

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ 2007-2010: ΜΕΛΕΤΗ  
ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ ΙΣΠΑΝΙΑΣ ΚΑΙ ΙΣΛΑΝΔΙΑΣ

Η εργασία υποβάλλεται για την μερική κάλυψη των απαιτήσεων με στόχο την απόκτηση του  
διπλώματος

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΔΙΠΛΩΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ  
“ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ”

από

ΤΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΠΟΥΛΟΠΟΥΛΟΣ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ

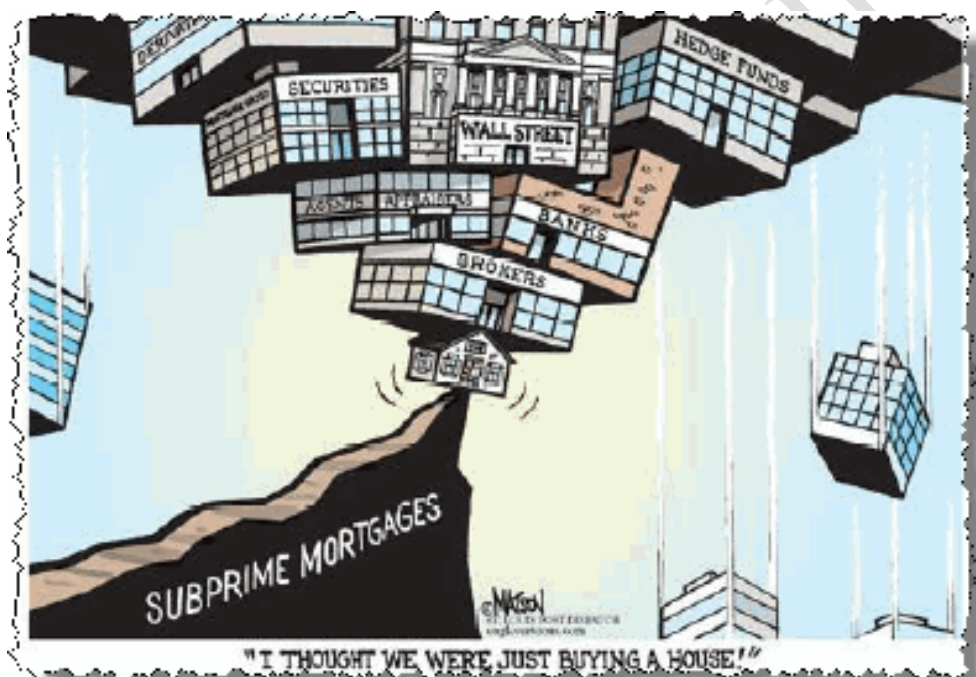
Ευχαριστίες

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

## Περιεχόμενα

<b>Διαγράμματα</b> .....	5
<b>Εισαγωγή: 15 Οκτωβρίου 2008, η ημέρα που όλα ξεκίνησαν</b> .....	6
<b>Κεφάλαιο 1: Οικονομικοί κύκλοι</b> .....	8
1.1 Ορισμός – εισαγωγή.....	8
1.2 Περιγραφή οικονομικού κύκλου .....	10
1.3 Ανατομία οικονομικού κύκλου.....	10
1.3.1 Ανάκαμψη .....	13
1.3.2 Διάχυση της ανάπτυξης .....	15
1.3.3 Αρχή της Ύφεσης.....	17
1.3.4 Διάχυση της ύφεσης.....	20
1.4 Το κόστος των οικονομικών κύκλων .....	21
<b>Κεφάλαιο 2: Οικονομικές Κρίσεις</b> .....	28
2.1 Είδη χρηματοοικονομικών κρίσεων.....	28
2.1.1 Τραπεζική κρίση .....	28
2.1.2 Κερδοσκοπικές «φούσκες» και κραχ.....	28
2.1.3 Διεθνείς χρηματοοικονομικές κρίσεις.....	29
2.1.4 Ευρύτερες οικονομικές κρίσεις.....	29
2.2 Ανάλυση σημαντικών οικονομικών κρίσεων του παρελθόντος.....	30
2.2.1 Η Χρηματιστηριακή Κρίση του 1929.....	30
2.2.2 Η Μαύρη Δευτέρα του 1987.....	32
2.2.3 Η κρίση του European Exchange Rate Mechanism (ERM) .....	34
2.2.4 Η Ασιατική κρίση του 1997 .....	36
<b>Κεφάλαιο 3: Οικονομική Κρίση 2007-2010 (τρέχουσα)</b> .....	38
3.1 Εισαγωγή.....	38
3.2 Αίτια .....	39
3.3 Συνέπειες .....	42
3.4 Μέτρα αντιμετώπισης – Κρίση κρατικών ομολόγων.....	46
3.5 Προβλέψεις .....	50
<b>Κεφάλαιο 4: Μελέτη Περιπτώσεων</b> .....	53
4.1 Οικονομική κρίση και η περίπτωση της Ισπανίας.....	53
4.1.1 Γενικά στοιχεία για την Ισπανία και την οικονομία της.....	53
4.1.2 Οικονομική Κρίση στην Ισπανία .....	54
4.2 Οικονομική κρίση και η περίπτωση της Ισλανδίας.....	57
4.2.1 Γενικά στοιχεία για την Ισλανδία και την οικονομία της .....	57
4.2.2 Οικονομική κρίση στην Ισλανδία .....	58

**Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα – Επισκόπηση Οικονομικής Κρίσης 2007-2010** ..... 66  
**Βιβλιογραφία** ..... 72  
**Παραπομπές από τον Παγκόσμιο Ιστό (Internet)** ..... 74



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

## Διαγράμματα

Διάγραμμα 1.2: Οικονομικός κύκλος .....	10
Διάγραμμα 3.3: United States Stock Market Index .....	44
Διάγραμμα 3.4: Greece Government Bond 10 Year Yield.....	48
Διάγραμμα 4.1.A: Spain GDP Annual Growth Rate .....	54
Διάγραμμα 4.1.B: Spain Government Bond 10 Year Yield .....	55
Διάγραμμα 4.1.Γ: Spain Unemployment Rate.....	55
Διάγραμμα 4.2.A: Iceland GDP Annual Growth Rate.....	59
Διάγραμμα 4.2.B: Iceland Interest Rate.....	59
Διάγραμμα 4.2.Γ: Iceland Stock Market Index.....	59
Διάγραμμα 4.2.Δ: Iceland Unemployment Rate.....	60
Διάγραμμα 4.2.E: Iceland Government Net Lending & Borrowing %GDP .....	60
Διάγραμμα 4.2.ΣΤ: Ισοτιμία ISK / EURO .....	62

## Εισαγωγή: 15 Οκτωβρίου 2008, η ημέρα που όλα ξεκίνησαν

Μια συνηθισμένη φθινοπωρινή ημέρα ξημέρωνε για τους περισσότερους κατοίκους των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής. Οι άνθρωποι ξύπναγαν νωρίς για το καθιερωμένο πρωινό jogging, στη συνέχεια απολάμβαναν ένα παραδοσιακά πλούσιο πρωινό γεύμα και στη συνέχεια έπαιρναν τα μεγάλου κυβισμού αυτοκίνητά τους προκειμένου να πάνε στις δουλειές τους.

Όχι όμως όλοι.

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 συνέπειες της 2 χρόνια μετά. Η τρέχουσα χρηματοοικονομική κρίση (2007-σήμερα) είναι ακριβώς το θέμα που θα εξετάσουμε στην παρούσα εργασία.

Αρχικά θα αναφέρουμε συνοπτικά την θεωρία των οικονομικών κύκλων, το πώς και το γιατί προκαλούνται οι οικονομικές κρίσεις, καθώς και τις συνέπειες τους. Στη συνέχεια θα εξετάσουμε διαφορετικές θεωρητικές προσεγγίσεις που εστιάζουν στην αντιμετώπιση των κρίσεων και πιο συγκεκριμένα στην έξοδο από αυτές.

Στο επόμενο μέρος της εργασίας θα περιγράψουμε ιστορικά πώς ξεκίνησαν και εξελίχθηκαν παλαιότερες χρηματοοικονομικές κρίσεις, όπως η Μεγάλη Ύφεση

του 1929 και η Μαύρη Δευτέρα του 1987. Παράλληλα θα αναφερθούμε σε μικρότερες κρίσεις που έλαβαν χώρα σε περισσότερο τοπικό επίπεδο στην δεκαετία του 1990, όπως η κρίση του ERM (1992), η κρίση του Μεξικό (1994), η κρίση της Ταϊλάνδης (1996) και η κρίση του Χονγκ Κόνγκ (1997), σκοπεύοντας να βρούμε ομοιότητες με την τρέχουσα οικονομική κρίση.

Στη συνέχεια, θα περιγράψουμε με χρονολογική σειρά πως ξετυλίχθηκαν τα γεγονότα από το 2007 έως σήμερα, αναλύοντας την κρίση των subprimes, το πώς η πτώχευση της Lehman Brothers ξεκίνησε το ντόμινο και πως έχουμε οδηγηθεί στην σημερινή κατάσταση, τονίζοντας παράλληλα τις σημαντικότερες συνέπειες της κρίσης αλλά και το πώς προσπάθησαν οι αρμόδιοι να την αντιμετωπίσουν.

Επόμενο βήμα είναι να εξετάσουμε αναλυτικότερα τις περιπτώσεις της Ισλανδίας και της Ισπανίας, στοχεύοντας στην σύγκριση μεταξύ 2 ανεπτυγμένων (αν και φτωχών) χωρών που επλήγησαν περισσότερο από άλλες χώρες ενώ ταυτόχρονα είναι και αρκετά διαφορετικές μεταξύ τους (Ισλανδία εκτός E.E., αναγκάστηκε να ζητήσει βοήθεια από Δ.Ν.Τ. / Ισπανία εντός E.E., υψηλός ρυθμός ανεργίας).

Τέλος, θα περιγράψουμε την οικονομική αβεβαιότητα που επικρατεί αυτή τη στιγμή γραφής αυτής της εργασίας (Καλοκαίρι 2010) και θα προσπαθήσουμε, μέσω μελέτης τόσο των χρηματιστηριακών δεικτών όσο και της επικαιρότητας, να κάνουμε μια πρόβλεψη για το άμεσο μέλλον. *Άραγε θα καταφέρουμε να ξεπεράσουμε την κρίση; Τι θα μας κοστίσει;*

## Κεφάλαιο 1: Οικονομικοί κύκλοι

### 1.1 Ορισμός – εισαγωγή

Οι οικονομικοί κύκλοι (business cycles) αναφέρονται στις συνεχείς διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας, στη συνεχή εναλλαγή φάσεων αναπτύξεως (expansions ή growth) και υφέσεως (recession ή contraction). Οι πρώτες είναι περίοδοι ευημερίας, οι δεύτερες οικονομικής δυσπραγίας και κοινωνικής ανέχειας.

Κάθε κύκλος περιλαμβάνει μια φάση αναπτύξεως και μία υφέσεως. Στη συνεχή εναλλαγή τους, το τέλος μιας υφέσεως σηματοδοτεί την αρχή της επόμενης αναπτύξεως, το τέλος της οποίας σηματοδοτεί την αρχή μίας νέας υφέσεως. Στις φάσεις αναπτύξεως η παραγωγή σε πολλούς οικονομικούς τομείς αυξάνεται, στις φάσεις υφέσεως 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.»*

Στον χρηματοοικονομικό τύπο η ύφεση ορίζεται ως δύο τουλάχιστον συνεχόμενα τρίμηνα μειώσεως της παραγωγής, του πραγματικού ΑΕΠ. Όμως, όπως προδιαθέτει ο ορισμός του Zarnowitz, οι υφέσεις είναι συνθετότερα φαινόμενα, τα οποία περιλαμβάνουν πολλές μεταβλητές. Σύμφωνα μάλιστα με την Επιτροπή



Χρονολογήσεως των Οικονομικών Κύκλων (Business Cycle Dating Committee) του πρωτοπόρου στη μελέτη των κύκλων ερευνητικού οργανισμού των Η.Π.Α. National Bureau of Economic Research – NBER,

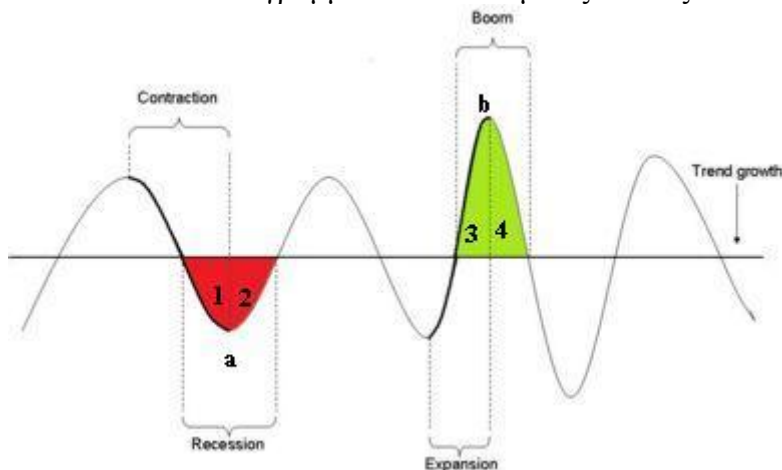
*«A recession is a significant decline in economic activity spread across the economy, lasting more than a few months, normally visible in real GDP, real income, employment, industrial production, and wholesale-retail sales. A recession begins just after the economy reaches a peak of activity and ends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

Στην πράξη λοιπόν, η προαναφερθείσα Επιτροπή προσδιορίζει την αρχή και το τέλος των υφέσεων με βάση τη συμπεριφορά πολλών μεταβλητών, όπως το πραγματικό εισόδημα, η απασχόληση, η βιομηχανική παραγωγή και οι πωλήσεις. Οι μεταβλητές αυτές ονομάζονται δείκτες των οικονομικών κύκλων (business cycle indicators).

Επειδή η χρονολόγηση των κύκλων περιέχει αρκετά υποκειμενικά στοιχεία, είναι δύσκολο να βρεθούν συγκρίσιμες χρονολογήσεις για τις περισσότερες χώρες. Εξάιρεση αποτελούν οι μεγάλες βιομηχανικές χώρες για τις οποίες χρονολογήσεις παράγονται από υπερεθνικούς οργανισμούς, όπως ο Ο.Ο.Σ.Α., και ερευνητικά ινστιτούτα, όπως το NBER. Επιπλέον, η επίσημη ανακοίνωση της αρχής και του τέλους μίας υφέσεως 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, 2010)

## 1.2 Περιγραφή οικονομικού κύκλου

Διάγραμμα 1.2: Οικονομικός κύκλος



Πηγή: [http://www.wikinvest.com/concept/U.S.\\_Economic\\_Cycles](http://www.wikinvest.com/concept/U.S._Economic_Cycles)

Η περιοχή που ορίζεται από το Contraction, στο παραπάνω σχήμα, συμβολίζει μια περίοδο ύφεσης, ενώ η περιοχή που ορίζεται από το Expansion μας δείχνει μια περίοδο ανάκαμψης της οικονομίας. Ταυτόχρονα, οι περιοχές 1+2 (Recession) ορίζουν μια περίοδο κρίσης, καθώς το ΑΕΠ είναι μικρότερο από το δυνητικό, ενώ η περιοχές 3+4 (Boom) συμβολίζουν μια 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 να έχουμε ξεφύγει από την ύφεση ακόμα. Στην περιοχή 3 το ΑΕΠ μεγεθύνεται αισθητά και περνάμε σε μια 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 ξανά από την αρχή. Αναλυτικότερη παρουσίαση κάθε φάσης ακολουθεί στο επόμενο κεφάλαιο.

