. Το τελικό αποτέλεσμα φαίνεται στο πλαίσιο δεξιά. Στην εγχώρια οικονομία δημιουργούνται αρχικά προβλήματα ρευστότητας και ακολουθεί η κατάρρευση της ισοτιμίας του εγχώριου νομίσματος. Η κρίση μεταδίδεται στο χρηματιστήριο και τις τράπεζες και τέλος στον πραγματικό τομέα της οικονομίας. Τέλος σε δεύτερο στάδιο η κρίση διαδίδεται και στις γειτονικές διασυνδεδεμένες οικονομίες.

Συμπερασματικά, οι στόχοι που έθεσε το IMF τη δεδομένη χρονική στιγμή ήταν τελείως εσφαλμένοι. Ο εξορθολογισμός της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής είναι βέβαια συνετά μέτρα για κάθε οικονομία. Στη συγκεκριμένη, όμως, περίπτωση έπρεπε να γίνουν με αργά και σταθερά βήματα πριν ξεσπάσει η κρίση. Η επιβολή περιοριστικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής εν μέσω κρίσης και ειδικότερα εν μέσω ύφεσης λειτουργεί τελείως αντίστροφα εντείνοντάς την. Επίσης η άρση του προστατευτισμού στον τραπεζικό και κυρίως στον εμπορικό τομέα ήταν άλλο ένα βήμα που έπρεπε να γίνει σταδιακά. Η απότομη απελευθέρωση τη δεδομένη στιγμή απλώς θα διευκόλυνε τη χειροτέρευση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Τέλος, πέρα από τα αντίθετα από τα επιδιωκόμενα αποτελέσματα που έφεραν οι όροι του IMF, η επιβολή τους και μόνο σπατάλησε πολύτιμο χρόνο, ενώ δεν δόθηκαν οι απαραίτητες εγγυήσεις για την ορθή αξιοποίηση της οικονομικής βοήθειας, όπως στην περίπτωση της Ινδονησίας όπου ο δικτάτορας Suharto ήταν απρόθυμος να ακολουθήσει τους όρους που έθεσε το IMF.

Είναι γεγονός πως η κρίση της Νοτιοανατολικής Ασίας μετρίασε τον ενθουσιασμό που προήλθε από τα οφέλη της ολοκλήρωσης της διεθνούς κεφαλαιαγοράς. Οι κρίσεις, όμως, που ακολούθησαν την ασιατική, όπως η νομισματική κρίση της Αργεντινής από το Δεκέμβριο του 2001 μέχρι τον Ιανουάριο του 2002, έφεραν στο προσκήνιο μία σειρά από προτάσεις σχετικά με την αντιμετώπιση των οικονομικών κρίσεων. Έχοντας ως βάση το μέσο επίτευξης, διακρίνουμε προτάσεις που σκοπεύουν σε ρυθμίσεις της διεθνούς κεφαλαιαγοράς (όπως ο φόρος Tobin), προτάσεις που επικεντρώνονται στην αγορά συναλλάγματος (προτάσεις Cooper, Williamson-Miller και Boughton), άλλες που δίνουν έμφαση στο ρόλο των θεσμών στο κέντρο ή στο ρόλο επιβλέποντος του συστήματος (όπως η

περίπτωση της δημιουργίας δανειστή έκτακτης ανάγκης και της διεθνούς εναρμόνισης και εποπτείας), καθώς και προτάσεις που αναφέρονται σε διακυβέρνηση, συνεργασία ή συντονισμό σε παγκόσμιο ή περιφερειακό επίπεδο (Chul and Yunjong, 2001). Ανεξάρτητα όμως από τα πλεονεκτήματα ή μειονεκτήματα της κάθε προσέγγισης, είναι αξιοσημείωτο πως οι διαδοχικές οικονομικές κρίσεις οδήγησαν σε μία συζήτηση για την ανάγκη αναμόρφωσης της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και του διεθνούς νομισματικού συστήματος έτσι ώστε να αποφευχθούν παρόμοιες δυσάρεστες εξελίξεις στο μέλλον.

3.3 Η κρίση της Αργεντινής

3.3.1 Το αδιέξοδο και η επιλογή της Αργεντινής

3.3.1.1 Η κατάσταση στις αρχές της δεκαετίας του 90'

Η Αργεντινή στις αρχές της δεκαετίας του 90' βρισκόταν σε οικονομικό αδιέξοδο. Για δεκαετίες η χώρα υπέφερε από υψηλό πληθωρισμό, από το 1975 έως το 1990 ο πληθωρισμός σε ελάχιστες περιπτώσεις έπεσε κάτω του 100%. Στο τέλος της δεκαετίας του 80' η κατάσταση είχε ξεφύγει από κάθε έλεγχο με τον πληθωρισμό να μετράται σε χιλιάδες τις εκατό (ο μέσος πληθωρισμός το 1990 ήταν 7.029,16%). Ουσιαστικά τα δημοσιονομικά ελλείμματα καλύπτονταν με την έκδοση νέου χρήματος, ενώ η οικονομία ήταν σχεδόν σε συνεχή ύφεση από τα μέσα της δεκαετίας του 70'. Το πραγματικό ΑΕΠ το 1990 ήταν 6% χαμηλότερο από το ΑΕΠ του 1974. Πολιτική αστάθεια και εκτεταμένη διαφθορά, συνέβαλλαν στη δημιουργία ενός φαύλου κύκλου και στην αποτυχία των όποιων προγραμμάτων εξυγίανσης και σταθεροποίησης (International Monetary Fund, 2003).

3.3.1.2 Η επιλογή της Αργεντινής

Στις αρχές της δεκαετίας του 90' είχε δημιουργηθεί η βεβαιότητα σε πολλούς ότι τα μαθήματα από τις κρίσεις της δεκαετίας του 70' και του 80' στις αναπτυσσόμενες οικονομίες είχαν πλέον αφομοιωθεί από τις κυβερνήσεις, τους επενδυτές και τους διεθνείς οργανισμούς. Το αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία μιας οικονομικής «συνταγής», η οποία θα βοηθούσε τις αναπτυσσόμενες οικονομίες να

ξεφύγουν από τον φαύλο κύκλο δημιουργίας ελλειμμάτων και χρέους, πληθωρισμού και τελικά χρεοκοπίας. Βασίζονταν στην προσδοκία δημιουργίας ενός ενάρετου οικονομικού κύκλου, σύμφωνα με τις απόψεις που επικρατούσαν εκείνη την εποχή στις ΗΠΑ για το ποια μορφή θα έπρεπε να έχει ένα πακέτο μεταρρυθμίσεων για αναπτυσσόμενες χώρες σε κρίση, το επονομαζόμενο Washington Consensus, το οποίο προϋπόθετε και είχε την στήριξη των διεθνών οργανισμών, ιδίως του ΔΝΤ (Williamson, 2002). Το πακέτο είχε ως κεντρικό άξονα την σύνδεση του εθνικού νομίσματος με ένα καλάθι ξένων νομισμάτων, σε συνδυασμό με μαζικές ιδιωτικοποιήσεις και απορύθμιση της αγοράς εργασίας. Η οικονομική θεωρία πίσω από αυτές τις προτάσεις ονομάστηκε αργότερα οικονομικός νεοφιλελευθερισμός.

Το 1991 η Αργεντινή ξεκίνησε την εφαρμογή μιας σειράς διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων με την υποστήριξη του ΔΝΤ σε μια προσπάθεια να αναστρέψει την πορεία της προς την χρεοκοπία. Κεντρικό σημείο της νέας προσπάθειας ήταν η δημιουργία του Currency Board (CB), δηλαδή η πρόσδεση του νέου peso με το δολάριο με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Το CB επιλέχθηκε ως όπλο εναντίον του πληθωρισμού, ενώ επιβάλλοντας δια νόμου την υποχρεωτική μετατρεψιμότητα του νέου peso με το δολάριο, αφαιρέθηκε ταυτόχρονα η δυνατότητα χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων με τη δημιουργία νέου χρήματος (Spiller and Tommasi, 2003).

Ταυτόχρονα ξεκίνησε ένα πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων με κύριους άξονες τις ιδιωτικοποιήσεις, την αναδιάρθρωση και τον εκσυγχρονισμό της δημόσιας διοίκησης (ιδίως των μηχανισμών συλλογής φόρων), την απελευθέρωση της αγοράς εργασίας, την απελευθέρωση του εμπορίου και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας. Θεωρήθηκε ότι η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία θα αποκαθιστούσε την εμπιστοσύνη των αγορών αυξάνοντας την εισροή επενδυτικών κεφαλαίων και επιτρέποντας τον διεθνή δανεισμό της χώρας (Reinhart and Rogoff, 2008).

Τα σταθεροποιητικά προγράμματα που βασίζονται στην πρόσδεση του εθνικού νομίσματος σε ένα διεθνές αποθεματικό νόμισμα π.χ. το δολάριο ή το ευρώ, και το άνοιγμα των χρηματοπιστωτικών αγορών θέτουν θεωρητικά σε κίνηση μία κυκλική μακροοικονομική διαδικασία (Frenkel, 2003). Η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία ενθαρρύνει την εισροή ξένων ιδιωτικών κεφαλαίων. Αυτή η αφθονία φτηνών σχετικά διεθνών κεφαλαίων είναι που κάνει άλλωστε δυνατή την επιτυχία αυτών των προγραμμάτων. Αρχικά αυξάνουν τα συναλλαγματικά αποθέματα και επιτυγχάνονται

υψηλοί ρυθμοί αύξησης της προσφοράς χρήματος και πιστωτικής επέκτασης. Η εγχώρια ζήτηση αυξάνει, ενώ ο πληθωρισμός μειώνεται. Οι επενδύσεις αυξάνουν, η ανεργία μειώνεται και καθώς συνδυάζονται με δημοσιονομική πειθαρχία η χώρα ξεφεύγει από τον φαύλο κύκλο δημιουργίας δημοσίου χρέους για την χρηματοδότηση της ανάπτυξης και των δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

3.3.2 Η πορεία της Αργεντινής προς τη χρεοκοπία

3.3.2.1 Τα πρώτα αποτελέσματα (περίοδος από 1991 έως 1997)

Τα πρώτα αποτελέσματα στην Αργεντινή από την εφαρμογή της πολιτικής του Washington Consensus ήταν θεαματικά. Ο πληθωρισμός τιθασεύτηκε και η ανάπτυξη ενισχύθηκε (Πίνακας 3.4). Αυτές οι αρχικές επιτυχίες του προγράμματος προσέλκυσαν ξένους επενδυτές και άνοιξαν τις πόρτες των διεθνών αγορών κεφαλαίου. Οι εισροές κεφαλαίων στην Αργεντινή ενισχύθηκαν (Πίνακας 3.4) και η πρόσβαση στο διεθνή δανεισμό έγινε πιο εύκολη. Μεταξύ 1992 και 1999 οι καθαρές κεφαλαιακές εισροές στην Αργεντινή έφτασαν τα \$100 δισεκατομμύρια. Τα spreads έναντι των αμερικανικών ομολόγων ήταν μικρότερα του μέσου όρου των spreads των αναδυόμενων οικονομιών. Στα μέσα της δεκαετίας η Αργεντινή θεωρείτο πλέον ως μοντέλο επιτυχούς παρέμβασης του ΔΝΤ και η αντοχή που επέδειξε στην Μεξικανική (1994) και την Ασιατική (1997) κρίση θεωρήθηκε ως απόδειξη της επιτυχίας των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της υιοθέτησης του CB (Mulraine, 2005).

Οι κυβερνήσεις της Αργεντινής εκμεταλλεύθηκαν αυτές τις εξελίξεις για να δανειστούν ώστε να καλύψουν τα συνεχιζόμενα δημοσιονομικά ελλείμματα. Την περίοδο από 1991 έως 1994 αυτά μειώθηκαν σημαντικά, αν και η βελτίωση βασίστηκε περισσότερο στην αύξηση των εσόδων παρά στην μείωση των δαπανών. Η καλή πορεία της οικονομίας επέτρεψε σε αυτό το διάστημα την βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών και την απορρόφηση σημαντικών χρεών που είχαν δημιουργηθεί το προηγούμενο χρονικό διάστημα, αλλά αναγνωρίστηκαν και προστέθηκαν στο δημόσιο χρέος. Στο παρελθόν τα ελλείμματα καλύπτονταν με την δημιουργία χρήματος που προκαλούσε υψηλό πληθωρισμό. Πλέον χρησιμοποιούνταν η έκδοση ομολογιών στις διεθνείς αγορές, μια πολιτική που πολλοί θεωρούσαν προτιμότερη καθώς οι αγορές μπορούσαν να επιβάλλουν την απαραίτητη δημοσιονομική πειθαρχία και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις θα έθεταν υπό έλεγχο

την δημοσιονομική κατάσταση. Αυτή η εξάρτηση από τον εξωτερικό δανεισμό, σε μεγάλο βαθμό βραχυχρόνιο και σε ξένο νόμισμα, αποδείχτηκε ως η σημαντική αδυναμία της όλης προσπάθειας.

Πίνακας 3.4: Αργεντινή: Βασικά Μακροοικονομικά μεγέθη

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ΑΕΠ (% μεταβολή, σε πραγματικές τιμές)	10,6	9,6	5,7	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,9	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9
Πληθωρισμός (%)	254,4	27,0	10,7	4,2	3,4	0,2	0,5	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	25,9
Ανεργία (%)	7,5	7,5	8,8	10,5	15,5	15,5	13,9	11,8	13,0	14,6	16,4	18,8
Έλλειμμα Γ.Κ. (% ΑΕΠ)		-0,4	0,1	-1,4	-3,2	-2,9	-2,1	-2,1	-4,2	-3,6	-6,2	-12,8
Πρωτογενές Πλεόνασμα Γ.Κ. (% ΑΕΠ)		1,3	1,5	0,1	-1,3	-0,7	0,3	0,5	-0,8	0,5	-1,4	0,3
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)	34,8	28,3	30,6	33,7	36,7	39,1	37,7	40,9	47,6	50,9	62,2	
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-0,2	-2,9	-3,4	-4,3	-2,0	-2,5	-4,2	-4,9	-4,2	-3,1	-1,7	3,1
REER	140,5	165,4	177,8	169,3	162,9	163,3	175,8	170,6	177,6	184,8	184,7	71,6
Καθαρές Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (\$ δις.)	0,2	7,6	20,4	11,4	5,0	11,7	16,8	19,0	14,9	8,8	-13,6	
Συναλλαγματικά Διαθέσιμα (\$ δις.)	6,2	10,2	14,0	14,6	14,5	18,3	22,3	24,8	26,3	25,1	14,6	10,5
Εξωτερικό Χρέος (% ΑΕΠ)	34,5	27,7	30,5	33,3	38,4	40,6	42,7	47,5	51,2	51,6	52,2	42,9

Γ.Κ.: Γενική Κυβέρνηση
REER: Real Effective Exchange Rate

Πηγή: IMF, Bloomberg, ECOWIN

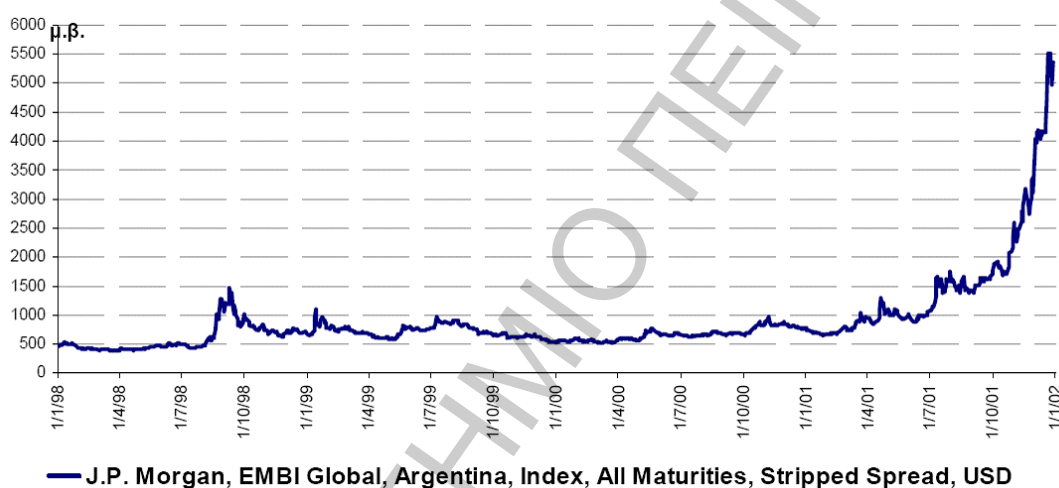
3.3.2.2 Η κρίση (περίοδος από 1998 έως 2001)

Στα τέλη της δεκαετίας του 90' υπήρξαν στην Αργεντινή μια σειρά από αρνητικές εξελίξεις: εξωτερικά χρηματοοικονομικά σοκ, πολιτική αστάθεια και πτώση των εξαγωγών, έφεραν στην επιφάνεια τις διαρθρωτικές αδυναμίες. Οι αρνητικοί εξωτερικοί παράγοντες περιελάμβαναν: τη στάση πληρωμών που κήρυξε η Ρωσία το 1998, η οποία είχε ως αποτέλεσμα την μείωση των κεφαλαιακών εισροών στις αναδυόμενες οικονομίες, τη μείωση της ζήτησης στη Βραζιλία κυριότερο εμπορικό εταίρο της Αργεντινής, την πτώση των διεθνών τιμών των πρώτων υλών και των αγροτικών προϊόντων (κύριων εξαγωγικών προϊόντων της Αργεντινής), την ενδυνάμωση του δολαρίου έναντι του ευρώ και την υποτίμηση κατά 70% του βραζιλιάνικου real στις αρχές του 1999. Η οικονομία εισήλθε σε μακροχρόνια ύφεση το 1999, η οποία φανέρωσε όλες τις συσσωρευμένες ανισορροπίες.

Η οικονομία της Αργεντινής είχε σημαντικά και διευρυνόμενα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών, ένα υπερτιμημένο νόμισμα και εξαιτίας του CB αδυναμία χρήσης επεκτατικής δημοσιονομικής ή και νομισματικής πολιτικής. Κάτω από αυτές τις συνθήκες η εμπιστοσύνη των διεθνών χρηματαγορών απέναντι στην Αργεντινή μειώθηκε ραγδαία περί τα τέλη του 1999, με αποτέλεσμα να αυξηθεί το επιτόκιο

δανεισμού εξαιτίας της αύξησης του κινδύνου χώρας. Αυτή η εξέλιξη αντανακλάται στην αύξηση του επιτοκίου σε σχέση με αυτό των ΗΠΑ, που θεωρείται μηδενικού κινδύνου. Από το 2000 λοιπόν και μετά το περιθώριο αυτό αυξανόταν συνεχώς, ξεπερνώντας τον Μάρτιο του 2001 τις 1.000 μονάδες βάσης, γεγονός που σήμαινε επιτόκιο δανεισμού 10 ποσοστιαίων μονάδων επιπλέον του επιτοκίου των ΗΠΑ (Διάγραμμα 3.4). Το επιτόκιο αυτό είναι πρακτικά απαγορευτικό για την αναζήτηση δανείων από τις διεθνείς αγορές. Η μόνη εναλλακτική δυνατότητα ήταν ο δανεισμός από το ΔΝΤ.

Διάγραμμα 3.5: Διαφορά επιτοκίων ομολόγων δημοσίου Αργεντινής-ΗΠΑ



Πηγή: IMF, Bloomberg, ECOWIN

Το ΔΝΤ στα τέλη του 2000 βρέθηκε μπροστά σε ένα δίλημμα. Ήταν η κρίση που αντιμετώπιζε η Αργεντινή κρίση ρευστότητας, άρα αρκούσε η παροχή δανείων από το ΔΝΤ μέχρι η ηρεμία να αποκατασταθεί στις αγορές και να μπορέσει η Αργεντινή να επιστρέψει σε αυτές ή το εξωτερικό χρέος ήταν πλέον μη διατηρήσιμο και άρα έπρεπε να παρθούν ριζικά μέτρα. Στα τελευταία περιλαμβάνονταν αναδιάρθρωση του χρέους ή υποτίμηση του νομίσματος ή και τα δύο. Το ΔΝΤ θεώρησε ότι ήταν τελικά κρίση ρευστότητας και επέλεξε να ανακοινώσει την παροχή ρευστότητας στη χώρα ύψους συνολικά 40 δισεκατομμυρίων δολαρίων (μαζί με κεφάλαια του ιδιωτικού τομέα και της Ισπανίας). Ταυτόχρονα απαίτησε αυστηρά μέτρα περιστολής των δημοσίων δαπανών προσδοκώντας ότι αυτό θα αποκαθιστούσε την εμπιστοσύνη των αγορών.

Η θεωρία και η θέση του ΔΝΤ ήταν ότι η δημοσιονομική πειθαρχία θα αύξανε την εμπιστοσύνη στην οικονομία της Αργεντινής και κατά συνέπεια το ζητούμενο ασφάλιστρο κινδύνου θα μειώνονταν, ρίχνοντας και τα επιτόκια δανεισμού. Έτσι θα γινόταν δυνατή η εκ νέου αύξηση των δημοσίων δαπανών, σπρώχνοντας την οικονομία έξω από την ύφεση. Τα χαμηλότερα επιτόκια και η αύξηση του ΑΕΠ θα επέτρεπαν έτσι τον ισοσκελισμό των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Οι κυβερνήσεις της Αργεντινής προσπάθησαν με μικρότερη ή μεγαλύτερη επιτυχία να εφαρμόσουν αυτή την πολιτική με την έγκριση του ΔΝΤ.

Ο ρόλος που έπαιξε το ΔΝΤ κατά την εξέλιξη της κρίσης αποτέλεσε αντικείμενο σκληρής κριτικής. Το ΔΝΤ λειτούργησε ως κατά συνθήκη εγγυητής ότι οι πολιτικές των κυβερνήσεων της Αργεντινής ήταν συνεπής με την διατήρηση του CB και ουσιαστικά με την χρηματοδότηση που παρείχε απλώς καθυστέρησε την εκδήλωση της κρίσης και μεγάλωσε το εύρος της. Οι πολιτικές του απέτυχαν. Οι αυξήσεις στους φόρους και οι περικοπές των δημοσίων δαπανών βάθυναν την ύφεση, ανατροφοδοτώντας την πτώση της εμπιστοσύνης και αποτρέποντας την πτώση των επιτοκίων (Sturzenegger, 2002).

Πολλοί θεωρούν ότι το τέλος στην Αργεντινή ήταν αναπόφευκτο και παρατάθηκε λόγω της στήριξης από το ΔΝΤ. Οποιαδήποτε προσπάθεια περιορισμού του ελλείμματος βαθαίνει την ύφεση και η απόπειρα τόνωσης της ανταγωνιστικότητας με τη μείωση μισθών οδηγεί σε πολύχρονο οδυνηρό και πολιτικά απαράδεκτο αποπληθωρισμό. Υποστηρίζεται ότι, μία αναδιάρθρωση του χρέους νωρίτερα ή και η εγκατάλειψη της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας με ταυτόχρονη υποτίμηση του νομίσματος θα μπορούσαν να έχουν σώσει την οικονομία της Αργεντινής, έστω και με υψηλό κόστος (Cetrangolo and Jiminez, 2004).

Ο δημοσιονομικός περιορισμός δεν ήταν λύση και ούτε οι επενδυτές τον είδαν ως τέτοια (Hausmann and Velasco, 2002). Χαρακτηριστικά αναφέρουν ότι όταν ο Υπουργός Οικονομικών D. Cavallo, στις 15 Ιουλίου 2001, ανακοίνωσε την πολιτική μηδενικών ελλειμμάτων κόβοντας μισθούς και συντάξεις κατά 13% τα spreads αυξήθηκαν θεαματικά. Η ανακοίνωση συνοδεύονταν από την παραδοχή ότι οι αγορές ήταν κλειστές για την Αργεντινή, κάτι που ενέτεινε τον πανικό στις διεθνείς αγορές. Οι αυξήσεις των ήδη υψηλών φορολογικών συντελεστών δεν οδήγησαν σε αύξηση των φορολογικών εσόδων, τόσο λόγω της συνεχιζόμενης ύφεσης, όσο και της αυξημένης παραοικονομίας. Επίσης, τα μέτρα του ΔΝΤ για δημοσιονομικό περιορισμό, ώστε να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των αγορών, ήταν

καταδικασμένα σε αποτυχία, καθώς βύθισαν την χώρα σε μεγαλύτερη ύφεση καθιστώντας αδύνατη τελικά την επίτευξη των δημοσιονομικών στόχων καθώς τα έσοδα κατέρρευσαν και φυσικά δεν αποκατέστησαν την εμπιστοσύνη των αγορών (Stiglitz, 2002).

3.3.2.3 Η χρεοκοπία της Αργεντινής (2001)

Η εξέλιξη των γεγονότων το 2001 ήταν ραγδαία. Η αποτυχία του προγράμματος του ΔΝΤ να αποκαταστήσει την εμπιστοσύνη των αγορών έγινε προφανής, καθώς η Αργεντινή δεν μπορούσε να δανειστεί στις διεθνείς αγορές. Τον Ιανουάριο του 2001 ανακοινώθηκε η μετατροπή των όρων της συμφωνίας με το ΔΝΤ, αλλά η όποια ευνοϊκή επίδραση στα περιθώρια δανεισμού ήταν σύντομη, καθώς έγινε φανερό ότι δεν υπήρχε επαρκής πολιτική υποστήριξη στα απαραίτητα μέτρα που έπρεπε να ληφθούν και οι στόχοι του προγράμματος ήταν αδύνατο να επιτευχθούν. Μια σειρά από μέτρα και πολιτικές που εξαγγέλθηκαν τους επόμενους μήνες ήταν αντιφατικά και εκλήφθηκαν από τις αγορές ως κινήσεις απελπισίας και έτσι και αλλιώς ανεφάρμοστα (International Monetary Fund, 2004). Οι πολιτικές που ακολουθούσαν οι κυβερνήσεις κλόνισαν περαιτέρω την εμπιστοσύνη όλων στην ικανότητα της οικονομίας να εξέλθει από την ύφεση και της κυβέρνησης να περιορίσει τα ελλείμματα. Δύο αναδιαρθρώσεις του δημοσίου χρέους δεν κατάφεραν να ελαφρύνουν τις πιέσεις, καθώς τα έσοδα εξακολουθούσαν να καταρρέουν και οι δημοσιονομικοί στόχοι να μην επιτυγχάνονται.

Το Νοέμβριο 2001 η κυβέρνηση ανακοίνωσε ότι δεν μπορούσε να εκπληρώσει τις απαιτήσεις του ΔΝΤ, σε σχέση με τον περιορισμό του δημοσιονομικού ελλείμματος της χώρας και το ΔΝΤ αρνήθηκε να «εμβάσει» ένα προγραμματισμένο δάνειο, ύψους 1,25 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Ακολούθησε ταχεία και μαζική φυγή κεφαλαίων από την χώρα, τεράστια κρίση στον τραπεζικό τομέα καθώς οι καταθέτες έσπευδαν να μετατρέψουν τις καταθέσεις τους από peso σε δολάρια ή και να τις αποσύρουν και πάγωμα (περιορισμοί στις αναλήψεις) των καταθέσεων. Ακολούθησε τεράστια κοινωνική ένταση (γενικές απεργίες, βίαιες διαδηλώσεις, εναλλαγές κυβερνήσεων) για να καταλήξουμε στην ανακοίνωση της χρεοκοπίας τον Δεκέμβριο του 2001. Η χρεοκοπία της Αργεντινής ήταν και παραμένει η μεγαλύτερη κρατική χρεοκοπία στη σύγχρονη ιστορία.

Τον Ιανουάριο του 2002 αποφασίστηκε η εγκατάλειψη του CB και η

υποτίμηση του peso κατά 28%. Παρόλα αυτά ο πανικός που ακολούθησε στην αγορά συναλλάγματος οδήγησε τελικά το peso στα τέλη του 2002 σε μια ισοτιμία 1:3,4 με το δολάριο. Ταυτόχρονα ελήφθησαν μέτρα αναγκαστικής μετατροπής των δολαριακών λογαριασμών και δανείων σε peso, μέτρα παγώματος των καταθέσεων με επιβολή περιορισμών στις αναλήψεις.