## 1.3 Ανατομία οικονομικού κύκλου

Η παρουσίαση των οικονομικών κύκλων δυσκολεύεται τα μέγιστα από την έλλειψη μιας ενοποιημένης θεωρίας η οποία μπορεί να εξηγήσει την 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 αυτή την αναζήτηση, η φύση και η επίδραση των διαταραχών μεταβάλλεται με τον χρόνο, όπως μεταβάλλεται και η δομή της οικονομίας και των χρηματαγορών, το θεσμικό πλαίσιο, η φιλοσοφία και οι στόχοι της οικονομικής πολιτικής. Για παράδειγμα, οι χρηματοοικονομικές κρίσεις σήμερα είναι διαφορετικές από ότι ήταν στη δεκαετία του 1930, όταν προκάλεσαν τη μεγάλη παγκόσμια ύφεση. Επιπλέον, οι Αρχές και οι οικονομικοί παράγοντες έχουν μεγαλύτερη εμπειρία, καλύτερη τεχνογνωσία και περισσότερα μέσα για την αντιμετώπισή τους. Επίσης, μία μεγάλη αύξηση της τιμής του πετρελαίου, όπως αυτή η οποία προκάλεσε την παγκόσμια ύφεση στα μέσα της δεκαετίας του 1970, σήμερα θα είχε μικρότερες επιπτώσεις. Αυτό οφείλεται στη μεγαλύτερη συνεισφορά των υπηρεσιών στο ΑΕΠ και στην αποτελεσματικότερη τεχνολογία, ένεκα των οποίων η κατανάλωση πετρελαίου ανά μονάδα ΑΕΠ είναι μικρότερη από ότι ήταν τότε, καθώς και στη μεγαλύτερη εμπειρία των Αρχών στην αντιμετώπιση παρομοίων διαταραχών.

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 και χρειάζεται 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, τον 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 συναχθούν 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 της 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, 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 μπορεί 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 τους 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:

$$ΑΕΠ = Ιδιωτική Κατανάλωση + Επενδύσεις + Κυβερνητικές Αγορές + Καθαρές Εξαγωγές$$

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. Άναφορικά 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 την μορφή αυξημένων κυβερνητικών αγορών, όπως για εξοπλισμούς στις Η.Π.Α. στις αρχές της δεκαετίας του 1980, μείωσης της φορολογίας, όπως στις Η.Π.Α. στις αρχές της δεκαετίας του 1990, ή αύξησης της φορολογίας, όπως στις Η.Π.Α. στις αρχές της δεκαετίας του 2000, ή αύξησης 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 κυρίων εμπορικών εταιρών 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 την 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.

Περαιτέρω ώθηση στη ζήτηση δίνουν και οι βελτιούμενες προσδοκίες. Τα μεν νοικοκυριά βλέποντας να βελτιώνονται οι προοπτικές απασχόλησης, αυξάνουν τις δαπάνες τους, χρηματοδοτώντας τις ενίοτε με δανεισμό. Βοηθούν και οι τράπεζες οι οποίες, αναγνωρίζοντας την 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 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 ενέχει 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.

Στην 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 την 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 καμιά 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 Dornbusch, καθηγητή του MIT, το 1997: «καμιά από τις αναπτύξεις των προηγούμενων 40 ετών δεν πέθανε λόγω γήρατος. Όλες δολοφονήθηκαν από την F.E.D.»

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 αυτό τον σκοπό.

Σοβαρότερη είναι η περίπτωση όπου κατά την διάρκεια της ανάπτυξης δημιουργούνται μεγάλες ανισορροπίες, ένεκα των οποίων ακόμα και μια μικρή αύξηση των επιτοκίων, η οποία στο παρελθόν δεν είχε προκαλέσει ύφεση, να έχει δυσανάλογα μεγάλη επίδραση και να οδηγήσει σε βαθιά ύφεση. Στην Ιαπωνία, το 2<sup>ο</sup> μισό της δεκαετίας του 1980, τέτοιες ανισορροπίες ήταν η δίδυμη «φούσκα» στο χρηματιστήριο και στην αγορά ακινήτων και το μεγάλο χρέος των νοικοκυριών και επιχειρήσεων που δανείζονταν για να επενδύσουν σε μετοχές και ακίνητα. Λόγω αυτών των ανισορροπιών η αύξηση των επιτοκίων από την κεντρική τράπεζα της χώρας οδήγησε σε κατάρρευση της κατανάλωσης και των επενδύσεων και παρατεταμένη οικονομική δυσπραγία, η οποία διήρκεσε περισσότερο από μια δεκαετία, από το 1992 έως το 2004. Αυτή η δυσπραγία μετέτρεψε την Ιαπωνία από

χώρα-υπόδειγμα σε παράδειγμα προς αποφυγή.

Οι ενδογενούς δημιουργούμενες ανισοροπίες μπορούν να οδηγήσουν σε ύφεση και χωρίς την αύξηση των επιτοκίων ή, ακόμη, και παρά την μείωση των επιτοκίων από την κεντρική τράπεζα. Στις Η.Π.Α. το σπάσιμο της «φούσκας» στο χρηματιστήριο – όλες οι «φούσκες» κάποτε σπάνε, προκάλεσε μείωση των επενδύσεων και, μέσω αυτής, την ύφεση των αρχών της δεκαετίας του 2000. Αυτή την ύφεση δεν κατάφεραν να αποτρέψουν τα χαμηλότερα από τις αρχές της δεκαετίας του 1960 επιτόκια της F.E.D..

Περαιτέρω, ύφεση μπορεί να προκληθεί και από εξωγενείς διαταραχές. Χαρακτηριστικό παράδειγμα από την πλευρά της προσφοράς αποτελεί η παγκόσμια ύφεση η οποία προκλήθηκε από την μεγάλη αύξηση της τιμής του πετρελαίου το 1973-74 (πρώτη πετρελαϊκή κρίση). Από την πλευρά της ζήτησης των καταλύτη στην ΝΑ Ασία το 1997 αποτέλεσε η μείωση των εξαγωγών λόγω της επιβράδυνσης της οικονομικής ανάπτυξης στους κυρίους εμπορικούς εταίρους της περιοχής – κυρίως την Ιαπωνία.

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 ύφεση. Ενίοτε δε και νομισματικές και τραπεζικές κρίσεις.

Και η χειροτέρευση των προσδοκιών μπορεί να οδηγήσει σε ύφεση λόγω της μείωσης των επενδύσεων και της κατανάλωσης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η ύφεση στις Η.Π.Α. 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 μεγεθύνει 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. Μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, το μόνο γνωστό επεισόδιο ύφεσης με αντιπληθωρισμό είναι αυτό της Ιαπωνίας στο τέλος της δεκαετίας του 1990. Πριν τον Πόλεμο, το 40% των υφέσεων συνοδεύταν από αντιπληθωρισμό.

Περαιτέρω αρνητική επίδραση στην κατανάλωση και τις επενδύσεις ασκούν οι επιδεινούμενες προσδοκίες, η πτώση της τιμή 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 ανισορροπιών, 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 ακόμη 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 την νομισματική κυκλοφορία και μειώνει τα επιτόκια. Αλλά και 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, 2010)

#### **1.4 Το κόστος των οικονομικών κύκλων**

Όπως όλα τα σχετικά με τους κύκλους θέματα, το κόστος τους έχει περισσότερες διαστάσεις από ότι εκ πρώτης όψεως φαίνεται. Διαστάσεις οι οποίες σχετίζονται με τις πηγές προέλευσης και την ποσοτική εκτίμησή του, καθώς και τις επιπτώσεις τους αναφορικά με την χρησιμότητα της σταθεροποιητικής πολιτικής. Η σχετική βιβλιογραφία είναι εκτενής, αν και εστιάζεται κυρίως στις Η.Π.Α., 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 Η.Π.Α., μετά τον 2<sup>ο</sup> 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 το 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 την 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 ανατρέψιμες αλλαγές στην ζωή τους. Το 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 Η.Π.Α. και το Ηνωμένο Βασίλειο, οι οποίες ασπάζονται τις αρχές του Lucas. Σχετικά με την 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 την διάκριση μεταξύ οικονομικού και κοινωνικού κόστους, βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου, και μικροοικονομικού – σε επίπεδο ατόμων ή επιχειρήσεων και μακροοικονομικού – σε επίπεδο αντιπροσωπευτικού καταναλωτού, 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 Η.Π.Α. 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 την 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 την 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 κάτοχος 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 στην μακροχρόνια ανάπτυξη**

Οι κύκλοι μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά τις επενδύσεις των επιχειρήσεων και, κατά συνέπεια, το παραγωγικό κεφάλαιο της οικονομίας και τον δυνητικό 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 δεν 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 – 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 την 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 την 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, ανθρωπίνι και χρηματικοί. Το κόστος αντιστάθμισης σε συνδυασμό με την 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 καμιά άλλη χρηματοοικονομική κρίση. Οι κρίσεις, πιθανά αποτελέσματα των υφέσεων, όπως έχει επισημανθεί στην ανατομία του τυπικού κύκλου, επηρεάζουν αρνητικά την μακροχρόνια ανάπτυξη. Χαρακτηριστικά σύγχρονα παραδείγματα αποτελούν η τραπεζική κρίση της Ιαπωνίας και οι τραπεζικές και νομισματικές κρίσεις των χωρών της ΝΑ Ασίας στην δεκαετία του 1990. Αλλά και το πλέον σημαντικό παράδειγμα αποτελεί η μεγάλη ύφεση της δεκαετίας του 1930, η οποία ακόμα επηρεάζει τις αποφάσεις και τις προτεραιότητες των Αρχών.

Δεν υπάρχει καμιά διασφάλιση ότι η αμερικανική 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 Η.Π.Α., 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, 2010)

## Κεφάλαιο 2: Οικονομικές Κρίσεις

### 2.1 Είδη χρηματοοικονομικών κρίσεων

#### 2.1.1 Τραπεζική κρίση

Μία τραπεζική κρίση προκύπτει όταν ξαφνικά όλοι οι πελάτες της εκάστοτε τράπεζας ξαφνικά αποφασίζουν να αποσύρουν ομαδικά και ταυτόχρονα τις καταθέσεις τους. Από την στιγμή που οι τράπεζες δανείζουν το μεγαλύτερο μέρος των καταθέσεων που διαθέτουν, κρατώντας μόνο ένα μικρό μέρος αυτών ως ρευστά διαθέσιμα, τους είναι αδύνατο να ικανοποιήσουν όλους τους πελάτες τους ταυτόχρονα σε αυτό τους το αίτημα. Αυτό οδηγεί αναπόφευκτα στην πτώχευση της τράπεζας, ενώ οι καταθέτες χάνουν τα χρήματά τους, εκτός και αν υπάρχει τυχόν κυβερνητική ασφάλεια καταθέσεων (συνήθως μέχρι ενός ορίου). Αν παραπάνω από μία τράπεζες πτωχεύσουν τότε προκύπτει μια γενικότερη «συστημική» τραπεζική κρίση. Αν, αντίθετα, οι πτωχεύσεις τραπεζών είναι περιορισμένες, τότε οδηγούμαστε σε μια κατάσταση όπου οι υπόλοιπες τράπεζες, φοβούμενες τον ενδεχόμενο κίνδυνο ρευστότητας, περιορίζουν αισθητά τα δάνεια, και κατά συνέπεια επιταχύνουν, έμμεσα, την χρηματοοικονομική κρίση.

#### 2.1.2 Κερδοσκοπικές «φούσκες» και κραχ

Μία χρηματοοικονομική αξία (π.χ. μετοχές) παρουσιάζει το φαινόμενο της «φούσκας» όταν η τιμή της ξεπερνάει την παρούσα αξία του μελλοντικού της εσόδου (π.χ. μέρισμα). Αν οι επενδυτές αγοράζουν μια μετοχή ελπίζοντας να την πουλήσουν αργότερα σε μεγαλύτερη τιμή και όχι για να εισπράξουν το έσοδο που θα προέλθει από αυτήν, τότε υπάρχει σαφής ένδειξη ότι μια «φούσκα» αρχίζει να σχηματίζεται. Σε

αυτή την περίπτωση, υπάρχει το ρίσκο να προκύψει ένα «κραχ», δηλαδή μια απότομη μείωση των τιμών των μετοχών. Αυτό συμβαίνει γιατί οι επενδυτές συνεχίζουν να αγοράζουν μόνο έως ότου πιστεύουν ότι και άλλοι θα αγοράζουν, ενώ όταν αρχίζουν οι πρώτες πωλήσεις δημιουργείται ένα ντόμινο και όλοι «τρέχουν», προσπαθώντας απεγνωσμένα να πουλήσουν εις μάτην, καθώς κανείς δεν προτίθεται να αγοράσει.

### 2.1.3 Διεθνείς χρηματοοικονομικές κρίσεις

Όταν μια χώρα που διατηρεί σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία προβαίνει ξαφνικά σε μια υποτίμηση του νομίσματός της, συνήθως κυρίως κερδοσκοπικών επιθέσεων, τότε προκύπτει μία *συναλλαγματική κρίση* (ή αλλιώς κρίση ισοζυγίου πληρωμών). Όταν μια χώρα αδυνατεί να αποπληρώσει το δημόσιο χρέος της, τότε η χώρα κηρύσσει πτώχευση. Ενώ και η υποτίμηση και η πτώχευση είναι αποφάσεις που εξαρτώνται αποκλειστικά από την χώρα και δεν τις επιβάλλονται, συχνά αποτελούν μονόδρομο, καθώς είναι αρκετά πιθανή μια αλλαγή στην διάθεση των επενδυτών, η οποία θα οδηγήσει σε ξαφνική παύση της χρηματοδότησης της χώρας από τις χρηματαγορές όπως και στην γενικότερη φυγή κεφαλαίων προς το εξωτερικό.

### 2.1.4 Ευρύτερες οικονομικές κρίσεις

Αρνητικός ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ για τουλάχιστον δύο συνεχόμενα τρίμηνα σηματοδοτεί την είσοδο της συγκεκριμένης χώρας σε ύφεση. Αν η ύφεση είναι παρατεταμένη, τότε η χώρα βρίσκεται σε μια κατάσταση γενικότερης οικονομικής στασιμότητας.

Συνήθως μια ύφεση επηρεάζει περισσότερους κλάδους πέραν του χρηματοοικονομικού συστήματος, για αυτό και θεωρείται ευρύτερο φαινόμενο από μία χρηματοοικονομική κρίση. Βέβαια, συνήθως μια ύφεση ξεκινάει από μια κρίση, όπως π.χ. η Μεγάλη Κρίση του 1929, η οποία οδήγησε τις Η.Π.Α. σε βαθιά ύφεση. Από την άλλη όμως, στην πορεία προκύπτουν και άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν

και επιτείνουν την διάρκεια της ύφεσης, πέραν των αρχικών αιτιών από όπου και ξεκίνησε η κρίση, όπως π.χ. λάθη νομισματικής πολιτικής από την Κεντρική Τράπεζα.

## **2.2 Ανάλυση σημαντικών οικονομικών κρίσεων του παρελθόντος**

### **2.2.1 Η Χρηματιστηριακή Κρίση του 1929**

Το καλοκαίρι του 1929 η Αμερική ευημερούσε. Ο κόσμος δανειζόταν από τις τράπεζες για να «παίξει» στη Wall Street. Ο δείκτης Dow Jones (DJIA) έφθασε στο υψηλότερο σημείο του, στις 381.17 μονάδες (3 Σεπτεμβρίου 1929). Οι χρηματιστηριακή αξία των μετοχών είχε αυξηθεί τόσο πολύ, που οι διορατικότεροι μιλούσαν για «φούσκα» έτοιμη να εκραγεί.

Οικονομικοί κύκλοι φοβούμενοι την κάμψη των τιμών των μετοχών άρχισαν να τις ρευστοποιούν. Στις 24 Οκτωβρίου 1929, 13 εκατομμύρια μετοχές άλλαξαν χέρια, αριθμός ρεκόρ για τα χρηματιστηριακά χρονικά («Μαύρη Πέμπτη»). Πανικός άρχισε να καταλαμβάνει τους επενδυτές και τους χρηματιστές. Οι μεγάλοι «παίχτες» της Γουόλ Στριτ άρχισαν να αγοράζουν μαζικά τα καλά χαρτιά (blue chips), σε μια προσπάθεια να συγκρατήσουν την πτώση. Η τακτική αυτή είχε αποδώσει στη χρηματιστηριακή κρίση του 1907, όχι όμως και τώρα.

Το Σαββατοκύριακο που μεσολάβησε η κατάσταση δραματοποιήθηκε ακόμη περισσότερο από τον Τύπο. Τη Δευτέρα 28 Οκτωβρίου οι τιμές συνέχισαν την κατηφορική τους πορεία, με τους επενδυτές να ξεφορτώνονται τα «χαρτιά» τους, με σκοπό να αναζητήσουν πιο πρόσφορες επενδυτικές ευκαιρίες. Ο δείκτης χάνει 12% της αξίας του και 16,4 εκατομμύρια μετοχές αλλάζουν χέρια.

Την επόμενη μέρα, η Γουόλ Στριτ καταρρέει («Μαύρη Τρίτη»). Πολλές τράπεζες που είχαν τοποθετήσει τα χρήματα των πελατών τους σε μετοχές για να

αποκομίσουν μεγαλύτερα κέρδη, αντιμετωπίζουν δυσεπίλυτα προβλήματα και τις επόμενες μέρες κηρύσσουν πτώχευση.

Το χρηματιστηριακό κραχ χειροτέρευσε την ήδη εύθραυστη κατάσταση της αμερικανικής οικονομίας και συνέβαλε στη Μεγάλη Οικονομική Ύφεση της δεκαετίας του '30, που έπληξε Ευρώπη και Αμερική, με πτωχεύσεις εταιρειών, μαζική ανεργία και μεγάλη κεφαλαιοκρατική συγκέντρωση.

Η Γουόλ Στριτ ανέκαμψε προσωρινά στις αρχές του 1930, για να κατακυλήσει ξανά το επόμενο διάστημα και ο δείκτης Dow Jones να φθάσει στις 41.22 μονάδες στις 8 Ιουλίου 1932, στο χαμηλότερο σημείο όλων των εποχών. Το 1931 το Κογκρέσο συγκρότησε την Επιτροπή Πεκόρα για να μελετήσει τις αιτίες της χρηματιστηριακής κρίσης και βάσει των πορισμάτων της ψήφισε το νόμο Γκλας - Σίγκαλ του 1933, με τον οποίον διαχωρίστηκαν οι τράπεζες σε εμπορικές και επενδυτικές.

Τα επόμενα χρόνια, με βάση την εμπειρία της Wall Street, τα χρηματιστήρια όλου του κόσμου πήραν μέτρα για να αποτρέψουν ένα νέο κραχ. Το κυριότερο ήταν η διακοπή των συνεδριάσεων σε περιόδους ραγδαίων μεταβολών της χρηματιστηριακής αγοράς.

Οι επιπτώσεις του «Κραχ» στις ΗΠΑ σε αριθμούς:

- 12.000.000 έμειναν άνεργοι.
- 12.000 έχαναν τη δουλειά τους κάθε μέρα.
- 20.000 επιχειρήσεις κήρυξαν πτώχευση.
- 1616 τράπεζες πτώχευσαν.
- 1 στους 20 γεωργούς ξεσπιτώθηκαν.
- 23.000 αυτοκτονίες σημειώθηκαν σ' ένα χρόνο, αριθμός ρεκόρ.

(<http://www.sansimera.gr/articles/182>, 7-2010)

### 2.2.2 Η Μαύρη Δευτέρα του 1987

Στα μέσα της δεκαετίας του 1980 υπήρχε έντονη αισιοδοξία όσον αφορά την οικονομία. Από τον Αύγουστο του 1982 έως και την κορυφή του τον Αύγουστο του 1987, ο βιομηχανικός δείκτης Dow Jones (DJIA) ανέβηκε από τις 776 μονάδες στις 2722. Οι 19 μεγαλύτερες αγορές παγκοσμίως ανέβηκαν, κατά μέσο όρο, 296%. Ο μέσος αριθμός συναλλαγών των μετοχών στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης εκτοξεύθηκε από τις 65εκ. σε 181εκ συναλλαγές.

Το κραχ της 19<sup>ης</sup> Οκτωβρίου 1987, μια ημερομηνία περισσότερη γνωστή ως «Μαύρη Δευτέρα», ήταν η αποκορύφωση μιας διόρθωσης της αγοράς που είχε ξεκινήσει 5 ημέρες πριν, στις 14 Οκτωβρίου. Ο δείκτης DJIA έπεσε 3,81% στις 14 Οκτωβρίου, ακολουθούμενος από άλλο ένα 4,60% την Παρασκευή, 16 Οκτωβρίου. Την Μαύρη Δευτέρα, ο DJIA έχασε 508 μονάδες, πέφτοντας κατά 22,6% μέσα σε μία μόλις ημέρα. Ο δείκτης S&P 500 έχασε επίσης ένα 20,4%, από τις 282,7 μονάδες στις 225,06. Ο δείκτης NASDAQ έχασε «μόνο» 11,3%, όχι λόγω αυτοσυγκράτησης των πωλητών, αλλά επειδή το σύστημα της αγοράς του NASDAQ απλά απέτυχε. Κατακλυσμένο από εντολές πώλησης, πολλές μετοχές του δείκτη απλά πάγωσαν ή καθυστέρησαν σημαντικά να ολοκληρώσουν την συναλλαγή. Στις 2.257 μετοχές, εκείνη την ημέρα υπήρξαν 195 καθυστερήσεις και παύσεις συναλλαγών. Στο δείκτη NASDAQ τα πράγματα ήταν πολύ χειρότερα, καθώς λόγω της εξάρτησης του δείκτη από ένα ειδικό σύστημα διαπραγμάτευσης, επιτράπηκε στους χρηματιστές να αποσυρθούν από την διαπραγμάτευση μετοχών, οδηγώντας την διαθέσιμη ρευστότητα πολύ χαμηλά. Σημειώθηκαν ακόμα και παθολογικές περιπτώσεις όπως το η τιμή προσφοράς να υπερβαίνει την τιμή ζήτησης. Αυτές οι συνθήκες παγώματος οδήγησαν σε περαιτέρω μείωση των συναλλαγών, π.χ. στις 19 Οκτωβρίου οι συναλλαγές σε μετοχές της Microsoft διήρκησαν συνολικά 54 λεπτά μόνο.



Το κραχ ήταν η ημέρα με τις μεγαλύτερες απώλειες στην ιστορία της Wall Street, μέχρι εκείνη τη στιγμή. Από τις 14 Οκτωβρίου μέχρι και το κλείσιμο στις 19 Οκτωβρίου, ο DJIA έχασε συνολικά 760 μονάδες, ήτοι 31%.

Το κραχ όμως αυτό δεν περιορίστηκε στην χρηματιστηριακή αγορά των Η.Π.Α., αλλά επηρέασε και άλλες αγορές παγκοσμίως. Ο δείκτης FTSE 100 έχασε 10,8% εκείνη την Δευτέρα, ακολουθούμενο από άλλο ένα 12,2% την επομένη. Συνολικά, εκείνο τον Οκτώβριο όλες οι μεγάλες αγορές συρρικνώθηκαν σημαντικά. Η Αυστρία επηρεάστηκε το λιγότερο (-11,4%), ενώ η αγορά του Χονγκ Κονγκ σημείωσε πτώση της τάξης του 45,8%. Οι 19 από τις μεγαλύτερες βιομηχανικές χώρες (σε σύνολο 23) είδαν τα χρηματιστήριά τους να πέφτουν πάνω από 20%.

Ενώ αυτή η απότομη πτώση πυροδότησε φόβους ότι θα έχουμε μια επανάληψη της Μεγάλης Κρίσης του 1929, η αγορά ανέκαμψε αμέσως, σημειώνοντας διαδοχικές αυξήσεις ρεκόρ μέσα στην ίδια εβδομάδα. Συνολικά ο δείκτης Dow επανήλθε πλήρως σε μόλις 2 χρόνια (Σεπτέμβριος 1989).

Οριστικά συμπεράσματα ως προς την αιτία αυτής της πτώσης δεν έχουν βγει. Οι μετοχές βρίσκονταν στην λεγόμενη “bull market” εδώ και πολλά χρόνια και οι δείκτες P/E στις Η.Π.Α. βρίσκονταν πάνω από τους μεταπολεμικούς μέσους όρους. Ο S&P 500 π.χ. διαπραγματευόταν με δείκτη 23, ενώ ο μέσος όρος του βρισκόταν στο 14,5. Ψυχολογικοί λόγοι καθώς και το φαινόμενο της αγέλης επηρεάζουν πάντα σημαντικά όλες τις απότομες πτώσεις στις χρηματιστηριακές αγορές, αλλά οι αναλυτές προσπάθησαν να βρουν και εξωγενείς παράγοντες που θα πυροδότησαν την πτώση αυτή. Εκτός από τις γενικότερες ανησυχίες υπερεκτίμησης της αγοράς, διάφοροι λόγοι που κατέληξαν ότι συνέβαλαν στην πτώση ήταν το ηλεκτρονικό πρόγραμμα συναλλαγών, η ασφάλιση χαρτοφυλακίων και τα παράγωγα, καθώς και πρότερα νέα περί επιδείνωσης των οικονομικών μεγεθών στις Η.Π.Α..

Μία από τις συνέπειες την πτώσης του 1987 ήταν η εφαρμογή της μεθόδου της διακοπής των συναλλαγών σε πιθανή μελλοντική εμφάνιση μαζικών πωλήσεων. Θεωρητικά, μια μικρή παύση στις συναλλαγές θα βοηθούσε στο να διαλυθεί ο πανικός των επενδυτών και κατά συνέπεια στο να περιοριστεί έτσι το φαινόμενο των μαζικών πωλήσεων.

### 2.2.3 Η κρίση του European Exchange Rate Mechanism (ERM)

Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ERM) ήταν ένα σύστημα που δημιουργήθηκε το 1979 ως προπομπός της μελλοντικής εισαγωγής ενός ενιαίου νομίσματος στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο σκοπός του ήταν να περιορίσει την διακύμανση μεταξύ των διάφορων ευρωπαϊκών νομισμάτων και να κρατήσει τις ισοτιμίες όσο πιο σταθερές γινόταν. Έτσι, θα επιτυγχανόταν να διατηρηθεί χαμηλά ο πληθωρισμός, να ενισχυθεί το εμπόριο (παρέχοντας νομισματική σταθερότητα στους εξαγωγείς) και να βοηθήσει τις χώρες που συμμετείχαν στο να έχουν ομαλή μετάβαση στο Ευρώ.

Αρχικά, 8 χώρες συμμετείχαν στο ERM: Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Βέλγιο, Δανία, Ιρλανδία, Λουξεμβούργο και η Ολλανδία. Αργότερα μπήκαν και η Ισπανία (1989), η Μεγάλη Βρετανία (1990) και η Πορτογαλία (1992). Αναφορά πρέπει να γίνει στη δεσπόζουσα θέση που κρατούσε η Γερμανία σε αυτό το μηχανισμό, καθώς το ERM είχε σχεδιαστεί έτσι ώστε ουσιαστικά η Γερμανική Κεντρική Τράπεζα να ασκούσε ελεύθερα την νομισματική πολιτική που επέλεγε η ίδια, ενώ όλες οι υπόλοιπες χώρες έπρεπε να προσαρμοστούν, έτσι ώστε να επιτυγχάνουν να βρίσκονται εντός των ορίων διακύμανσης που τους επιτρεπόταν.

Την δεκαετία του 1980 και ενώ υπήρχε ισχυρή οικονομική άνθιση παγκοσμίως, ο μηχανισμός του ERM έδειχνε ότι μπορούσε να αποδώσει, για αυτό και

η Μεγάλη Βρετανία επέλεξε μόλις το 1990 να εισέλθει σε αυτόν. Εκείνη όμως την χρονιά έγινε κάτι ιστορικά αναπάντεχο: η οικονομικά ισχυρή Δυτική Γερμανία ενώθηκε μετά από σχεδόν 50 χρόνια με την Ανατολική Γερμανία, η οποία είχε πολύ χαμηλότερο βιοτικό επίπεδο. Αυτό το γεγονός οδήγησε την Γερμανία στο να μεταβάλλει την οικονομική πολιτική της για τα επόμενα χρόνια, προκειμένου να ενσωματώσει την Ανατολική Γερμανία. Οι συνέπειες όμως αυτής της αλλαγής ουσιαστικά επηρέασαν όλες τις χώρες, και ιδιαίτερα την Μ. Βρετανία, οδηγώντας την στο να βγει από το ERM το 1992, δίνοντας τέλος ουσιαστικά στην ύπαρξη του μηχανισμού.

Η επανένωση της Γερμανίας αύξησε τα γερμανικά επιτόκια και μετέβαλλε σημαντικά τις ισορροπίες που υπήρχαν μέσω του ERM στην Ευρώπη, καθώς για όλες τις χώρες, και ιδιαίτερα για όσες είχαν υψηλά ελλείμματα, όπως η Μ. Βρετανία και η Ιταλία, ήταν πιο δύσκολο να κρατούν τα εθνικά τους νομίσματα μέσα στα επιτρεπτά όρια. Η Μ. Βρετανία, η οποία βρισκόταν σε ύφεση και είχε ανεργία της τάξης του 10%, βρέθηκε εγκλωβισμένη σε μία κατάσταση όπου αγόραζε συνεχώς στερλίνες και ανέβαζε τα επιτόκιά της, σε μια απέλπιδα προσπάθεια να κρατήσει σταθερή την ισοτιμία.

Στις 16 Σεπτεμβρίου του 1992 όμως, γνωστή και ως «Μαύρη Τετάρτη», και ενώ την ίδια ημέρα τα επιτόκια είχαν φθάσει στο πρωτοφανές 15%, η Μ. Βρετανία ανακοίνωσε ότι αναγκάζεται να αποσύρει την στερλίνα από το ERM, κυρίως εξαιτίας των μαζικών κερδοσκοπικών επιθέσεων που δέχθηκε από επενδυτές όπως ο Soros, που σύμφωνα με φήμες έβγαλε μέσα σε μία μόλις ημέρα \$1δισ, απλά πουλώντας («σορτάροντας» στην γλώσσα των traders) στερλίνες στην βρετανική κυβέρνηση.

Η ιστορία έδειξε ότι το ERM αποδείχθηκε πολύ ευάλωτο στις κερδοσκοπικές επιθέσεις και μετά από μερικούς μήνες οι κανόνες του έγιναν πιο χαλαροί, φέρνοντάς

το ουσιαστικά σε δεύτερη μοίρα όσον αφορά τις επιλογές νομισματικής πολιτικής κάθε χώρας που συμμετείχε σε αυτό.

#### 2.2.4 Η Ασιατική κρίση του 1997

Μέχρι το 1997 χώρες της Ασίας, όπως η Ταϊλάνδη, η Μαλαισία, οι Φιλιππίνες και η Ινδονησία γνώριζαν μια ραγδαία ανάπτυξη. Οι επενδύσεις που προσέλκυαν έφταναν στο ήμισυ των συνολικών επενδύσεων σε αναπτυσσόμενες χώρες. Ιαπωνικές τράπεζες και αμερικανικοί οργανισμοί επένδυσαν σε αυτές, χωρίς να ανησυχούν για τα κέρδη τους, καθώς τα τοπικά νομίσματα ήταν προσκολλημένα στο δολάριο.

Ωστόσο, ο ξέφρενος ρυθμός των επενδύσεων και τα ελλείμματα στον προϋπολογισμό των ασιατικών χωρών είχαν ως αποτέλεσμα να μην μπορούν να συγκρατήσουν τη συναλλαγματική ισοτιμία με το δολάριο. Με την εγκατάλειψη της εν λόγω ισοτιμίας ακολούθησε ραγδαία πτώση στα χρηματιστήρια και στις τιμές των οικοδομικών επιχειρήσεων που ανθούσαν μέχρι τότε. Ενδεικτικό είναι ότι το χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ σημείωσε πτώση 64% κατά την περίοδο 1997-1998.

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία, 2 είναι οι κυριότερες αιτίες που προκάλεσαν την κρίση. Αρχικά, η κρίση αυτή θεωρείται ως κρίση «ρευστότητας», μία κατάσταση παρόμοια με μία τραπεζική κρίση, όπου οι επενδυτές, φοβούμενοι μία πιθανή χρεωκοπία, προκαλούν μόνοι τους την κρίση, καθώς σπεύδουν να «τραβήξουν» τις καταθέσεις τους μαζικά και ταυτόχρονα. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, οι επενδυτές στην Ανατολική Ασία έχασαν την εμπιστοσύνη τους στην γενικότερη οικονομική ευρωστία της περιοχής, κυρίως λόγω των αποτυχιών κορεατικών παρασκευαστικών εταιρειών και ταϊλανδών τραπεζών. Έτσι, οδηγήθηκαν σε ένα πρωτοφανές κύμα πωλήσεων μετοχών, που μέσα στον πανικό παρέσυρε και τους υπόλοιπους.