Οι μακροοικονομικές συνέπειες ήταν δραματικές με το ΑΕΠ να υποχωρεί κατά 11%, τον πληθωρισμό να αναζωπυρώνεται και την ανεργία να αγγίζει το 20%. Η υποτίμηση του νομίσματος είχε ως αποτέλεσμα τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και οι εξαγωγές αυξήθηκαν τα επόμενα χρόνια βοηθούμενες και από την διεθνή οικονομική ανάκαμψη και την αύξηση των διεθνών τιμών των εξαγωγικών προϊόντων της Αργεντινής. Μέχρι σήμερα η Αργεντινή εξακολουθεί να εξυπηρετεί μόνο το χρέος προς διεθνείς οργανισμούς (ΔΝΤ, Παγκόσμια Τράπεζα) και μέρος του εσωτερικού χρέους (σε νέα υποτιμημένα peso), ενώ ταυτόχρονα προσπαθεί να προωθήσει μια αναδιάρθρωση του υπόλοιπου χρέους ώστε να επανακτήσει πρόσβαση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές (Hornbeck, 2004)

3.3.3 Οι αδυναμίες της Αργεντινής που οδήγησαν στην κρίση και τη χρεοκοπία

Οι αιτίες που οδήγησαν στην κατάρρευση της οικονομίας της Αργεντινής είναι αλληλένδετες και αλληλοενισχυόμενες. Ο ενάρτετος κύκλος στον οποίο είχε εισέλθει η οικονομία έκρυβε ταυτόχρονα και τους σπόρους της καταστροφής, καθώς οι αρχικές επιτυχίες βοήθησαν στο να αναβληθούν οι απαραίτητες μεταβολές που θα βοηθούσαν την οικονομία να αντεπεξέλθει στις δυσκολίες που ανέκυψαν. Στα πλαίσια του ενάρτετου κύκλου, που περιγράφηκε νωρίτερα, ενώ η εσωτερική ζήτηση ενισχύεται, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ανατιμάται και μειώνεται η ανταγωνιστικότητα. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ιδίως το εμπορικό) χειροτερεύει τόσο λόγω της ανατιμημένης πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας αλλά και της αύξησης της εσωτερικής ζήτησης. Οι ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης αυξάνουν και το εξωτερικό χρέος συσσωρεύεται. Αυτό σημαίνει ότι η οικονομία γίνεται όλο και πιο ευάλωτη σε εξωγενή χρηματοοικονομικά σοκ, τα οποία μπορούν να αναστρέψουν την αναπτυξιακή πορεία (Hanke and Schuler, 1999).

Η χρεοκοπία ήρθε ως αποτέλεσμα των μακροχρόνιων αδυναμιών της οικονομίας οι οποίες έκαναν αδύνατη την αντιμετώπιση της ύφεσης. Οι αναλύσεις για την κρίση της Αργεντινής αναγνωρίζουν και επικεντρώνονται σε συγκεκριμένους

παράγοντες που οδήγησαν στην κρίση: η μη ολοκλήρωση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, η δυναμική του δημοσίου χρέους και το ανελαστικό συναλλαγματικό καθεστώς. Σε αυτούς θα πρέπει να προστεθεί και η πολιτική αστάθεια κατά τα κρίσιμα έτη από 1999 έως 2001 και η έλλειψη ισχυρής πολιτικής ηγεσίας. Μια συλλογική μελέτη της Παγκόσμιας Τράπεζας θεωρεί ότι ήταν ο συνδυασμός των διαρθρωτικών αδυναμιών της οικονομίας που την έκανε τόσο ευάλωτη σε εξωγενή σοκ (Perry and Servin, 2002).

3.3.3.1 Απουσία διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων

Οι σχεδιαζόμενες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που ήταν ιδιαίτερες κρίσιμες για την διατήρηση/βελτίωση της ανταγωνιστικότητας δεν ολοκληρώθηκαν ποτέ. Η απουσία ισχυρής πολιτικής βούλησης μπροστά στο υψηλό κόστος αυτών των πολιτικών και η ισχυρή αντίσταση της κοινωνίας στις αλλαγές που επιχειρήθηκαν κατέληξαν σε στασιμότητα για το πρόγραμμα των μεταρρυθμίσεων. Η κρίση της Αργεντινής ανέδειξε την ανάγκη για τη δημιουργία οικονομικών και πολιτικών οργανισμών ικανών να πάρουν δύσκολες πολιτικές αποφάσεις και να αναλάβουν έγκαιρα τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις, καθώς επίσης να είναι ικανοί να λειτουργούν αντικυκλικά (Perry and Servin, 2002).

Οι ακαμψίες στην αγορά εργασίας εμπόδιζαν την προσαρμογή των πραγματικών μισθών κατά την εξέλιξη της ύφεσης και οδήγησαν σε αύξηση της ανεργίας που με τη σειρά της βάθυνε την κρίση. Η δημοσιονομική πολιτική συνέχισε να είναι ανεπαρκής και το δημόσιο χρέος αυξάνονταν σταθερά, με τον εκλογικό κύκλο να αποδεικνύεται ιδιαίτερα σημαντικός.

Το ασφαλιστικό σύστημα παρέμεινε πηγή προβλημάτων και διευρυμένων δαπανών. Ήταν και παρέμεινε σημαντικά υποχρηματοδοτούμενο, καθώς η αναλογία εργαζομένων προς συνταξιούχους είχε μειωθεί στο 1,3:1 και ταυτόχρονα τα έξοδα αυξήθηκαν κατά τη διάρκεια μεταρρύθμισης του συστήματος. Το 1994 ως μέρος της ιδιωτικοποίησης του συστήματος το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων μεταβιβάστηκε στον ιδιωτικό χρηματοοικονομικό τομέα ενώ το μεγαλύτερο μέρος των δαπανών παρέμεινε στο δημόσιο. Ταυτόχρονα σε μια προσπάθεια να τονωθεί η ανταγωνιστικότητα η κυβέρνηση μείωσε τις εργοδοτικές εισφορές.

Το τραπεζικό σύστημα παρότι εκσυγχρονίστηκε τη δεκαετία του 90', (αναδιαρθρώθηκε και ενισχύθηκε ιδίως μετά την κρίση του 1995), παρέμεινε ευάλωτο σε τρεις κυρίως κινδύνους:

- χαμηλή κερδοφορία, που το καθιστούσε ευάλωτο σε περίπτωση ύφεσης
- συναλλαγματικό κίνδυνο εξαιτίας της εκτεταμένης δολαριοποίησης, (επιχειρήσεις και νοικοκυριά βασισμένα σε εισοδήματα σε peso δανείζονταν σε δολάρια όπου σε περίπτωση υποτίμησης τα αποτελέσματα θα ήταν καταστροφικά).
- 20% του ενεργητικού ήταν κρατικές ομολογίες, ενώ οι κρατικές τράπεζες αντιπροσώπευαν το 1/3 του συστήματος αλλά είχαν το 50% των NPL12 (σε περίπτωση δυσκολιών αποπληρωμής του δημοσίου χρέους οι κίνδυνοι για το τραπεζικό σύστημα ήταν εκτεταμένοι).

3.3.3.2 Η δυναμική του δημοσίου χρέους

Η ανεξέλεγκτη αύξηση της δημόσιας δαπάνης στην Αργεντινή εκλαμβάνεται από την κύρια «επίσημη» γραμμή σκέψης ως η κύρια αιτία για τη συσσώρευση δημοσίου χρέους, την κρίση και την χρεοκοπία (Mussa, 2002). Το ύψος του δημοσίου χρέους έκανε αδύνατη την χρήση επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής για την έξοδο από την ύφεση. Την περίοδο από 1993 έως 2001 παρά τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης αυτό διπλασιάστηκε ως ποσοστό του ΑΕΠ, φτάνοντας το 2001 πάνω από το 60%. Η Αργεντινή συνέχισε να έχει υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα τα οποία χειροτέρεψαν με την έλευση της ύφεσης το 1999 (Πίνακας 3.4). Η αδυναμία να τεθούν υπό έλεγχο το χρέος και τα ελλείμματα κατά την διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης σημαίνει ότι η ύφεση απλώς βοήθησε να ενταθούν τα προβλήματα και να τονιστεί η μη διατηρησιμότητα του δημοσίου χρέους. Η ύπαρξη του CB σήμαινε ότι οι κυβερνήσεις δανείζονταν μεγάλα ποσά από τις αγορές σε σκληρό νόμισμα. Το κόστος εξυπηρέτησης αυτών των δανείων σύντομα έγινε δυσβάσταχτο υπό την ύφεση που ξεκίνησε το 1999 και την άνοδο των επιτοκίων.

Σίγουρα τα δημοσιονομικά επιβαρύνθηκαν από την πτώση των εσόδων εξαιτίας της κρίσης και την αύξηση του κόστους των κοινωνικών προγραμμάτων αλλά η ύπαρξη ελλειμμάτων και στα προ της ύφεσης χρόνια υποδεικνύει την κακή δημοσιονομική διαχείριση ως κύριο υπαίτιο. Σύμφωνα με το ΔΝΤ τρία ήταν τα κυριότερα προβλήματα της δημοσιονομικής διαχείρισης:

1. η χρήση δανεισμού για πραγματοποίηση δαπανών εκτός προϋπολογισμού, που δικαιολογεί και την αύξηση του δανεισμού περισσότερο από ότι δικαιολογούσαν τα ανακοινωθέντα ελλείμματα,
2. οι ανάγκες χρηματοδότησης του ασφαλιστικού συστήματος
3. και ο ομοσπονδιακός χαρακτήρας της Αργεντινής που έκανε πιο περίπλοκη την καταγραφή της δημοσιονομικής κατάστασης.

Σύμφωνα με υπολογισμούς, το μέσο έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης την περίοδο από 1998 έως 2001 ήταν 11,5 δισεκατομμύρια δολάρια, υψηλότερο κατά 7,1 δισεκατομμύρια δολάρια από το έλλειμμα του 1994 (Damill et al., 2005). Η διαφορά δημιουργήθηκε από αυξημένες κατά 6,8 δισεκατομμύρια δολάρια πληρωμές για τόκους, 4,9 δισεκατομμύρια δολάρια πληρωμές για το ασφαλιστικό σύστημα και μόνο 0,6 δισεκατομμύρια δολάρια από αυξήσεις στα ελλείμματα των περιφερειακών κυβερνήσεων. Η αύξηση των πρωτογενών πλεονασμάτων κατά 5,1 δισεκατομμύρια δολάρια δεν αρκούσε για να αντισταθμίσει αυτές τις αυξήσεις.

Οι αρχές της Αργεντινής ευθύνονται για το γεγονός ότι η δημοσιονομική προσαρμογή ήταν πολύ μικρή και έγινε πολύ αργά, ενώ έπρεπε να επιχειρηθεί κατά τα χρόνια της υψηλής ανάπτυξης (Perry and Servin, 2002). Για το ΔΝΤ η αδυναμία της δημοσιονομικής πολιτικής ευθύνεται για την κρίση καθώς αν οι αρχές της Αργεντινής είχαν δημιουργήσει πλεονάσματα τα «καλά» χρόνια δεν θα βρίσκονταν στην ανάγκη να περιορίσει την δημοσιονομική επέκταση όταν ταυτόχρονα μειώνονταν η οικονομική δραστηριότητα. Σημαντικό ρόλο έπαιξε επίσης η πολιτική διαφθορά, οι θεσμικές αδυναμίες και η δομή του φοροσυλλεκτικού μηχανισμού που ευνοούσε τη φοροδιαφυγή.

Επίσης, η Αργεντινή έπεσε θύμα των αυξημένων επιτοκίων δανεισμού περισσότερο λόγω της κακής διαχείρισης της Ασιατικής κρίσης παρά εξαιτίας δικών της λαθών (Stiglitz, 2002). Η χώρα βρέθηκε σε ένα «debt spiral» καθώς το υψηλό χρέος του παρελθόντος ήταν διαχειρίσιμο ώσπου τα επιτόκια και άρα το κόστος εξυπηρέτησής του αυξήθηκε λόγω εξωγενών παραγόντων. Τα υψηλότερα ελλείμματα σε συνδυασμό με το υπερτιμημένο νόμισμα οδήγησαν σε υψηλότερα επιτόκια και ο φαύλος κύκλος συνεχίστηκε ως την κατάρρευση (Weisbrot and Baker, 2002). Επίσης, τα δημοσιονομικά προβλήματα ήταν αποτέλεσμα της ύφεσης και όχι κακοδιαχείρισης (Hausmann and Velasco, 2002). Μία άλλη άποψη είναι ότι η σωρευτική επίδραση της αύξησης των επιτοκίων δανεισμού, που προκλήθηκε κυρίως από την αύξηση του ασφάλιστρου κινδύνου της χώρας εξαιτίας της ασιατικής και ρωσικής κρίσης, ήταν η

κύρια αιτία της δυναμικής του δημοσίου χρέους στα τέλη της δεκαετίας του 90' και όχι μια εξωγενής λανθασμένη δημοσιονομική πολιτική. Τα δημοσιονομικά ελλείμματα αυξήθηκαν παρά την σημαντική άνοδο στα πρωτογενή πλεονάσματα (Damill et al., 2005).

3.3.3.3 Ανελαστική συναλλαγματική ισοτιμία

Το CB έκανε αδύνατη τη νομισματική επέκταση ακόμα και σε περιπτώσεις σοβαρής ύφεσης, καθώς η όποια έκδοση νέου χρήματος έπρεπε να καλύπτεται από συναλλαγματικά διαθέσιμα σε δολάρια. Αυτό είχε ευνοϊκή επίδραση στην συγκράτηση του πληθωρισμού αλλά απαιτούσε μεγάλη δημοσιονομική πειθαρχία.

Την ίδια στιγμή η οικονομία δεν μπορούσε να βασιστεί σε αύξηση των εξαγωγών για να βγει από την ύφεση. Το CB αφαιρούσε την δυνατότητα υποτίμησης του νομίσματος ώστε να τονωθούν οι εξαγωγές. Η μη δυνατότητα υποτίμησης του νομίσματος έπληξε το εξωτερικό εμπόριο καθώς οι ανταγωνιστές της αποκτούσαν πλεονέκτημα. Η πτώση των εξαγωγών ήταν αποτέλεσμα της μείωσης των τιμών των εξαγωγικών προϊόντων στις διεθνείς αγορές, της μείωσης της ζήτησης εξαιτίας της Βραζιλιάνικης κρίσης (1998) (κυριότερου εμπορικού εταίρου της χώρας), και της μείωσης της ανταγωνιστικότητας λόγω υποτίμησης του βραζιλιάνικου real και ανατίμησης του δολαρίου. Η πρόσδεση του peso στο δολάριο κατέληξε στην υπερτίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του peso έναντι των εμπορικών του εταίρων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την απώλεια ανταγωνιστικότητας, την πτώση των εξαγωγών και την χειροτέρευση του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών το οποίο έπρεπε να χρηματοδοτηθεί με εξωτερικό δανεισμό. Οι Perry & Servin (2002) θεωρούν κρίσιμο το ρόλο της σταθερής ισοτιμίας, ιδίως σε συνδυασμό με την μη προώθηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων (Perry and Servin, 2002). Το peso ήταν υπερτιμημένο κατά 55% το 2001. Καθώς η ονομαστική ισοτιμία ήταν σταθερή, η ανταγωνιστικότητα μπορούσε να αποκατασταθεί μόνο αν οι τιμές και οι μισθοί έπεφταν. Οι τιμές έπεσαν αλλά όχι αρκετά, ενώ οι ακαμψίες στην αγορά εργασίας εμπόδισαν την πτώση των μισθών. Παρόλα αυτά μεγαλύτερος αποπληθωρισμός ήταν ουσιαστικά αδύνατος καθώς θα οδηγούσε σε μεγαλύτερη ύφεση. Έπρεπε να εγκαταλειφθεί το CB νωρίτερα και πιο οργανωμένα και να μην αναβληθεί η αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους. Υπεύθυνο θεωρήθηκε επίσης το

CB, καθώς βοηθούσε μόνο στην επίτευξη χαμηλού πληθωρισμού αγνοώντας όμως την ανάπτυξη (Stiglitz, 2002).

Η σύνθεση του δημοσίου χρέους είναι ένας από τους λόγους που η εγκατάλειψη του CB θεωρούνταν αδιανόητη. Το μεγαλύτερο μέρος του χρέους ήταν σε ξένο νόμισμα, κάτι που σημαίνει ότι σε περίπτωση εγκατάλειψης του CB και υποτίμησης του peso ενώ τα έσοδα της κυβέρνησης θα ήταν στο νέο υποτιμημένο νόμισμα οι πληρωμές του χρέους θα εξακολουθούσαν να είναι σε ξένο νόμισμα κάτι που θα προκαλούσε την εκτόξευση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους. Αυτό το υψηλό κόστος ήταν και η κύρια αιτία για την καθυστέρηση της κυβέρνησης να αποφασίσει την εγκατάλειψη του CB (Gurtner, 2004).

Οι αναλύσεις υποδεικνύουν ότι η πρόσδεση έπρεπε να διατηρηθεί μόνο για ένα χρονικό διάστημα ώστε να τιθασευτεί ο πληθωρισμός, έπειτα το καθεστώς έπρεπε να είναι πιο ευέλικτο. Ενδεχομένως λοιπόν, εάν η αρχική σταθερή ισοτιμία με το δολάριο είχε αντικατασταθεί, πριν το 1998, με έναν μηχανισμό ευέλικτης συναλλαγματικής ισοτιμίας, η κρίση θα ήταν λιγότερο καταστροφική. Όμως η εγκατάλειψη της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας θα μπορούσε να συμβεί μόνο σε περίοδο ηρεμίας και όχι σε περίοδο κρίσης αφού θα οδηγούσε αναπόφευκτα σε χρεοκοπία (Hanke and Schuler, 2002).

Το 2001 χαλάρωσε το CB, καθώς δημιουργήθηκε ένας συναλλαγματικός μηχανισμός όπου το peso συνδέθηκε με ένα καλάθι νομισμάτων, το οποίο περιελάμβανε το ευρώ και το δολάριο, κατ' αρχήν για τις διεθνείς συναλλαγές της χώρας. Αυτό πρακτικά σήμαινε μια μικρή υποτίμηση του peso. Τα αποτελέσματα ήταν πενιχρά καθώς σύντομα η χώρα χτυπήθηκε και από την παγκόσμια ύφεση που ακολούθησε την κατάρρευση των τεχνολογικών μετοχών και την τρομοκρατική επίθεση στις ΗΠΑ το Σεπτέμβριο του 2001. Ο ίδιος ο μηχανισμός ήταν πολύπλοκος και θεωρήθηκε ως σχεδιασμένος λάθος από την αρχή. Η παραοικονομία αυξήθηκε καθώς η εμπιστοσύνη στο νόμισμα κατέρρεε.

Στην ουσία η οικονομία είχε εισέλθει σε ένα φαύλο κύκλο. Η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία σημαίνει ότι η ανταγωνιστικότητα μπορούσε να αυξηθεί μόνο με εσωτερική υποτίμηση. Η ακαμψία τιμών και μισθών όμως εμπόδιζε μια τέτοια εξέλιξη. Ο αποπληθωρισμός που απαιτούνταν είχε τεράστιο κόστος με τη μορφή της αύξησης της ανεργίας. Σύμφωνα με ορισμένους, αν το οικονομικό σύστημα ήταν πιο ευέλικτο, ιδίως η αγορά εργασίας, η οικονομία θα μπορούσε να αντεπεξέλθει στα προβλήματα που δημιουργούσε η σταθερή συναλλαγματική

οικονομία. Έτσι η αύξηση του λόγου χρέος προς ΑΕΠ οδηγούσε σε περαιτέρω αύξηση των spread και του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους δυσχεραίνοντας την οικονομική ανάκαμψη.

3.4 Η οικονομική κρίση του 2008

3.4.1 Η Διαδικασία της Κρίσης

Η κρίση που διανύουμε ξεκίνησε με μια περίοδο αυξημένων συναλλαγών, που προκάλεσαν το σπάσιμο της κερδοσκοπικής φούσκας. Από την εποχή της "μανίας της ολλανδικής τουλίπας", στις αρχές του 17ου αιώνα, τέτοιες κρίσεις κερδοσκοπίας ακολουθούν πάντα την ίδια πορεία. Αρχικά, η προσδοκώμενη αξία ενός συγκεκριμένου προϊόντος αυξάνει συνεχώς, τροφοδοτώντας ακόμα περισσότερο τη ζήτηση γι' αυτό, επειδή όλοι θέλουν να συμμετέχουν στην συνεχόμενη αύξηση της αξίας. Ο κόσμος χρησιμοποιεί ίδια κεφάλαια και στη συνέχεια παίρνει και δάνεια, ώστε να αποκτήσει το αντικείμενο της κερδοσκοπίας. Οι τιμές ανεβαίνουν ακόμη πιο ψηλά, εξαιτίας της αυξημένης ζήτησης, και οδηγούν σε ακόμη μεγαλύτερη αύξηση της ζήτησης.

Κάποια στιγμή, όμως, η αυξητική τάση εξαντλείται. Γίνεται πιο δύσκολο να βρεθούν νέοι αγοραστές και οι αρχικοί επενδυτές θέλουν να πουλήσουν, ώστε να εξαργυρώσουν τα κέρδη τους. Τότε, η τιμή του αντικείμενου της κερδοσκοπίας αρχίζει να πέφτει. Τώρα όλοι θέλουν να εξέλθουν από την αγορά προκειμένου να αποφύγουν τις ζημιές, πράγμα που οδηγεί σε μεγαλύτερη πτώση της τιμής του αντικείμενου. Όσοι μπήκαν αργά στο κερδοσκοπικό παιχνίδι και αγόρασαν σε υψηλές τιμές τώρα υπόκεινται μεγάλες ζημιές. Από τη στιγμή που αυτές οι ζημιές συνδυάζονται με μια γενική υποχώρηση της ζήτησης, αυτή η κερδοσκοπική κρίση μπορεί να επηρεάσει το σύνολο της οικονομίας.

3.4.2 Η Πορεία προς την Κρίση

Τα αίτια της κρίσης έχουν τη ρίζα τους στην πολιτική της απορρύθμισης που ακολουθήθηκε κατά την τελευταία δεκαετία περίπου, καθώς επίσης και στη ραγδαία αύξηση της πιστωτικής επέκτασης τα πρώτα πέντε χρόνια μετά το 2000. Μέσα σε αυτή την περίοδο δημιουργήθηκαν πολύπλοκα χρηματοοικονομικά προϊόντα από τις

εταιρίες, τα οποία σε συνδυασμό με την χορήγηση δανείων από τις τράπεζες σε αναξιόπιστους δανειολήπτες, οδήγησαν σε μια κατάσταση όπου ούτε οι τράπεζες αλλά ούτε και οι διεθνείς οίκοι πιστοληπτικής ικανότητας (Moody's, Standard & Poor's κτλ.) μπορούσαν να αξιολογήσουν ορθά τον κίνδυνο. Στη συνέχεια, οι τράπεζες, μέσα από τα πολύπλοκα χρηματοοικονομικά προϊόντα άρχισαν να μετακυλούν το ρίσκο από τις ίδιες στους επενδυτές.

Αυτός ο ανεξέλεγκτος δανεισμός με το συγκεκριμένο τρόπο που έγινε, οδήγησε στη δημιουργία ενός μεγάλου αριθμού στεγαστικών δανείων υψηλού ρίσκου (subprime mortgages) στις ΗΠΑ. Η κρίση που ξέσπασε με τα στεγαστικά δάνεια υψηλού ρίσκου οδήγησε σε κρίση ρευστότητας και στην έλλειψη εμπιστοσύνης από τους επενδυτές προς τις τράπεζες αλλά και μεταξύ των ίδιων των τραπεζών. Το Σεπτέμβριο του 2008 η κρίση επεκτάθηκε περισσότερο καθώς τα χρηματιστήρια παγκοσμίως κατέρρευσαν και μπήκαν σε μια περίοδο μεγάλων διακυμάνσεων καθώς ένας σημαντικός αριθμός τραπεζών, επενδυτικών εταιριών και εταιριών παραχώρησης στεγαστικών δανείων (mortgage lenders) χρεοκόπησαν μέσα σε λίγες βδομάδες.

Δάνεια για ακίνητα διαφορετικής ποιότητας ενσωματώθηκαν σε ένα τίτλο, με ένα σχετικά περίπλοκο τρόπο, για να λειτουργήσουν σαν ενέχυρα για τίτλους που βαπτίστηκαν με εύχητα ονόματα, όπως "ενεχυροποιημένες υποχρεώσεις του χρέους". Έπειτα, αυτά πουλήθηκαν επιτυχημένα σε άλλες τράπεζες και διαφόρων ειδών ταμεία. Τέτοιοι τίτλοι πρόσφεραν υψηλή απόδοση, από τη μία πλευρά (από τη στιγμή που οι αγοραστές ακινήτων πλήρωναν τόσο υψηλά επιτόκια) και έμοιαζαν, από την άλλη, να αποτελούν σχετικά ασφαλή επένδυση, μιας και καλύπτονταν από ακίνητη περιουσία. Προκειμένου να κρατηθούν αυτές οι συναλλαγές εκτός των βιβλίων των τραπεζών-αγοραστών κι έτσι να προστατέψουν τα ίδια κεφάλαιά τους, επινοήθηκαν τα αποκαλούμενα "Δομημένα Επενδυτικά Σχήματα", που δρούσαν σαν ξένες επιχορηγήσεις. Αναχρηματοδότησαν το κόστος αυτών των επενδύσεων με μικρής διάρκειας τίτλους, με πολύ χαμηλότερο επιτόκιο από τους κερδοσκοπικούς, υποθηκευμένους έναντι δανείων, τίτλους.

Με την άνοδο των επιτοκίων στις ΗΠΑ μέσα στο 2006, η αύξηση της τιμής των ακινήτων επιβραδύνθηκε, αλλά το βάρος των επιτοκίων των δανείων αυξήθηκε, μιας και στις περισσότερες περιπτώσεις τα κυμαινόμενα επιτόκια είχαν γίνει αναγκαστική συνθήκη. Είναι αξιοσημείωτο πως στον τομέα των "μη προνομιακών" δανείων, όπου τα επιτόκια ήταν ήδη υψηλά, ο αριθμός των κατασχέσεων αυξανόταν

σημαντικά. Σαν αποτέλεσμα, αυξανόταν ο αριθμός των πλειστηριασμών, γεγονός που υπονόμει περαιτέρω τις πραγματικές τιμές των ακινήτων. Με την αυξανόμενη αδυναμία των αγοραστών ακινήτων, τα έσοδα από τοκοχρεολύσια που στηρίζονταν σε αυτό το "μη προνομιακό" δανεισμό ακινήτων να μειώνονται, και με τις πτωτικές τιμές στην αγορά ακινήτων οι υποθήκες αυτών των τίτλων να εξαφανίζονται, και η τιμή τους έπεσε. Αυτό ανάγκασε τις τράπεζες και τα ταμεία που είχαν αγοράσει τέτοιους τίτλους να προχωρήσουν επανειλημμένα σε "διορθώσεις της αξίας" των ισοζυγίων τους, μία διαδικασία που πιθανόν ακόμα δεν έχει φτάσει στο τέλος της.

3.4.3 Τα αίτια της Κρίσης

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, πέντε είναι οι παράγοντες που μπορούν να οδηγήσουν σε ουσιαστική επιδείνωση της αντίστροφης επιλογής (adverse selection) και του ηθικού κινδύνου στις χρηματοοικονομικές αγορές, με αποτέλεσμα την εκδήλωση κρίσεων. Με την επίδραση αυτών των παραγόντων η οικονομία χάνει την ισορροπία της, καθώς οι αγορές χάνουν την αποτελεσματικότητά τους στη μεταφορά κεφαλαίων προς τις καλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες. Οι παράγοντες αυτοί είναι:

- *Αύξηση των επιτοκίων*: Μία αύξηση των επιτοκίων οδηγεί στη μείωση των δανειακών κεφαλαίων, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε πτώση των επενδύσεων αλλά και της γενικής οικονομικής δραστηριότητας. Ο Mankiw (1986) αποδεικνύει την ύπαρξη αυτής της αρνητικής σχέσης μεταξύ επιτοκίων και ύψους δανειακών κεφαλαίων (Mankiw, 1986).
- *Μείωση των τιμών των μετοχών*: Μία μείωση των τιμών των μετοχών οδηγεί στη μείωση της καθαρής αξίας των επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα την απροθυμία των δανειστών για παροχή κεφαλαίων. Η απροθυμία αυτή είναι ικανή να έχει ως αποτέλεσμα ακόμα και την πτώση της γενικής οικονομικής δραστηριότητας (Greenwald et al., 1988, Bernanke and Gertler, 1989, Calomiris and Hubbard, 1990).
- *Αύξηση της αβεβαιότητας*: Η αύξηση της αβεβαιότητας μειώνει την ικανότητα των δανειστών να εντοπίσουν τις ορθές επενδυτικές επιλογές, με αποτέλεσμα την μείωση των δανειοδοτούμενων κεφαλαίων, των επενδύσεων αλλά και της οικονομικής δραστηριότητας.
- *Τραπεζικοί Πανικοί (Bank panics)*: Η αποτυχία ορισμένων τραπεζών, η οποία οφείλεται σε προβλήματα Ασύμμετρης Πληροφόρησης, στην

αποτελεσματική και αποδοτική διοχέτευση των δανειακών κεφαλαίων από τις πλεονάζουσες στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες αποτελεί την αφετηρία των τραπεζικών πανικών. Οι πλεονάζουσες μονάδες αποσύρουν τις καταθέσεις τους, με αποτέλεσμα τη μείωση των διαθέσιμων δανειακών κεφαλαίων, τη μείωση των επενδύσεων και τη γενικότερη μείωση της οικονομικής δραστηριότητας.

- *Μη αναμενόμενη πτώση του επιπέδου των τιμών*: Η πτώση του επιπέδου των τιμών οδηγεί σε μείωση της καθαρής αξίας των επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα την απροθυμία των δανειστών για παροχή κεφαλαίων. Η απροθυμία αυτή είναι ικανή να έχει ως αποτέλεσμα ακόμα και την πτώση της γενικής οικονομικής δραστηριότητας.

Όσον αφορά στην κρίση του 2008, αυτή προέκυψε μετά το ξέσπασμα των προβλημάτων στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης και την αλόγιστη χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων που εξαρτιόνταν άμεσα από τη δυνατότητα αποπληρωμής των δανείων από τα οποία παράγονταν. Η προσπάθεια απομάκρυνσης του πιστωτικού και επιτοκιακού κινδύνου από τις τράπεζες, η μετατροπή στάσιμων κεφαλαίων σε εμπορεύσιμους τίτλους και η μετακίνηση των σύνθετων επενδυτικών τίτλων στις καταστάσεις ειδικών οντοτήτων, προκάλεσαν ένα "ντόμινο" αλυσιδωτών αντιδράσεων στον αμερικανικό και ευρωπαϊκό τραπεζικό και κτηματομεσιτικό τομέα.

Η ανάπτυξη της αγοράς των τιτλοποιήσεων είχε ως αποτέλεσμα οι τράπεζες να δανείζουν άφοβα σε μη φερέγγυους δανειολήπτες, αφού γνώριζαν εκ προοιμίου ότι τα δάνεια τελικά δεν θα έμεναν στον ισολογισμό τους, ενώ χρησιμοποιούσαν και τη ρευστότητα από την πώληση για την παραγωγή νέων δανείων και συνεπώς περισσότερων κερδών. Πολλοί, όμως, από τους επενδυτές δεν γνώριζαν τι ακριβώς προϊόντα αγόραζαν και ιδίως τι κίνδυνο αναλάμβαναν.

Γενικά, οι κρίσεις ξεκινούν όταν το μακροοικονομικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται από αδυναμίες και αστάθεια (Demirguc-Kunt and Detragiache, 1998).

Τα βασικότερα αίτια αυτής της κρίσης είναι:

- Η αλόγιστη χρήση τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων (Securitization). Η τιτλοποίηση είναι ένας μηχανισμός μετακίνησης στεγαστικών δανείων από τον ισολογισμό των εμπορικών και αποταμιευτικών τραπεζών στους ισολογισμούς άλλων διαμεσολαβητικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

- Η υπερβολική χρήση δανειακών κεφαλαίων (Financial Leverage) από τους καταναλωτές.
- Η πλημμελής διαβάθμιση πιστοληπτικού κινδύνου ομολόγων μειωμένης εξασφάλισης (Bond Ratings)
- Το σύστημα αμοιβών στο χρηματοπιστωτικό τομέα (Bonus) των υψηλά ιστάμενων στελεχών, που αποτέλεσε κίνητρο για τη λήψη επικίνδυνων αποφάσεων, αδιαφορώντας για τις μακροπρόθεσμες συνέπειες των επιλογών τους για την τράπεζα που διοικούν.
- Το ανεπαρκές κανονιστικό πλαίσιο, που άφησε χωρίς εποπτεία τις αγορές.

Σημαντικό μερίδιο ευθύνης αναλογεί και στις επενδυτικές τράπεζες που δημιούργησαν την αγορά και είχαν φτιάξει αυτού του είδους τα πολύπλοκα ομόλογα. Σημειώνεται ότι οι ίδιες οι επενδυτικές τράπεζες, που ως μεσάζουσες δημιουργούσαν τις τιτλοποιήσεις των δανείων, συνήθως διακρατούσαν το μερίδιο με το μεγαλύτερο κίνδυνο και την υψηλότερη απόδοση (equity tranche). Έτσι, όταν ξέσπασε η κρίση στα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης και στη συνέχεια μεταφέρθηκε στα δομημένα ομόλογα, οι επενδυτικές τράπεζες ήταν αυτές που υπέστησαν τις πρώτες μεγάλες απώλειες. Οι ίδιες ισχυρίζονται ότι έπρεπε να επενδύουν σε μέρος του equity tranche, για να διοχετεύουν το μήνυμα ασφάλειας στους υπόλοιπους επενδυτές των πιο ασφαλών δομημένων ομολόγων (tranches) του κοινού ταμείου. Γι' αυτό όταν ξεκίνησε η κρίση, αυτοί που επλήγησαν περισσότερο ήταν οι μεγαλύτεροι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί. Οι ασιατικές τράπεζες ήταν πιο συντηρητικές στις επενδύσεις τους και για αυτό είχαν και μικρότερες ζημιές.

Το σημαντικότερο όμως αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας ήταν η άρση της εμπιστοσύνης μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών στην διατραπεζική αγορά που οδήγησε στη δραματική μείωση των πιστώσεων και επομένως στην κρίση ρευστότητας.

Τέλος, το πραγματικό πρόβλημα είναι ότι το τραπεζικό σύστημα της Ευρωζώνης αντιμετωπίζει ισχυρά προβλήματα με την κεφαλαιακή του βάση και δεν μπορεί να αντέξει ζημιές, ενώ παράλληλα ο βαθμός διασύνδεσης του έχει σαν αποτέλεσμα το πρόβλημα μιας χώρας να θέτει σύντομα σε κίνδυνο το σύνολο του συστήματος. Μέχρι να αντιμετωπιστούν αποφασιστικά τα προβλήματα των ισολογισμών των τραπεζών, οι χρηματοπιστωτικές αγορές θα παραμένουν σε κίνδυνο.

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω, η τωρινή οικονομική ύφεση, 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 υπόλοιπους καθίσταται επικίνδυνος. Παρακάτω επιχειρείται μία πιο διεισδυτική εξέταση των κυριότερων λόγων που μπορούν να οδηγήσουν σε μία χρηματοοικονομική κρίση.

3.4.3.1 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, 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.

3.4.3.2 Μεγάλες παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες

Οι ανισορροπίες αποταμίευσης-επένδυσης εκδηλώθηκαν με υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ και υψηλά πλεονάσματα των χωρών της Άπω Ανατολής και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών, ιδιαίτερα της Κίνας. 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 (Caballero and Krishnamurthy, 2009).

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 παγκοσμίως, φαινόμενα που δεν συνάντησαν, όμως, την ανησυχία ή την οργανωμένη αντίδραση των εποπτικών και νομισματικών αρχών. Έτσι αναπτυχθήκαν 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 τις αρχές της δεκαετίας του 1990 στο μηδέν την περίοδο από 2005 έως 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.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ αυξήθηκε από 180 δισεκατομμύρια δολάρια το 1997 σε σχεδόν 800 δισεκατομμύρια δολάρια το 2007, ενώ παράλληλα τα δολαριακά συναλλαγματικά αποθέματα των Χωρών της Άπω Ανατολής και των πετρελαιοπαραγωγών χωρών προσέγγισαν τα 6.5 τρισεκατομμύρια δολάρια το 2008, έναντι 2 τρισεκατομμυρίων δολαρίων το 2000.

Έτσι, το 60% του συνολικού Δημοσίου Χρέους των ΗΠΑ έφτασε να ελέγχεται από ξένους επενδυτές. Στη Μεγάλη Βρετανία, το συνολικό χρέος

τραπεζών, νοικοκυριών και επιχειρήσεων έφτασε από 260% του ΑΕΠ το 2001 στο 460% το 2007.

3.4.3.3 Ο ρόλος των τραπεζών: Κερδοσκοπία

Οι στόχοι των τραπεζών σταδιακά μετατοπιστήκαν 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:

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%. Παράλληλα, η ξέφρενη πορεία της αξίας των ακινήτων την οποία ορισμένοι απέδωσαν στην καλύτερη ποιότητα των κατοικιών, έδωσε έντονη ώθηση στην χορήγηση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. 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 μόνο 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 ΗΠΑ. 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 η οποία εξετάζεται παρακάτω.

Τιτλοποίηση

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

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 αυτές 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, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να γίνονται απλές μεσάζουσες της γραφειοκρατίας του στεγαστικού δανείου. Η τιτλοποίηση αύξανε τη ρευστότητά τους ώστε να παρέχουν νέα στεγαστικά ή άλλα δάνεια. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις χωρίς να τιμολογούν σωστά τον κίνδυνο.

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 διασπειρόταν.

Η πρακτική αυτή ενισχύθηκε από διάφορους παράγοντες :

- Για την ενημέρωση των επενδυτών ως προς την ποιότητα του χαρτοφυλακίου που συνδέεται με την κερδοφορία της επένδυσής 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 αγνοήθηκαν, παρά τις κατά καιρούς προειδοποιήσεις:
- Η ευθύνη της τράπεζας που τιτλοποιεί απαιτήσεις, για τυχόν απώλειες των επενδυτών εξαιτίας 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 οικειοθελή κάλυψη των απωλειών από τη μη εξυπηρέτηση των τιτλοποιημένων απαιτήσεων.

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, 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 τους την κάθοδο των τιμών των περιουσιακών.

Αναπόφευκτη είναι η απομόγλευση 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 μεγέθους 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.

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 άκρως 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 εκατομμυρίων). 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.

3.4.3.4 Ο ρόλος των εταιρειών ειδικού σκοπού: Αναξιοπιστία

Από το πάζλ 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 υπεραισιόδοξες και μη λαμβάνοντας υπόψη τους το συστημικό κίνδυνο, δηλαδή τη θετική συσχέτιση των κινδύνων των επιμέρους τμημάτων των τίτλων (Coval et al., 2009).

Ως αποτέλεσμα, είχαν αξιολογηθεί τα τελευταία χρόνια χιλιάδες 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 τρισεκατομμύρια σε κινητές αξίες, που νόμιζαν ότι ήταν πολύ χαμηλού κινδύνου, αλλά αποδείχθηκαν τοξικά προϊόντα. Έτσι δόθηκε ώθηση στις εποπτικές αρχές να θέσουν το καθεστώς λειτουργίας υπό επανεξέταση (Securities and Exchange Commission, 2008).

3.4.3.5 Ο ρόλος των επενδυτών: Απληστία

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 υπερβαθμολογημένους τίτλους πιθανόν και να γνώριζαν αλλά να αγνόησαν τον κίνδυνο που αντιμετώπιζαν. Άλλωστε η απληστία, 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 σημαντικά 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.

3.4.3.6 Ο ρόλος των εποπτικών αρχών: Ανεπάρκεια

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 συνοδεύτηκαν από την αναβάθμιση και διεθνοποίηση της εποπτείας και των ελέγχων.

Παρατηρήθηκε λοιπόν, ότι στο πνεύμα της αποτελεσματικότητας των αγορών όπως αναφέρθηκε παραπάνω, κινήθηκαν για μεγάλο χρονικό διάστημα και οι εποπτικές αρχές στις ΗΠΑ, 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 ΗΠΑ προκάλεσαν κυρίως αμιγώς επενδυτικές τράπεζες. Άλλοι αναλυτές κατηγορούν την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ, 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.

3.4.4 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 έκθεση τους στον κίνδυνο ρευστότητας. Απόρροια του τελευταίου ήταν και η απότομη αύξηση των επιτοκίων στην "αφερέγγυα" πλέον διατραπεζική αγορά. Τα ιδρύματα που εξαρτιόνταν 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, 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 δισεκατομμύρια δολάρια 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 παραγωγών με τρίτους, αξίας τρισεκατομμυρίων 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.

3.4.5 Ιδιαίτερα Χαρακτηριστικά της Κρίσης

Τα φαινόμενα που περιγράφηκαν μέχρι τώρα δεν συνιστούν, ωστόσο, κάτι ασυνήθιστο. Η παρούσα κρίση είναι αξιοσημείωτη εξαιτίας του ρόλου που οι τράπεζες έχουν παίξει σε αυτή. Επίσης, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις έχουν πολλές φορές συνδεθεί με τον τραπεζικό πανικό (Friedman and Schwartz, 2003). Στις χρηματιστηριακές κρίσεις, οι χαμένοι είναι συνήθως οι πολλοί μικροεπενδυτές που τοποθετούν τις οικονομίες τους σε μετοχές και βρίσκονται να κρατάνε απαξιωμένα χαρτιά μετά από κάποια κρίση, ή βρίσκονται ακόμα και χρεωμένοι επειδή χρηματοδότησαν τις χρηματιστηριακές τους αγορές μέσω δανεισμού.

Στην περίπτωση της κρίσης των ακινήτων στην αμερικάνικη αγορά του 2007, αυτοί που υπέφεραν είναι οι τράπεζες και τα κερδοσκοπικά hedge funds, που αγόρασαν τα χρέη για ακίνητη περιουσία (ή τίτλους, καλυπτόμενους από τα χρέη) από τις τράπεζες έκδοσης των δανείων. Πολλοί ιδιοκτήτες σπιτιών, ανίκανοι να πληρώσουν, έχασαν τις αποταμιεύσεις τους, τις οποίες είχαν επενδύσει στην αγορά της κατοικίας τους, σαν αποτέλεσμα των κατασχέσεων. Αυτή τη φορά, δεν πρόκειται για μικρούς αποταμιευτές που έβαζαν το κεφάλαιό τους σε αφερέγγυες μετοχές, αλλά κυρίως για τράπεζες που χρηματοδοτούσαν την αγορά υπερτιμημένων ακινήτων και τις καταναλωτικές δαπάνες των ιδιοκτητών κατοικίας (Carprio and Klingebiel, 1997).

Η έκταση των ζημιών που καθεμία από τις τράπεζες έπρεπε να απορροφήσει (όχι μόνο οι αμερικάνικες τράπεζες, αλλά επίσης, για παράδειγμα, ιδιωτικές και δημόσιες γερμανικές τράπεζες, που πήραν μέρος σε απατηλά ασφαλείς κερδοσκοπικές συναλλαγές) δεν έχει ακόμα ξεκαθαρίσει. Όχι μόνο γιατί οι τράπεζες είναι απρόθυμες να δημοσιοποιήσουν την έκταση των ζημιών τους, αλλά επειδή, όπως συμβαίνει συχνά, δεν είναι οι ίδιες σε θέση να γνωρίζουν την ακριβή πλήρη έκταση. Όταν εμπλέκονταν στην αγορά τίτλων που καλύπτονταν από δάνεια ακινήτων, οι τράπεζες εμπιστεύτηκαν τυφλά την κρίση των αποκαλούμενων "γραφείων διαβάθμισης". Μπορεί όμως να ειπωθεί ότι πρόκειται για μια συστημική κρίση, αφού επηρέασε σχεδόν το σύνολο των τραπεζών (Carprio and Klingebiel, 1999).

Στις διατραπεζικές συναλλαγές, οι τράπεζες χορηγούν η μία στην άλλη μικρής διάρκειας δάνεια, χωρίς τυπικότητες, προκειμένου να εξασφαλίσουν ότι οι λειτουργίες τους εξελίσσονται ομαλά. Αλλά, αν κάποια τράπεζα πρέπει να συνυπολογίσει ότι κάποια άλλη μπορεί να χρεοκοπήσει αύριο, ο συνηθισμένος "εν

για να "δανειστεί" δανεισμός γίνεται επίσης ριψοκίνδυνος. Μεγαλύτερα προβλήματα έχουν αποφευχθεί μέχρι τώρα μόνο επειδή οι κεντρικές τράπεζες αντέδρασαν με μια γρήγορη επέκταση της δανειοδότησής τους.

Τα χαρακτηριστικά, λοιπόν, αυτής της γενικευμένης κατάστασης είναι ο κίνδυνος κατάρρευσης τραπεζών από φημολογία, πώληση άλλων σε ιδιαίτερα χαμηλό τίμημα και άσκηση νομισματικής πολιτικής από τις Κεντρικές Τράπεζες με σκοπό τη διάσωση του χρηματοοικονομικού συστήματος και όχι για τη διασφάλιση των τιμών, όπως παραδοσιακά οφείλουν να πράττουν. Ζημιωμένα βγήκαν τα συστήματα που εκτέθηκαν στα "τοξικά", όπως χαρακτηρίστηκαν, ομόλογα, συστήματα που στρέφονται πλέον προς ένα νέο κρατικό παρεμβατισμό, παράλληλα με την κατάρτιση σχεδίων επίλυσης της κρίσης προτού επεκταθεί στην ευρύτερη οικονομία των κρατών που επλήγησαν.

3.4.6 Το χρονικό της κρίσης

Παρακάτω ακολουθεί μια επιγραμματική παρουσίαση των γεγονότων της εξέλιξης της τρέχουσας παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης, κατά χρονολογική σειρά.

Πίνακας 3.5: Το χρονικό της κρίσης των ετών 2008-2009

2008	
20 Μαρτίου	Παρά την προσπάθεια διάσωσης της από τη Federal Reserve Bank of New York, η Bear Stearns Companies Inc. εν τέλει καταρρέει και πωλείται σε πολύ χαμηλή τιμή στην J.P. Morgan Chase. Έντονη φημολογία επερχόμενης κατάρρευσης της Lehman Brothers.
14-15 Σεπτεμβρίου	Επιβεβαίωση της φημολογίας. Αίτηση πτώχευσης της Lehman Brothers. Η Merrill Lynch εξαγοράζει την Bank of America. Κατάρρευση της "φούσκας" στην αμερικανική αγορά στεγαστικής πίστης. Κρίση εμπιστοσύνης στο διεθνές τραπεζικό σύστημα. Κρίση ρευστότητας. Κλυδωνισμοί στην παγκόσμια οικονομία.
16 Σεπτεμβρίου	Η κυβέρνηση και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αντιδρούν αποφασίζοντας να διασώσουν την American International Group, Inc. (AIG) και τους οργανισμούς παροχής στεγαστικών δανείων υπό καθεστώς κρατικής εγγύησης Fannie Mae και Freddie Mac, αλλά αρνούνται να διασώσουν τη Lehman.
25 Σεπτεμβρίου	Η J.P. Morgan αγοράζει τον τραπεζικό κλάδο της καταρρέουσας Washington Mutual.

2008 (συνέχεια)	
29 Σεπτεμβρίου	Η Bradford & Bingley κρατικοποιείται, ενώ η Fortis διακόζει τα με τις συντονισμένες παρεμβάσεις της Ολλανδίας, του Βελγίου και του Λουξεμβούργου.
9 Οκτωβρίου	Η ισλανδική Kaupthing εθνικοποιείται.
10 Οκτωβρίου	Ο δείκτης Nikkei καταγράφει ελεύθερη πτώση. Οι ηγέτες των G-7 αναζητούν μέτρα για την αντιμετώπιση της κρίσης.
12-19 Οκτωβρίου	Οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις ανακοινώνουν σχέδια διάσωσης των τραπεζιών. Διασώζονται η UBS και η ING.
9 Νοεμβρίου	Η κυβέρνηση της Κίνας ανακοινώνει την εφαρμογή διετούς σχεδίου διάσωσης.
14 Νοεμβρίου	Με βάση τα οικονομικά αποτελέσματα και τις νέες προβλέψεις που δημοσιοποιούνται, η οικονομία της ζώνης του ευρώ έχει εισέλθει σε τροχιά ύφεσης.
15 Νοεμβρίου	Πρώτη μετά την κρίση συνάντηση των ηγετών των G-20 στη Washington. Επαναδιατύπωση των συμπερασμάτων του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στις 26 Οκτωβρίου: αύξηση του ελέγχου, επίβλεψη της λειτουργίας των αγορών.
17 Νοεμβρίου	Η μετοχή της Citigroup χάνει το 80% της αξίας της.
19 Νοεμβρίου	Μεγάλη πτώση του δείκτη Dow Jones στη χαμηλότερη τιμή της πενταετίας.
1 Δεκεμβρίου	Δημοσιοποίηση οικονομικών αποτελεσμάτων με βάση τα οποία η οικονομία των ΗΠΑ βρίσκεται σε ύφεση.
4 Δεκεμβρίου	Η κυβέρνηση της Γαλλίας ανακοινώνει δέσμη μέτρων στήριξης της οικονομίας.
11 Δεκεμβρίου	Συντονισμένη παρέμβαση των κεντρικών τραπεζών της ζώνης του ευρώ, της Μεγάλης Βρετανίας, της Σουηδίας και της Δανίας με μείωση των βασικών επιτοκίων τους.
16, 19 Δεκεμβρίου	Ακολουθούν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και η Τράπεζα της Ιαπωνίας. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ μειώνει το βασικό επιτόκιο της στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο 0-0,25%.
2009	
13 Ιανουαρίου	Οι ΗΠΑ παρέχουν ρευστότητα στις τράπεζες.
20 Ιανουαρίου	Νέος Πρόεδρος των ΗΠΑ αναλαμβάνει ο Μπαράκ Ομπάμα.
21 Ιανουαρίου	Νέα μείωση των επιτοκίων από την ΕΚΤ.
27 Ιανουαρίου	Υπό το βάρος της κρίσης φερεγγυότητας, η κυβέρνηση της Ισλανδίας καταρρέει.
10, 17, 26 Φεβρουαρίου	Η νέα κυβέρνηση των ΗΠΑ ανακοινώνει δυναμικό και διατηρηρό σχέδιο διάσωσης των τραπεζών και τόνωσης της ζήτησης. Θεματική αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος.
1 Μαρτίου	Άτυπη σύνοδος των Ευρωπαίων ηγετών. Δεσμεύονται να αποφύγουν κάθε ενέργεια που ενισχεί τον προστατευτισμό και απειλεί με κατακερματισμό την ενιαία αγορά.
3 Μαρτίου	Νέα κάθε τη πτώση του δείκτη Dow Jones. Καταγράφει τη χαμηλότερη τιμή της δεκαετίας.
4 Μαρτίου	Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προτείνει τη ριζική αναμόρφωση του πλαισίου λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Δημοσιοποίηση της έκθεσης de Larosière.
5, 11 Μαρτίου	Η Τράπεζα της Αγγλίας μειώνει εκ νέου το βασικό επιτόκιο της. Ακολουθεί η ΕΚΤ.
20 Μαρτίου	Το σχέδιο της Επιτροπής De Larosière για ένα πανευρωπαϊκό σύστημα εμπιστοσύνης του χρηματοπιστωτικού κλάδου εγκρίνεται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο.
2 Απριλίου	Σύνοδος των ηγετών των G-20 στο Λονδίνο. Διεθνής συνεργασία για τη διαχείριση της κρίσης και την έξοδο από αυτή. Μέτρα πρόληψης μελλοντικών κρίσεων. Οι ηγέτες των G-20 υποστηρίζουν ότι πρέπει να ενισχυθεί η εποπτεία του παραδοσιακού χρηματοπιστωτικού συστήματος και τονίζουν την ανάγκη εφαρμογής ενός απλούστερου και αποτελεσματικότερου ρυθμιστικού πλαισίου. Αναγνωρίζουν την ανάγκη παρακολούθησης των μαγνίων στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος ώστε να περιοριστεί η έκταση μελλοντικών κρίσεων. Ενίσχυση του ρόλου του ΔΝΤ με διπλασιασμό των πόρων του. Συμφωνία ίδρυσης μιας ρυθμιστικής αρχής, του Διεθνούς Συμβουλίου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Board), για την ενίσχυση της συνεργασίας των εποπτικών αρχών και την έγκαιρη προειδοποίηση. Θα καταγράφει τις κινήσεις όλων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και θα είναι σε θέση να παρεμβαίνει, προλαμβάνοντας έτσι την "επιμόλυνση" των υπόλοιπων μερών του συστήματος.
8 Απριλίου	Νέα μείωση των επιτοκίων από την ΕΚΤ.
4 Μαΐου	Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προβλέπει συρρίκνωση της οικονομίας της ΕΕ για το 2009 κατά 4%.
8 Μαΐου	Προσομιώσεις ακραίων καταστάσεων ("stress tests") για τις αμερικανικές τράπεζες. Διαπιστώνεται η ανάγκη για κεφαλαιακή ενίσχυση αρκετών από αυτές.
13 Μαΐου	Νέα μείωση των επιτοκίων από την ΕΚΤ στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο του 1%.