Ένας δεύτερος λόγος όσον αφορά την Ασιατική κρίση είναι οι διάφορες

αδυναμίες στις οικονομίες των κρατών της περιοχής που απειλούσαν με πιθανές αποτυχίες ή/και πτωχεύσεις. Μία τέτοια αδυναμία ήταν οι ριψοκίνδυνες τακτικές δανεισμού που ακολουθούσαν οι τράπεζες στην περιοχή. Την κυριότερη ευθύνη για αυτό έχουν η κακής ποιότητας εποπτεία και ρύθμιση του τραπεζικού κλάδου. Για παράδειγμα, στις αρχές της δεκαετίας του 1990, στην Ταϊλάνδη, ενώ οι απαιτούμενοι έλεγχοι ήταν αρκετά αυστηροί, η πραγματική επιβολή τους ήταν τουλάχιστον ελλιπής. Επίσης, η ρύθμιση των μη τραπεζικών οργανισμών ήταν σχεδόν ανύπαρκτη. Όμως, υπήρχε και το παραδοσιακό πρόβλημα του δανεισμού βάση προσωπικής σχέσης και όχι λαμβάνοντας αποφάσεις χρησιμοποιώντας αυστηρά και μόνο οικονομικά κριτήρια. Έτσι, ως αποτέλεσμα, τα χαρτοφυλάκια των τραπεζών έγιναν ιδιαίτερα επισφαλή. Αυτοί οι συσσωρευμένοι κίνδυνοι και φόβοι έγιναν πραγματικότητα όταν η οικονομική άνθιση της περιοχής άρχισε να περιορίζεται, στις αρχές του 1997.

Πάντως, αξίζει να αναφερθεί ότι σημαντικό ρόλο έπαιξε και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), καθώς οι προτάσεις του προς αυτές τις χώρες και η εφαρμογή τους, ουσιαστικά συνετέλεσε στο να χειροτερέψει η κατάσταση και να πέσουν οι χώρες αυτές θύματα κερδοσκοπικών επιθέσεων από επενδυτές όπως (πάλι) ο Soros.

Οι επιπτώσεις της κρίσης παρέμειναν μέχρι και το 1998. Στις Φιλιππίνες η ανάπτυξη άγγιξε το μηδέν. Μόνο η Σιγκαπούρη και η Ταϊβάν απέφυγαν τις σοβαρές συνέπειες της κρίσης, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι η κρίση δεν τις άγγιξε. Ωστόσο, μέχρι το 1999 τα σημάδια ανάκαμψης στις οικονομίες της Ασίας άρχισαν να γίνονται εμφανή.

## Κεφάλαιο 3: Οικονομική Κρίση 2007-2010 (τρέχουσα)

### 3.1 Εισαγωγή

Αν προσέξει κανείς τους τίτλους των ειδήσεων στα ΜΜΕ, οι αναφορές σε οικονομικές ειδήσεις, όπως ανακοινώσεις της ΕΚΤ, νέα μέτρα κατά της φοροδιαφυγής, αυξομειώσεις των επιτοκίων, φυσικά η τρέχουσα τιμή του spread του ελληνικού ομολόγου κλπ., είναι πολύ περισσότερες από ότι στο πρόσφατο παρελθόν. Αυτό ξεκίνησε να συμβαίνει από τον Σεπτέμβριο του 2008 και μετά, όταν και ο περισσότερος κόσμος συνειδητοποίησε ότι η περίοδος της οικονομικής ευφορίας και του φθηνού τραπεζικού δανεισμού είχε τελειώσει και θα μπαίναμε σε μια πρωτοφανούς μεγέθους ύφεση, συνοδευόμενη πάντα από μια αρκετά ισχυρή κρίση.

Στο παρόν κεφάλαιο αρχικά θα εξετάσουμε τα αίτια της τρέχουσας οικονομικής κρίσης, η οποία ξεκίνησε το 2007 και εξελίσσεται ακόμα. Θα κάνουμε έναν προσωρινό απολογισμό των κυριότερων συνεπειών της κρίσης σε βραχυπρόθεσμο κυρίως ορίζοντα. Θα αναφέρουμε συνοπτικά τα μέτρα που πάρθηκαν από διάφορες χώρες και οι πολιτικές που αποφασίστηκε να εφαρμοστούν προκειμένου να περάσει γρήγορα η οικονομία σε τροχιά ανάπτυξης και, τέλος, θα προσπαθήσουμε να κάνουμε μια πρόβλεψη για την εξέλιξη και την διάρκεια της κρίσης αυτής.

### 3.2 Αίτια

*“To fight this recession the Fed needs more than a snapback; it needs soaring household spending to offset moribund business investment. And to do that, as Paul McCulley of Pimco put it, Alan Greenspan needs to create a **housing bubble** to replace the Nasdaq bubble.” -Paul Krugman, 2002*

Η οικονομία των Η.Π.Α., αν και υπερχρεωμένη, είχε μόλις αρχίσει να συνέρχεται από την φούσκα των dot-com στις αρχές της δεκαετίας του 2000, αλλά χρειαζόταν έναν κινητήριο μοχλό, προκειμένου να αυξηθεί η κατανάλωση. Αστεεινός, ο βραβευμένος με Νόμπελ οικονομικών Paul Krugman πρότεινε την δημιουργία μίας καινούριας φούσκας, αυτή τη φορά στην αγορά των ακινήτων.

Διάφορες πολιτικές και τακτικές που συμπτωματικά εφαρμόστηκαν εκείνη την περίοδο συνετέλεσαν στο να δημιουργηθεί πραγματικά μια τέτοια φούσκα. Αρχικά, παρατηρούμε ότι η FED από το 2000 έως το 2003 μειώνει το επιτόκιο δανεισμού από 6,5% σε μόλις 1%, φοβούμενη κυρίως τον κίνδυνο εμφάνισης αποπληθωρισμού εξαιτίας της κατάρρευσης των dot-com και των τρομοκρατικών επιθέσεων της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου του 2001. Έτσι, με χαμηλά επιτόκια, ένα μεγάλο πλήθος κεφαλαίων αναζητούσε προσοδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες, ενώ παράλληλα, το κόστος των στεγαστικών δανείων μειώθηκε αισθητά, προτρέποντας τους αμερικανούς πολίτες στο να προβούν στην αγορά κατοικιών.

Ταυτόχρονα, υπήρξε μια μεταστροφή από την πολιτική ηγεσία, που ωθούσε τους αμερικανούς, μέσω φθηνού δανεισμού και εγγυήσεις από την Freddie Mac και την Fannie Mae, να εκπληρώσουν το αμερικάνικο όνειρο και να αγοράσουν το δικό τους σπίτι. Έτσι, είδαμε να αυξάνεται σημαντικά ο κλάδος των κατασκευών, αλλά το σημαντικότερο γεγονός ήταν ότι οι τιμές των ακινήτων, λόγω της μεγάλης ζήτησης και του φθηνού δανεισμού, άρχισαν να αυξάνονται ραγδαία. Όπως όλες οι φούσκες, όμως, κάποια στιγμή θα ερχόταν το πλήρωμα του χρόνου και θα «έσκαγε».

Στον τραπεζικό κλάδο, σημειώθηκαν κάποιες πολύ σημαντικές αλλαγές, τόσο

στον τρόπο λειτουργίας και στη δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων, όσο και κυρίως στις διαδικασίες επιτήρησης από τις ελεγκτικές αρχές.

Οι τράπεζες, έχοντας στη διάθεση τους μεγάλη ρευστότητα μέσω FED και δυνάμενες να προσφέρουν ελκυστικά στεγαστικά δάνεια με πολύ χαμηλό επιτόκιο, επέκτειναν την πιστωτική τους βάση όσο το δυνατόν περισσότερο, συχνά μειώνοντας τις απαιτήσεις τους. Κατά συνέπεια, δημιουργήθηκε ο όρος “sub-prime lending”, που σήμαινε ότι είχαν δοθεί δάνεια σε κακής ποιότητας δανειστές, τα οποία είχαν υψηλότερο ρίσκο, καθώς σε μια πιθανή κρίση, η τράπεζα θα βρισκόταν σε μια κατάσταση όπου πολλοί πελάτες της θα αδυνατούσαν να αποπληρώσουν το χρέος τους.

Επίσης, αυτή τη περίοδο παρατηρείται μεγάλη άνθιση στη δημιουργία νέων, περίπλοκων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Μία τεχνική που χρησιμοποιούσαν οι τράπεζες ήταν να εκδίδουν ομόλογα, τα οποία βασίζονταν στα στεγαστικά δάνεια που είχαν χορηγήσει, ή για την ακρίβεια στην υπόσχεση πληρωμής αυτών των δανείων. Έτσι, η τράπεζα κατάφερνε να προεισπράξει ένα μεγάλο μέρος του δανείου που είχε την απαίτηση από τον πελάτη της να αποπληρώσει (μαζί με τον τόκο) και με την νέα ρευστότητα που είχε διαθέσιμη μπορούσε να εκδώσει καινούρια δάνεια. Αυτός ο κύκλος θα συνεχιζόταν εσαεί, καθώς είχε πολλά οφέλη τόσο για τις τράπεζες όσο και για τους επενδυτές, μεταξύ των οποίων ήταν η διασπορά του ρίσκου, αλλά διακόπηκε μόλις άρχισαν να πέφτουν οι τιμές των ακινήτων.

Το συγκεκριμένο μοντέλο που ακολουθήθηκε από τις τράπεζες, συνήθως αποκαλούμενο ως “Originate and Distribute”, συνετέλεσε και αυτό στην εμφάνιση της οικονομικής κρίσης. Ένα βασικό πρόβλημά του, αρχικά, ήταν ότι ναι μεν το ρίσκο διαχεόταν στην αγορά, αλλά η πολυπλοκότητα των χρηματοοικονομικών αυτών προϊόντων έκανε πολύ δύσκολη την κατανόησή τους από τους επενδυτές, με



αποτέλεσμα να μην μπορούν να παρακολουθηθούν σωστά, ούτε και να εκτιμηθεί το πραγματικό μέγεθος του κινδύνου. Έτσι οι επενδυτές βασίζονταν περισσότερο στην αξιολόγηση που έκαναν διάφοροι οίκοι αξιολόγησης (ενδεικτικά: Moody's, Fitch, S&P), οι οποίοι είχαν, θεωρητικά, την εμπειρία και την τεχνογνωσία ώστε να κρίνουν επιτυχώς την ποιότητα αυτών των προϊόντων. Αυτοί οι οίκοι μετά από λίγο καιρό έγιναν πανίσχυροι και εξουσίαζαν την αγορά. Το πρόβλημα όμως που εμφανίστηκε ήταν ότι μπορούσαν να αποκομίσουν σημαντικά κέρδη μέσω των αξιολογήσεων που εμφάνιζαν, με αποτέλεσμα να μην είναι αντικειμενικοί πολλές φορές.

Εδώ πρέπει να γίνει και μια μικρή αναφορά στο φαινόμενο των “golden boys”, που κατηγορήθηκαν έντονα για την κρίση. Αυτά τα στελέχη των τραπεζών και των οίκων ως επί το πλείστον πληρώνονταν μέσω προμηθειών, άρα κατά συνέπεια είχαν μεγαλύτερο όφελος στο να εκδίδονται συνεχώς καινούρια δάνεια και γενικότερα, τα επενδυτικά κεφάλαια να μετακινούνται διαρκώς. Το όφελος όμως αυτό ήταν συχνά διαφορετικό από το όφελος της τράπεζας, και με δεδομένο ότι οι ελεγκτικοί μηχανισμοί είχαν εξασθενήσει, ήταν πολύ δύσκολο να φανεί το μέγεθος του προβλήματος που είχαν προξενήσει στους ίδιους τους εργοδότες τους ουσιαστικά.

Συνοψίζοντας, μπορούμε τώρα να περιγράψουμε πως δημιουργήθηκε αυτή η κρίση. Αρχικά, οι τιμές των ακινήτων στις Η.Π.Α. εμφάνισαν σταθεροποιητικές τάσεις, και ξεκίνησαν να μειώνονται στη συνέχεια. Οι αγοραστές αυτών των δανείων συνειδητοποιούν ότι απαιτείται από αυτούς να πληρώσουν ένα ποσό  $A$  για ένα σπίτι, του οποίου η τρέχουσα αξία είναι μικρότερη, έτσι σταματάνε τις πληρωμές. Οι τράπεζες, που είχαν εκδώσει κακής ποιότητας δάνεια, καταγράφουν τις πρώτες ζημιές αρχικά, και στη συνέχεια αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας καθώς τα δάνεια δεν αποπληρώθηκαν και βρέθηκαν να έχουν στην κατοχή τους κατοικίες χαμηλότερης αξίας, για τα οποία δεν υπήρχε ζήτηση.

Μέσω του παγκόσμιου τραπεζικού συστήματος όμως, τα ομόλογα που είχαν κατασκευαστεί να βασίζονται στις πληρωμές των συγκεκριμένων στεγαστικών δανείων μετατράπηκαν και αυτά σε αφερέγγυα. Αυτά τα ομόλογα είχαν διασπαρθεί σε πολλές χώρες του κόσμου, με αποτέλεσμα να «μολύνουν» το τραπεζικό σύστημα και πολλές τράπεζες να αδυνατούν να αποπληρώσουν τις απαιτήσεις των επενδυτών. Έτσι, είδαμε την πρώτη μεγάλη πτώχευση τραπεζικού ιδρύματος, αυτή της Lehman Brothers, τον Σεπτέμβριο του 2008 και τότε κατάλαβε το ευρύ κοινό το μέγεθος του προβλήματος, καθώς η πτώχευση μίας, προβληματικής έστω, τράπεζας επηρέαζε άμεσα και άλλες τράπεζες που κρατούσαν ομόλογα της πρώτης.

### 3.3 Συνέπειες

Κατακόρυφη πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών, μείωση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ, μείωση των επιτοκίων, αύξηση της ανεργίας, απώλεια της εμπιστοσύνης των επενδυτών, και περισσότερο από όλα, ο φόβος μιας παρατεταμένης περιόδου ύφεσης και υπανάπτυξης. Αυτές είναι οι κυριότερες συνέπειες μιας κρίσης. Παρακάτω θα εξετάσουμε με χρονολογική σειρά και πιο αναλυτικά και συγκεκριμένα τις αλυσιδωτές αντιδράσεις που προκλήθηκαν.

Το πρώτο «θύμα» της κρίσης ήταν η μεσαίου μεγέθους βρετανική τράπεζα Northern Rock, η οποία τελικά κρατικοποιήθηκε, καθώς οι όποιες προσπάθειες για εξαγορά της από ιδιώτες επενδυτές απέτυχαν. Η περίπτωση της Northern Rock θεωρείται ως το πρώτο σημάδι της κρίσης, η οποία δεν είχε ακόμη εκδηλωθεί, και μας έδωσε μία πρώτη γεύση όσων θα ακολουθούσαν, ειδικά όσον αφορά την ξαφνική απώλεια εμπιστοσύνης στις χρηματιστηριακές αγορές και τις μαζικές πωλήσεις τίτλων.

Επόμενο τραπεζικό ίδρυμα που αντιμετώπισε πρόβλημα ρευστότητας ήταν η

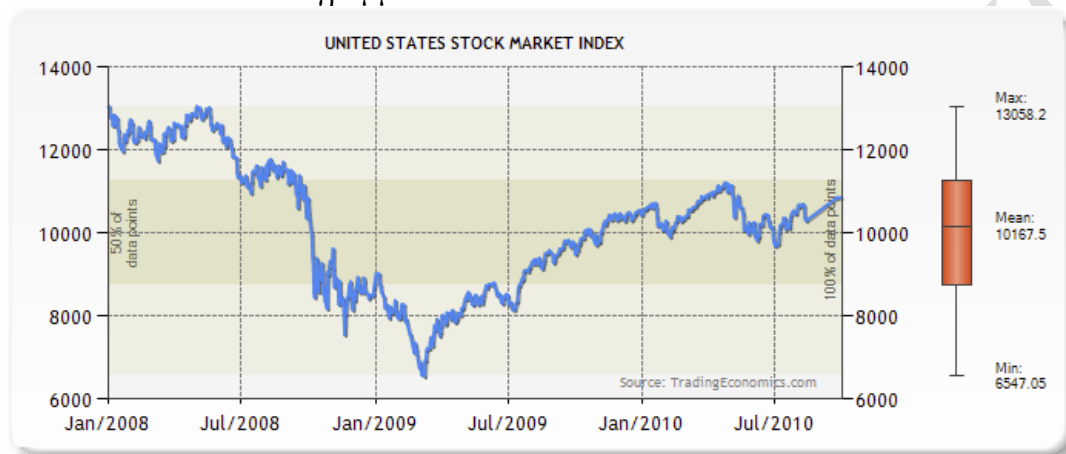
Bear Stearns, η 5<sup>η</sup> μεγαλύτερη αμερικανική επενδυτική τράπεζα. Στις 14 Μαρτίου του 2008 ζήτησε επειγόντως χρηματοδότηση από την FED, όμως ακόμα και αν της δινόταν δεν θα ήταν αρκετή για να αποσοβηθεί η επικείμενη πτώχευσή της, για αυτό και τελικά εξαγοράστηκε από την J.P. Morgan στις 16 Μαρτίου 2008. Η Bear Stearns ήταν η πρώτη τράπεζα που θα έπεφτε θύμα μίας απότομης απώλειας εμπιστοσύνης, καθώς βρέθηκε εγκλωβισμένη σε μία κατάσταση όπου αδυνατούσε να δανειστεί ακόμα και βραχυπρόθεσμα προκειμένου να καλύψει τις ανάγκες της.