2009 (συνέχεια)	
Ιούνιος	Υποχώρηση της παραδόσιας κατανάλωσης πετρελαίου. Κρίση στην αυτοκινητοβιομηχανία. Η General Motors και οι θυγατρικές της υποβάλλουν αίτηση για προστασία από τους πιστωτές τους και ζητούν κρατική ενίσχυση.
9 Ιουνίου	Το Συμβούλιο ECOFIN διαπιστώνει ότι τα μέτρα υπήρξαν έγκαιρα και στοχευμένα, σύμφωνα με τους κανόνες της Ενιαίας Αγοράς και συμβατά με τους μακροπρόθεσμους στόχους της Στρατηγικής της Λισαβόνας.
17 Ιουνίου	Ανακοινώνεται το σχέδιο της κυβέρνησης των ΗΠΑ για τη με ταρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Βασική επιδίωξη του σχεδίου είναι η εξασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ενώ την κύρια ευθύνη για την επίτευξη αυτού του στόχου θα έχει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ. Κυριότεροι στόχοι του σχεδίου είναι: η αποτελεσματική ρύθμιση και εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η περικοπή όλων των χρηματοπιστωτικών αγορών, συμπεριλαμβανομένων των αγορών παράγωγων προϊόντων, η προστασία των καταναλωτών και των επενδυτών, η δημιουργία μηχανισμών για την αποτελεσματική διαχείριση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, η βελτίωση της εποπτείας και της συνεργασίας σε διεθνές επίπεδο.
18-19 Ιουνίου	Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αποφασίζει ότι απαραίτητα στοιχεία μιας στρατηγικής για την έξοδο από τις παρούσες συνθήκες υψηλών ελλειμμάτων και υψηλού δημόσιου χρέους είναι η υιοθέτηση αξιόπιστων μεσοπρόθεσμων σχεδίων δημοσιονομικής εξυγίανσης. Λαμβάνει αποφάσεις για τη νέα αρχιτεκτονική του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και την ενίσχυση της εποπτείας. Υποστηρίζει, στο πλαίσιο της μακροπρόθεσμης εποπτείας, τη δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου. Επίσης, στο πλαίσιο της μακροπρόθεσμης εποπτείας, υποστηρίζει τη συγκρότηση Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας.
Ιούλιος	Αύξηση του ποσοστού ανεργίας στη Μεγάλη Βρετανία και στις ΗΠΑ.
22-24 Αυγούστου	Στο επίσημο συμπόσιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, οι κεντρικοί τραπεζίτες εκφράζουν απεικονισμό για μια βιώσιμη ανάκαμψη, παρά τις ενθαρρυντικές ενδείξεις εξόδου από την κρίση.
4-5 Σεπτεμβρίου	Συνάντηση στο Λονδίνο των υπουργών οικονομικών και των κεντρικών τραπεζιτών της ομάδας των χωρών G-20 για την προετοιμασία της επόμενης συνόδου στο Πίτσμπουργκ στις 24-25 Σεπτεμβρίου. Εκτίμηση της προόδου τόσο των πρωτοβουλιών για την ανάκαμψη της παραδόσιας οικονομίας όσο και της προσπάθειας αναμόρφωσης του ρυθμιστικού πλαισίου λειτουργίας των αγορών με στόχο την ενίσχυση της σταθερότητας του.
6 Σεπτεμβρίου	Συνέρχεται στη Βασιλεία το εποπτεϊκό όργανο της Επιτροπής της Βασιλείας, δηλαδή η Ομάδα των Διοικητών Κεντρικών Τραπεζών και των επικεφαλής των Αρχών Εποπτείας 27 χωρών. Δημοσιοποιούνται μια σειρά από συστάσεις, οι οποίες επικεντρώνονται στην ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας και της ρευστότητας των τραπεζών.
11 Σεπτεμβρίου	Δημοσιεύονται πληροφορίες ότι στην έκθεση του ΔΝΤ για την πορεία της παραδόσιας οικονομίας, που θα συζητηθεί στην επίσημη σύνοδο του στις 5 Οκτωβρίου στην Κομποτανιούπολη, προβλέπεται η σταδιακή έξοδος από την κρίση. Εκτιμήσεις για μια αναμιαή άνοξη και εύθραυστη ανάκαμψη στην οικονομία της ΕΕ το 2010. Εμφράζονται φόβοι για μεγάλη αύξηση της ανεργίας το επόμενο έτος.
14 Σεπτεμβρίου	Ο Πρόεδρος Ομπάμα, στην ομιλία του στο New York Federal Hall σε υψηλόβαθμα στελέχη της Wall Street, τονίζει την ανάγκη με ταρύθμισης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Υποστηρίζει την αναδιάρθρωση των αμοιβών των τραπεζικών στελεχών με βάση τη μακροπρόθεσμη απόδοση και όχι τα βραχυπρόθεσμα κέρδη και ζητεί την ίδρυση μιας νέας Υπηρεσίας Προστασίας του Καταναλωτή Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών.
21 Σεπτεμβρίου	Δημοσιοποιείται η έκθεση του ΟΟΣΑ για την πορεία της οικονομίας στην ΕΕ. Σημειώνει το πρόβλημα των υπερβολικών δημοσιονομικών ελλειμμάτων και τον κίνδυνο υπερχρέωσης για ορισμένες χώρες της ΕΕ, που αντανακλάται ήδη στην αύξηση των διαφορών αποδόσεων (spreads) των κρατικών ομολόγων. Υποστηρίζει την ανάγκη για τη γρήγορη διαμόρφωση μιας συντονισμένης στρατηγικής για την έξοδο από την κρίση με την εφαρμογή αξιόπιστων σχεδίων για την επιστροφή στη δημοσιονομική πειθαρχία.
22-23 Σεπτεμβρίου	Η Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, αρμόδια για τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ, αποφασίζει να διατηρήσει για μεγάλο χρονικό διάστημα τα επιτόκια σε μηδενικά επίπεδα. Λίγες μέρες νωρίτερα, η ΕΚΤ επίσης ανακοινώνει ότι θα διατηρήσει σταθερό το βασικό επιτόκιο της στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο του 1%. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσιάζει το τελικό σχέδιο οδηγιών για τον εκσυγχρονισμό της εποπτείας του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, που προβλέπει να εφαρμοστεί από τις αρχές του 2010.
24-25 Σεπτεμβρίου	Σύνοδος των ηγετών του G-20 στο Πίτσμπουργκ. Δεσμεύσεις για την άμεση με ταρύθμιση της παραδόσιας οικονομίας και αποτίμηση της προόδου από την τελευταία σύνοδο στο Λονδίνο. Αναζήτηση ενός νέου μοντέλου ανάπτυξης που δεν θα βασίζεται στην υπερκατανάλωση και τον υπερδανεισμό, αλλά στην αποταμίευση, την προσέλωση επενδύσεων και την ενθάρρυνση της καινοτομίας. Διεθνής συμφωνία για τη ρύθμιση του τραπεζικού κλάδου: αύξηση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, ρύθμιση των εταιριών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, εποπτεία των κερδοσκοπικών κεφαλαίων (hedge funds), περιορισμός των υπερβολικά υψηλών αμοιβών των τραπεζικών στελεχών.
1 Οκτωβρίου	Δημοσιοποιείται η έκθεση του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ που προτείνει ενίσχυση και διεύρυνση του εποπτικού ρόλου της Ομοσπονδιακής Τράπεζας.
1-2 Οκτωβρίου	Το άτυπο Συμβούλιο Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών που συνέρχεται στο Γκέτεμποργκ κρίνει ότι είναι ακόμη πολύ νωρίς για να αρθούν τα μέτρα ελεγκτικής πολιτικής και ότι αυτά πρέπει να διατηρηθούν μέχρι ότου διασφαλιστεί η ανάκαμψη.

Πηγή: www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/H_KPISGH_TOY_1929.pdf

3.4.7 Συνέπειες της Κρίσης

Σαν συνέπεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, η ύφεση που ξεκίνησε στις ΗΠΑ επεκτάθηκε και στον υπόλοιπο κόσμο. Οι τράπεζες έχουν μειώσει σημαντικά το δανεισμό τους και οι ιδιώτες καταναλωτές, δεν μπορούν να συνεχίσουν να καταναλώνουν με την ίδια ταχύτητα.

Παρά τις συντονισμένες προσπάθειες των Κεντρικών Τραπεζών για αύξηση της ρευστότητας στις αγορές και για μείωση των επιτοκίων, υπήρξαν αλυσιδωτές αρνητικές επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία που οδήγησαν αρκετές δυτικές οικονομίες βίαια σε ύφεση, χιλιάδες θέσεις εργασίας να χαθούν και τις επενδύσεις στον ιδιωτικό τομέα στο ναδίρ. Την ίδια στιγμή, οι απλοί πολίτες διακατέχονται από έντονο φόβο και αγωνία μη χάσουν το σπίτι, την εργασία, τις αποταμιεύσεις και τις συντάξεις τους.

Επομένως, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις οδηγούν σε απότομη οικονομική ύφεση, χαμηλά δημόσια έσοδα, διευρύνουν τα δημόσια ελλείμματα, και τα υψηλά επίπεδα χρέους, ωθώντας πολλές κυβερνήσεις στην πτώχευση. Όμως, όταν αρχίζει η ανάκαμψη από μια παγκόσμια οικονομική κρίση, παραμένει η ύφεση και συχνά έρχεται ένα δεύτερο κύμα κρίσης, που δεν είναι άλλο από την κρίση του χρέους. Αυτό συνέβη και στην ελληνική περίπτωση αλλά και σε πολλές άλλες χώρες.

Η συνεχιζόμενη κρίση έχει πλήξει σοβαρά τις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας πολλών χωρών, οι οποίες διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στον καθορισμό των όρων και το βαθμό στον οποίο η εκάστοτε χώρα έχει πρόσβαση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας λειτουργούν ως ένα μέτρο πρόβλεψης της πιθανότητας μιας χώρας να πτωχεύσει. Επομένως, οι χώρες με τις χαμηλότερες βαθμολογίες είναι αυτές που δεν είναι σε θέση να δανειστούν από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές και εξαρτώνται από την παροχή δανείων από διεθνείς οργανισμούς ή από άλλες κυβερνήσεις. Τέλος, μετά από εξέταση της σχέσης μεταξύ των κρίσεων και των αλλαγών στις αξιολογήσεις υπάρχει το συμπέρασμα ότι οι κρατικές αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας συστηματικά αποτυγχάνουν να προβλέψουν τραπεζικές και νομισματικές κρίσεις (Reinhart, 2001).

3.5 Η κρίση της Ελλάδας

3.5.1 Πώς ξεκίνησε η κρίση

Η παγκόσμια κρίση που ξέσπασε το 2007 άργησε να φτάσει στην Ελλάδα. Ακόμη και προς το τέλος του 2008 λίγοι ήταν αυτοί που είχαν κατανοήσει τι πραγματικά συνέβαινε στην παγκόσμια οικονομία. Κατά τη διάρκεια του 2009 άρχισε να γίνεται αντιληπτό ότι η πορεία των ελληνικών οικονομικών πραγμάτων ήταν ανησυχητική. Αλλά μόνο προς το τέλος του χρόνου έγινε φανερό πόσο κοντά στην καταστροφή βρισκόταν η ελληνική οικονομία. Και από την «ισχυρή Ελλάδα» ήρθε απότομα ο «αδύνατος κρίκος» του παγκόσμιου συστήματος (Λαπαβίτσας, 2010).

Τα πρώτα σύννεφα άρχισαν να εμφανίζονται στις τράπεζες ενυπόθηκων δανείων της Αμερικής. Η κατάρρευση του αμερικανικού χρηματοπιστωτικού συστήματος εξαπλώθηκε αστραπιαία στις Τράπεζες και στα Χρηματιστήρια της Ευρώπης και των ασιατικών χωρών. Η κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Αμερικής είχε ως αποτέλεσμα να πλήξει και ολόκληρη την Ευρώπη και κυρίως τις αδύναμα οικονομικά χώρες. Ο Τζωρτζ Σόρος οριοθετεί την έναρξη της “κρίσης” όταν επετράπη στη Lehman Brothers να καταρρεύσει (Γεράσης, 2009).

Η κρίση δημοσίου χρέους που ξέσπασε στην Ελλάδα στα τέλη του 2009 οφείλεται κατά βάση στην επισφαλή ενσωμάτωση των περιφερειακών χωρών στην Ευρωζώνη. Οι άμεσες αιτίες της, ωστόσο, βρίσκονται στην κρίση του 2008. Η κερδοσκοπία στον ενυπόθηκο στεγαστικό δανεισμό από αμερικανικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και η εμπορία από διάφορες διεθνείς τράπεζες των παράγωγων αξιών που έτσι προέκυψαν, δημιούργησαν μια τεράστια φούσκα κατά την περίοδο από 2001 έως 2007 οδηγώντας σε κρίση και ύφεση. Η κρατική παροχή ρευστότητας και κεφαλαίου την περίοδο από 2008 έως 2009 διέσωσε τις τράπεζες, ενώ η κρατική δαπάνη εμπόδισε τη χειροτέρευση της ύφεσης. Το αποτέλεσμα όμως στην Ευρωζώνη ήταν η κρίση δημοσίου χρέους που διογκώθηκε από τις δομικές αδυναμίες της νομισματικής ένωσης (Λαπαβίτσας, 2010).

Η Ευρωπαϊκή Ένωση αποτελείται από τις χώρες του πυρήνα, όπως είναι η Γερμανία, η Γαλλία, το Βέλγιο και από τις χώρες της περιφέρειας που είναι η Ελλάδα, η Ισπανία, η Πορτογαλία, η Ιρλανδία. Όταν οι χώρες του πυρήνα ενσωματώθηκαν στην ευρωζώνη με υψηλές ισοτιμίες, αυτό δημιούργησε εξαρχής έλλειμμα ανταγωνιστικότητας στις χώρες της περιφέρειας. Τα πιο αδύναμα κράτη-

μέλη δεν μπορούσαν να ανταγωνιστούν τα ήδη δυνατά κι ανεπτυγμένα κράτη του πυρήνα.

Η Ευρωπαϊκή νομισματική ένωση στηρίζεται σε πλήθος συνθηκών και διμερών συμφωνιών όπως η Συνθήκη του Μάαστριχ, το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης και η Στρατηγική της Λισσαβόνας. Επίσης στηρίζεται στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα η οποία είναι υπεύθυνη για τη νομισματική πολιτική σε ολόκληρη την ευρωζώνη. Ο συνδυασμός αυτών των θεσμών έχει δημιουργήσει ένα μείγμα νομισματικών και δημοσιονομικών πολιτικών με κοινωνικές επιπτώσεις. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα στηρίχθηκε κυρίως στις χώρες του πυρήνα για τη σταθεροποίηση του ευρώ, παρά στις χώρες τις περιφέρειας. Έτσι παρόλη τη δημοσιονομική πειθαρχία που επιδιώχθηκε για την αποδοχή του ευρώ ως ενιαίου νομίσματος, επειδή η ευρωζώνη δε διαθέτει ολοκληρωμένο φορολογικό σύστημα, ούτε μηχανισμούς δημοσιονομικής μεταβίβασης πόρων μεταξύ των περιοχών της, οι δημοσιονομικοί κανόνες δεν εφαρμόστηκαν αυστηρά σε όλα τα κράτη-μέλη.

Όταν η κρίση του 2008 χτύπησε την ευρωζώνη οι διαρθρωτικές αδυναμίες της νομισματικής ένωσης εμφανίστηκαν παίρνοντας την μορφή κρίσης δημοσίου χρέους, τόσο για την Ελλάδα, όσο και για άλλες περιφερειακές χώρες. Οι δομικές αδυναμίες της ευρωζώνης βγήκαν στο προσκήνιο γιατί οι θεμελιακές συνθήκες και το Σύμφωνο Σταθερότητας δεν προέβλεπαν μηχανισμούς για διορθωτικές και υποστηρικτικές κινήσεις για τα πιο αδύναμα κράτη-μέλη σε μια περίοδο κρίσης.

Παρόλο που η χώρα τέθηκε σε επιτήρηση την περίοδο από 2006 έως 2007, εξήλθε αυτής με νέο μένος δημοσιονομικής σπατάλης, με αποκορύφωμα τα έτη 2008 και 2009. Υπό το βάρος αυτών των συσσωρευμένων χρεών νομοτελειακή ήταν η χρεοκοπία της χώρας. Η συμμετοχή μας στην ΟΝΕ όχι μόνο δεν οδήγησε στο μονοπάτι της δημοσιονομικής σταθερότητας, αλλά επέτρεψε το χειρότερο αποτέλεσμα (Κότιος, 2010). Αντί να υπάρχει δημοσιονομική σταθερότητα και ανάπτυξη, σήμερα υπάρχει ο κίνδυνος εξόδου μας από το ευρώ και επιστροφής στη δραχμή. Αυτό μπορεί να θεωρηθεί το χειρότερο αποτέλεσμα εάν αναλογιστεί κανείς τις προοπτικές και τις φιλοδοξίες που υπήρχαν με την είσοδο της Ελλάδας στην ΟΝΕ.

3.5.2 Οικονομική νομισματική ένωση (ONE)

Προτού μελετηθεί η κατάσταση που επικρατούσε πριν φτάσει η Ελλάδα στην κρίση, σημαντικό είναι να εξεταστεί η δημιουργία της Οικονομικής Νομισματικής Ένωσης και πώς αυτή επηρέασε τη χώρα.

Στη διάσκεψη κορυφής της Χάγης του Δεκεμβρίου 1969, οι αρχηγοί κρατών και κυβερνήσεων ορίζουν ένα νέο στόχο της ευρωπαϊκής οικοδόμησης: την Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ONE). Μια ομάδα υψηλού επιπέδου, υπό την προεδρία του Pierre Werner, πρωθυπουργού του Λουξεμβούργου, επιφορτίζεται έτσι με τη σύνταξη έκθεσης για τα μέσα που πρέπει να χρησιμοποιηθούν προκειμένου να επιτευχθεί αυτός ο στόχος πριν από το 1980.

Η ομάδα Werner υποβάλλει την τελική της έκθεση τον Οκτώβριο του 1970. Στην έκθεση προβλέπεται η καθιέρωση Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης σε δέκα έτη, σύμφωνα με ένα σχέδιο πολλών σταδίων. Τελικός στόχος είναι η πλήρης ελευθέρωση των κινήσεων κεφαλαίων, η απόλυτη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων των κρατών-μελών και ο αμετάκλητος καθορισμός των ισοτιμιών. Η έκθεση εξετάζει τότε την υιοθέτηση ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος ως τελικό στόχο της διαδικασίας αλλά δεν τον θεωρεί ακόμη ξεχωριστό στόχο. Εξάλλου, η έκθεση συστήνει να ενισχυθεί ο συντονισμός των οικονομικών πολιτικών και να καθοριστούν κατευθυντήριες γραμμές όσον αφορά τις εθνικές δημοσιονομικές πολιτικές.

Τον Μάρτιο του 1979 με πρωτοβουλία της Γαλλίας και της Γερμανίας, μέσω της θέσπισης του ευρωπαϊκού νομισματικού συστήματος οι προσπάθειες για δημιουργία ζώνης νομισματικής σταθερότητας επαναλαμβάνονται. Στο μηχανισμό συναλλάγματος συμμετέχουν τα νομίσματα όλων των κρατών-μελών με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο.

Τον Ιούνιο του 1988, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Ανόβερου σύστησε μια «επιτροπή για τη μελέτη της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης», υπό την προεδρία του τότε προέδρου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Jacques Delors. Τα άλλα μέλη της επιτροπής είναι οι διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών, πράγμα το οποίο εξασφαλίζει την ενεργό συμμετοχή τους στην επεξεργασία των προτάσεων.

Στην έκθεση, η οποία υποβλήθηκε τον Απρίλιο του 1989, προτείνεται να ενισχυθεί η υλοποίηση της ONE σε τρία στάδια. Υπογραμμίζεται μεταξύ άλλων η αναγκαιότητα για καλύτερο συντονισμό των οικονομικών πολιτικών, για θέσπιση κανόνων που να πλαισιώνουν τα εθνικά δημοσιονομικά ελλείμματα και για

καθιέρωση ενός νέου θεσμικού οργάνου, εντελώς ανεξάρτητου, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), στην οποία θα ανατεθεί η νομισματική πολιτική της Ένωσης.

Όμως η ΕΚΤ λειτούργησε αναποτελεσματικά δεδομένου ότι δεν της επιτράπηκε να αγοράζει και να διαχειρίζεται το δημόσιο χρέος των κρατών-μελών. Έτσι επικράτησε δημοσιονομική στενότητα σε ολόκληρη την ευρωζώνη κατά την τελευταία δεκαετία.

Όταν η κρίση του 2008 χτύπησε την ευρωζώνη, οι διαρθρωτικές αδυναμίες της νομισματικής ένωσης εμφανίστηκαν με βίαιο τρόπο, παίρνοντας την μορφή κρίσης δημοσίου χρέους για την Ελλάδα (Λαπαβίτσας, 2010). Βασικός λόγος για την αύξηση του κρατικού δανεισμού ήταν η πτώση των δημοσίων εσόδων καθώς η ύφεση μείωσε τα έσοδα από τη φορολογία και οι κρατικές δαπάνες αυξήθηκαν.

Η Ελλάδα εισήλθε στην ΟΝΕ βασιζόμενη σε μια πολιτική περιορισμένης προσαρμογής, με έμφαση σε λίγους ονομαστικούς μακροοικονομικούς δείκτες, κάνοντας χρήση και της δημιουργικής λογιστικής, όπως αποδείχθηκε εκ των υστέρων, με υψηλό δημόσιο χρέος, με υπερτιμημένη τη δραχμή και συνεπώς, με μόνιμο ανταγωνιστικό μειονέκτημα, με σαθρές διαρθρώσεις, με μειωμένη ανταγωνιστικότητα, με κοινωνικές αγκυλώσεις και προπάντων, με ένα ιδιότυπο πολιτικό σύστημα που χαρακτηριζόταν παραδοσιακά από πελατειακή προσήλωση.

Συνεπώς, η χώρα εισήλθε στην ΟΝΕ χωρίς να εκπληρώνει τις αναγκαίες προϋποθέσεις μιας ομαλής συμπίεσης με ανταγωνιστικότερες οικονομίες. Η Ελλάδα κατάφερε την είσοδό της στο ευρώ με πλαστά στατιστικά στοιχεία όπως αποδείχθηκε στην πορεία, ένας παράγοντας από τους πολλούς που την οδήγησαν στην οικονομική κρίση που βιώνει σήμερα και στην κατάσταση την οποία έχει περιέλθει.

3.5.3 Η κατάσταση πριν την κρίση

Γενικά η ένταξη των περιφερειακών χωρών στην ευρωζώνη αποδείχθηκε επισφαλής, αφήνοντας τις χώρες εκτεθειμένες στην κρίση του 2008 και οδηγώντας τελικά σε κρίση δημοσίου χρέους (Λαπαβίτσας, 2010). Σημαντικό είναι να εξεταστούν τα στάδια από τα οποία πέρασε το ελληνικό κράτος μέχρι να φτάσει στη σημερινή του κατάσταση.

Το 1979 η Ελλάδα υπογράφει συνθήκη προσχώρησης στην ΕΟΚ και η ένωση ολοκληρώνεται την 1η Ιανουαρίου του 1981. Η προσχώρηση της Ελλάδας στην ΟΝΕ το 2001 εντάσσει το κράτος σε μία νέα εποχή με διαφορετικούς οικονομικούς όρους. Πλέον δεν αποφασίζει μόνη της για τα οικονομικά της θέματα, αλλά εντάσσεται σε ένα ευρύτερο πλαίσιο, αυτό της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπου τους κανόνες τους θέτουν άλλοι.

Η πορεία της Ελλάδος στην ΟΝΕ, παρά τις συχνές διαταραχές λόγω των περιοδικών αποκλίσεων της χώρας από τις συμβατικές της υποχρεώσεις, φάνταζε διαχειρίσιμη. Η σφοδρότητα όμως της κρίσης που ξέσπασε το 2009 και κορυφώθηκε εντός του 2010 αποκάλυψε τις χρόνιες αδυναμίες του ελληνικού οικονομικού και πολιτικού συστήματος, να λειτουργήσει αρμονικά τόσο εντός της Ευρωζώνης, όσο και στο διεθνές περιβάλλον (Κότιος, 2010).

Η περίοδος μετά το 1974 υπήρξε περίοδος μεγάλου δανεισμού για την Ελλάδα με συνέπεια τη γρήγορη διόγκωση του χρέους. Μεταξύ του 1980 και 1993 το χρέος εκτινάχτηκε από 28,6% σε 111,6% του ΑΕΠ. Το έλλειμμα την ίδια περίοδο ήταν επίσης υψηλό.

Η Ελλάδα είχε δημιουργήσει όλες εκείνες τις προϋποθέσεις οι οποίες θα επέτρεπαν μια οικονομική κατάρρευση ανεξάρτητα από την παγκόσμια κρίση που ξέσπασε. Η επιδείνωση του δημοσίου χρέους προήλθε από την αύξηση του εξωτερικού δανεισμού. Το διάστημα από 1982 έως 1989, κατά μέσο όρο, η συνολική εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους κάλυψε το 33,61% των τακτικών εσόδων της ίδιας περιόδου. Επίσης, το διάστημα από 1975 έως 1987 συνομολογήθηκαν 18,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων εξωτερικών δανείων, εκ των οποίων το 81% διετέθη για την εξυπηρέτηση και εξόφληση των ήδη υπαρχόντων δανείων. Η προσφυγή στον εξωτερικό δανεισμό έγινε για έργα συγκοινωνιακής, αγροτικής και αστικής υποδομής. Ένα, το 1982, για την αποκατάσταση των ζημιών από τους σεισμούς στην Καλαμάτα το 1981 και ένα για την υποστήριξη του ισοζυγίου πληρωμών.

Από το 1993 διογκώνεται ο δημόσιος τομέας της οικονομίας. Η επανακρατικοποίηση των Αστικών Συγκοινωνιών Αθηνών, οι μαζικοί διορισμοί στο δημόσιο και η διοχέτευση χρημάτων από την Ευρωπαϊκή Ένωση σε μη βιώσιμες ή ελλειμματικές δημόσιες ή ιδιωτικές επιχειρήσεις, είναι μερικά παραδείγματα. Μετά το 1993 η οικονομία μπήκε σε έναν πιο ομαλό δρόμο με στόχο να ικανοποιήσει τα κριτήρια σύγκλισης της συνθήκης του Μάαστριχ. Χάρη στην επίτευξη υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης και αποκρατικοποιήσεων το χρέος άρχισε να μειώνεται ελαφρά

ως ποσοστό του ΑΕΠ και το έλλειμμα έπεσε μέχρι το 1999 κάτω από 3%, πετυχαίνοντας τελικά η Ελλάδα να γίνει μέλος της ΟΝΕ. Αργότερα υποστηρίχτηκε πως οι σχετικά υψηλές επιδόσεις που παρουσιάζονταν αυτή την περίοδο δεν αντιστοιχούσαν σε πραγματικά νούμερα, αλλά εξυπηρετούσαν την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ. Αυτή η πρακτική ονομάστηκε δημιουργική λογιστική, στην υλοποίηση της οποίας βοήθησε και η τράπεζα επενδύσεων Goldman Sachs.

Το φθινόπωρο του 2004, κατόπιν πίεσης από την Eurostat το ελληνικό κράτος προχώρησε σε οικονομική απογραφή. Η απογραφή αποκάλυψε αποκρύψεις δαπανών της προηγούμενης κυβέρνησης με αποτέλεσμα να αναθεωρηθούν τα ελλείμματα των προηγούμενων ετών προς τα πάνω. Το γεγονός αυτό οδήγησε σε μείωση της αξιοπιστίας της χώρας και σε τριετή επιτήρηση από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Την ίδια χρονιά η Eurostat προχώρησε σε αναθεώρηση παλαιότερων ελλειμμάτων της Ελλάδας, από τα οποία προέκυπε ότι η Ελλάδα δεν ικανοποιούσε ποτέ τα κριτήρια σύγκλισης του Μάαστριχ αφού ακόμα και την κρίσιμη χρονιά του 1999 εξακολουθούσε να έχει έλλειμμα πάνω από 3%. Το 1999 όταν εξετάζονταν οι προϋποθέσεις για την ένταξη της Ελλάδας στην Νομισματική Ένωση το δημοσιονομικό έλλειμμα παρουσιζόταν στο 1,6% του ΑΕΠ, μικρότερο δηλαδή του 3%, που ήταν η τιμή αναφοράς. Με αυτά τα δεδομένα μπορούσε να γίνει η ένταξη της χώρας μας στο ευρώ.

Την τριετία από 2004 έως 2007 το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώνεται ενώ σημειώνονται υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης με το εθνικό εισόδημα να αυξάνεται κατά 12 έως 15 δισεκατομμύρια το χρόνο. Από το φθινόπωρο του 2008 όμως, λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης που ξέσπασε τότε, η ελληνική οικονομία εκτροχιάζεται και το έλλειμμα άλλα και το χρέος αρχίζουν να αυξάνονται με γρήγορους ρυθμούς.

Τον Νοέμβριο του 2010 η Eurostat προχώρησε σε αναθεώρηση των ελληνικών ελλειμμάτων των τελευταίων ετών. Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτά το έλλειμμα του 2006 τοποθετήθηκε στο 5,7% του ΑΕΠ (12,1 δισεκατομμύρια ευρώ), του 2007 στο 6,4% του ΑΕΠ (14,4 δισεκατομμύρια ευρώ), του 2008 στο 9,4% του ΑΕΠ (22,3 δισεκατομμύρια ευρώ) και του 2009 στο 15,4% του ΑΕΠ (36,1 δισεκατομμύρια ευρώ). Αντίστοιχα αναθεωρήθηκε προς τα πάνω και το χρέος, με το χρέος του 2009 να αναθεωρείται στο 126,8% του ΑΕΠ που αντιστοιχεί σε 298 δισεκατομμύρια ευρώ.

Συμπερασματικά δύο είναι οι άμεσοι λόγοι που προκάλεσαν την ελληνική κρίση: ο πρώτος είναι ο στρεβλός χαρακτήρας της νομισματικής ένωσης και ο δεύτερος η οικονομική αναταραχή του 2008 (Λαπαβίτσας, 2010).

3.5.4 Ποιες κινήσεις έγιναν για να αποφευχθεί η χρεοκοπία

Στα μέσα του 2010, και μετά τις αποκαλύψεις ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδας έκλεισε για το 2009 σε επίπεδα πολύ πάνω από αυτά που θα καθιστούσαν το δημόσιο χρέος βιώσιμο η ελληνική κυβέρνηση αδυνατούσε να δανειστεί με λογικά επιτόκια από τις αγορές για τη χρηματοδότηση του τρέχοντος δημοσιονομικού ελλείμματος και την αναχρηματοδότηση του χρέους. Αποτέλεσμα ήταν ο άμεσος κίνδυνος χρεοκοπίας και στάσης πληρωμών του Ελληνικού Δημοσίου. Η προσπάθεια της κυβέρνησης να ανακτήσει την αξιοπιστία της χώρας στις διεθνείς αγορές και να πετύχει μείωση των επιτοκίων οδήγησε σε λήψη μέτρων μείωσης των δαπανών, τα οποία δεν κατάφεραν να ανατρέψουν το αρνητικό κλίμα. Κατόπιν αυτών η Ελλάδα κατέφυγε στη βοήθεια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, που συγκρότησαν από κοινού μηχανισμό βοήθειας για την Ελλάδα. Η προσφυγή στον μηχανισμό στήριξης έγινε στις 23 Απριλίου 2010.

Η χρηματοδότηση από τον μηχανισμό στήριξης έγινε υπό τους όρους ότι η Ελλάδα θα λάβει μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής και ειδικότερα, υπό τους όρους ότι θα λάβει μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης. Με τη χρηματοδότηση από το μηχανισμό αποφεύχθηκε ο άμεσος κίνδυνος χρεοκοπίας της Ελλάδας, που θα είχε πιθανές συνέπειες και για όλη τη ζώνη του ευρώ. Τα πρώτα μέτρα ανακοινώθηκαν από τον πρωθυπουργό στις 2 Μαΐου 2010.

Η ελληνική οικονομία συνέχισε να βρίσκεται σε κατάσταση δημοσιονομικής ανισορροπίας και το επόμενο διάστημα με αποτέλεσμα ένα χρόνο μετά, τον Ιούνιο του 2011, η κυβέρνηση να καταφύγει στην ψήφιση του μεσοπρόθεσμου προγράμματος, που περιλάμβανε νέα μέτρα λιτότητας και περικοπών. Επίσης τέθηκε θέμα αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας και αναδιάρθρωσης ή «κουρέματος» του χρέους με σκοπό τη μακροπρόθεσμη μείωση του χρέους σε βιώσιμα επίπεδα.

Στις 3 Μαΐου 2010 η Ελλάδα ζήτησε 80 δισεκατομμύρια ευρώ από τις υπόλοιπες δεκαπέντε χώρες του ευρώ και 30 δισεκατομμύρια ευρώ από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Την αίτηση συνόδευαν τρία συνημμένα μνημόνια: το

"Μνημόνιο Οικονομικής και Χρηματοπιστωτικής Πολιτικής", το "Τεχνικό Μνημόνιο Συνεννόησης" και το "Μνημόνιο Συνεννόησης στις Συγκεκριμένες Προϋποθέσεις Οικονομικής Πολιτικής".

Στις 8 Μαΐου 2010 εγκρίθηκε η "Σύμβαση Δανειακής Διευκόλυνσης" με τις χώρες του ευρώ και ο "Διακανονισμός Χρηματοδότησης Αμέσου Ετοιμότητας" με το ΔΝΤ. Το σύνολο αυτών των συμφωνιών ονομάζεται συχνά για συντομία "Μνημόνιο".

Στη συνέχεια σχηματίστηκε ομάδα εκπροσώπων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, γνωστή και ως "Τρόικα", η οποία ανά τρίμηνο αξιολογεί την πρόοδο του προγράμματος εφαρμογής των όρων του "Μνημονίου" και αποφασίζει για την εκταμίευση της αντίστοιχης δόσης του δανείου.

3.5.4.1 Πρώτο πακέτο οικονομικών μέτρων

Στα τέλη του Ιανουαρίου του 2010, ο πρωθυπουργός της χώρας βρισκόταν στο Νταβός για το ετήσιο Παγκόσμιο Οικονομικό Φόρουμ. Στη διάρκεια του δέχτηκε έντονες πιέσεις από ξένους ηγέτες για άμεση λήψη μέτρων.

Λίγο μετά την επιστροφή του από το Νταβός, στις 9 Φεβρουαρίου η κυβέρνηση ανακοίνωσε μέτρα για τον δημόσιο τομέα που περιλάμβαναν πάγωμα μισθών, περικοπές επιδομάτων 10%, περικοπές υπερωριών και οδοιπορικών.

Η ανακοίνωση προκάλεσε αντιδράσεις και μία πανελλαδική απεργία στις 10 Φεβρουαρίου.

3.5.4.2 Δεύτερο πακέτο οικονομικών μέτρων

Στο επόμενο διάστημα άρχισε να αναφέρεται έντονα το ενδεχόμενο της χρεοκοπίας. Για την αποφυγή του ενδεχομένου η κυβέρνηση έλαβε νέα σκληρά μέτρα στις 3 Μαρτίου

Τα οικονομικά μέτρα που ελήφθησαν ήταν η μείωση 30% στα δώρα Χριστουγέννων, Πάσχα, αδειάς, η μείωση 12% σε όλα τα επιδόματα του Δημοσίου, η μείωση 7% στις αποδοχές υπαλλήλων ΔΕΚΟ, ΟΤΑ, ΝΠΙΔ, η αύξηση του ΦΠΑ από 4,5 στο 5%, από 9 στο 10%, από 19 στο 21%, η αύξηση 15% στον φόρο της βενζίνης, η επιβολή επιπλέον 10% έως 30% στους φόρους εισαγωγής επί της αξίας των

περισσότερων εισαγόμενων αυτοκινήτων, η επαναφορά των τεκμηρίων διαβίωσης σε όλα ανεξαιρέτως τα αυτοκίνητα, ακόμα και στα μικρότερου κυβισμού, η επέκταση των τεκμηρίων διαβίωσης σε όλα ανεξαιρέτως τα ακίνητα, ακόμα και στα μικρότερα.

Τα μέτρα αυτά προκάλεσαν αντιδράσεις και έγιναν μεγάλες απεργίες και πορείες στις 5 και 11 Μαρτίου.

3.5.4.3 Μνημόνιο και τρίτο πακέτο οικονομικών μέτρων

Η Ελλάδα δεν κατάφερε να βελτιώσει την θέση της στις διεθνείς αγορές παρά την λήψη των νέων οικονομικών μέτρων που είχε λάβει, με αποτέλεσμα ενάμιση μήνα μετά να προσφύγει στην βοήθεια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που συγκρότησαν από κοινού μηχανισμό βοήθειας για την Ελλάδα.

Έτσι το κράτος προχώρησε σε υπογραφή μνημονίου με το ΔΝΤ και την Ευρωπαϊκή Ένωση, για τα μέτρα που έπρεπε να ληφθούν, προκειμένου να ενεργοποιηθεί ο μηχανισμός στήριξης.

Τα μέτρα ανακοινώθηκαν την Κυριακή 2 Μαΐου και προέβλεπαν την αντικατάσταση του 13ου και 14ου μισθού των δημοσίων υπαλλήλων με επίδομα 500 ευρώ σε όλους όσους έχουν αποδοχές μέχρι 3.000 ευρώ και πλήρη κατάργηση των δύο μισθών για μεγαλύτερες αποδοχές, την αντικατάσταση 13ης και 14ης σύνταξης με επίδομα 800 ευρώ για συντάξεις ως 2.500 Ευρώ, την περαιτέρω περικοπή επιδομάτων 8% στα επιδόματα των δημοσίων υπαλλήλων και 3% στους υπαλλήλους των ΔΕΚΟ όπου δεν υπάρχουν επιδόματα, την αύξηση του υψηλού συντελεστή ΦΠΑ από 21% σε 23%, του μεσαίου από 10% σε 11% και από 11% σε 13% και αντίστοιχα του χαμηλού στο 6,5%. Επίσης προέβλεπαν την αύξηση στον ειδικό φόρο κατανάλωσης σε καύσιμα, τσιγάρα και ποτά κατά 10%, την αύξηση στις αντικειμενικές τιμές ακινήτων, την πρόσθεση ενός επιπλέον 10% στους φόρους εισαγωγής επί της αξίας των περισσότερων εισαγόμενων αυτοκινήτων.

Ακόμη, το νομοσχέδιο προέβλεπε αλλαγές στα εργασιακά με αύξηση του ορίου απολύσεων και μείωση του κατώτατου μισθού. Επιπλέον, στο ασφαλιστικό προέβλεπε αύξηση στα όρια ηλικίας συνταξιοδότησης των γυναικών στον δημόσιο τομέα στα 65 χρόνια.

Την ανακοίνωση των μέτρων αυτών ακολούθησε πανελλαδική απεργία και διαδήλωση στις 5 Μαΐου στην οποία υπήρξε άγρια καταστολή από τις δυνάμεις τάξης και σημειώθηκαν σοβαρότατα επεισόδια.

Στις 12 Μαρτίου 2011 υπήρξε συμφωνία για μείωση του ποσοστού δανεισμού κατά 1 ποσοστιαία μονάδα και επιμήκυνση του χρόνου απόσβεσης στα 7.5 χρόνια. Στις 29 Ιουνίου 2011 ψηφίστηκε από τη Βουλή των Ελλήνων το "Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2012-2015".

Το μεσοπρόθεσμο προβλέπει μία σειρά από μέτρα για τον περιορισμό των δαπανών και αύξησης των εσόδων. Περιορίζονται μισθολογικές και λειτουργικές δαπάνες και προστίθενται νέα φορολογικά μέτρα. Ιδρύεται οργανισμός Αποκρατικοποιήσεων με σκοπό την αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας. Στόχος είναι έσοδα 50 δις από αποκρατικοποιήσεις.

Στα φορολογικά μέτρα του μεσοπρόθεσμου περιλαμβάνονται η αλλαγή της φορολογικής κλίμακας με επιβάρυνση σε όλους όσους δηλώνουν εισόδημα πάνω από 8.000 ευρώ, η έκτατη εισφορά για όλους όσους έχουν εισόδημα πάνω από 12.000 ευρώ, η μετάβαση σε ανώτερη κλίμακα προϊόντων και υπηρεσιών εστίασης, η επιβολή κλιμακωτής αντικειμενικής δαπάνης κατοικίας, η επιβολή ετήσιου τέλους για τους ελεύθερους επαγγελματίες και τους επιτηδευματίες, η επιβολή ειδικής εισφοράς αλληλεγγύης για την καταπολέμηση της ανεργίας ύψους 2%.

Επίσης και στα εργασιακά υπήρξαν σημαντικές αλλαγές όπως η θέσπιση μέτρου εργασιακής εφεδρείας για οργανισμούς που καταργούνται.

3.5.5 Τα τελευταία γεγονότα και το μνημόνιο 2

Μέσα στον Ιούλιο υπήρξε σύνοδος κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα χρέους της Ελλάδας αλλά και να εξευρεθούν τρόποι θωράκισης του ευρώ απέναντι σε κερδοσκοπικές επιθέσεις. Η σύνοδος κορυφής κατέληξε σε συμφωνία νέας δανειοδότησης της Ελλάδας. Η συμφωνία περιλάμβανε νέο δάνειο για την χώρα ύψους 158 δις ευρώ. Από αυτά τα 109 δις θα προέλθουν από την Ευρωπαϊκή Ένωση και το ΔΝΤ (49 δις από αυτά είναι το υπόλοιπο από το πρώτο πακέτο διάσωσης), 37 δις από τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, ενώ άλλα 12 δις θα προέλθουν από την επαναγορά ομολόγων. Ακόμη προβλέπεται η επιμήκυνση από 15 έως και 30 χρόνια των ομολόγων που λήγουν από το άμεσο διάστημα έως το 2020.

Μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας, οι οίκοι αξιολόγησης Fitch και Moody's υποβάθμισαν την Ελλάδα σε καθεστώς περιορισμένης χρεοκοπίας. Παρόλα αυτά η συμφωνία χαιρετίστηκε με αισιοδοξία στο εσωτερικό της χώρας, χαρακτηρίστηκε ιστορική και παρομοιάστηκε με το πακέτο Μάρσαλ της μεταπολεμικής περιόδου.

Σύντομα όμως το κλίμα αισιοδοξίας μεταστράφηκε όταν παρουσιάστηκαν προβλήματα με κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης που έδειξαν απροθυμία να συμμετάσχουν στο πρόγραμμα χωρίς εγγυήσεις. Στο τέλος Αυγούστου ανακοινώθηκε πως η οικονομία της Ελλάδας βρισκόταν εκτός στόχων, καθώς υπήρχε μεγάλη υστέρηση εσόδων και αύξηση δαπανών.

Η κατάσταση αυτή συνεπικουρούμενη και από την απειλή της τρόικας για την μη καταβολή της έκτης δόσης του δανείου του πρώτου πακέτου διάσωσης, οδήγησε σε μία σειρά έκτακτων συμπληρωματικών μέτρων τα οποία ανακοινώθηκαν κατά τη διάρκεια του Σεπτεμβρίου. Στα μέτρα που ανακοινώθηκαν περιλαμβάνονται η διεύρυνση του μέτρου της εργασιακής εφεδρείας και σε οργανισμούς που δεν καταργούνται, ο νέος έκτακτος φόρος στις κατοικίες που θα καταβάλλεται μέσω του λογαριασμού της ΔΕΗ, η περικοπή συντάξεων και μεγάλες περικοπές στο εφάπαξ, οι νέες περικοπές μισθών στο δημόσιο και εφαρμογή ενιαίου μισθολογίου, η μείωση του αφορολόγητου ορίου από τις 8.000 ευρώ στις 5.000 ευρώ και το άνοιγμα όλων των κλειστών επαγγελμάτων.

Στις 23 Οκτωβρίου συγκλήθηκε έκτακτη σύνοδος κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης με στόχο την κατάρτιση ενός οριστικού σχεδίου αντιμετώπισης της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη. Η σύνοδος κατέληξε και απέβλεπε σε «κούρεμα» κατά 50% του ελληνικού χρέους και πρόσθετο πακέτο βοήθειας προς την Ελλάδα ύψους 130 δισεκατομμυρίων ευρώ. Με βάση την συμφωνία οι ιδιώτες θα αποδεχτούν σε εθελοντική βάση, μείωση της αξίας των ελληνικών ομολόγων που διαθέτουν κατά 50%. Η συμφωνία θα συνοδεύεται από πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής με διάρκεια μέχρι το 2021 και δημιουργία μηχανισμού μόνιμης εποπτείας της Ελλάδας για την συνεχή παρακολούθηση της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων. Οι αποφάσεις της συνόδου κορυφής χαιρετίστηκαν θετικά από την κυβέρνηση ενώ αποδοκιμάστηκαν από όλα τα κόμματα της αντιπολίτευσης, τα οποία έκαναν λόγο για απόφαση ελεγχόμενης χρεοκοπίας της Ελλάδας.

Μετά από έντονες αντιδράσεις και τη δυσαρέσκεια του λαού προς το πρόσωπο του πρωθυπουργού υπήρξε συμφωνία μεταξύ των δύο πολιτικών αρχηγών

των δύο μεγάλων κομμάτων για σχηματισμό κυβέρνησης συνεργασίας. Ο Λουκάς Παπαδήμος επιλέχτηκε ως νέος πρωθυπουργός. Η νέα κυβέρνηση που ορκίστηκε την επόμενη μέρα περιλάμβανε έξι στελέχη από τη Νέα Δημοκρατία, τέσσερα από το ΛΑΟΣ, ενώ παρέμεναν σχεδόν όλα τα στελέχη της κυβέρνησης Παπανδρέου.

Την ίδια περίοδο η πραγματική οικονομία συνεχίζει να επιδεινώνεται με την ανεργία να καταγράφει νέο ρεκόρ φτάνοντας το 18,4% τον Αύγουστο και ακόμα υψηλότερα κατά τον μήνα Οκτώβριο όπου έφτασε, σύμφωνα με τα στοιχεία της eurostat, στο 19,2%. Λόγω της κατάστασης αυτής και της μη επίτευξης των πρώτων οικονομικών στόχων η τρόικα απαίτησε από την Ελλάδα σειρά νέων μέτρων και το μνημόνιο δύο.

Τα νέα μέτρα που συνοδεύουν το μνημόνιο εγκρίθηκαν από την Κυβέρνηση στις 10 Φεβρουαρίου 2012 και περιλαμβάνουν την μείωση κατά 22% του κατώτατου μισθού σε όλα τα κλιμάκια του βασικού μισθού (από 751 ευρώ σε 586 ευρώ) και 32% στους νεοεισερχόμενους μέχρι 25 ετών, την κατάργηση 150.000 θέσεων εργασίας από το δημόσιο τομέα έως το 2015, εκ των οποίων 15.000 μέσα στο 2012, τις ατομικές ή επιχειρησιακές συμβάσεις εργασίας αντί για τις κλαδικές, την άρση της μονιμότητας σε ΔΕΚΟ και υπό κρατικό έλεγχο τράπεζες τις περικοπές συντάξεων, επιδομάτων, δαπανών υγείας, άμυνας, λειτουργιών του κράτους και εκλογών, την κατάργηση των Οργανισμών Εργατικής Κατοικίας και Εστίας, την αύξηση των αντικειμενικών αξιών και την ενοποίηση φόρων στα ακίνητα, το πλήρες άνοιγμα 20 κλειστών επαγγελμάτων, την αύξηση των εισιτηρίων στις Αστικές Συγκοινωνίες και στον ΟΣΕ κατά 25% και το κλείσιμο 200 εφοριών, την κατάργηση των φοροαπαλλαγών και του χαμηλού ΦΠΑ στα νησιά.

Στόχος του είναι η μείωση του δημοσίου χρέους και τη διάσωση της εθνικής οικονομίας.

3.5.6 Συνέπειες

Για να αντιμετωπισθεί σήμερα η οικονομική κρίση, ελήφθησαν σκληρά μέτρα λιτότητας που περιλαμβάνουν μειώσεις των μισθών, των κοινωνικών παροχών, των συντάξεων και άλλων ωφελημάτων των εργαζομένων. Η οικονομική κρίση που ταλανίζει εδώ και δύομισι χρόνια την Ελλάδα εκφράζεται με δραματική μείωση του ρυθμού ανάπτυξης, με μεγάλη άνοδο της ανεργίας, με τεράστια δημοσιονομικά ελλείμματα και χρέη. Το δημοσιονομικό έλλειμμα και το δημόσιο χρέος είναι δυο

από τους Δείκτες του Μάαστριχ, οι οποίοι δεν πρέπει να υπερβαίνουν, ο μιν πρώτος το 3% του ΑΕΠ, ο δε δεύτερος το 60% του ΑΕΠ.

Η Ελλάδα είχε υπερβεί κατά πολύ τους δείκτες αυτούς κι έτσι αναγκάστηκε να δεχθεί τον Διεθνή Οικονομικό Έλεγχο για να αποφύγει την χρεοκοπία και να καλύψει το δημόσιο χρέος της. Τα πρώτα μέτρα που ελήφθησαν για να καλυφθεί το έλλειμμα ήταν η αύξηση του ΦΠΑ μέχρι 23%, η αύξηση των ειδικών φόρων κατανάλωσης στη βενζίνη στο πετρέλαιο κίνησης, στα τσιγάρα και στα ποτά, η περικοπή δώρου Χριστουγέννων, δώρου Πάσχα και επιδόματος άδειας κατά 30% για τους δημόσιους υπαλλήλους, η περικοπή επιδομάτων δημοσίων υπαλλήλων κατά 12% , το πάγωμα συντάξεων, αύξηση φόρου στα ακίνητα των υπεράκτιων εταιριών, η επιβολή ειδικού φόρου πολυτελείας και η χαλάρωση της νομοθεσίας για τις απολύσεις.

Όμως παρόλα αυτά τα μέτρα και τις θυσίες του ελληνικού λαού το χρέος δεν μειώθηκε, αντίθετα αυξήθηκε και οι επιτηρητές της χώρας μας απαίτησαν και άλλες περικοπές και θυσίες από τον ελληνικό λαό.

Η κυβέρνηση επίσης, προανήγγειλε μέτρα που προκάλεσαν αντιδράσεις επαγγελματικών κλάδων, κατά τη διάρκεια του καλοκαιριού και του Φθινοπώρου. Σημαντικότερες περιπτώσεις ήταν οι αντιδράσεις των ιδιοκτητών φορτηγών για το άνοιγμα του επαγγέλματός τους, των ναυτεργατών, για περικοπές στους μισθούς των υπαλλήλων και των υπαλλήλων αρχαιολογικών χώρων για περικοπές θέσεων εργασίας.

Οι συνέπειες των μέτρων ήταν ιδιαίτερα έντονες. Η ανεργία και ο πληθωρισμός άρχισαν να εκτινάσσονται, ενώ οι μικροεπιχειρήσεις έβλεπαν τον τζίρο τους συνεχώς να μειώνεται με αποτέλεσμα να οδηγούνται όλο και περισσότερες στο κλείσιμο, γεγονός που περιγραφόταν ως κύμα λουκέτων. Στις 9 Δεκεμβρίου 2010 η κυβέρνηση κατέθεσε στη βουλή το πολυνομοσχέδιο για τα εργασιακά και τις ΔΕΚΟ. Το νομοσχέδιο περιλάμβανε ρυθμίσεις για υπερίσχυση των επιχειρησιακών συμβάσεων έναντι των κλαδικών, με μόνο περιορισμό το ύψος του βασικού μισθού της εθνικής συλλογικής σύμβασης. Θεσπίστηκε η δοκιμαστική περίοδος εργασίας με διάρκεια 12 μηνών, στο διάστημα των οποίων η σύμβαση μπορεί να καταγγελθεί χωρίς προειδοποίηση και χωρίς αποζημίωση απόλυσης. Επίσης το νομοσχέδιο έθετε πλαφόν τα 4.000 ευρώ, στις μικτές αποδοχές των εργαζομένων στις ΔΕΚΟ και μείωση 10% σε αμοιβές που ξεπερνούν τα 1.800 ευρώ. Το 2010 έκλεισε με το χρέος

να αγγίζει το 142,8% του ΑΕΠ και το έλλειμμα στο 10,5%. Παράλληλα η οικονομία συρρικνώθηκε στο 4,5%.

Το 2011 η δυσαρέσκεια στην κοινωνία από την μεγάλη οικονομική ύφεση ήταν έντονη και άρχισε να εκφράζεται με αποδοκιμασίες πολιτικών που εμφανίζονταν σε δημόσιους χώρους, ακόμα και στο εξωτερικό. Στο διάστημα αυτό άρχισαν να ενισχύονται κινήματα πολιτών που δεν συνδέονταν με πολιτικά κόμματα όπως το κίνημα «δεν πληρώνω» που έκανε έντονη την παρουσία του, με τα μέλη του να αρνούνται να πληρώσουν στα διόδια το υψηλό αντίτιμο περιοχή τους. Η πραγματική οικονομία εξακολούθησε να επιδεινώνεται με συνέχιση του αποκαλούμενου κύματος λουκέτων στην αγορά και την ανεργία να συνεχίζει να καλπάζει φτάνοντας τον Μάρτιο σε ποσοστό 16,2%.

Τον Μάιο η συνεχιζόμενη δυσαρέσκεια άρχισε να εκφράζεται με ένα νέο κίνημα διαμαρτυρίας που διοργανώθηκε μέσα από σελίδες κοινωνικής δικτύωσης και ονομάστηκε κίνημα των αγανακτισμένων. Επηρεάστηκε από το αντίστοιχο κίνημα που είχε ξεκινήσει λίγο καιρό πριν στην Ισπανία. Οι συμμετέχοντες ήταν ανεξάρτητοι πολίτες χωρίς κομματική ιδιότητα, που επιθυμούσαν την ύπαρξη κάποιου είδους δράσης, ενάντια στην συνεχιζόμενη επιδείνωση της ποιότητας ζωής. Οι πολίτες που συμμετείχαν διοργάνωναν ογκώδεις διαδηλώσεις σχεδόν καθημερινά στις πλατείες των μεγαλύτερων πόλεων της Ελλάδας. Στα μέσα Ιουνίου ήρθαν στο φως στοιχεία που έδειχναν μεγάλη απόκλιση της ελληνικής οικονομίας από τους στόχους και σημαντική υστέρηση εσόδων.

Στις 15 Ιουνίου ξεκίνησε η συζήτηση στη βουλή για το Μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα. Στο εξωτερικό της βουλής υπήρξαν ογκώδεις διαδηλώσεις από το κίνημα των αγανακτισμένων και συνδικάτα που παρέμειναν μέχρι τις βραδινές ώρες.

Στις 29 Ιουνίου έγινε η ψηφοφορία στη βουλή για το μεσοπρόθεσμο, ενώ έξω από τη βουλή υπήρχαν συγκεντρώσεις πολιτών και συνδικάτων. Στο κέντρο της πρωτεύουσας υπήρχε μία πρωτοφανής συγκέντρωση αστυνομικών δυνάμεων. Δρόμοι είχαν αποκλειστεί ενώ μπροστά στη βουλή είχε στηθεί ένας μεταλλικός φράκτης για να εμποδίζει την διέλευση προς το χώρο αυτό. Η κατάσταση αυτή οδήγησε σε ξέσπασμα σοβαρών επεισοδίων με συγκρούσεις διαδηλωτών και δυνάμεων των ΜΑΤ που εφάρμοσαν άγρια καταστολή. Το μνημόνιο όμως τελικά ψηφίστηκε.

Οι ανακοινώσεις και οι εξαγγελίες των νέων μέτρων οδήγησαν σε μία σειρά μεγάλων απεργιών, διαδηλώσεων και καταλήψεων σε δημόσιες υπηρεσίες και οργανισμούς. Παρ' όλες όμως τις αντιδράσεις του ελληνικού λαού και τις θυσίες, τα

μέτρα πάντα ψηφίζονταν από τη βουλή χωρίς να αντιλαμβάνονται τις συνέπειες στον ελληνικό λαό.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Κεφάλαιο 4: Πολιτικές αντιμετώπισης της κρίσης και αποφυγής μιας νέας

4.1 Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών

Η αντιμετώπιση του συστημικού κινδύνου που ενέχεται στην παραδοσιακή μεσολαβητική δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων λαμβάνει χώρα μέσω της εφαρμογής μέτρων από την κεντρική τράπεζα, όπως:

- Η άσκηση ελέγχου επί του συνολικού επιπέδου χορηγήσεων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, το μέγεθος των οποίων επιτρέπει σε αυτά να επηρεάσουν, μέσω του πολλαπλασιαστή πιστώσεων, το συνολικό επίπεδο ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.
- Η άσκηση ρυθμιστικού ελέγχου επί του κινδύνου που ενέχεται στην υπερβάλλουσα χορήγηση δανείων.
- Η απαίτηση αύξησης των στοιχείων ενεργητικού ή των ιδίων κεφαλαίων ή και μείωση των καταθέσεων όψεως στο παθητικό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.
- Η ενεργοποίησή της ως χορηγός ρευστότητας έσχατης ανάγκης σε συνδυασμό με την ενεργοποίηση του κράτους ως εγγυητή καταθέσεων.
- Η χορήγηση πιστώσεων έσχατης ανάγκης άμεσα σε μεμονωμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν βραχυχρόνιο πρόβλημα ρευστότητας.
- Η άσκηση αποφασιστικής πειθούς επί των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να συμπλεύσουν σε μια ομαδική προσπάθεια ενίσχυσης της ρευστότητας στην αγορά, η οποία θα έχει περισσότερα συνολικά οφέλη για κάθε ένα εξ' αυτών ατομικά.