Στη συνέχεια, οι Fannie Mae και Freddie Mac ενείχαν σημαντικό κίνδυνο για όλο το σύστημα, όχι μόνο εξαιτίας του κεντρικού ρόλου τους στην αμερικανική αγορά υποθηκών, αλλά και επειδή ήταν οι μεγαλύτεροι εκδότες αμερικανικών κυβερνητικών ομολόγων, τα οποία διακρατούνταν από μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα, ιδιώτες επενδυτές και κυβερνήσεις σε όλο τον κόσμο. Μια πιθανή πτώχευσή τους θα προκαλούσε άμεσα μία χρηματοοικονομική κρίση τόσο στις Η.Π.Α., καθώς δε θα μπορούσαν να χρηματοδοτήσουν το χρέος τους, όσο και παγκοσμίως. Έτσι, η κυβέρνηση των Η.Π.Α. προχώρησε τελικά στην επανα-κρατικοποίηση των συγκεκριμένων ιδρυμάτων, η κρίση όμως δεν αποσοβήθηκε όπως θα δούμε παρακάτω.

Στις αρχές του Σεπτεμβρίου του 2008 η Lehman Brothers, η τέταρτη μεγαλύτερη αμερικανική επενδυτική τράπεζα, με ενεργητικό \$680δισ και 100.000 πιστωτές αντιμετώπιζε σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας, μετά από ένα καταστροφικό 3<sup>ο</sup> τρίμηνο αποτελεσμάτων. Η FED προσπαθεί τις επόμενες ημέρες να βρει έναν ιδιώτη επενδυτή προκειμένου να σωθεί η Lehman, όπως εξαγοράστηκε και η Bear Stearns, αλλά οι προσπάθειες της απέβησαν άκαρπες, καθώς κανείς δεν ενδιαφέρθηκε να αγοράσει χωρίς κρατικές εγγυήσεις. Έτσι, και δεδομένου πως είχε αποφασιστεί ότι μια αποτυχία της Lehman δε θα προκαλούσε σημαντικά προβλήματα στην οικονομία,

στις 15 Σεπτεμβρίου του ίδιου έτους, η Lehman Brothers κηρύσσει πτώχευση, προκαλώντας ταυτόχρονα την κρίση που διανύουμε. Άμα η Lehman Brothers μπορούσε να πτωχεύσει, τότε μπορούσε ο οποιοσδήποτε όμιλος. Και οι ασκοί του Αιόλου άνοιξαν καθώς ένας συνδυασμός έλλειψης εμπιστοσύνης μαζί με ζημιές λόγω της πτώχευσης της Lehman ήταν πολύ μεγάλο χτύπημα για να το αντέξει το σύστημα.

Διάγραμμα 3.3: United States Stock Market Index



Πηγή Trading Economics, [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)

Οι εξελίξεις τους επόμενους δύο μήνες ήταν κατατρεχτικές:

- Την ίδια ημέρα η Bank of America εξαγοράζει έναντι \$50δισ την Merrill Lynch, ενώ δέκα μεγάλες διεθνείς τράπεζες δημιουργούν ένα ταμείο \$70δισ για να αντιμετωπίσουν την διατραπεζική κρίση ρευστότητας.
- Στις 16 Σεπτεμβρίου η μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρεία των Η.Π.Α., η American Insurance Group (AIG) κρατικοποιείται έναντι \$85δισ για το 79,9% των μετοχών της, καθώς αδυνατούσε να ανταποκριθεί στις μαζικές πωλήσεις. Την επόμενη ημέρα, φυσικά, τα χρηματιστήρια σημειώνουν μεγάλη πτώση.
- Στις 18 Σεπτεμβρίου η βρετανική Lloyds TSB εξαγοράζει την ανταγωνίστριά της HBOS λίγο πριν κηρύξει πτώχευση. Την ίδια ημέρα ανακοινώνεται από τον Αμερικανό υπουργό οικονομικών Henry Paulson πρόγραμμα διάσωσης των τραπεζών ύψους \$700δισ.
- Στις 26 Σεπτεμβρίου ο βέλγο-ολλανδικός τραπεζικός ασφαλιστικός όμιλος

Fortis καταρρέει (και ρευστοποιείται εν τέλει) ενώ η JP Morgan αποκτάει τον έλεγχο της Washington Mutual.

- Στις 28 Σεπτεμβρίου η Brandford and Bingley στην Μεγάλη Βρετανία κρατικοποιείται.
- Στις 29 Σεπτεμβρίου το πρόγραμμα Paulson απορρίπτεται. Το χρηματιστήριο της Wall Street καταρρέει, χάνοντας σχεδόν 780 μονάδες.
- Την 1<sup>η</sup> Οκτωβρίου το πρόγραμμα Paulson, μετά από έντονες διαβουλεύσεις, εγκρίνεται, αλλά οι αγορές ακόμα δεν έχουν πειστεί.
- Στις 5 Οκτωβρίου η Γερμανία αναγκάζεται να διασώσει την Hypo Real Estate (15δισ ευρώ), ενώ ταυτόχρονα εγγυάται χωρίς όριο όλες τις προσωπικές καταθέσεις στις τράπεζες. Την ίδια ημέρα η γαλλική BNP Paribas εξαγοράζει την Fortis έναντι 14,7δισ ευρώ.
- Στις 6 Οκτωβρίου («Μαύρη Δευτέρα») σημειώνεται νέα μεγάλη πτώση στα διεθνή χρηματιστήρια, καθώς τα κυβερνητικά προγράμματα διάσωσης που είχαν ανακοινωθεί μέχρι εκείνη την στιγμή δεν είχαν πείσει το επενδυτικό κοινό και τους αναλυτές.
- Στις 8 Οκτωβρίου, επονομαζόμενη ως «Μαύρη Τετάρτη» πια, τα χρηματιστήρια παγκοσμίως καταρρέουν κυριολεκτικά, παρά την απόφαση των κεντρικών τραπεζών ανά τον κόσμο να μειώσουν τα βασικά επιτόκιά τους.
- Στις 9 Οκτωβρίου ο δείκτης Dow Johns γράφει ζημιές 7,33%, η μεγαλύτερη πτώση μετά το κραχ του 1987. Την επόμενη ημέρα, τα ασιατικά και τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, εμφανώς επηρεασμένα, γνωρίζουν νέα πτώση και αυτά.
- Στις 11 Οκτωβρίου το G7 αποφασίζει να μην αφήσουν καμία άλλη μεγάλη

τράπεζα να καταρρεύσει.

Τις επόμενες ημέρες μέχρι και το τέλος του έτους υπήρχε γενικότερη αστάθεια στους χρηματιστηριακούς δείκτες με συνεχείς αλλαγές στην τάση και στην ψυχολογία των επενδυτών. Πολλοί κλάδοι της οικονομίας διαδοχικά αντιμετώπισαν σημαντικά προβλήματα (πχ αυτοκινητοβιομηχανία στις Η.Π.Α.) και παρατηρούμε στην πράξη τα δύο κυριότερα σημάδια μίας ύφεσης σε πλήρη εξέλιξη, συρρίκνωση του παγκόσμιου ΑΕΠ και αύξηση της ανεργίας. Παράλληλα, διαπιστώνουμε σημαντική μείωση στην κατανάλωση, πολιτική αστάθεια, εντάσεις και διαφωνίες ως προς τους τρόπους αντιμετώπισης της κρίσης. Τέλος, η κρίση επηρέασε σημαντικά ολόκληρα κράτη και μετατράπηκε σε κρίση κρατικών ομολόγων, αλλά σε αυτό θα αναφερθούμε παρακάτω.

### **3.4 Μέτρα αντιμετώπισης – Κρίση κρατικών ομολόγων**

Προκειμένου να αντιμετωπιστεί η κρίση, παρατηρούμε μια επιστροφή στην εφαρμογή κενσιανικών πολιτικών. Τα κράτη, των οποίων τα τραπεζικά ιδρύματα είτε είχαν μολυνθεί από “τοξικά” ομόλογα ή γενικότερα αντιμετώπισαν πρόβλημα ρευστότητας, αναγκάστηκαν να δημιουργήσουν πακέτα διάσωσης. Με αυτά τα πακέτα, συνήθως, το εκάστοτε κράτος εξαγόραζε ένα μέρος του κεφαλαίου του προβληματικού ιδρύματος, ενισχύοντάς το με την απαιτούμενη ρευστότητα, ενώ ταυτόχρονα το συγκεκριμένο ίδρυμα ή εταιρεία θα πρόβαινε σε ένα πρόγραμμα εξυγίανσης, ώστε να διασωθεί και να επανέλθει στην κερδοφορία.

Για να χρηματοδοτηθούν όμως οι προβληματικές επιχειρήσεις και ειδικότερα ο τραπεζικός κλάδος, το κάθε κράτος ουσιαστικά αναγκάστηκε να αυξήσει το δημόσιο χρέος του, εκδίδοντας και πουλώντας κρατικά ομόλογα στις χρηματαγορές. Τα κρατικά ομόλογα γενικότερα, θεωρούνται χαμηλού ρίσκου και παρέχουν χαμηλό επιτόκιο, καθώς πρακτικά είναι πολύ δύσκολο να κηρύξει πτώχευση ή στάση

πληρωμών ένα ανεπτυγμένο κράτος. Το καινούργιο χρέος που δημιουργήθηκε, πρακτικά έπρεπε να πληρωθεί από τους φορολογούμενους, οι οποίοι από την μία πλευρά πιέζονταν από την οικονομική κρίση και κυρίως την ανεργία, και από την άλλη βρέθηκαν εγκλωβισμένοι στην εφαρμογή πολιτικών λιτότητας και αύξησης της φορολογίας.

Παράλληλα, ειδικά για χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ, υπήρχαν περιορισμοί όσον αφορά τόσο την νομισματική πολιτική (η οποία είχε περάσει εντελώς στα χέρια της ΕΚΤ) όσο και στην δημοσιονομική πολιτική. Πιο συγκεκριμένα, το δημόσιο έλλειμμα έπρεπε να είναι σταθερά κάτω από 3% ετησίως και ο πληθωρισμός να κρατείται σε όσο το δυνατόν χαμηλότερα επίπεδα.

Έτσι, δημιουργήθηκε το εξής ερώτημα, το οποίο δυστυχώς δεν ήταν ρητορικό, αλλά δοκιμάστηκε στην πράξη από τους κερδοσκόπους των χρηματαγορών: είναι όντως ακίνδυνη η επένδυση σε κρατικά ομόλογα, ή μπορούν και τα κράτη, μετά τις επιχειρήσεις, να πτωχεύσουν και στην πράξη;

Η κρίση των κρατικών ομολόγων χτύπησε την Ευρώπη και πιο συγκεκριμένα τις πιο αδύναμες οικονομικά χώρες την παρούσα στιγμή: Πορτογαλία, Ισπανία, Ιταλία και Ελλάδα, αλλιώς αποκαλούμενες και ως PIGS, από τα αρχικά των ονομάτων τους στην Αγγλική γλώσσα. Η σκέψη των επενδυτών ήταν η εξής: όλες οι χώρες αναγκαστήκαν να αυξήσουν το δημόσιο χρέος τους και να εκδώσουν ένα πακτωλό ομολόγων προκειμένου να μπορέσουν να εφαρμόσουν προγράμματα εξυγίανσης. Αν μια μικρή χώρα, όπως η Ελλάδα, η οποία δεν φημίζεται για τους οικονομικούς της δείκτες και την αποδοτικότητά της, δεν μπορούσε να ανταποκριθεί στις πληρωμές της, τότε θα ανακοίνωνε στάση πληρωμών και οι δανειστές της θα κατέγραφαν ζημίες και θα σταματούσαν να την δανείζουν περαιτέρω. Η οικονομία της Ελλάδας όμως είναι μόλις το 3% της ευρωζώνης, επομένως, και σύμφωνα με την λογική, δεν θα

μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την παγκόσμια οικονομία. Ο κύριος φόβος όμως των επενδυτών ήταν ότι αν κατέρρεε η Ελλάδα, την επόμενη ημέρα θα αντιμετώπιζαν δυσκολίες να χρηματοδοτήσουν το χρέος τους όλες οι χώρες, με λογική συνέπεια αυτού να κατέρρεαν μία μία όλες οι αδύναμες χώρες. Μια πτώχευση πχ της Ισπανίας (που έχει πολύ υψηλή ανεργία) θα ήταν αρκετή να προκαλέσει από μόνη της παγκόσμια κρίση πολύ σοβαρότερη από αυτήν που προκλήθηκε εξαιτίας της Lehman Brothers.

Ο κύριος στόχος των κερδοσκόπων στην νέα «μάχη» που στήθηκε ήταν η Ελλάδα, η οποία με το που άλλαξε κυβέρνηση στα τέλη του 2009 ανακοίνωσε ότι το δημόσιο έλλειμμα της έφτασε το πρωτοφανές 12,7% ενώ θα έπρεπε μέσα στο 2010 να εκδώσει ομόλογα ύψους 54δισ ευρώ, μόνο για να αναχρηματοδοτήσει παλαιότερους δανεισμούς και να πληρώσει τόκους. Έτσι, οι ως συνήθως ... ύποπτοι οίκοι αξιολόγησης προχώρησαν σε απανωτές και συνδυασμένες υποβαθμίσεις των ελληνικών ομολόγων και αρνητικές εκθέσεις όσον αφορά τις προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, αυξάνοντας δραματικά τόσο το απαιτούμενο επιτόκιο δανεισμού όσο και το κόστος των ασφαλειών (που συμπτωματικά, οι ίδιοι πωλούσαν) σε περίπτωση πτώχευσης. Το στοίχημα ήταν εάν η Ελλάδα θα άντεχε τα σχεδόν τοκογλυφικά επιτόκια ή θα εξαναγκαζόταν να βγει από την ευρωζώνη και να επανέλθει στο εθνικό της νόμισμα, προκειμένου να αποκτήσει ξανά την δυνατότητα να εφαρμόσει την δική της νομισματική πολιτική και να προχωρήσει στην πολυπόθητη υποτίμηση που θα έλυνε, έστω προσωρινά, το πρόβλημα.



Διάγραμμα 3.4: Greece Government Bond 10 Year Yield



Πηγή Trading Economics, [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)

Μετά από διαβουλεύσεις μεταξύ των χωρών της Ε.Ε. και ειδικότερα αρκετά έντονες αντιδράσεις από την Γερμανία, καθώς δεν ήθελε να πληρώσει για τις ατασθαλίες των ελληνικών κυβερνήσεων αλλά ούτε και να δημιουργήσει ιστορικό ότι όποια χώρα είχε πρόβλημα θα διασωζόταν, τελικά συμφωνήθηκε να δημιουργηθεί ένα πακέτο βοήθειας για την Ελλάδα από όλες τις χώρες της Ευρώπης, μαζί με την συνδρομή του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), συνολικού ύψους 110δισ ευρώ. Επίσης αποφασίσθηκε να δημιουργηθεί ένα οικονομικό «δίκτυο» ασφαλείας ύψους 1τρις ευρώ, για να αποφευχθεί οριστικά και δια παντός ο κίνδυνος κατάρρευσης του ευρώ, του οποίου είχε πέσει πολύ η αξία, λόγω της Ελλάδας. Ταυτόχρονα, η Ελλάδα ανακοίνωσε ένα πρωτοφανές, για τα δεδομένα της χώρας, πρόγραμμα εξυγίανσης του δημοσίου τομέα και αύξησης της φορολογίας, προκειμένου να μειωθεί το δημόσιο έλλειμμα και να φτάσει το επιθυμητό 3% μέχρι το 2013.