Η κατάλληλη άσκηση των βασικών αυτών μέτρων είναι επαρκώς αποτελεσματική και η ανακοίνωση της ενεργοποίησής τους από μόνη της είναι ικανή, δοθείσης της αξιοπιστίας της κεντρικής τράπεζας να τονώσει τη ρευστότητα στην αγορά. Βεβαίως, η ενεργοποίηση των μέτρων αυτών πρέπει να είναι προσεκτική ώστε τα προτιρόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και φορείς αγοράς να μην βασίζονται

υπέρμετρα την διασφάλιση της φερεγγυότητας στην παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας αλλά στη βελτίωση της ίδιας διαχειριστικής ικανότητας και διακυβέρνησης.

Η δυνατότητα χορήγησης πιστώσεων έσχατης ανάγκης αποτελεί από τις σημαντικότερες λειτουργίες της κεντρικής τράπεζας. Στον ρόλο τους αυτό, οι κεντρικές τράπεζες τυπικά έχουν την αρμοδιότητα χορήγησης βραχυπρόθεσμης ρευστότητας στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έναντι κατάλληλων ρητρών χρήσης της ρευστότητας και έναντι κατάθεσης εγγυήσεων υπό την μορφή δέσμευσης χρηματοοικονομικών απαιτήσεων ή χρηματοπιστωτικών μέσων υψηλής ρευστότητας. Προκειμένου να λάβει απόφαση χορήγησης ρευστότητας, η κεντρική τράπεζα πρέπει να αξιολογήσει το ίδρυμα που έχει ανάγκη τη ρευστότητα. Η συνήθης ιστορικά πρακτική για τις κεντρικές τράπεζες ήταν να δανείσουν ελεύθερα έναντι εγγυήσεων χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που θεωρούνται ότι αντιμετωπίζουν βραχυχρόνιο πρόβλημα ρευστότητας και όχι θεμελιώδες πρόβλημα φερεγγυότητας.

Σήμερα, έστω και εάν το συνολικό ειδικό βάρος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει μειωθεί, τα μεγάλα ιδρύματα παραμένουν αρκούντως σημαντικά με αποτέλεσμα η τυχόν διάρρηξη της ομαλής τους λειτουργίας θα μπορούσε να αποτελέσει παράγοντα συστημικού κινδύνου λόγω των ακόλουθων χαρακτηριστικών τους:

- Εμφανίζουν υψηλό βαθμό δανειακής επιβάρυνσης, με λόγο ιδίων προς ξένα κεφάλαια μεταξύ 5% και 10%.
- Συνεχίζουν να εμφανίζουν υψηλά ποσοστά βραχυπρόθεσμων καταθέσεων όψεως στο παθητικό του ισολογισμού τους που δύναται να αποτελέσουν αντικείμενο άμεσης απόσυρσης.
- Εμφανίζουν μεγάλο εύρος και συνθετότητα χρηματοοικονομικής δραστηριότητας αλλά οργανωτικής και νομικής διάρθρωσης που καθιστούν την εξωτερική αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής τους κατάστασης δύσκολη και θέτουν σημαντικά ζητήματα αποτελεσματικής διακυβέρνησης τους.
- Εμφανίζουν σημαντικά πιστωτικά ανοίγματα μεταξύ τους λόγω συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά, στην εξωχρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, και στα συστήματα πληρωμών, εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών.

- Εμφανίζουν αυξημένη ευαισθησία δραστηριότητας και κερδοφορίας στις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας αλλά και αυξημένη μωπία στη διαδικασία χορήγησης πιστώσεων, τείνοντας να μην διδάσκονται από την αρνητική εμπειρία του παρελθόντος και να συνεχίζουν την χορήγηση κακών δανείων.
- Εμφανίζουν αυξημένους νομικούς, ρυθμιστικούς και λειτουργικούς κινδύνους λόγω της υψηλού κινδύνου και ενίοτε ανεξέλεγκτης επενδυτικής δράσης στελεχών τους (Hendricks et al., 2006).

Τα παραπάνω χαρακτηριστικά και η εξέλιξη της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης δημιούργησαν νέες προκλήσεις στο ρόλο των κεντρικών τραπεζών ως χορηγών ρευστότητας έσχατης ανάγκης, που σχετίζονται τόσο με την ρευστότητα της αγοράς όσο και την ρευστότητα αναχρηματοδότησης. Η απόσυρση των εμπορικών τραπεζών από την δραστηριότητα της διατραπεζικής αγοράς και των θεσμικών επενδυτών από τις συναλλαγές στην αγορά ανάγκασε τις κεντρικές τράπεζες να αναλάβουν το ρόλο του αντισυμβαλλόμενου στις αγορές, εκτείνοντας το εύρος των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποδέχονται ως εγγυήσεις. Η εξέλιξη αυτή έθεσε σε νέα βάση το του παραδοσιακού ρόλου των κεντρικών τραπεζών ως χορηγοί ρευστότητας έσχατης ανάγκης και του ρόλου του κράτους εγγυητή καταθέσεων, όπου ο πρώτος ρόλος ασκείται σε περιπτώσεις προσωρινής έλλειψης ρευστότητας χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που συνεχίζουν τη δραστηριότητα τους, ενώ ο δεύτερος σε περιπτώσεις αφερεγγυότητας και πτώχευσης των ιδρυμάτων. Η τρέχουσα κρίση ανέδειξε με σαφήνεια αφενός τη de facto άρση της διάκρισης αυτής και αφετέρου την ανταγωνιστική συνύπαρξη των δύο ρόλων. Η άσκηση του ρόλου του χορηγού πιστώσεων έσχατης ανάγκης σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα έναντι πολλής κακής ποιότητας εγγυήσεων, επιτρέπει σε περίπτωση αφερεγγυότητας και πτώχευσης του ιδρύματος αυτού, μόνο κακής ποιότητας διαθέσιμων εγγυήσεων για του καταθέτες, τους εγγυητές καταθέσεων και τους πιστωτές.

4.2 Ο ρόλος του κράτους

Σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών που συνοδεύονται από πραγματοποίηση μεγάλων κεφαλαιακών ζημιών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τα τελευταία έχουν τρεις βασικές επιλογές ανακεφαλαιοποίησης:

- Αύξηση κεφαλαίου μέσω έκδοσης μετοχών ή εταιρικών ομολόγων, η οποία αλλάζει την υφιστάμενη μετοχική σύνθεση ή τη σχετική θέση μετοχών. Στην περίπτωση αυτή ευνοούνται, λόγω αδυναμίας εύρεσης κεφαλαίων, οι επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν κίνδυνο, όπως τα SWFs ή τα Hedge funds.

- Αύξηση των παρακρατηθέντων κερδών και μείωση των διανεμόμενων μερισμάτων, έτσι ώστε η ανακεφαλαιοποίηση να χτιστεί εσωτερικά στη βάση μιας μέσο-μακροχρόνιας διαδικασίας.

- Μείωση του επιπέδου δανεισμού πελατών ή άλλων ιδρυμάτων με στόχο την μείωση των μεγεθών του ισολογισμού τους ώστε το νέο περιορισμένο επίπεδο ιδίων κεφαλαίων να είναι συνεπές με την τρέχουσα αξία ενεργητικού και τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις. Ωστόσο, η επιλογή αυτή μπορεί να οδηγήσει σε πιστωτική συρρίκνωση και ενδεχομένως σε ύφεση όπως συνέβη στο παρελθόν.

Με δεδομένες τις παραπάνω επιλογές σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, υπάρχουν πέντε βασικές πολιτικές που μπορούν να ασκηθούν από τις κυβερνήσεις για την αποτροπή του συστημικού κινδύνου. Οι πολιτικές αυτές, με σειρά προτεραιότητας κατά την άσκηση τους, είναι οι ακόλουθες:

- i. Πολιτική τόνωση της ρευστότητας (στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης όλες οι χώρες κάνουν το μέγιστο που μπορούν μέσω των κεντρικών τραπεζών τους).

- ii. Πολιτική εγγύηση δανείων με στόχο την διευκόλυνση των εργασιών της διατραπεζικής αγοράς (στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης στις ευρωπαϊκές χώρες υιοθετούν την πολιτική αυτή περισσότερο σε σχέση με τις ΗΠΑ).

- iii. Πολιτική εγγύηση καταθέσεων με στόχο την αποτροπή πανικού απόσυρσης καταθέσεων (στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης όλες οι χώρες κάνουν το μέγιστο που μπορούν, έχοντας όμως σε ορισμένες περιπτώσεις διαπράξει το σημαντικό λάθος, που διορθώθηκε αργότερα, να παρέχουν εγγύηση σε μερικά μόνο χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και όχι σε άλλα).

iv. Πολιτική διαχωρισμού μεταξύ καλών και «κακών» χρηματοπιστωτικών στοιχείων στους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και απομάκρυνσης των «κακών» στοιχείων. Η πολιτική αυτή λαμβάνει την μορφή είτε:

(α) ενός προγράμματος διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων με αγορά των τοξικών στοιχείων ενεργητικού από το κράτος, είτε:

(β) την εθνικοποίηση των προβληματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τον διαχωρισμό των «κακών» στοιχείων του ισολογισμού και τελικά την πώληση των αποτοξινωμένων ιδρυμάτων πίσω στον ιδιωτικό τομέα.

v. Πολιτική άμεσης ανακεφαλαιοποίησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσω εύρεσης νέων μετοχών (στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης πολλές χώρες προσπέρασαν το τέταρτο βήμα και προχώρησαν κατευθείαν στο πέμπτο ουσιαστικά μέσω αγοράς προνομιούχων μετοχών από τις κυβερνήσεις τους).

vi. Άλλες πολιτικές ενίσχυσης ρευστότητας – δημιουργία πιστωτικών διευκολύνσεων μέσω ιδιωτική θέσπισης SPVs που χρηματοδοτούνται με δημόσιο χρήμα για την αγορά από επενδυτές, μικρής διάρκειας (ένας μήνας) με πιστοληπτική διαβάθμιση A-1 / P-1 / F-1, αλλά και εταιρικών τίτλων μικρής διάρκειας (τρεις μήνες), καθώς και άλλα προγράμματα χρηματοδότησης από τους δημόσιους οργανισμούς ασφάλισης καταθέσεων που εγγυώνται τη έκδοση εταιρικών χρεογράφων υψηλής ποιότητας και παρέχουν πλήρη κάλυψη μη εντόκων καταθετικών λογαριασμών για την κάλυψη συναλλαγών.

Όσον αφορά την τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση σημαντικές ήταν οι κυβερνητικές πρωτοβουλίες που έλαβαν χώρα διεθνώς προκειμένου να μετριάσουν τις αρνητικές συνέπειες της κρίσης. Οι πρωτοβουλίες αυτές για την ενίσχυση των τραπεζικών ισολογισμών έχουν εξελιχθεί από την αρχική υιοθέτηση μιας κατά περίπτωση προσέγγισης, σε μια ευρεία συστημική παρέμβαση. Μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2008, οι κυβερνήσεις εισέφεραν κεφάλαιο σε επιμέρους τράπεζες για να αποτρέψουν την αποτυχία τους και να διευκολύνουν τις συγχωνεύσεις. Η στρατηγική αυτή ουσιαστικά βασίστηκε στην παραδοχή ότι η μαζική υποστήριξη μέσω ενεργειών χορήγησης ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες σε εύθετο χρόνο θα ενθαρρύνει τις τράπεζες να δανείζουν η μια την άλλη. Καθώς όμως οι ενέργειες αυτές δεν μπόρεσαν να εμποδίσουν την ταχεία διάβρωση της εμπιστοσύνης στις αγορές, οι κυβερνήσεις ανακοίνωσαν λίγο αργότερα σε όλες σχεδόν τις προηγμένες οικονομίες

περισσότερο ολοκληρωμένες πρωτοβουλίες σταθεροποίησης των τραπεζικών συστημάτων.

Οι κυβερνητικές πρωτοβουλίες αντιμετώπισαν την κρίση εμπιστοσύνης σε δύο κυρίως μέτωπα: πρώτον, μέσω ενός συνόλου μέτρων που αποσκοπούν στην εξασφάλιση της απαιτούμενης τραπεζικής χρηματοδότησης στη βάση ρητής εγγύησης του δημοσίου για τις λιανικές τραπεζικές καταθέσεις και άλλες τραπεζικές υποχρεώσεις, και δεύτερον, μέσω ενός συνόλου μέτρων που αποσκοπούν στη μείωση της μόχλευσης των τραπεζών με βάση είτε την αγορά «τοξικών» προϊόντων είτε την εισφορά κεφαλαίου.

Η εξαγγελία κυβερνητικών προγραμμάτων άσκησε ισχυρή θετική επίδραση στις αγορές. Οι αποκλίσεις των τραπεζικών CDs μειώθηκαν και οι συνθήκες χρηματοδότησης της αγοράς σταθεροποιήθηκαν. Ωστόσο, καθώς εξελίσσεται η κρίση οι στόχοι των προγραμμάτων τελούν υπό τροποποίηση και οι λεπτομέρειες εφαρμογής τους δεν έχουν οριστικοποιηθεί σε πολλές περιπτώσεις, καθυστερώντας την απορρόφηση των κεφαλαίων. Κατά συνέπεια, οι επιπτώσεις των κυβερνητικών μέτρων στα κίνητρα και τον ανταγωνισμό μεταξύ των εταιριών του χρηματοδοτικού κλάδου παραμένουν αβέβαιες, καθώς η επάρκεια και αποτελεσματικότητα των μέτρων αυτών για την επανεκκίνηση της διαδικασίας χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης στην ευρύτερη οικονομία διεθνώς δεν έχει ακόμα λάβει την απαιτούμενη ταχύτητα.

Τα κυβερνητικά προγράμματα που ανακοινώθηκαν μετά το ξέσπασμα της κρίσης περιέλαβαν κυρίως τα ακόλουθα μέτρα:

1. Επέκταση της κάλυψης των καταθέσεων μικρών αποταμιευτών. Η εγγύηση των τραπεζικών καταθέσεων ιδιωτών αποταμιευτών έχει χρησιμοποιηθεί ευρέως για να διασφαλιστεί η συνεχής πρόσβαση σε χρηματοδότηση με βάση τις καταθέσεις. Τα ποσά που καλύπτονται από τα συστήματα εγγύησης καταθέσεων ποικίλουν σημαντικά από χώρα σε χώρα, με ορισμένες χώρες να εκτείνουν απεριόριστα την εγγύηση.

2. Εγγύηση χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων μεγάλων επενδυτών. Για την αντιμετώπιση της αποδυνάμωσης της αγοράς χρηματοδότησης, πολλές κυβερνήσεις ανακοίνωσαν κρατικές εγγυήσεις τραπεζικού χρέους. Το εύρος των καλυπτόμενων

υποχρεώσεων και προμηθειών διαφέρει από χώρα σε χώρα, με ορισμένες χώρες να επιβάλλουν σταθερή προμήθεια για την χορήγηση εγγυήσεων και άλλες να συνδέουν την επιβαλλόμενη προμήθεια με την απόκλιση των τραπεζικών CDs.

3. Εισφορά κεφαλαίου. Η εισφορά κεφαλαίου απετέλεσε τον κύριο μηχανισμό άμεσης στήριξης των τραπεζικών ισολογισμών. Οι διαφορές μεταξύ χωρών ως προς τα μέσα και τις προϋποθέσεις εισφοράς κεφαλαίου είναι επίσης σημαντικές. Για παράδειγμα, το ποσοστό καταβολής μερίσματος στην εισφέρουσα κυβέρνηση από την αγορά προνομιούχων τραπεζικών μετοχών κυμαίνεται διεθνώς από 5% έως 12,5%. Επιπλέον, ορισμένες χώρες επιβάλλουν περιορισμούς στην αποζημίωση των ανωτέρων εκτελεστικών στελεχών ή και στην καταβολή μερίσματος στους κατόχους κοινών μετοχών.

4. Αγορά «τοξικών» περιουσιακών στοιχείων. Η μετακίνηση τοξικών περιουσιακών στοιχείων από τραπεζικούς ισολογισμούς, ενώ συνιστά προϊόν σύνθεσης πολλών κυβερνητικών προγραμμάτων, δεν έχει ακόμα υλοποιηθεί σε ουσιαστική κλίμακα. Ένα σημαντικό ζήτημα που συνεχίζει να αποτελεί αντικείμενο δημόσιας συζήτησης διεθνώς είναι ο καθορισμός της τιμής στην οποία η κυβέρνηση θα αγοράζει «τοξικά» περιουσιακά στοιχεία: εάν η τιμή είναι πολύ υψηλή θα ζημιωθεί ο φορολογούμενος, εάν αντιθέτως είναι πολύ χαμηλή δεν επιτυγχάνεται η ανακεφαλαιοποίηση. Υποστηρίζεται ότι μια σημαντική στήριξη των τραπεζικών ισολογισμών θα απαιτούσε την αγορά των στοιχείων αυτών κοντά στην ονομαστική τιμή, η οποία στην ουσία θα μπορούσε να συνιστά έμμεση ανακεφαλαιοποίηση. Επιπλέον, υποστηρίζει ότι το εύρος των αποδεκτών προς εξαγορά περιουσιακών στοιχείων από τις κυβερνήσεις πρέπει να είναι μεγάλο για να έχει άμεσο αντίκτυπο στην εμπιστοσύνη της αγοράς, απαιτώντας την υλοποίηση προγραμμάτων μεγάλης κλίμακας.

Ωστόσο, η διεθνής συζήτηση υποστηρίζει ότι η κρατική παρέμβαση έχει και τις δικές της ανεπιθύμητες ενέργειες:

α) Επιπτώσεις στις ευρύτερες πιστωτικές αγορές. Οι κυβερνητικές εγγυήσεις επηρεάζουν τις σχετικές τιμές των πιστώσεων. Η επέκταση των χορηγούμενων κρατικών εγγυήσεων χρέους θα μπορούσε να επιφέρει αύξηση του σχετικού κόστους δανεισμού για τα χρεόγραφα που είναι στενά υποκατάστατα τραπεζικών χρεών. Επιπλέον, ο συνδυασμός των διαφορετικών κυβερνητικών δράσεων μπορεί να περιπλέξει την αξιολόγηση και αποτίμηση του σχετικού

πιστωτικού κινδύνου των διαφορών μορφών υποχρεώσεων των τραπεζών. Οι εισφορές κεφαλαίου σημαίνουν ότι οι κυβερνήσεις συνήθως αποκτούν μικρές συμμετοχές που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών. Οι εισφορές κεφαλαίου σημαίνουν ότι οι κυβερνήσεις συνήθως αποκτούν μικρές συμμετοχές που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών. Αυτό θα μπορούσε να ερμηνευθεί από τις αγορές ως έμμεση κρατική εγγύηση για το σύνολο των υφισταμένων υποχρεώσεων. Είναι τα οφέλη της σταθεροποίησης από την παροχή κρατικών εγγυήσεων ενδέχεται να υπερβούν το κόστος που συνδέεται με τις στρεβλώσεις στην αγορά στο εγγύς μέλλον, μια σαφή στρατηγική εισόδου από το μετοχικό κεφάλαιο των τραπεζών φαίνεται σε εύθετο χρόνο αναγκαία για τον περιορισμό των αρνητικών επιπτώσεων στον τομέα των πιστωτικών αγορών, μεσοπρόθεσμα.

β) Διασυννοριακά θέματα. Ενώ τα σχέδια διάσωσης ακολουθούν κοινές αρχές παρέμβασης, οι εθνικές διαφορές ως προς τον συγκεκριμένο σχεδιασμό και εφαρμογή στην πράξη είναι σημαντικές. Οι διαφορές στην τιμή και στο πεδίο εφαρμογής των κυβερνητικών εγγυήσεων για την έκδοση νέου χρέους μπορούν να θέσουν τις τράπεζες διαφορετικών χωρών σε μειονεκτική θέση χρηματοδότησης στις αγορές χονδρικής, καθώς το κόστος χρηματοδότησης θα καταστεί τελικά συνάρτηση του κόστους ασφάλισης της έκδοσης και της φερεγγυότητας της χώρας που παρέχει τις εγγυήσεις τραπεζικών υποχρεώσεων. Στην ακραία περίπτωση, ο κίνδυνος χώρας θα μπορούσε να εκληφθεί ως βάση αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου τραπεζικών χρεών. Επίσης, σε περίπτωση αποτυχίας μιας τράπεζας, η μεταχείριση των καταθέσεων λιανικής αλλοδαπών προσώπων απαιτεί αποσαφήνιση. Η επιλογή του κατάλληλου χρηματοπιστωτικού μέσου και οι όροι εισφοράς κεφαλαίου θα μπορούσαν επίσης να επηρεάσουν την ανταγωνιστική θέση της χώρας στις διεθνείς αγορές, λόγω των διαφορών στο πραγματικό κόστος κεφαλαίου που παρέχεται από τις κυβερνήσεις και των συνθηκών πρόσβασης σε ιδιωτικά κεφάλαια.

4.3 Πολιτικές αντιμετώπισης της κρίσης

Υπό το βάρος της τρέχουσας παγκόσμιας κρίσης, αναζητούνται λύσεις τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Λύσεις που θα αποτελέσουν το έναυσμα για την αντιστροφή του δυσμενούς κλίματος και θα βοηθήσουν την παγκόσμια οικονομία

να εισέλθει ξανά σε αναπτυξιακή τροχιά. Οι πρωτοβουλίες που έχουν ληφθεί έως σήμερα σε διεθνές επίπεδο μετά τη χρεοκοπία της Lehman Brothers, περιλαμβάνουν πακέτα δισεκατομμυρίων για την διάσωση, εγγύηση και ασφάλεια του τραπεζικού συστήματος, προγράμματα εξαγοράς υποτιμημένων στοιχείων από τους ισολογισμούς των τραπεζών, καθώς και αγορά εταιρικών ομολόγων από τις κυβερνήσεις των κρατών, σε μια προσπάθεια να επανέλθει η εμπιστοσύνη και η ομαλή ροή κεφαλαίων στην αγορά.

Στην προσπάθεια αυτή ενεργός είναι και ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών. Σε αυτό το πλαίσιο, εντάσσεται και η μείωση του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου από την Fed αρχής γενομένης το φθινόπωρο του 2007, περίοδος που πρωτοεμφανίστηκε η κρίση. Την τάση αυτή ακολούθησε τον φθινόπωρο του 2008 η ΕΚΤ συντονίζοντας, έστω και καθυστερημένα, και αφού η ύφεση πήρε γενικευμένες διαστάσεις, τις κινήσεις της με την αμερικάνικη κεντρική τράπεζα. Συνοπτικά, τις έως τώρα πρωτοβουλίες, συνθέτουν η παροχή ρευστότητας στην αγορά, οι διευκολύνσεις προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, καθώς και η αγορά κρατικών και εταιρικών ομολόγων με παράλληλη εξομάλυνση των πιέσεων που δέχεται η χρηματοδότηση των κρατών και των μεγάλων επιχειρήσεων. Πρωτοπόρες στις παραπάνω πρωτοβουλίες, τόσο σε κυβερνητικό επίπεδο όσο και επίπεδο κεντρικών τραπεζών, είναι οι ΗΠΑ.

Αξίζει επίσης να αναφερθεί ότι το τελευταίο χρονικό διάστημα, πολλές κυβερνήσεις, υπό την πίεση κοινωνικών ομάδων στο εσωτερικό τους, επιστρατεύουν τον κρατικό παρεμβατισμό προκειμένου να προστατεύσουν τα εγχώρια προϊόντα τους και να διαφυλάξουν τις θέσεις εργασίας, αδιαφορώντας για τις επιπτώσεις της πολιτικής αυτής στις εξαγωγές των κρατών και στο διεθνές εμπόριο (π.χ. η Γαλλία στην περίπτωση της αυτοκινητοβιομηχανίας).

Το ζητούμενο λοιπόν είναι η κυριαρχία της ψυχραιμίας για την αποφυγή κινήσεων πανικού και υπέρμετρης αντίδρασης, που μπορεί να βλάψουν τις αρχές μιας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας. Παράλληλα, κρίνεται αναγκαία η επίτευξη συντονισμένης παγκόσμιας δράσης, με τη θεσμοθέτηση κανόνων διεθνούς εμβέλειας και αναγνώρισης. Οι προτεινόμενες λύσεις θα πρέπει να συνδέονται με τα αίτια της υφισταμένης κρίσης και να στοχεύουν στην αποφυγή παρόμοιων στρατηγικών που οδήγησαν την παγκόσμια οικονομία σε ανισορροπία, με χώρες ιδιαίτερα ελλειμματικές εξαρτώμενες σε μεγάλο βαθμό από την πορεία των πλεονασματικών χωρών.

Ο Τζορτζ Σόρος, μεγαλοεπενδυτής των ΗΠΑ, στο άρθρο του για την οικονομική ανάκαμψη από την κρίση επισημαίνει πως σε ένα περιβάλλον αποπληθωρισμού με συσσωρευμένα χρέη για να αντιμετωπιστεί η πιστωτική ασφυξία, να προχωρήσει η ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού συστήματος και να διαγραφούν τα χρέη πρέπει να βρεθεί χρήμα. Για να επιτευχθούν καλύτερα αποτελέσματα, οι τρεις διαδικασίες πρέπει να συνδυαστούν, κάτι που απαιτεί ριζοσπαστικές και ανορθόδοξες πολιτικές. Αν επιτύχουν τα μέτρα και οι πιστώσεις αρχίσουν να αυξάνονται, οι αποπληθωριστικές πιέσεις θα δώσουν τη θέση τους στο φάσμα του πληθωρισμού. Τότε οι Αρχές θα πρέπει να περιορίσουν την υπερβολική προσφορά χρήματος στην οικονομία, σχεδόν όσο γρήγορα την ενίσχυσαν. Από τις δύο αυτές λειτουργίες η δεύτερη μπορεί να αποδειχθεί ακόμη δυσκολότερη από την πρώτη, τόσο τεχνικά όσο και πολιτικά, ωστόσο η εναλλακτική (η παγκόσμια ύφεση και η αναταραχή) δεν είναι απαράδεκτη. Δεν υπάρχει τρόπος να αποτραπεί μια κατάσταση που απέχει πολύ από την ισορροπία (αποπληθωρισμός και ύφεση σε παγκόσμιο επίπεδο) παρά μόνον με την πυροδότηση και στη συνέχεια τον περιορισμό του αντιθέτου της. Το εύρος του προβλήματος είναι μεγαλύτερο από ότι ήταν τη δεκαετία του 1930, ενώ η αμεθόδετη και αυθαίρετη αντιμετώπιση από την κυβέρνηση Μπους χειροτέρεψε και άλλο την κατάσταση.

Επομένως, για να αποτραπούν τα χειρότερα, ο Τζορτζ Σόρος υποστηρίζει πως θα πρέπει να υιοθετηθεί ένα ριζοσπαστικό και εκτεταμένο πακέτο μέτρων, το οποίο θα αποτελείται από πέντε βασικούς άξονες: 1) δημοσιονομικά κίνητρα, 2) επιδιόρθωση του συστήματος στεγαστικής πίστης, 3) τραπεζική ανακεφαλαιοποίηση, 4) καινοτομία στην ενεργειακή πολιτική, 4) μεταρρύθμιση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το πρόγραμμα δημοσιονομικών κινήτρων έχει προχωρήσει, αλλά θα χρειαστεί χρόνος για να λειτουργήσει. Η πλήρης επιδιόρθωση του συστήματος στεγαστικών δανείων και η ανακεφαλαιοποίηση είναι μέτρα απαραίτητα για την αντιστροφή της οικονομικής κατάστασης (Soros, 2010).

Οι τιμές των ακινήτων

Ο στόχος της αναμόρφωσης του συστήματος στεγαστικής πίστης είναι να αποφευχθεί η υπερβολική κατακύλα των τιμών των ακινήτων μέσα από τον περιορισμό των κατασχέσεων στο ελάχιστο και την παροχή κινήτρων στους αγοραστές. Είναι θεμελιώδες για να μειωθούν οι αποπληθωριστικές πιέσεις να

σταθεροποιηθούν οι ισολογισμοί των τραπεζών και να αρχίσουν πάλι να δανείζουν. Ο στόχος εξυπηρετείται καλύτερα με την τροποποίηση των στεγαστικών δανείων ώστε το κεφάλαιο του δανείου να μην υπερβαίνει την αξία του σπιτιού. Συζητείται εντόνως το κατά πόσο οι συγκεκριμένες τροποποιήσεις πρέπει να είναι αποσπασματικές ή εθελοντικές, αν θα απευθύνονται σε πελάτες που έχουν καθυστερήσει τις δόσεις τους ή θα είναι συστημικές και θα επιβάλλονται και στους πελάτες (τους οφειλέτες) που δεν τους αφορούν άμεσα. Μια συστημική τροποποίηση της στεγαστικής πίστης θα αντικαθιστούσε στεγαστικά δάνεια τα οποία, σύμφωνα με το Αυτοματοποιημένο Πρότυπο Αξιολόγησης (AVM), έχουν βυθιστεί με νέα δάνεια βάσει της διαδικασίας POB. Το κεφάλαιο θα περιοριστεί στην ισχύουσα τιμή της αγοράς μέσω του προτύπου AVM. Τα νέα δάνεια, βάσει της αρχής ισορροπίας POB, θα διαθέτουν την εγγύηση μιας κυβερνητικής υπηρεσίας, γεγονός που θα ενισχύει την αξία τους, ενώ η υπηρεσία θα μπορεί να εισπράττει ασφάλιστρα και να διατηρεί δικαιώματα παρακράτησης του ακινήτου. Στο μεταξύ, η κυβερνητική υπηρεσία, η οποία θα προκύψει από τη συγχώνευση των GSE, δεν θα αγοράζει ούτε θα πουλάει δάνεια. Αντί για αυτό, θα αναθέσει τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου της σε εξειδικευμένες ομάδες, οι οποίες θα αμείβονται για την ελαχιστοποίηση των απωλειών με την προσαρμογή των δόσεων των στεγαστικών δανείων στη δυνατότητα των ιδιοκτητών να τις πληρώνουν, αντί για την ενεργοποίηση της διαδικασίας κατάσχεσης. Η όλη διαδικασία θα ενισχυθεί σημαντικά από έναν νέο νόμο για τις χρεοκοπίες, ο οποίος θα αφορά και τις κύριες κατοικίες. Θα επιτρέπει μια επιτάχυνση της διαδικασίας πτώχευσης με την προσαρμογή των δόσεων στις δυνατότητες των ιδιοκτητών και θα επιλύσει (το ανεπίλυτο με οποιονδήποτε άλλο τρόπο) πρόβλημα του δεύτερου στεγαστικού δανείου. Τα δύο αυτά μετράει ελαχιστοποίηση των απωλειών σε όλα τα στεγαστικά και η ρύθμιση της δόσης με βάση τη δυνατότητα αποπληρωμής του ιδιοκτήτη, θα μειώσουν, αλλά δε θα εκμηδενίσουν την πίεση από τις κατασχέσεις ακινήτων, εφόσον το μέτρο θα αφορά αποκλειστικά τις κύριες κατοικίες. Τα επιτόκια για τους νέους αγοραστές θα είναι αρχικά επιδοτούμενα μέσω της πώλησης κρατικών ομολόγων και καθιστώντας τα κεφάλαια προσβάσιμα στους εκδότες στεγαστικών τίτλων. Αλλά οι εκδότες των στεγαστικών τίτλων θα ελέγχονται από την κρατική υπηρεσία για το πρώτο 10% του πιστωτικού ρίσκου που αναλαμβάνουν. Το επιτόκιο για τους νέους αγοραστές θα πρέπει να είναι κάτω από 5%. Οι εκδότες θα μπορούν να αναχρηματοδοτούν από την κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ (FED) δίχως απώλειες τους τίτλους που βασίστηκαν σε στεγαστικά δάνεια. Από ένα σημείο και μετά οι

επιδότησεις θα σταματήσουν και τα επιτόκια θα διαμορφώνονται από την αγορά. Η κυβερνητική υπηρεσία θα απορροφά τις απώλειες που θα προκύπτουν από τις διαδικασίες πτώχευσης, οι οποίες θα είναι σημαντικά μικρότερες από αυτές που προκαλούν οι κατασχέσεις. Το χαρτοφυλάκιο των προβληματικών (και υπό κρατικό έλεγχο) εταιρειών στεγαστικής πίστης (όπως η Freddie Mac και η Fannie Mae) σταδιακά θα ρευστοποιηθεί και τα συσσωρευμένα χρέη θα προστεθούν στο δημόσιο χρέος. Τελικώς, αφού σταθεροποιηθεί η αγορά ακινήτων και κατοχυρωθούν τα στεγαστικά ΡΟΒ, ακόμη και η εγγύηση των στεγαστικών δανείων μπορεί να καταστεί περιττή.

Λεφτά στην τράπεζα

Οποιοδήποτε σχήμα ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών πρέπει να είναι υποχρεωτικό και να αφορά ολόκληρο το σύστημα, και σε καμία περίπτωση αμεθόδετο και εθελοντικό όπως ήταν υπό τον υπουργό Οικονομικών Χένρι Πόλσον. Μετά την ανακεφαλαιοποίηση, τα ελάχιστα κεφαλαιακά διαθέσιμα των τραπεζών πρέπει να μειωθούν, π.χ. στο 6%, γεγονός που θα ενθαρρύνει τις τράπεζες να δανείσουν. Η οικονομία θα επανενεργοποιηθεί. Οι πάντες θα διαθέτουν πλέον σημαντική ρευστότητα και θα επιθυμούν να την αξιοποιήσουν. Μόλις εμφανιστεί κίνδυνος πληθωρισμού, τα ελάχιστα κεφαλαιακά διαθέσιμα θα αυξηθούν στο 8% και μετά ακόμη ψηλότερα, μειώνοντας έτσι τη μόχλευση του τραπεζικού συστήματος, κάτι που αποτελεί μακροπρόθεσμο στόχο. Αν το πακέτο στήριξης των τραπεζών στις ΗΠΑ είχε εφαρμοστεί με αυτόν τον τρόπο, θα είχε επιτευχθεί ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών με τα 700 δισεκατομμύρια δολάρια ή ακόμη και με λιγότερα. Αυτό είναι το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό των οικονομικών κρίσεων και ευρύτερα των συγκυριών που ξεφεύγουν πολύ από την κατάσταση ισορροπίας: η κατάλληλη παρέμβαση μια δεδομένη στιγμή δεν παραμένει κατάλληλη για πολύ καιρό. Η χρηματιστηριακή αξία ολόκληρου του τραπεζικού συστήματος στις ΗΠΑ ίσως να μην υπερβαίνει το 1 τρισεκατομμύριο δολάρια, ενώ η τρύπα στους ισολογισμούς των τραπεζών μπορεί να είναι μεγαλύτερη. Υπό αυτές τις συνθήκες, δεν μπορεί κανείς να βασίζεται στην προθυμία του Δημοσίου να αποκτήσει μετοχές των τραπεζών, οι οποίες μπορεί να υποχωρήσουν όταν η τράπεζα περάσει στον έλεγχο του κράτους. Σε ανάλογες περιπτώσεις το κράτος πρέπει να εφαρμόσει τη μέθοδο της καλής/κακής τράπεζας: τα χρέη, τα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία και το διαθέσιμο μετοχικό

κεφάλαιο θα περάσουν στην κακή τράπεζα και η ροή των νέων κεφαλαίων θα κατευθυνθεί στην καλή. Οι μέτοχοι και όσοι ακόμη έχουν επιβαρυνθεί με τα χρέη της τράπεζας θα χάσουν τα περισσότερα ή και όλα τα λεφτά τους. Θα έχουν όμως δικαίωμα συμμετοχής στην καλή τράπεζα. Στη συνέχεια θα μπορέσουν να ενεργοποιήσουν τα δικαιώματά τους και οι καλές τράπεζες δεν θα χρειαστεί να περάσουν στον έλεγχο του Δημοσίου. Οι φορολογούμενοι θα χρειαστεί ωστόσο να απορροφήσουν τις μεγάλες απώλειες των κακών τραπεζών. Ακόμη και έτσι, το τραπεζικό σύστημα χρειάζεται ανακεφαλαιοποίηση για να διασωθεί η οικονομία. Το κόστος μπορεί να υπερβεί το 1 τρισεκατομμύριο δολάρια, αλλά είναι προτιμότερο από το να επιτρέψει στο βάρος των συσσωρευμένων χρεών να βουλιάξει την οικονομία.

Έξυπνα καύσιμα

Η ενεργειακή πολιτική, με έμφαση στην καινοτομία, θα συμβάλει στην αντιμετώπιση της ύφεσης και του αποπληθωρισμού. Οι επενδύσεις στα εναλλακτικά καύσιμα θα συμβάλουν στον περιορισμό του αποπληθωρισμού των υψηλών τιμών στα συμβατικά καύσιμα. Είναι απαραίτητο να πεισθούν οι πολίτες ότι το κόστος της ενέργειας θα παραμείνει σταθερά υψηλό για να ενισχυθούν οι επενδύσεις στην εναλλακτική ενέργεια, αλλά και για τις μεθόδους εξοικονόμησης ενέργειας. Τελικώς, το κόστος της ενέργειας θα υποχωρήσει με τη διάδοση των νέων τεχνολογιών. Μέτρα όπως οι φορολογικές ελαφρύνσεις, οι επιδοτήσεις και τα όρια για τις εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα από τα οχήματα είναι επίσης αναγκαία. Ωστόσο ούτε η ενεργειακή ασφάλεια ούτε η αντιμετώπιση της υπερθέρμανσης του πλανήτη μπορούν να επιτευχθούν αν δεν επιβληθεί κάποιο τίμημα για τις εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα.

4.4 Πολιτικές αποφυγής μιας μελλοντικής κρίσης

Η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση έδωσε πολύ σημαντικά μαθήματα στις αγορές και στις εποπτικές αρχές όσον αφορά το ρόλο τους στο οικονομικό σύστημα και τις ορθές πολιτικές που πρέπει να ακολουθούν τόσο για να αποφευχθεί μια νέα κρίση όσο και για να αντιμετωπιστεί η ήδη υπάρχουσα. Ειδικότερα :

A. Ο παρεμβατικός ρόλος του κράτους και των κεντρικών τραπεζών, σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, χρήζει αναθεώρησης στις ακόλουθες πολιτικές:

1. Η παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας πρέπει να έχει μεγαλύτερο εύρος αναφορικά με:

i. Την διάρκεια της παρεχόμενης ρευστότητας (από overnight σε μερικές εβδομάδες).

ii. Την αποδοχή εγγυήσεων (περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα ως αποδεκτά, υποκείμενα βεβαίως σε κόστος και ρήτρες χρήσης τους) και αντισυμβαλλομένων .

iii. Την διενέργεια συναλλαγών ανοικτής αγοράς (υποκείμενες σε κατάλληλα haircuts για τις αποδεκτές εγγυήσεις ώστε να περιορίζονται ο πιστωτικός κίνδυνος στους ισολογισμούς των κεντρικών τραπεζών, έχοντας όμως επίγνωση ότι η πολιτική αυτή δύναται να αποβεί σε βάρος των καταθετών και πιστωτών σε περίπτωση πτώχευσης ατομικού χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, να ενθαρρύνει την περαιτέρω ανάληψη κινδύνου από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και σηματοδοτήσει μια αναληθή αντίληψη αφερεγγυότητας ατομικού ιδρύματος που κάνει χρήση των εγγυήσεων).

2. Η λειτουργία των συστημάτων εγγύησης καταθέσεων πρέπει να αναθεωρηθεί με βασικού στόχους:

i. Την άρση περιορισμών (ελέω φόβου στρέβλωσης του ανταγωνισμού) στην διάχυση πληροφοριών σχετικά με τις εγγυήσεις αυτές, ώστε να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος κατάχρησης των παρεχόμενων εγγυήσεων (moral hazard).

ii. Την προσαρμογή των ασφαλιστρών κινδύνων επί των εισφορών στο κεφάλαιο εγγύησης καταθέσεων, ώστε να αποφεύγεται η υπερβολική ανάληψη κινδύνων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή άμεση άντλησης ρευστότητας μέσω εξωχώριων υποκαταστημάτων τους.

iii. Την επιμήκυνση του επιπέδου, του εύρους και της περιόδου κάλυψης καταθέσεων, συμπεριλαμβανομένης και της άμεσης πρόσβασης στις ασφαλισμένες καταθέσεις, ώστε να αποφεύγεται ο πανικός απόσυρσης καταθέσεων.

3. Η ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πρέπει να είναι δυνατή μέσω της άσκησης μεγαλύτερου εύρους πολιτικών που περιλαμβάνουν αφενός την διαχείριση περιουσιακών στοιχείων στους ισολογισμούς των ιδρυμάτων με αγορά «τοξικών» στοιχείων ενεργητικού από το κράτος και ενδεχόμενη εθνικοποίηση προβληματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αφετέρου την εύρεση νέων μετοχών για την ταχύτερη και αμεσότερη βοήθεια στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και συνεπώς στην τόνωση της εμπιστοσύνης στις αγορές.

B. Υπογραμμίζεται ο κρίσιμος ρόλος της ρευστότητας στη ρύθμιση της επενδυτικής δραστηριότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Το ζήτημα της ρευστότητας πρέπει να αντιμετωπιστεί σε σχέση με τους σύγχρονους πιστωτικούς κινδύνους που έχουν ανακύψει στο πλαίσιο του γενικευμένου δανεισμού και των μειωμένων απαιτήσεων εξασφάλισης δανείων. Στο πλαίσιο αυτό η εποπτεία του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος πρέπει να αναμορφωθεί στις ακόλουθες κατευθύνσεις:

1. Απαιτείται η παρακολούθηση της αντοχής και ευέλικτης προσαρμογής όχι μόνο των ατομικών ιδρυμάτων αλλά και του συνολικού χρηματοπιστωτικού ιδρύματος μέσω της ανάπτυξης μεθόδων ελέγχου της αντοχής του συστήματος αυτού (Eatwell and Persaud, 2008).

Η παρακολούθηση αυτή προϋποθέτει την αποτελεσματικότερη διασύνδεση μεταξύ μικρο- και μακρο- σταθεροποίησης, δηλαδή μεταξύ της μικροοικονομικής ανάληψης κινδύνων από τις ατομικές εταιρείες και της μακροοικονομικής αλληλεπίδρασης και διάδρασης μεταξύ των εταιριών. Η πρακτική αλληλεπίδραση μεταξύ μικροοικονομικής ανάληψης κινδύνου και μακροοικονομικής επίδοσης γίνεται εμφανής στη διασύνδεση μεταξύ διαχείρισης κινδύνου, χρηματοοικονομικής μετάδοσης και επιχειρηματικού κύκλου: υψηλές κεφαλαιακές απαιτήσεις επί των επενδυτικών ανοιγμάτων στην πτωτική φάση του κύκλου οδηγούν τις εταιρείες να περιορίζουν την πιστωτική τους επέκταση επιδεινώνοντας την πτώση, ενώ οι χαμηλές κεφαλαιακές απαιτήσεις στην ανοδική φάση του κύκλου οδηγούν τις εταιρείες σε αυξημένη πιστωτική επέκταση, επιτυγχάνοντας την άνοδο.

2. Απαιτείται ο επαναπροσδιορισμός της εποπτείας ώστε να :

i. Εστιάζεται στα ατομικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με ουσιαστική εποπτεία των πηγών/χρήσεων ρευστότητας και της διαφοροποίησης τους και συνεπώς της συνολικής ικανότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να αναλαμβάνουν κινδύνους.

ii. Ασκείται με διαφοροποιημένη ένταση μεταξύ των χρηματοπιστωτικών οργανισμών ανάλογα με τα διαφοροποιημένα προβλήματα καθενός εξ αυτών, δίνοντας προτεραιότητα σε αυτούς με υψηλή δανειακή επιβάρυνση σε σχέση προς τις βραχυχρόνιες επενδύσεις τους, ανεξάρτητα με τον νομικό ή επιχειρηματικό τους χαρακτήρα.

iii. Επαινεί, μέσω χαμηλότερων κεφαλαιακών απαιτήσεων, τους οργανισμούς εκείνους που χρηματοδοτούν την επενδυτική τους δραστηριότητα από μακροπρόθεσμες πηγές κεφαλαίων και υπέχουν μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων, δυνάμενες να ενεργήσουν ως απορροφητές κινδύνου σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών (Buiter and Sibert, 2007).

Γ. Επιπλέον, η διαχείριση της ρευστότητας επιβάλλει την αναθεώρηση των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με στόχο:

1. Την αναπροσαρμογή της στάθμισης κινδύνου διαφορετικών κατηγοριών ανοιγμάτων αλλά και των συντελεστών μετατροπής εκτός ισολογισμού χρηματοπιστωτικών μέσων σε εντός ισολογισμού στοιχεία, με αποτελέσματα την επαρκή ενσωμάτωση των διαφορετικών κινδύνων στους δείκτες φερεγγυότητας και τις οικονομικές καταστάσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τον περιορισμό του ρυθμιστικού arbitrage, καθώς επίσης και την αναμόρφωση των υποδειγμάτων υπολογισμού κινδύνου με στόχο την ενσωμάτωση της επίδρασης που ασκεί επί του συνολικού κινδύνου ο κίνδυνος όχι μόνο ενός συγκεκριμένου επενδυτικού ανοίγματος αλλά επίσης του συνολικού διαφοροποιημένου επενδυτικού χαρτοφυλακίου και συνεπώς του μεγέθους του επενδυτικού ανοίγματος, συμπεριλαμβάνοντας έτσι την επίδραση της συνολικής συγκέντρωσης κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων ελαχιστοποιώντας την επίδραση ενός και μόνο συστημικού παράγοντα (Gordy, 2003).

2. Την διασύνδεση των παραγόμενων από τα ίδια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εκτιμήσεων κινδύνου με το σύνολο του επιχειρηματικού κύκλου και όχι μόνο με συγκεκριμένη φάση του, την αποσύνδεση των δεικτών δανειακής επιβάρυνσης από τις τρέχουσες τιμές αγοράς, την αποσύνδεση των πολιτικών επιλογής αντισυμβαλλομένου χορήγησης πιστώσεων από τη φάση του επιχειρηματικού κύκλου, την αποσύνδεση της χρήσης πολιτικών μερισματικής απόδοσης και αγοράς ιδίων μετοχών για την ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων από την φάση του επιχειρηματικού κύκλου, και την αρτιότερη προσαρμογή έναντι κινδύνου των προβλέψεων επιχειρηματικής κερδοφορίας.

3. Την ενίσχυση της εποπτικής διαδικασίας και των εργαλείων παρακολούθησης και ελέγχου αντοχής των ατομικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων για την διόρθωση των αδυναμιών αρχικού υπολογισμού εποπτικών κεφαλαίων, αλλά και την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και πειθαρχίας των αγορών μέσω αυξημένης διαφάνειας πληροφοριών και αναφορών κινδύνου ώστε να βελτιώσει την διαμόρφωση τρεχόντων αποτιμήσεων με βάση τις μελλοντικές ταμειακές ροές.

4. Απαιτείται η βελτίωση του εποπτικού ρόλου των διοικήσεων και της διακυβέρνησης των εταιριών στις διαδικασίες ανάληψης και διαχείρισης κινδύνων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Δ. Έχει καταστεί αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι οι εσωτερικές μετρήσεις κινδύνου και συνεπώς η συνολική αποτελεσματικότητα των εσωτερικών υποδειγμάτων αξιολόγησης και αποτίμησης σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων, που χρησιμοποιούνται ως οδηγός επενδυτικής πολιτικής από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και θεωρούνται ως μέτρο αυτό-επόπτευσης των ιδρυμάτων από τις εποπτικές αρχές, επηρεάζονται σημαντικά από την φάση του επιχειρηματικού κύκλου, το επίπεδο του οποίου τείνει να επιδεινώνεται στην κάμψη του επιχειρηματικού κύκλου. Τα υποδείγματα αυτά χρησιμοποιούν μεθοδολογίες αποτίμησης mark to market στη βάση των οποίων παράγουν σήματα αντίδρασης των ιδρυμάτων έναντι επενέργειας δυσμενών εξωγενών παραγόντων, τα οποία όμως σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών τελικά οδηγούν, λόγω της ομοιογενούς επενδυτικής συμπεριφοράς, σε αυξημένο συστημικό κίνδυνο. Δηλαδή το βασικό μειονέκτημα των υποδειγμάτων αυτών είναι ότι στηρίζονται σε αποκαλυφθείσες τιμές αγοράς για να προστατεύσουν από τις αποτυχίες που σχετίζονται με τις τρέχουσες τιμές αγοράς.

Γενικότερα, οι πολιτικές διαχείρισης κινδύνων που σχετίζονται με την υπερβολική έκθεση σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα όχι μόνο αφελών ή απρόσεκτων επενδυτών αλλά και πλέον ενημερωμένων και έμπειρων επενδυτών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή και κατάλληλη προσαρμογή. Όσο και καλή να είναι η ex post διαχείριση κινδύνων, δεν μπορεί να μειώσει τους κινδύνους από την ex ante μείωση εγγυήσεων και την «χαλαρή» αναδοχή δανείων. Στο πλαίσιο αυτό απαιτείται η αποτελεσματικότερη παρακολούθηση των μετρήσεων κινδύνων και η κατάλληλη χρήση των παραγόμενων ενδείξεων από τα εποπτικά όργανα των εταιριών, τα οποία προϋποθέτουν την αποτελεσματικότερη διακυβέρνηση τους.

Ε. Με απώτερο σκοπό την διατήρηση της αξιοπιστίας των αγορών, η διευρυμένη επιχειρηματική δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με βάση το υπόδειγμα “originate and distribute” απαιτεί αυστηρότερη παρακολούθηση, η διαδικασία τιτλοποίησης απαιτήσεων και η πολυπλοκότητα των τιτλοποιημένων χρηματοπιστωτικών μέσων απαιτούν περισσότερη διαφάνεια, με στόχο την διακίνηση τους σε οργανωμένες αγορές και την αποτίμηση τους μέσω αυτών. Κανείς δεν είναι σίγουρος που ακριβώς κείτονται οι κίνδυνοι με αποτέλεσμα την αδυναμία εκτίμησης τους από τους επενδυτές, την έξοδο τους από την αγορά, την συρρίκνωση της και τελικά τον περιορισμό της αξιοπιστίας της.

Απαιτείται η παροχή κινήτρων για την παρακολούθηση από τα ίδια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της διαδικασίας έκδοσης και του υπολογισμού απόδοσης των σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων που δημιουργούν και διακινούν, αλλά και αυστηρότερη παρακολούθηση των οχημάτων ειδικού σκοπού που θεσπίζουν για την διάθεση των μέσων αυτών. Η διαφάνεια δεν πρέπει να αφορά μόνο στα σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα και τους εκδότες τους αλλά και στις πολιτικές διακράτησης και διάθεσης τους στις αγορές (δοθέντος ότι επηρεάζεται ο κίνδυνος ρευστότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων). Ειδικότερα τα hedge funds και τα private equity funds ως εναλλακτικοί πάροχοι ρευστότητας πρέπει να αποκαλύψουν περισσότερες πληροφορίες για τις δραστηριότητες και τα επενδυτικά ανοίγματα τους και ενδεχομένως να υποστούν περιορισμό του εύρους άσκησης της δραστηριότητάς τους.

ΣΤ. Απαιτείται καλύτερος συντονισμός των αρμοδίων φορέων άσκησης πολιτικής σε πολλαπλά επίπεδα για τη διατήρηση της μακροπρόθεσμης σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στις ακόλουθες κατευθύνσεις:

1. Οι αρμοδιότητες του ασκούντος τη νομισματική πολιτική, του χορηγού ρευστότητας έσχατης ανάγκης και του εγγυητή της μακροπρόθεσμης χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, που παραδοσιακά ασκούνται από την κεντρική τράπεζα, τις προληπτικής ρύθμισης και εποπτείας της λειτουργικής επάρκειας και χρηματοοικονομικής φερεγγυότητας των ίδιων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, που ασκείται είτε από την κεντρική τράπεζα (σε ορισμένες χώρες) είτε από διακριτή και ανεξάρτητη εποπτική αρχή (σε άλλες χώρες) είτε από υβριδικά σχήματα (σε άλλες χώρες) και της γενετικής εποπτείας της λειτουργίας και διακυβέρνησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε εγχώρια και διεθνή διάσταση, που ασκείται (κυρίως συμβουλευτικά) από το εποπτεύον Υπουργείο Οικονομίας κάθε χώρας, πρέπει να αποσαφηνιστούν προσεκτικά και να ασκηθούν αποτελεσματικά με κύριο άξονα τον καλύτερο συντονισμό, παραγωγή και διάχυση πληροφοριών για την αποτροπή συστημικών κρίσεων, καθώς και την ιεράρχηση και καταμερισμό ευθύνης και αρμοδιότητας λήψης μέτρων παρέμβασης.

2. Με δεδομένο ότι: (i) η ανάπτυξη εταιριών-οχημάτων ειδικού σκοπού επιτράπηκε από τις περισσότερες κεντρικές τράπεζες αλλά όχι από όλες (π.χ. Ισπανία), επηρεάζοντας τον ανταγωνισμό μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, (ii) η δημιουργία των εταιριών αυτών ήταν εκτενέστερη από τις επενδυτικές τράπεζες συναλλαγών χονδρικής και περιορισμένη από τα παραδοσιακά ιδρύματα λιανικής τραπεζικής και (iii) το πρόβλημα εμφανίστηκε συγκριτικά εντονότερο στις περιπτώσεις όπου η εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ασκούνταν από άλλους φορείς και όχι τις κεντρικές τράπεζες (ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, εκτός όμως της Ολλανδίας), φαίνεται ότι το τριαδικό σύστημα εποπτείας (Υπουργείο, Εποπτική Αρχή, Κεντρική Τράπεζα) δεν είχε την αναμενόμενη αποτελεσματικότητα. Τελικά τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που δεν είχαν αναπτύξει υπέρμετρη δραστηριότητα τιτλοποίησης απαιτήσεων διότι οι εποπτικές αρχές τους δεν τους είχαν επιτρέψει, βρέθηκαν στην δυσάρεστη θέση να υποφέρουν από την κρίση χωρίς να ευθύνονται. Είναι προφανές λοιπόν ότι απαιτείται κατάλληλη αναδιάρθρωση των εποπτικών δομών ώστε να αποσβήσουν μελλοντικά οι συνέπειες από την έλλειψη συντονισμού μεταξύ αρμοδίων εποπτικών αρχών.

3. Διαφορές στο επίπεδο, εύρος και χρόνο κάλυψης καταθέσεων και στο γενικό πλέγμα εγγυήσεων μεταξύ διαφορετικών κρατών και μεταξύ διαφορετικών ιδρυμάτων εντός του ίδιου κράτους δημιουργούν σημαντικό ζήτημα αθέμιτου ανταγωνισμού πλεονεκτήματος μεταξύ τους με αποτέλεσμα την μετακίνηση

καταθέσεων και την διαφοροποίηση του κόστους συναλλαγών, ιδιαίτερα δε σε ενδοευρωπαϊκό επίπεδο χαρακτηριζόμενο από το ίδιο το νόμισμα και ρυθμιστικό πλαίσιο, απαιτώντας τον κατάλληλο συντονισμό των κεντρικών τραπεζών και των κρατών στην κατεύθυνση της κατάλληλης εναρμόνισης.