Κλείνοντας το θέμα της αντιμετώπισης της κρίσης και ειδικότερα του προβλήματος που προέκυψε με τα κρατικά ομόλογα, μπορούμε να βγάλουμε μερικά, σχετικά ασφαλή, συμπεράσματα. Πρώτον, παρατηρούμε μια σημαντική διαφορά στον τρόπο αντιμετώπισης ανάμεσα στις δύο πλευρές του Ατλαντικού. Οι Η.Π.Α., αποφάσισαν να τυπώσουν χρήμα και να ξεπεράσουν την κρίση με την εφαρμογή

νομισματικής πολιτικής, σώζοντας ταυτόχρονα όποια εταιρεία είχε πρόβλημα, μετά το ολέθριο λάθος που διέπραξαν, αφήνοντας την Lehman Brothers να καταρρεύσει. Αντιθέτως, οι χώρες της Ε.Ε. βρέθηκαν σε πολύ δύσκολη κατάσταση, καθώς ήταν αντικειμενικά δύσκολο να συμφωνήσουν ομοφώνως στην εφαρμογή ενιαίας στρατηγικής, με την Γερμανία να προβάλλει τις πιο έντονες αντιδράσεις, καθώς αφενός η οικονομία της αντιμετώπιζε πολύ ήπια την ύφεση, και αφετέρου δεν ήθελε να δημιουργήσει την εντύπωση ότι θα πλήρωνε η ίδια για τα προβλήματα όλων των υπόλοιπων χωρών.

Δεύτερον, είναι η πρώτη φορά στα ιστορικά που δημιουργείται ένα τόσο μεγάλο πακέτο στήριξης της οικονομίας ενός κράτους, πόσο μάλλον ενός μέλους της ευρωζώνης, στο οποίο να συμμετέχει και το ΔΝΤ. Μόλις λίγους μήνες πριν υλοποιηθεί τελικά αυτή η πρόταση, θεωρείτο ακραίο και υποτιμητικό το να επιτραπεί στο ΔΝΤ να εμπλακεί στα εντός της Ε.Ε. θέματα.

Τρίτον, φάνηκαν δομικές αδυναμίες του συστήματος, όπως η εξασθένηση των ελεγκτικών μηχανισμών και η υπέρμετρη ισχυροποίηση των οίκων αξιολόγησης, και προτάσεις αντιμετώπισης αυτών των θεμάτων αποτέλεσαν μέρος των συζητήσεων των αρμοδίων αρχών, έστω και αργοπορημένα. Ειδικά για το θέμα της Ελλάδας, η αντιμετώπιση του διαφαινόμενου προβλήματος άργησε χαρακτηριστικά, με αποτέλεσμα για αρκετές ημέρες η Ελλάδα να αποτελεί έρμαιο των ορέξεων των χρηματαγορών και των κερδοσκόπων.

### **3.5 Προβλέψεις**

Την στιγμή συγγραφής της παρούσας εργασίας (Σεπτέμβριος 2010), έχουν αρχίσει να εμφανίζονται τα πρώτα ενθαρρυντικά σημάδια, με τους δείκτες ανάπτυξης του ΑΕΠ παγκοσμίως να επανέρχονται σε θετικά πρόσημα και τους δείκτες

κερδοφορίας των εταιρειών να ορθοποδούν (αν και παραμένουν σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με 3 χρόνια πριν).

Βέβαια, το επενδυτικό κοινό παραμένει ανήσυχο, φοβούμενο ιδιαίτερα την περίπτωση ύφεσης τύπου W και όχι V όπως θεωρείτο αρχικά. Η απασχόληση του ανθρώπινου δυναμικού παγκοσμίως είναι ένα μείζον θέμα, στο οποίο ακόμα δεν έχει βρεθεί λύση και είναι σίγουρο ότι θα μας απασχολήσει έντονα, ειδικά στην Ελλάδα. Επίσης, παραμένει επίκαιρο το πρόβλημα των κρατικών ομολόγων, καθώς μόνο η Ελλάδα αυτή τη στιγμή έχει χρηματοδότηση μέσω του πακέτου διάσωσης, οι υπόλοιπες χώρες συνεχίζουν να χρηματοδοτούνται μέσω των χρηματαγορών, και κατά συνέπεια να είναι έρμια στις ορέξεις των κερδοσκόπων.

Σύμφωνα με έκθεση του ΔΝΤ, η παγκόσμια οικονομία θα αναπτυχθεί με ελαφρά χαμηλότερους ρυθμούς από τους αναμενόμενους (4,2% έναντι 4,3%). Το βασικό πρόβλημα της παγκόσμιας ανάκαμψης είναι ότι παρά την αρκετά γενναιόδωρη στήριξη των κρατών, ιδιαίτερα προς τα τραπεζικά συστήματά τους, δεν έχει μειωθεί το εμπορικό έλλειμα των Η.Π.Α., ούτε τα πλεονάσματα των ασιατικών χωρών. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να οδηγούμαστε σε μια παγκόσμια ανάκαμψη η οποία δεν είναι ούτε ισχυρή ούτε ισορροπημένη, με κίνδυνο να μην είναι βιώσιμη. Πάντως, το ΔΝΤ τονίζει ότι τα προγράμματα σταθεροποίησης που εφαρμόζονται είναι προς την σωστή κατεύθυνση. Οι βασικοί κίνδυνοι των χωρών της Ε.Ε., με εξέχων παράδειγμα την Ελλάδα, είναι τα υψηλά επίπεδα δημοσίου χρέους, η αρνητική δυναμική ανάπτυξης, ο αυξημένος κίνδυνος αναχρηματοδότησης και η έντονη διασύνδεση στο τραπεζικό σύστημα.

Όσον αφορά την Ελλάδα πιο συγκεκριμένα, οι οίκοι αξιολογήσεων έχουν αρχίσει να αναθεωρούν τις προβλέψεις τους για την ανάκαμψη της οικονομίας και την αποφυγή της χρεωκοπίας, έχοντας ως άμεσο αποτέλεσμα την ελαφρά μείωση των

spreads. Παράλληλα, διθυραμβικές δηλώσεις από τον Στρος Καν, η υπογραφή επενδυτικών συμφωνιών με Κατάρ και Κίνα και μία σειρά δραστικών αλλαγών στην λειτουργία της ελληνικής οικονομίας μέσω των νομοσχεδίων που προωθούνται το τελευταίο διάστημα, δείχνουν ότι η Ελλάδα καταφέρνει να αντιστρέψει το αρνητικό κλίμα εις βάρος της και θα μπορέσει να ξεπεράσει τον κίνδυνο του εξωτερικού της χρέους και να μπορέσει να επανέλθει ομαλά στον δανεισμό της μέσω των χρηματαγορών με πιο χαμηλά επιτόκια. Ο μόνος προβληματισμός που υπάρχει είναι ότι πρέπει η σειρά των μέτρων που δρομολογούνται να εφαρμοστούν σωστά και με συνέπεια, χωρίς χρονοτριβές, καθώς σε μεσοπρόθεσμο διάστημα λήγουν ομόλογα μεγάλης αξίας τα οποία θα χρειαστούν αναχρηματοδότησης. Μία πιθανή μελλοντική αδυναμία της Ελλάδας, μετά από την εφαρμογή προγράμματος εξυγίανσης, να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της, θα μπορούσε να προκαλέσει έντονους τριγμούς σε ένα διεθνές οικονομικό περιβάλλον το οποίο παραμένει ευάλωτο.

Αυτό που είναι σίγουρο είναι ότι τελικά, αργά ή γρήγορα, η κρίση θα κάνει τον κύκλο της και η παγκόσμια οικονομία θα επανέλθει σε τροχιά ανάπτυξης. Το πρόβλημα είναι το πώς θα μπορέσουμε να φθάσουμε σε αυτό το σημείο, όσο πιο γρήγορα και αναίμακτα γίνεται, καθώς το καπιταλιστικό σύστημα βιώνει μία από τις σοβαρότερες κρίσεις του και οι επιπτώσεις του έχουν γίνει αισθητές σε όλους γύρω μας. Μόλις καταφέρουμε να αυξήσουμε την νεανική απασχόληση, πέρα από τις διάφορες ρυθμίσεις και βελτιώσεις του χρηματοοικονομικού τομέα που ήδη δρομολογούνται, τότε θα έχουμε κάνει ένα πολύ ισχυρό βήμα προς αυτή την κατεύθυνση.

## Κεφάλαιο 4: Μελέτη Περιπτώσεων

### 4.1 Οικονομική κρίση και η περίπτωση της Ισπανίας

#### 4.1.1 Γενικά στοιχεία για την Ισπανία και την οικονομία της

Η Ισπανία είναι μια ευρωπαϊκή χώρα η οποία βρίσκεται στο νότιο-δυτικό άκρο της Ευρώπης. Συνορεύει δυτικά με την Πορτογαλία , νότια με το Μαρόκο και ανατολικά με την Γαλλία. Έχει συνολική έκταση 504.782τ.χλμ. και πληθυσμό που ανέρχεται σε περίπου 46εκ κατοίκους. Το πολίτευμά της είναι η συνταγματική μοναρχία, ενώ η χώρα είναι χωρισμένη σε 17 αυτόνομες επαρχίες, που όλες διαθέτουν τις δικές τους εκλεγμένες αρχές.

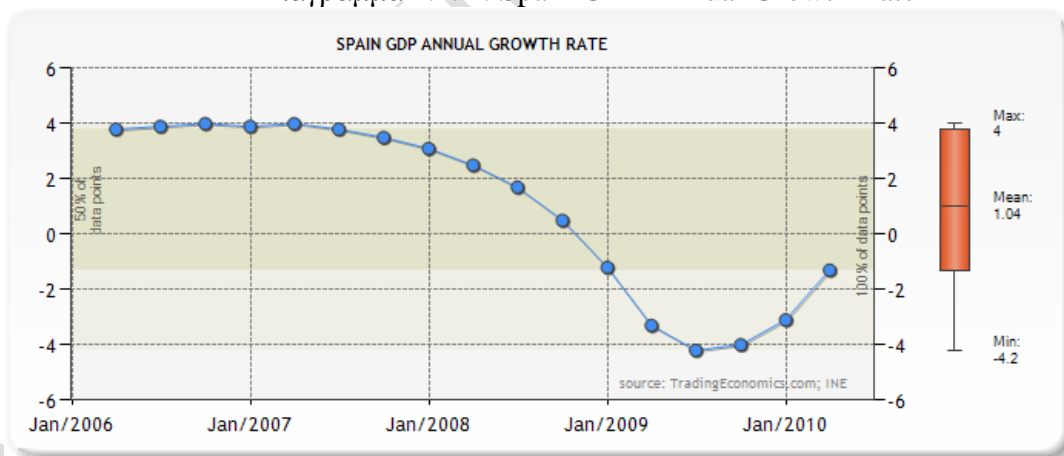
Όσον αφορά την οικονομία της, ο κατασκευαστικός κλάδος μαζί με αυτόν της παροχής υπηρεσιών είναι παραδοσιακά τα δυνατά της σημεία, ενώ παράλληλα διαθέτει αρκετά σημαντική αγροτική παραγωγή καθώς και αρκετά επικερδή τουρισμό. Ένα σημαντικό σημείο αδυναμίας της ισπανικής οικονομίας είναι το ότι δεν διαθέτει καθόλου ορυκτά καύσιμα, με αποτέλεσμα μεγάλο μέρος των εισαγωγών της να επικεντρώνεται σε αυτό το κομμάτι.

Το νόμισμα που χρησιμοποιεί είναι το ευρώ, ως μέλος της ευρωζώνης, ενώ παλαιότερα χρησιμοποιείτο η πεσέτα. Το ΑΕΠ της ανέρχεται σε 1,051τρεις ευρώ για το 2009, είχε πληθωρισμό 1,4% (Μάρτιος 2010), ενώ η ανεργία τον Απρίλιο του 2010 ανερχόταν σε ποσοστό περίπου 20%, δεδομένου ότι το μόλις το 2007, προτού ξεκινήσει η παγκόσμια ύφεση, η Ισπανία είχε ανεργία περίπου 8%.

#### 4.1.2 Οικονομική Κρίση στην Ισπανία

Η Ισπανία χτυπήθηκε από την ύφεση που ξεκίνησε το 2007 πιο άσχημα από πολλές ευρωπαϊκές χώρες, και αυτό συμβαίνει εξαιτίας των διάφορων δομικών αδυναμιών που εμφανίζει η οικονομία της. Όπως φαίνονται και στα επισυναπτόμενα διαγράμματα, ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ της είναι, πια, αρνητικός, ενώ και η ανεργία της έχει φτάσει αισίως το 20%. Σίγουρα το πρόβλημα της Ισπανίας, προς το παρόν, δεν είναι μεγάλο, καθώς δεν υπάρχει άμεσα κίνδυνος πτώχευσης ή στάσης πληρωμών, αλλά παρ' όλα αυτά παρουσιάζει αρκετά ενδιαφέρον η μελέτη αυτής της χώρας. Άμα ένα τέτοιο σενάριο γινόταν πραγματικότητα, τότε, και λόγω μεγάλου μεγέθους της οικονομίας της, η Ισπανία θα συμπαρέσυρε πιθανότατα ολόκληρη την παγκόσμια οικονομία σε μια πρωτοφανή κρίση, πολύ μεγαλύτερη αυτής που βιώνουμε τώρα. Παρακάτω θα εξετάσουμε συνοπτικά τους λόγους που την οδήγησαν σε αυτή την δύσκολη κατάσταση.

Διάγραμμα 4.1.A: Spain GDP Annual Growth Rate

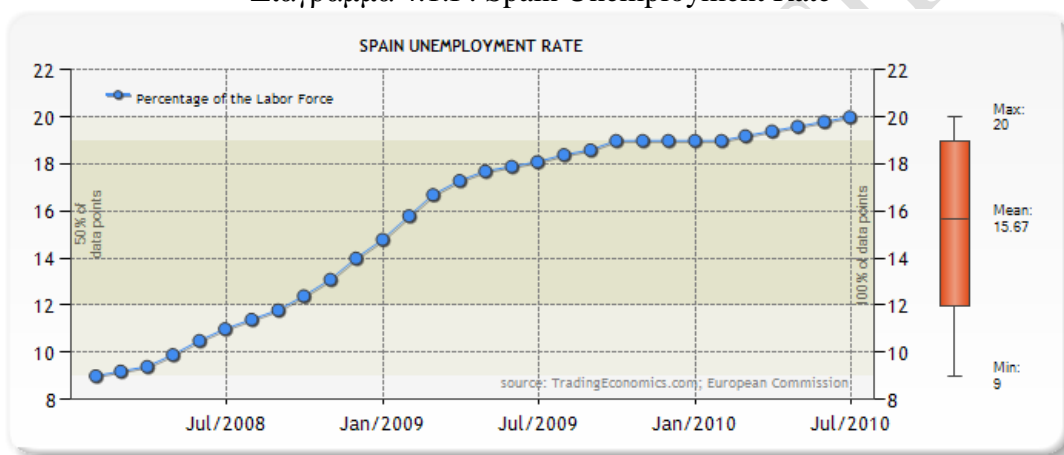


Πηγή: Trading Economics, [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)

Διάγραμμα 4.1.Β: Spain Government Bond 10 Year Yield



Διάγραμμα 4.1.Γ: Spain Unemployment Rate



Πηγή: Trading Economics, [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)

Αρχικά, υπάρχει το θέμα της «φούσκας» των ακινήτων. Όπως και στην Ελλάδα, οι Ισπανοί διακρίνονται από πολύ μεγάλο ποσοστό ιδιοκατοίκησης, το οποίο πλησιάζει το 80%. Αυτή η νοοτροπία τους οδήγησε τα τελευταία χρόνια, ιδιαίτερα εν μέσω οικονομικής άνθισης που γνώρισε η ισπανική οικονομία τα τελευταία 5 χρόνια πριν την κρίση, στο να προβούν στην αύξηση τόσο της κατασκευής νέων σπιτιών και στην κατακόρυφη αύξηση της τιμής τους, όσο και στην μεγάλη πιστωτική επέκταση και στη σύναψη συνεχώς νέων στεγαστικών δανείων. Δυστυχώς όμως, όλες οι «φούσκες» κάποια στιγμή αναπόφευκτα σκάνε και, όπως και στις Η.Π.Α., οι τιμές των κτιρίων στην Ισπανία άρχισαν να παραμένουν στάσιμες, με αποτέλεσμα οι ιδιοκτήτες τους να βρεθούν χρεωμένοι με ένα ποσό μεγαλύτερο από την αξία του

αγοράς τους. Παράλληλα, ο κατασκευαστικός κλάδος ουσιαστικά πάγωσε.

Η μείωση της κατασκευαστικής δραστηριότητας είναι ένας από τους παράγοντες που συντέλεσαν στην πολύ μεγάλη αύξηση της ανεργίας που σημειώθηκε στην Ισπανία από το 2008 και μετά, φθάνοντας σήμερα στο ιλιγγιώδες (για αναπτυγμένη χώρα μέλος Ε.Ε.) 20%, ενώ δυστυχώς οι προβλέψεις δεν είναι αισιόδοξες για άμεση αναστροφή της κατάστασης. Η κρίση της ανεργίας που μαστίζει την Ισπανία είναι ο δεύτερος λόγος που «βυθίζει» ουσιαστικά περαιτέρω την ισπανική οικονομία. Μεγάλο ρόλο σε αυτό παίζει και το ότι η Ισπανία είναι παραδοσιακά μια χώρα με πλήθος μεταναστών, ο ρυθμός αύξησης των οποίων δεν μειώθηκε ούτε μετά την έναρξη της κρίσης.

Ένας άλλος παράγοντας που επιδεινώνει την κατάσταση είναι το μεγάλο δημόσιο χρέος που έχει συσσωρευτεί, κίνδυνος που αρχικά ξεκίνησε από την κρίση των ομολόγων της Ελλάδας και εξαπλώθηκε στις χώρες του νότου (ή αλλιώς PIGS: Πορτογαλία, Ισπανία, Ιταλία, Ελλάδα). Μεγάλο χρέος σημαίνει πιθανή αδυναμία αποπληρωμής του, με αποτέλεσμα να ανεβαίνουν τα επιτόκια δανεισμού όταν μια χώρα θέλει να δανεισθεί από τις αγορές, εκδίδοντας ομόλογα. Έτσι το κράτος εξαναγκάζεται να εξοικονομήσει περισσότερα χρήματα από τον προϋπολογισμό, είτε μειώνοντας τις κρατικές δαπάνες και τα λειτουργικά του έξοδα ή αυξάνοντας την φορολογία του.

Όσον αφορά την τραπεζικό κλάδο της Ισπανίας, παρά την φούσκα των ακινήτων, δείχνει να βρίσκεται σε καλή κατάσταση και να μην κινδυνεύει άμεσα. Πρέπει όμως να αναφερθεί ότι τα ευρωπαϊκά τραπεζικά stress test που διενεργήθηκαν 5 ισπανικές τράπεζες (Diada, Espiga, Banca Civica, Unnim και Cajasur) απέτυχαν, χωρίς όμως να σημαίνει ότι κινδυνεύουν άμεσα με πτώχευση.

Τέλος, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, η εξάρτηση της Ισπανίας στην



εισαγωγή ορυκτών καυσίμων την κάνει ευάλωτη σε πιθανές αυξομειώσεις της τιμής του πετρελαίου, όπως φάνηκε καθαρά από την μεγάλη αύξηση το καλοκαίρι του 2008. Σύμφωνα με πολλούς περιβαλλοντικούς επιστήμονες, οι τιμές των καυσίμων είναι αναπόφευκτο ότι μακροχρόνια θα αυξάνονται, και κατά συνέπεια η Ισπανία, άμα συνεχιστεί η ύφεση, θα μπορούσε να βρεθεί σε μια πολύ δεινή θέση.

Κατά την διάρκεια της συγγραφής, η Ισπανία κινδυνεύει μεν, έστω και θεωρητικά, και σίγουρα κερδοσκόποι των χρηματιστηρίων το εκμεταλλεύτηκαν δεόντως, αλλά στην πράξη ακόμα δεν έχει δείξει σημάδια ότι χρειάζεται εξωτερική βοήθεια (όπως η Ελλάδα) ή ότι γενικότερα θα εμφανίσει σημάδια στάσης πληρωμών. Αυτό που σίγουρα πρέπει να γίνει είναι η καλύτερη εκμετάλλευση του ανενεργού ανθρώπινου δυναμικού και η μείωση της πολύ υψηλής ανεργίας.

## **4.2 Οικονομική κρίση και η περίπτωση της Ισλανδίας**

### **4.2.1 Γενικά στοιχεία για την Ισλανδία και την οικονομία της**

Η Ισλανδία είναι ένα νησιωτικό κράτος, το οποίο ανήκει στην Ευρώπη και βρίσκεται στο βόρειο-δυτικό τμήμα του Ατλαντικού Ωκεανού, απέχοντας περίπου το ίδιο τόσο από την Ευρώπη όσο και την αμερικανική ήπειρο. Η πρωτεύουσά της είναι το Ρέικιαβικ, η συνολική της έκταση είναι 103.000τ.χλμ. και ο πληθυσμός της ανέρχεται σε περίπου 320.000 κατοίκους. Το πολίτευμά της είναι κοινοβουλευτική δημοκρατία, ενώ έχει ανεξαρτητοποιηθεί από το 1918.

Όσον αφορά την οικονομία της Ισλανδίας, το εθνικό της νόμισμα είναι η ισλανδική κορώνα (τωρινή ισοτιμία: 1ευρώ = 150 κορώνες). Το ΑΕΠ της ανερχόταν σε περίπου \$17δισ πριν την κρίση, έχοντας συνολικό εργατικό δυναμικό 180.000 ατόμων, με 4% ανεργία (σήμερα έχει αυξηθεί σε περίπου 7%).

Οι κύριοι κλάδοι της οικονομίας της είναι η παροχή υπηρεσιών (και ειδικότερα τραπεζικών υπηρεσιών, προ κρίσης), η βιομηχανία σε ποσοστό 20%, η γεωργία και η αλιεία. Η οικονομία της είχε καθαρά εξαγωγικό προσανατολισμό, με κύρια ανταγωνιστικά προϊόντα το αλουμίνιο, μηχανολογικό και ηλεκτρικό εξοπλισμό και το μαλλί. Αναφορά πρέπει να γίνει στο μοντέλο ανάπτυξης που ακολουθήθηκε από την δεκαετία του 1990 και μετέπειτα, που ήθελε την Ισλανδία να αναδειχθεί μέσω του τραπεζικού της συστήματος, αντιγράφοντας κράτη με αντίστοιχα μοντέλα ανάπτυξης, όπως η Ελβετία και το Λουξεμβούργο.

Τέλος, σημαντική πρωτοτυπία παρατηρούμε στον κλάδο της ενέργειας, καθώς το 81% της ενέργειας που καταναλώνεται στην Ισλανδία παράγεται από ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, όπως υδροηλεκτρική και γεωθερμική, ενώ ο κύριος στόχος τους είναι η χώρα να καταστεί ανεξάρτητη από ορυκτά καύσιμα μέχρι το 2050.

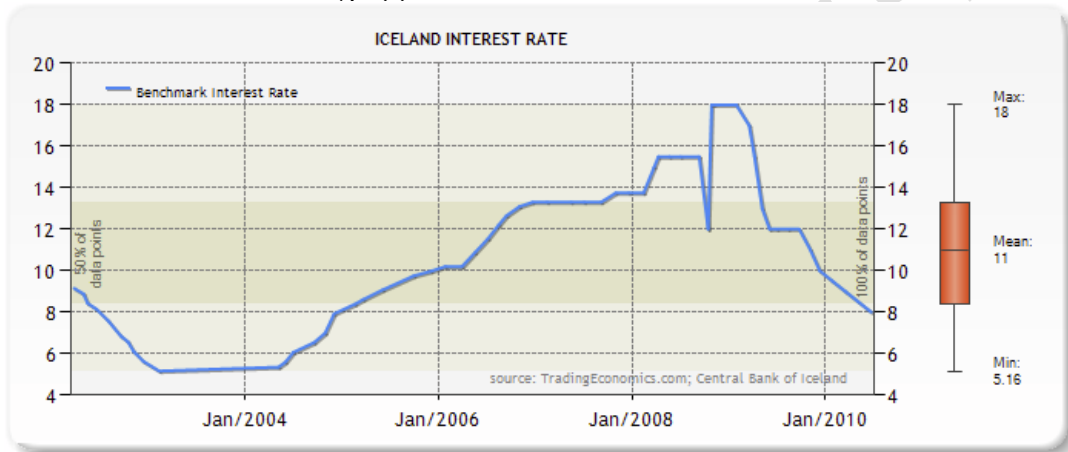
#### **4.2.2 Οικονομική κρίση στην Ισλανδία**

Ένας συνδυασμός οικονομικών παραγόντων από τις αρχές της δεκαετίας του 2000 οδήγησαν την Ισλανδία στην τωρινή οικονομική κρίση που βιώνει. Πιο συγκεκριμένα, η εύκολη πρόσβαση στον δανεισμό, η άνθιση στον εγχώριο κατασκευαστικό κλάδο που έδωσε ώθηση σε γρήγορη οικονομική ανάπτυξη, και μια σειρά μέτρων απορύθμισης του τραπεζικού κλάδου, όλοι μαζί αυτοί οι λόγοι έπαιξαν τον ρόλο τους στην κατάρρευση των τραπεζών της Ισλανδίας.

Διάγραμμα 4.2.Α: Iceland GDP Annual Growth Rate



Διάγραμμα 4.2.Β: Iceland Interest Rate



Διάγραμμα 4.2.Γ: Iceland Stock Market Index

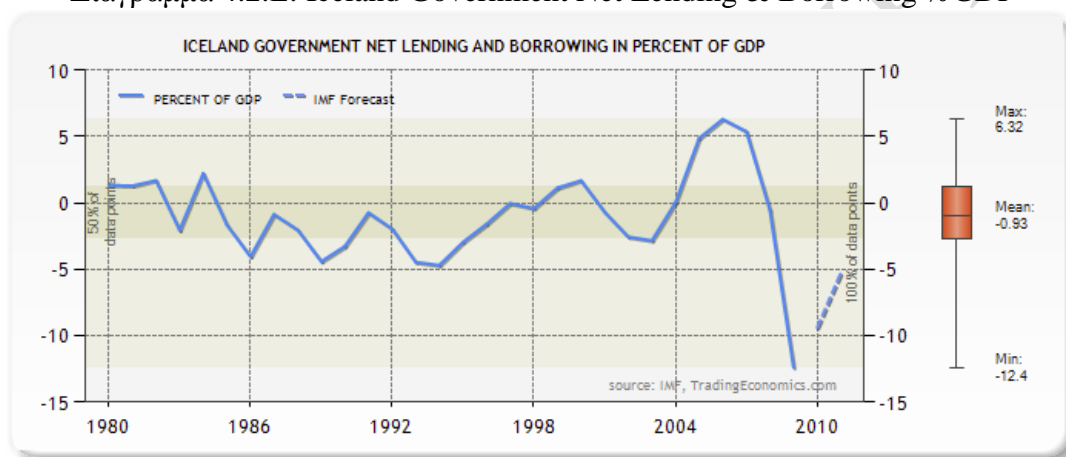


Πηγή: Trading Economics, [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)

Διάγραμμα 4.2.Δ: Iceland Unemployment Rate



Διάγραμμα 4.2.E: Iceland Government Net Lending & Borrowing % GDP



Πηγή: Trading Economics, www.tradingeconomics.com

Αρχικά, το 2004 οι εμπορικές τράπεζες της Ισλανδίας άρχισαν να επεκτείνονται στα στεγαστικά δάνεια, προσφέροντας χαμηλότερα επιτόκια και μεγαλύτερης διάρκειας δάνεια σε σχέση με τον αντίστοιχο κρατικό φορέα (Housing Financing Fund - HFF) που παρείχε στεγαστικά δάνεια. Ταυτόχρονα, οι τράπεζες παρείχαν στεγαστικά δάνεια χωρίς να απαιτούν την αγορά του ακινήτου, με αποτέλεσμα πολλά νοικοκυριά να χρησιμοποιήσουν αυτήν την ρευστότητα για καταναλωτικούς σκοπούς. Έτσι, στην Ισλανδία παρατηρήθηκε ραγδαία άνοδος των τιμών των ακινήτων και σημαντική αύξηση του πληθωρισμού.

Για να συγκρατηθεί ο πληθωρισμός, η κεντρική τράπεζα της Ισλανδίας αύξανε σταδιακά τα βραχυπρόθεσμα ονομαστικά επιτόκια, φτάνοντας το 15% το 2007. Τα

υψηλά αυτά επιτόκια έκαναν την ισλανδική κορώνα ελκυστική και πολλοί επενδυτές αγόραζαν ισλανδικά ομόλογα, καθώς δανείζονταν με χαμηλά επιτόκια στην Ευρώπη ή αλλού και κέρδιζαν από την διαφορά του επιτοκίου. Όμως, τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων από την HFF παρέμεναν σταθερά πιο χαμηλά, με αποτέλεσμα να συνεχίσουν να αυξάνονται πληθωριστικά οι τιμές των κατοικιών.

Οι εμπορικές τράπεζες της Ισλανδίας, έχοντας ευνοϊκή αντιμετώπιση από την κυβέρνηση και προσφέροντας καλύτερα χρηματοοικονομικά προϊόντα, άρχισαν να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους στο εξωτερικό, είτε εξαγοράζοντας άλλες τράπεζες ή χρηματοδοτώντας, μέσω εξωτερικού δανεισμού, την διεθνή επέκταση ισλανδικών επιχειρήσεων. Όμως αυτή η στρατηγική παραήταν ριψοκίνδυνη, καθώς οι ισλανδικές τράπεζες βρέθηκαν να είναι κατά πολύ μεγάλο ποσοστό εκτεθειμένες στις διακυμάνσεις των διεθνών αγορών, έτσι η Ισλανδία, με το που ξεκίνησε η κρίση, ήταν από τα πρώτα θύματα αυτής.

Τον Οκτώβριο του 2008, λίγο μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, η Χρηματοοικονομική Εποπτική Αρχή της Ισλανδίας (Financial Supervisory Authority – FSA) ξεκίνησε μια σειρά κρατικοποιήσεων των μεγαλύτερων τραπεζών της χώρας: Landsbanki, Glitnir Banki, Kaupthing Bank και Straumur Investment Bank. Ο λόγος πολύ απλός: δεν μπορούσαν να αναχρηματοδοτήσουν τα βραχυπρόθεσμα χρέη τους, τα οποία ήταν το 75% του συνόλου.

Βρισκόμενη σε πολύ δυσμενή θέση, καθώς το χρέος των τραπεζών που κρατικοποίησε ήταν πολλές φορές μεγαλύτερο του ΑΕΠ της, γεγονός πρωτοφανές παγκοσμίως, η Ισλανδία στις 19 Νοεμβρίου του 2008 ανακοινώνει ένα πρόγραμμα εξυγίανσης και σταθεροποίησης του τραπεζικού της συστήματος, με την παράλληλη συμβολή του ΔΝΤ και τον άμεσο δανεισμό \$2,1δισ από αυτό, ενώ άλλα \$2,5δισ δάνειο θα της παρεχόταν από τις σκανδιναβικές χώρες (Δανία, Φινλανδία, Νορβηγία,

Σουηδία). Το πρόγραμμα εστιάζει στους εξής τομείς:

- Σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας και αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στην νομισματική πολιτική
- Αναθεώρηση της δημοσιονομικής πολιτικής και συγκράτηση του δημοσίου χρέους
- Αναδιάρθρωση του χρηματοοικονομικού κλάδου και των ελεγκτικών μηχανισμών αυτού
- Αναδιάρθρωση του χρέους των νοικοκυριών και των εταιρειών

Παράλληλα, η κεντρική τράπεζα της Ισλανδίας σταμάτησε την προσπάθειά της να διατηρεί σταθερή την ισοτιμία της ισλανδικής κορώνας με το ευρώ, και έτσι, συνεχίζοντας να προσφέρει υψηλότατα επιτόκια της τάξης του 18%, η δύναμη της κορώνας εξασθένησε και υποτιμήθηκε διεθνώς αρκετά απότομα και γρήγορα (από 1ευρώ=100 κορώνες το 2007 σε 1ευρώ=150 κορώνες σήμερα).