4. Με δεδομένη την πρόσβαση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε εξαγωγήμες πηγές ρευστότητας μέσω των υποκαταστημάτων που διαθέτουν στο εξωτερικό, απαιτείται ουσιαστική συνεργασία και συντονισμός μεταξύ κεντρικών τραπεζών για τον έλεγχο πρόσβασης σε πηγές ρευστότητας και την αποτροπή έμμεσης παραβίασης κανόνων ρευστότητας.

Z. Είναι αναγκαία η αναθεώρηση της λειτουργίας των οργανισμών διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (credit rating agencies) με στόχο τον επαναπροσδιορισμό του πεδίου άσκησης δραστηριότητας, την ανεξαρτησία της παραγωγής διαβαθμίσεων και τον περιορισμό των εσωτερικών συγκρούσεων συμφερόντων (πληρώνονται από τους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων που αξιολογούν και όχι τους επενδυτές που υπηρετούν, τα έσοδα από παροχή συμβουλών είναι υψηλότερα από τα έσοδα από παροχή υπηρεσιών πιστοληπτικής αξιολόγησης), την ενίσχυση της παρακολούθησης των αξιολογούμενων εταιριών (με την βελτίωση των τεχνικών παρακολούθησης μέσω της προσθήκης παραμέτρων ρευστότητας) και την ταχύτερη πρόβλεψη δυνητικών προβλημάτων και αντίδραση σε αυτά. Ενδεχομένως θα συνέβαλλε η διευκόλυνση προσφυγής επενδυτών στα δικαστήρια ενάντια σε υπερβολικά αποκλίνουσες «γνώμες» από τις εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης.

H. Κρίνεται σκόπιμη η αναθεώρηση της φορολογικής πολιτικής έναντι των οχημάτων ειδικού σκοπού και των εναλλακτικών επενδυτικών οχημάτων με στόχο την αποτροπή της χρήσης τέτοιων οχημάτων για την απόκρυψη δραστηριότητας από τους δημοσιευμένους ισολογισμούς και την μείωση της φόρο-αποφυγής.

Θ. Τέλος, απαιτείται η διαχείριση της συνολικής ρευστότητας σε παγκόσμια κλίμακα, θέτοντας το ζήτημα της κατάλληλης αρχιτεκτονικής του παγκοσμίου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα

Συμπληρώνονται ήδη πέντε χρόνια από τον Αύγουστο του 2007 όταν η οικονομική κρίση έδωσε τα πρώτα δείγματα γραφής προκαλώντας τις πρώτες σοβαρές αναταράξεις στον τραπεζικό τομέα. Το διάστημα που πέρασε, μας έδωσε μια καλή ευκαιρία να ασχοληθούμε με τα θέματα της οικονομικής κρίσης και έτσι πολλά θα μπορούσαν να λεχθούν. Ωστόσο, θα έπρεπε να επικεντρωθούμε σε δύο χρήσιμα συμπεράσματα. Πρώτον, ότι το τέλος της κρίσης και η οικονομική ανάκαμψη δεν είναι αυτονόητα και δεδομένα. Στη συνέχεια πρέπει να αναφερθεί ότι η κάθε οικονομία βιώνει με τον δικό της τρόπο την κρίση και άρα πρέπει να χρησιμοποιήσει πολιτικές προσαρμοσμένες στις ιδιαιτερότητές της. Διαφορετικά τα χαρακτηριστικά της κρίσης στις ΗΠΑ, διαφορετικά στην Ελλάδα, διαφορετικά στην Αργεντινή.

Στην συνέχεια είναι χρήσιμο να γνωρίζουμε ότι όταν αναφερόμαστε στην κρίση ουσιαστικά αναφερόμαστε σε πέντε βασικά μεγέθη: στην καταναλωτική δαπάνη, στην επένδυση, στο διαθέσιμο εισόδημα, στην ανεργία και στην παραγωγή. Για λόγους που σχετίζονται με την διαχείριση της κρίσης, είναι απαραίτητο να ξεκαθαρίσουμε και κάτι άλλο. Η δημοσιονομική σταθεροποίηση και η πολιτική αντιμετώπισης της κρίσης είναι δύο διαφορετικά πράγματα που απαιτούν διαφορετικές πολιτικές. Η επίτευξη της δημοσιονομικής σταθεροποίησης δεν αποτελεί αναγκαία και ικανή συνθήκη για την έξοδο από την κρίση. Τουναντίον, ορισμένες φορές μπορεί να λειτουργεί και ανταγωνιστικά. Η ικανή και αναγκαία προϋπόθεση είναι ένα ευρύ πρόγραμμα στήριξης της οικονομίας με σαφείς προτεραιότητες και στόχους.

Ως γνωστόν, κύριο χαρακτηριστικό της οικονομίας είναι οι διακυμάνσεις και η αβεβαιότητα για το μέλλον. Όσα να είναι τα οικονομετρικά μοντέλα που θα δημιουργηθούν και θα εφαρμοστούν, όσο μεγάλο βάθος και να υπάρχει από ιστορικά δεδομένα, ποτέ δεν θα μπορέσει να επιτευχθεί ασφαλής πρόβλεψη για την εξέλιξη ενός μεγέθους (π.χ. πληθωρισμός) για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Η αβεβαιότητα όσον αφορά την εξέλιξη της οικονομίας είναι από τους βασικούς παράγοντες που οδηγούν στην ύπαρξη οικονομικών κρίσεων. Ευτυχώς αυτές είναι μικρής, συνήθως, διάρκειας και οι επιπτώσεις τους ιστορικά έχει αποδειχθεί ότι είναι χαμηλότερες από ότι υπολογιζόταν στην αρχή τους που επικρατεί απαισιοδοξία. Πάντα οι οικονομία βρίσκει τον τρόπο της να επανέλθει σε τροχιά

ανάπτυξης, είτε αυτόματα είτε με την εφαρμογή στοχευμένων πολιτικών αντιμετώπισης της εκάστοτε κρίσης από τους διεθνείς φορείς και τα εμπλεκόμενα μέρη.

Μία οικονομική κρίση από μόνη της αποτελεί ένα πολυσύνθετο και περίπλοκο γεγονός που είναι αρκετά δύσκολο να περιγραφεί. Βέβαια, υφίσταται κάποιου είδους κατηγοριοποίηση όσον αφορά τα αίτια της εκάστοτε κρίσης, είναι όμως γεγονός ότι κάθε κρίση αποτελεί ξεχωριστή ενότητα στην οικονομική ιστορία. Καμία κρίση δεν ταυτίζεται με κάποια άλλη ως προς τα αίτια, τη διάρκειά της, το μέγεθός της και τους εφαρμοσμένους τρόπους αντιμετώπισης. Ευτυχώς οι ομοιότητες βέβαια είναι πολλές και αυτό καθιστά πιο εύκολη, καλύτερη και έγκαιρη την αντιμετώπιση τυχόν κρίσεων, προτού αυτές ξεσπάσουν και οδηγήσουν την παγκόσμια οικονομία σε ύφεση.

Δυστυχώς, στην περίπτωση της κρίσης που διανύουμε η FED αποφάσισε λανθασμένα να αφήσει τη Lehman Brothers να πτωχέυσει, πιστεύοντας ότι οι επιπτώσεις στην ήδη βαριά χρεωμένη οικονομία των ΗΠΑ θα ήταν περιορισμένες. Στην πράξη όμως φάνηκε ότι ακόμα δεν είναι διαθέσιμα τα απαραίτητα εργαλεία αλλά ούτε και η εμπειρία ώστε να λαμβάνονται τέτοιες αποφάσεις τόσο αβίαστα. Η Lehman Brothers, με την πτώχευσή της, συμπαρέσυρε την παγκόσμια οικονομία σε μια πρωτοφανή κρίση, η οποία ήταν τόσο μεγάλη που η σύγκρισή της είναι όμοια με αυτήν του Μεγάλου Κραχ του 1929.

Οι βάσεις για να δημιουργηθεί η κρίση υπήρχαν από το 2007, όταν και έσκασε η φούσκα των ακινήτων στις ΗΠΑ. Η οικονομία όμως καμιά φορά είναι απρόβλεπτη. Κανείς δεν μπορούσε να προβλέψει το φιάσκο των ελεγκτικών μηχανισμών και τη μεγάλη φαντασία των στελεχών των τραπεζικών ιδρυμάτων ανά τον κόσμο στη δημιουργία χρηματοοικονομικών προϊόντων και το πώς γεγονότα που ήταν ασύνδετα μεταξύ τους θα επηρέαζαν με αυτόν τον τρόπο την καθημερινότητα όλων μας.

Κατά τη διάρκεια της μελέτης, τόσο του θεωρητικού υπόβαθρου των οικονομικών κύκλων, όσο και της εξέλιξης της τωρινής κρίσης και των επιπτώσεών της αλλά και των συγκεκριμένων κρίσεων που παρατέθηκαν καταλήξαμε σε κάποια σημαντικά συμπεράσματα.

Πρώτον, οι γνώσεις μας πάνω στην οικονομία είναι ανεπαρκείς ώστε να καταφέρουμε να προλαμβάνουμε όλες τις κρίσεις. Η οικονομία κάνει πάντα τον κύκλο της και είναι σχεδόν αναπόφευκτο ότι πάντα θα ξεσπούν και κάποιες κρίσεις.

Τις συγκεκριμένες κρίσεις βέβαια μπορούμε να τις μετριάσουμε ή ακόμα και να τις καθυστερούμε αλλά όχι εντελώς και να τις αποφύγουμε. Αυτό όμως δεν είναι απαραίτητα κακό, καθώς έχει παρατηρηθεί ότι μετά από κάθε κρίση υπάρχει μίας μεγαλύτερης διάρκειας άνθιση στην οικονομία.

Δεύτερον, συγκρίνοντας την τωρινή κρίση με αυτές των προηγούμενων ετών, παρατηρούμε ότι ενώ δεν υπάρχει πλήρης ταύτιση, παρ' όλα αυτά παρουσιάζονται εμφανής ομοιότητες. Η βασικότερη είναι ότι μετά από μία περίοδο παρατεταμένης ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, τόσο οι επενδυτές όσο και οι καταναλωτές εμφανίζουν σημάδια δυσπιστίας και αμφιβολίας για το πόσο θα συνεχιστεί αυτή η ανάπτυξη. Συνήθως, συνοδευόμενη από μία φούσκα σε ένα αγαθό, η περίοδος αυτής της άνθισης τελειώνει με βίαιο αλλά και απότομο τρόπο, καθώς όλοι τρέχουν να ρευστοποιήσουν τις επενδύσεις τους, αρχικά στις χρηματαγορές, προκαλώντας έτσι οι ίδιοι έμμεσα την κρίση, η οποία πολλές φορές μπορεί να μην υπήρχε καν λόγος να ξεσπάσει την παρούσα στιγμή. Επίσης, οι πολιτικές που εφαρμόζονται στις κρίσεις μέχρι τώρα έχει φανεί ότι σπάνια είναι προληπτικές. Όσο απομακρύνεται και ξεχνιέται η προηγούμενη κρίση, τόσο χαλαρώνουν και οι μηχανισμοί, αποκτώντας τη νοοτροπία ότι «δεν πρόκειται να ξανασυμβεί τόσο γρήγορα». Με αυτόν τον τρόπο, πολύ σπάνια, ή και καθόλου, παρατηρούμε μέτρα ελέγχου και πρόληψης της επόμενης κρίσης που πάντα θα επακολουθεί.

Τρίτον, οι πολιτικές αντιμετώπισης διαφέρουν από χώρα σε χώρα που βιώνει μία κρίση και προσαρμόζονται ανάλογα τις ιδιαιτερότητες και τα χαρακτηριστικά της κρίσης της εκάστοτε χώρας. Όπως είδαμε για παράδειγμα η Ελλάδα συμμετέχει σε Νομισματική Ένωση, δεν πρόσδεσε το νόμισμά της σε ένα ξένο και δεν προχώρησε στην παράλληλη κυκλοφορία δύο επίσημων νομισμάτων όπως έγινε στην περίπτωση της Αργεντινής. Δεν αφέθηκε μόνη να αντιμετωπίζει την κρίση αλλά καθώς η χρεοκοπία ενός κράτους-μέλους της ONE θα υπέσκαπτε την αξιοπιστία του κοινού νομίσματος τελικά αποφασίστηκε η παροχή βοήθειας μέσω ενός μηχανισμού στήριξης. Η συμμετοχή στην ONE απαλλάσσει επίσης την Ελλάδα από κερδοσκοπικές επιθέσεις στα συναλλαγματικά της διαθέσιμα και υποτιμητικές πιέσεις στο νόμισμά της. Καθώς σχεδόν το σύνολο του χρέους της είναι εκφρασμένο σε ευρώ και οι όποιες πιέσεις εκφράζονται αποκλειστικά στην αγορά ομολόγων.

Τέλος, εφόσον η ιστορία επαναλαμβάνεται, έχει παρατηρηθεί ότι πολλά ιστορικά γεγονότα κρίσεων έχουν επαναληφθεί ξανά και ξανά και υπάρχει η αντίληψη ότι υφίσταται ένας οδηγός αντιμετώπισης αυτών. Αυτές όμως οι πολιτικές

αντιμετώπισης, αποδείχθηκαν μόνο θεωρητικές και αυτό που δεν αναφέρεται είναι ότι οι παραπάνω πολιτικές που χρησιμοποιήθηκαν για να αντιμετωπιστούν οι χρηματοοικονομικές κρίσεις, είχαν ως αποτέλεσμα να επαναληφθούν και πάλι τα ίδια γεγονότα στο μέλλον και να οδηγηθεί η κοινωνία μας στον ίδιο παρανομαστή. Ως πρόταση λοιπόν για περαιτέρω έρευνα, μπορούμε να παραθέσουμε τη μελέτη τόσο των χρηματοοικονομικών δεικτών αλλά και της επικαιρότητας της εκάστοτε χώρας (όταν μελετώνται διαφορετικές χρηματοοικονομικές κρίσεις σε διαφορετικές χώρες), για την εξαγωγή ασφαλέστερων συμπερασμάτων για το ποιες συγκεκριμένες πολιτικές αντιμετώπισης πρέπει να εφαρμοστούν έτσι ώστε να επιτευχθεί αποτελεσματική αντιμετώπιση της εκάστοτε κρίσης.

Συμπερασματικά όμως λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω, δεν χρειάζεται να είμαστε απαισιόδοξοι, σε μεσοπρόθεσμο τουλάχιστον ορίζοντα. Η ανάκαμψη παγκοσμίως έχει ήδη αρχίσει με δειλά βήματα. Στη χώρα μας βέβαια, όπως όλα τα πράγματα, υπάρχει μια μικρή καθυστέρηση και πιθανότατα να χρειαστεί να πληρώσουμε κάτι παραπάνω, αλλά είναι κάτι που έπρεπε να έχει γίνει εδώ και καιρό. Είναι πάντως σίγουρο ότι η κρίση που ξεκίνησε το 2008 και συνεχίζεται μέχρι και σήμερα κάποτε και όχι τόσο μακριά από τώρα, θα αποτελεί οριστικό παρελθόν.

ΒΙΟΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- **Αντζουλάτος Α.**, (2011). “*Κυβερνήσεις, Χρηματαγορές & Μακροοικονομία*”, Εκδόσεις Διπλογραφία.
- **Γεράσης Γ.**, (2009). “*Η Ελλάδα στη δίνη της οικονομικής κρίσης*”, Εκδόσεις Ροές, Αθήνα, σελ.25
- **Κότιος Α.**, (2010). “*Η Ελλάδα, η ΟΝΕ και η κρίση*”, Σειρά ερευνητικών εργασιών, σελ.3
- **Λαπαβίτσας Κ.**, (2010). “*2010 Κρίση Ευρωζώνης, φτώχεια του δυνατό, πτώχευση του αδυνάτου*”, Εκδόσεις Νόβολι, σελ.11
- **Σταθάκης Γ.**, (2008). “*Μετά την κρίση τι; Αναζητώντας μια νέα Αρχιτεκτονική για το χρηματοπιστωτικό σύστημα*”, Ινστιτούτο Ν. Πουλαντζάς

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- **Aglietta M.**, (2008). “*La Crise*”, Editions Michalon.
- **Arif M. and Abubakar S. Y.**, (1999). “*The Malaysian Financial Crisis: Economic Impact and Recovery Prospects*”, **Developing Economies**, Vol. 37, No. 4, p. 417.
- **Bernanke B.S. and Gertler M.**, (1989). “*Agency costs, collateral and business fluctuations*”, **American Economic Review**, Vol. 79, pp. 14-31.
- **Bernanke B.**, (2000). “*Essays on the Great Depression*”, Princeton University Press.
- **Bhagwati J.**, (1998). “*The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Dollars*”, **Foreign Affairs**, Vol. 77, No. 3, pp. 7-12.
- **Bowring P.**, (1999). “*The IMF Record in Asia is Mixed*”, International Herald Tribune.
- **Buckheim C.**, (2008). “*Economic Crises in the Thirties and Today*”, University of Mannheim.
- **Buiter W. and Sibert A.**, (2007). “*The bank must take three steps to ease the turbulence*”, Financial times.

- **Bustelo P.**, (1998). *“The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey”*, Instituto Complutense de Estudios Internacionales Working Paper, No. 10, pp. 3-18.
- **Caballero R. and Krishnamurthy A.**, (2009). *“Global Imbalances and Financial Fragility”*, American Economic Review Papers and Proceedings, Vol. 99, No. 2, pp. 584-88.
- **Calomiris C.W. and Hubbard R.G.**, (1990). *“Price flexibility, credit availability and economic fluctuations: evidence from the United States, 1894 – 1909”*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 54, pp. 429-452.
- **Caprio G.J. and Klingebiel, D.**, (1997). *“Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?”*, Annual World Bank Conference on Development Economics.
- **Caprio G.J. and Klingebiel D.**, (1999). *Episodes of systemic and borderline financial crises*, The World Bank.
- **Cetrangolo, O. and Jimenez J. P.**, (2004). *“The relations between different levels of government in Argentina”* CEPAL, Review 84.
- **Chul P.Y., Yunjong W.**, (2001). *“Reform of the International Financial System and Institutions in Light of the Asian Financial Crisis”*, UNCTAD, G-24 Discussion Paper Series, No. 12.
- **Corsetti et al.**, (1999). *“What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?”*, Japan and World Economy, Vol. 11, No. 3, pp. 331-342.
- **Coval et al.**, (2009). *“The Economics of Structured Finance”*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 23, No. 1, pp. 3-25.
- **Damill et al.**, (2005). *“Lessons from the Argentine Case of Debt Accumulation, Crisis and Default”*, UNCTAD.
- **Demirguc-Kunt A. and Detragiache E.**, (1998). *“The determinants of banking crises in developing and developed countries”*, IMF Staff Papers, Vol. 45, No. 1, pp. 81-109.
- **Eatwell J. and Persaud A.**, (2008). *“A practical approach to the regulation of risk”*, Financial Times.
- **Edison et al.**, (1998). *“Asset Bubbles, Domino Effects and ‘Lifeboats’: Elements of the East Asian Crisis”*, BGFERS International Finance Discussion Paper, No. 606, p.1.

- **Eichengreen B.**, (2008). *“The Global Credit Crisis as History”*, California.
- **Feldstein M.**, (1998). *“Refocusing the IMF”*, **Foreign Affairs**, Vol. 77, No. 2, pp. 20–33
- **Frenkel R.**, (2003). *“Globalization and financial crises in Latin America”* CEPAL. Review 80.
- **Friedman M. and Schwartz A.K.**, (2003). *“A Monetary History of the United States, 1867-1960”*, Princeton University Press, Princeton.
- **Galbraith J.**, (2000). *The Great Crash 1929*, Λιβάνης Α-Νέα Σύνορα.
- **Glick R. and Moreno R.**, (1997). *“The East Asian Miracle: Growth Because of Government Intervention and Protectionism or in Spite of it?”*, **Business Economics**, Vol. 32, No. 2, pp. 681–690.
- **Gordy M. B.**, (2003). *“A risk factor model foundation of ratings based bank capital rules”*, **Journal of Financial Intermediation**, Vol. 12, No. 3, pp 199-232.
- **Greenwald et al.**, (1988). *“Information imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations”*, **American Economic Review**, Vol. 74, pp. 194-199.
- **Gurtner F. J.**, (2004). *“Why Did Argentina's Currency Board Collapse?”* **The World Economy**, vol. 27, no. 5, pp. 679-697.
- **Hanke S. and Schuler K.**, (1999). *“A Dollarization Blueprint for Argentina”* CATO Institute, White Paper.
- **Hanke S. and Schuler K.**, (2002). *“What went wrong in Argentina?”* **Central Banking Journal**, vol. 7, no. 3, pp. 43-48
- **Hausmann R. and Velasco A.**, (2002). *“Hard Money's Soft Underbelly: Understanding the Argentine Crisis”* Brookings Institution, Brookings Trade Forum.
- **Hendricks et al.**, (2006). *“Systemic Risks and the financial system”*, Conference on new directions in understanding systemic risk, Federal Reserve Bank of New York.
- **Hirst P. and Thompson G.**, (2009). *“Globalization in Question: The International Economy and the Possibilities of Governance”*, Polity Press, Cambridge, pp. 113–115.

- **Hornbeck J. F.**, (2004). *“Argentina’s Sovereign Debt Restructuring”* Congressional Research Service, CRS Report for Congress.
- **International Monetary Fund**, (2003). *“Lessons from the Crisis in Argentina”* Policy Development and Review Department.
- **International Monetary Fund**, (2004). *“The IMF and Argentina, 1991 – 2001”* Independent Evaluation Office, Evaluation Report.
- **Johnson G. et al.**, (2009). *Historically Economic Crises*, McKinsey, pp.24-28.
- **Kaminsky G. L. and Reinhart C. M.**, (1998). *“Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now”*, **American Economic Review**, Vol. 88, No. 2, pp. 444–448.
- **Kaminsky G. L. and Schmukler S. M.**, (1999). *“What Triggers Market Jitters? A Chronicle of the Asian Crisis”*, **Journal of International Money and Finance**, Vol. 18, No. 4, p. 540-541.
- **Kennedy P.**, (1994). *“Προετοιμασία για τον 21ο αιώνα”*, Αθήνα: Λιβάνης-Νέα Σύνορα, pp. 329–331.
- **Kindleberger C.**, (2003). *“The World in Depression, 1929-1939”*, Berkeley, University of California Press
- **Kindleberger C.**, (2005). *“The World in Depression”*, Wiley
- **Krugman P.**, (1994). *“The Myth of Asia’s Miracle”*, **Foreign Affairs**, Vol. 73, No. 6, pp. 70-71.
- **Krugman P.**, (1999). *“Recovery? Don’t Bet on it”*, Time (Asia Edition).
- **Kunimune K.**, (1999). *“Crisis in Japan and the Way out: A Counter-Argument to Pessimistic Views”*, **Developing Economies**, Vol. 37, No. 4, pp. 17.
- **Lane T.**, (1999). *“Program Design”*, Washington, DC: IMF, pp. 18–19,
- **Lewis P.**, (1996). *“Export Growth Slows for Asia’s Tiger Economies”*, *The New York Times*.
- **Mankiw N.G.**, (1986). *“The allocation of credit and financial collapse”*, **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 101, No. 3, pp. 455-470.
- **Meltzer A. H.**, (1998). *“Asian Problems and the IMF”*, **Cato Journal**, Vol. 17, No. 3, p. 268.

- **Miller M. and Zhang L.**, (2000). “*Creditor Panic, Asset Bubbles and Sharks: Three Views of the Asian Crisis*”, Cheltenham: E. Elgar, pp. 223–226.
- **Minsky H.**, (2002). “*The financial instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy*”, Cambridge University Press.
- **Mishkin F. S.**, (1992). “*Anatomy of a financial crisis*”, **Journal of evolutionary Economics**, Vol. 2, No. 2, pp. 115-130.
- **Mulraine, M.**, (2005). “*An Analysis of the 2002 Argentine Currency Crisis*” University of Toronto, Mimeo.
- **Mussa M.**, (2002). “*Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*” Institute for International Economics, Washington, Policy Analyses in International Economics 67.
- **Perry G. and Servin L.**, (2002). “*The Anatomy of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What We Can Learn From It*” World Bank.
- **Radelet S. and Sachs J.**, (1998). “*The East Asian Financial Crisis: Diagnoses, Remedies, Prospects*”, **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol. 1998, No. 1 , pp. 1–74.
- **Reinhart M. C.**, (2001). “*Sovereign credit ratings before and after financial crises*”, MPRA Paper 7410.
- **Reinhart C. M. and Rogoff K. S.**, (2008). “*This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*” NBER, Working Paper 13882.
- **Rothbard M.**, (2002). “*A History of Money and Banking in the United States*”, Auburn, Ludwig von Mises Institute
- **Securities and Exchange Commission**, (2008). “*Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*.”
- **Sharma S. D.**, (1998). “*Asia’s Economic Crisis and the IMF*”, **Survival**, Vol. 40, No. 2, p. 18-31.
- **Shishido S. and Nakajima T.**, (1999). “*Asian Currency Crisis and the Role of Japan*”, **Developing Economies**, Vol. 37, No.2, pp. 3-4.
- **Shultz et al.**, (1998). “*Who Needs the IMF?*”, Wall Street Journal.
- **Soros G.**, (2010). “*The Crisis and the Euro*” The New York Review of Books.

- **Spiller P. and Tommasi, M.,** (2003). *“The Institutional Foundations of Public Policy: A Transactions Approach with Application to Argentina”* **Journal of Law, Economics and Organization**, vol. 19, No. 2, pp. 281-306.
- **Stiglitz J.,** (2000). *“What I learned at the World Economic Crisis”*, The New Republic.
- **Stiglitz, J.,** (2002). *“Argentina, Shortchanged - Why the Nation That Followed the Rules Fell to Pieces”* The Washington Post.
- **Sturzenegger F.,** (2002). *“Default Episodes in the 90s: Factbook and Preliminary Lessons”* Business School, Universidad Torcuato Di Tella.
- **Summers L.H.,** (2000). *“International Financial Crises: Causes, Prevention and Cures”*, **American Economic Review**, Vol. 90, No. 2, pp. 1-16.
- **Weisbrot M. and Baker D.,** (2002). *“What Happened to Argentina?”* Center for Economic and Policy Research, Washington D.C.
- **Williamson J.,** (2002). *“What Washington Means by Policy Reform”* Peterson Institute for International Economics.
- **Zarnowitz V.,** (1992). *“Business Cycles-Theory, History, Indicators and Forecasting”*, University of Chicago Press.

ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ ΑΠΟ ΤΟΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΙΣΤΟ (INTERNET)

- Από την ιστοσελίδα: <http://indy.gr>
- Από την ιστοσελίδα: <http://el.wikipedia.org>
- Από την ιστοσελίδα: <http://www.bankofgreece.gr>
- Από την ιστοσελίδα: <http://archive.in.gr>
- Από την ιστοσελίδα: <http://mrzine.monthlyreview.org>
- Από την ιστοσελίδα: <http://web.mit.edu>
- Από την ιστοσελίδα: <http://www.federalreserve.gov>
- Από την ιστοσελίδα: <http://europa.eu>
- Από την ιστοσελίδα: <http://www.prd.uth.gr>
- Από την ιστοσελίδα: <http://news.kathimerini.gr>
- Από την ιστοσελίδα: <http://www.tanea.gr>
- Από την ιστοσελίδα: <http://www.enet.gr>
- Από την ιστοσελίδα: <http://tvxs.gr/news>

- Από την ιστοσελίδα: <http://www.tovima.gr>
- Από την ιστοσελίδα: <http://news247.gr>
- Από την ιστοσελίδα: <http://www.ert.gr>
- Από την ιστοσελίδα: <http://www.insight.gr>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