Διάγραμμα 4.2.ΣΤ: Ισοτιμία ISK / EURO



Πηγή: [www.xe.com](http://www.xe.com)

Το πρόβλημα που προέκυψε στη συνέχεια ήταν αυτό της Icesave, η οποία ήταν μία θυγατρική της Landsbanki και λειτουργούσε μόνο online, δεν είχε δηλαδή φυσική παρουσία με καταστήματα, προσφέροντας πολύ υψηλά επιτόκια στους καταθέτες της. Μόλις όμως κατέρρευσε η Landsbanki, μαζί με το υπόλοιπο τραπεζικό σύστημα της Ισλανδίας, ήταν προφανές ότι και η Icesave δε θα μπορούσε να αποπληρώσει στο ακέραιο τους καταθέτες της, οι οποίοι έτρεξαν μαζικά να αποσύρουν τα χρήματά τους. Προκειμένου να επιλυθεί αυτό το ζήτημα, καθώς οι καταθέσεις ήταν 4,52δισ λίρες από Μ. Βρετανία και 1,67δισ ευρώ από την Ολλανδία, επενέβησαν οι κυβερνήσεις των χωρών αυτών και εγγυήθηκαν στους καταθέτες τα πόσα που είχαν μεταφέρει σε λογαριασμούς της Icesave (100% για την Μ. Βρετανία, έως 100.000 ευρώ για την Ολλανδία).

Το πραγματικό πρόβλημα ήταν το πως θα μπορούσε η Ισλανδία, η οποία όπως είπαμε είχε κρατικοποιήσει εντελώς το τραπεζικό της σύστημα, να αποπληρώσει τις άλλες χώρες, δεδομένου ότι το ΑΕΠ της ήταν σχετικά μικρό συγκριτικά και το Ισλανδικό Ταμείο Ασφάλειας Καταθέσεων δεν ήταν σε θέση να καλύψει το τεράστιο αυτό σύνολο των καταθέσεων. Μετά από έντονες διαβουλεύσεις μεταξύ των τριών μερών, και με την συμβολή της Ε.Ε. και του Δ.Ν.Τ. αποφασίστηκε τον Ιούνιο του 2009 ότι η Ισλανδία ήταν υποχρεωμένη να πληρώσει σε κάθε καταθέτη της Icesave το ελάχιστο της ασφάλειας καταθέσεων, δηλαδή 20.887 ευρώ ανά καταθέτη. Αυτό θα γινόταν πραγματικότητα μέσω δανείων που θα έπαιρνε η Ισλανδία από την Μ. Βρετανία και την Ολλανδία, με επιτόκιο 5,55%.

Η συμφωνία όμως άλλαζε διαρκώς σε συγκεκριμένους τομείς που είχαν να κάνουν με αποπληρωμή του χρέους αλλά και την ασφάλεια που παρείχε, καθώς ήταν αρκετά μακροπρόθεσμη και μεγάλου μεγέθους για την μικρή ισλανδική οικονομία. Έτσι, ενώ έπεσε μία φορά η κυβέρνηση, στις αρχές του 2009, και η τελική συμφωνία

υπερψηφίστηκε οριακά από το ισλανδικό κοινοβούλιο τον Δεκέμβριο του 2009, ξαφνικά στις 5 Ιανουαρίου 2010 ο Πρόεδρος της Ισλανδίας, Olafur Ragnar Grimsson, αντιλαμβανόμενος την έντονη αντίδραση των Ισλανδών, αρνήθηκε να υπογράψει και να κατακυρώσει την συμφωνία. Μάλιστα, στις 6 Μαρτίου 2010 πραγματοποιήθηκε δημοψήφισμα, το οποίο κατά 93,2% απέρριψε την απόφαση του Δεκεμβρίου. Ως σήμερα (Σεπτέμβριος 2010) το θέμα δεν έχει λυθεί ακόμα και οι τριμερείς συζητήσεις συνεχίζονται προκειμένου να υπάρξει οριστική συμφωνία από όλα τα συμβαλλόμενα μέρη.

Κλείνοντας, η περίπτωση της Ισλανδίας μας δείχνει ότι υπάρχουν κενά τόσο στην διαχείριση κινδύνου όσο και στον έλεγχο του τραπεζικού συστήματος. Οι τράπεζες της Ισλανδίας, όντας ελεύθερες από την κυβέρνηση να επεκτείνουν επιθετικά τις δραστηριότητές τους εσωτερικά αλλά και στο εξωτερικό, μεγεθύνθηκαν πολύ περισσότερο από τα όρια της ισλανδικής οικονομίας, χρησιμοποιώντας υψηλού ρίσκου στρατηγική. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να είναι άμεσα εξαρτημένες από το διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον και στην πρώτη κρίση να βρεθούν σε αδυναμία αποπληρωμής των χρεών τους και να γονατίσουν ουσιαστικά ολόκληρη την οικονομία της χώρας τους. Επίσης, η επέκταση των δραστηριοτήτων των τραπεζών διεθνώς μας δείχνει ότι σε μία ενδεχόμενη κρίση ρευστότητας ενός ιδρύματος, προκύπτει πρόβλημα και σε άλλες χώρες, οι οποίες αναγκάζονται να το αντιμετωπίσουν οι ίδιες, προκαλώντας έτσι ένα ντόμινο προβλημάτων. Το θέμα που χρήζει άμεσης λύσης είναι η δημιουργία πληρέστερου τραπεζικού ελέγχου και καλύτερης εποπτείας, έτσι ώστε να υπάρχει πραγματική πρόληψη αλλά και αντιμετώπιση ενδεχόμενων μελλοντικών κρίσεων παρόμοιου τύπου.

Σήμερα, η Ισλανδία μοιάζει με διαφορετική χώρα, κυρίως όσον αφορά την νοοτροπία των κατοίκων της. Η κυρίαρχη τάση είναι αυτή της αντίδρασης, καθώς



αρνήθηκαν εμφατικά να πληρώσουν (με αρκετά δυσβάσταχτους όρους) τα λάθη των κυβερνώντων τους αλλά και των τραπεζών τους. Οι φόροι συνεχίζουν να αυξάνονται, η ανεργία έχει τριπλασιαστεί, οι καταναλωτικές τους συνήθειες άλλαξαν άρδην, αλλά, παραδόξως, έχουν αποδεχθεί ότι ο δρόμος της λιτότητας και της απλότητας είναι μία αναγκαιότητα προκειμένου να ξεπεράσουν την δεινή θέση στην οποία έχουν βρεθεί.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα – Επισκόπηση Οικονομικής Κρίσης 2007-2010

Ως γνωστόν, η οικονομία χαρακτηρίζεται από διακυμάνσεις και αβεβαιότητα για το μέλλον. Όσα οικονομετρικά μοντέλα να δημιουργηθούν και να εφαρμοστούν, όσο μεγάλο βάθος και να υπάρχει από ιστορικά δεδομένα, ποτέ δεν θα μπορούμε να προβλέψουμε με απόλυτη σιγουριά το πως μπορεί να εξελιχθεί ένα μέγεθος (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 η οικονομία βρίσκει τον τρόπο της να επανέλθει σε τροχιά ανάπτυξης, είτε αυτόματα ή με την εφαρμογή στοχευμένων πολιτικών αντιμετώπισης της εκάστοτε κρίσης από τους διεθνούς φορείς και τα εμπλεκόμενα κράτη.

Μία οικονομική κρίση από μόνη της είναι ένα περίπλοκο γεγονός που είναι αρκετά δύσκολο να περιγραφεί. Υπάρχει μεν κάποιου είδους κατηγοριοποίηση όσον αφορά τα αίτια της εκάστοτε κρίσης, είναι γεγονός δε ότι κάθε κρίση αποτελεί ξεχωριστή ενότητα στην οικονομική Ιστορία. Καμία κρίση δεν ταυτίζεται με κάποια άλλη ως προς τα αίτια, την διάρκειά της, το μέγεθός της και τους τρόπους αντιμετώπισης που εφαρμόστηκαν. Ευτυχώς, ομοιότητες υπάρχουν πολλές και αυτό μας βοηθάει στο να αντιμετωπίζουμε καλύτερα (και κυρίως πιο έγκαιρα) τυχόν κρίσεις, προτού αυτές ξεσπάσουν και οδηγήσουν την παγκόσμια οικονομία σε ύφεση.

Δυστυχώς, στην περίπτωση της κρίσης που διανύουμε και εξετάζουμε σε αυτή την εργασία, η FED αποφάσισε λανθασμένα να αφήσει την Lehman Brothers να

πτωχεύσει, πιστεύοντας ότι οι επιπτώσεις στην βαριά χρεωμένη οικονομία των Η.Π.Α. θα ήταν περιορισμένες. Στην πράξη όμως φάνηκε ότι ακόμα δεν διαθέτουμε τα κατάλληλα εργαλεία, ούτε την εμπειρία ώστε να παίρνονται τέτοιες αποφάσεις αβίαστα. Η Lehman Brothers, πτωχεύοντας, συμπαρέσυρε την παγκόσμια οικονομία σε μια πρωτοφανή κρίση, η οποία ήταν τόσο μεγάλη που έφτασε να συγκρίνεται με το Μεγάλο Κραχ του 1929.

Οι βάσεις για να δημιουργηθεί η κρίση υπήρχαν από το 2007, όταν και έσκασε η φούσκα των ακινήτων στις Η.Π.Α.. Η οικονομία όμως καμιά φορά είναι απρόβλεπτη. Κανείς δεν μπορούσε να προβλέψει την χαλάρωση των ελεγκτικών μηχανισμών και την μεγάλη φαντασία των στελεχών των τραπεζικών ιδρυμάτων ανά τον κόσμο στην δημιουργία χρηματοοικονομικών προϊόντων και το πως ασύνδετα μεταξύ τους γεγονότα θα επηρέαζαν με αυτό τον τρόπο την καθημερινότητα όλων μας. Τρανό παράδειγμα; Η Ισλανδία είδε την οικονομία της κυριολεκτικά να καταρρέει. Μία χώρα 300.000 κατοίκων, ψαράδες κυρίως στο επάγγελμα, κατάφερε να συσσωρεύσει ένα χρέος 12πλάσιο του ΑΕΠ της. Ίσως είναι η χώρα που πραγματικά επηρεάστηκε περισσότερο και αναγκάστηκε να πάρει τα πιο σκληρά μέτρα προκειμένου να ανταπεξέλθει, να επιβιώσει, και πάνω από όλα, να αποπληρώσει το χρέος της στους δανειστές της.

Περνώντας στον ευρωπαϊκό Νότο, οι οικονομίες των PIGS έτσι και αλλιώς δεν φημίζονταν για την ανταγωνιστικότητά τους, ενώ ταυτόχρονα το μοντέλο της Ευρωζώνης, κατά ένα περίεργο τρόπο, αμβλύνει τις ανισότητες αντί να τις μετριάξει. Έτσι, παρατηρούμε ότι η πλούσια Γερμανία τόσο πριν την κρίση όσο και κατά την διάρκειά της διατηρεί την οικονομία της ανθηρή ενώ η Ελλάδα αναγκάζεται να δανειστεί τόσο από τον μηχανισμό διάσωσης της Ε.Ε., που δημιουργήθηκε αποκλειστικά για την χώρα μας, όσο και από το Δ.Ν.Τ.. Τουλάχιστον, με την

υπογραφή του μνημονίου και την ουσιαστική παράδοση της διαχείρισης της οικονομίας μας σε Ε.Ε.-Δ.Ν.Τ., θα μπορέσουμε επιτέλους να ξεπεράσουμε κάποιες αγκυλώσεις που μαστίζουν την οικονομία μας και θα έπρεπε να έχουν επιλυθεί πολλά χρόνια πριν.

Ολόκληρη η Ευρώπη πάντως επηρεάστηκε ποικιλοτρόπως, καθώς είναι γνωστό ότι ο αποκαλούμενος Παλιός Κόσμος αντιμετωπίζει διάφορα δομικά προβλήματα, όπως η γήρανση του πληθυσμού και το υψηλό κόστος του εργατικού δυναμικού. Για παράδειγμα, παρατηρούμε ότι στην Ισπανία η ανεργία έχει ξεπεράσει πια το 20% και υπάρχουν έντονοι φόβοι ότι θα συνεχίσει να ανεβαίνει. Η λύση των επώδυνων μέτρων και του βραχυχρόνιου δανεισμού από Ε.Ε. ή και Δ.Ν.Τ. είναι ημίμετρο κατά την γνώμη μας, γιατί έτσι διαιωνίζεται το πρόβλημα.

Κατά την διάρκεια της μελέτης, τόσο του θεωρητικού υπόβαθρου των οικονομικών κύκλων αλλά και των κρίσεων πιο συγκεκριμένα, όσο και της εξέλιξης της τωρινής κρίσης και των επιπτώσεών της, καταλήξαμε στα εξής συμπεράσματα.

**Πρώτον**, οι γνώσεις μας πάνω στην οικονομία δεν είναι επαρκείς ώστε να μπορούμε να προλαμβάνουμε όλες τις κρίσεις. Η οικονομία κάνει τον κύκλο της και είναι σχεδόν αναπόφευκτο ότι θα ξεσπούν και κάποιες κρίσεις. Μπορούμε να τις μετριάσουμε ή και να τις καθυστερούμε αλλά όχι να τις αποφύγουμε εντελώς. 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 προηγούμενων ετών, παρατηρούμε ότι ενώ δεν υπάρχει ποτέ πλήρης ταύτιση, παρ' όλα αυτά παρουσιάζονται εμφανείς 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 αυτή της άνθισης τελειώνει βίαια και απότομα, 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 είχε καν λόγο να ξεσπάσει την παρούσα στιγμή. Επίσης, οι πολιτικές που εφαρμόζονται στις κρίσεις μέχρι τώρα έχει φανεί ότι σπάνια είναι προληπτικές. Όσο η προηγούμενη κρίση απομακρύνεται και ξεχνιέται, τόσο οι μηχανισμοί χαλαρώνουν, αποκτώντας νοοτροπία ότι «δεν πρόκειται να συμβεί ξανά τόσο γρήγορα». Έτσι, πολύ σπάνια, ή και καθόλου, παρατηρούμε μέτρα ελέγχου και πρόληψης της επόμενης κρίσης που πάντα θα έρχεται.

**Τρίτον**, ο τρόπος ανάπτυξης ειδικά στον Δυτικό Κόσμο είναι προβληματικός. Υπάρχει έντονη συσσώρευση χρέους τόσο από τις επιχειρήσεις όσο κυρίως και από τα κράτη. Το κρατικό ομόλογο έχει χάσει πια την αξιοπιστία του και δεν θεωρείται μηδενικού κινδύνου, με αποτέλεσμα να προσφέρει απλόχερα μεγάλα επιτόκια αλλά και να συνοδεύεται από τον κίνδυνο χρεοκοπίας της εκάστοτε χώρας. Μεγάλος αρνητικός πρωταγωνιστής σε αυτή την εξέλιξη η χώρα μας, η οποία άμα έπρεπε σήμερα να δανειστεί από τις αγορές, θα έπρεπε να πληρώσει εξοντωτικά επιτόκια της τάξης του ~10%. Γενικά, όλα τα κράτη και όλες οι επιχειρήσεις είναι χρεωμένες σε ιδιώτες και τραπεζικά ιδρύματα και κατά συνέπεια, τους έχουν μεταβιβάσει την εξουσία και την δύναμη. Όλες οι αποφάσεις και όλα τα μέτρα που έχουν ληφθεί στο όνομα της κρίσης, έχουν ως κύριο σκοπό την αποπληρωμή του χρέους. Ειδικά στην Ελλάδα, τα μέτρα υπέρ της ανάπτυξης και της αναδιοργάνωσης της οικονομίας μας «λάμπουν δια της απουσίας τους».

**Τέταρτον**, ο χρηματοοικονομικός τομέας απέδειξε περίτρανα ότι δεν μπορεί να αφεθεί εντελώς ελεύθερος να λειτουργεί, χωρίς αυστηρή επίβλεψη από

ελεγκτικούς μηχανισμούς. Ουσιαστικά, η ελευθερία που απέκτησαν οι τράπεζες με τα χρόνια, τους οδήγησε στο να παίρνουν αποφάσεις με αυξημένο ρίσκο και με μοναδικό γνώμονα το κέρδος. Άμα αντιμετώπιζαν πρόβλημα ρευστότητας, απλά θα δανείζονταν με τα πολύ χαμηλά επιτόκια που επικρατούσαν στην αγορά. Έτσι, όταν, αναπόφευκτα, άρχισαν να πέφτουν οι τιμές, βρέθηκαν εκτεθειμένες και απαίτησαν από τα κράτη να αναλάβουν τόσο το χρέος που οι ίδιες συσώρευσαν όσο και την ηθική ευθύνη.

**Πέμπτον**, η παγκοσμιοποίηση μας απέδειξε περίτρανα και αποφασιστικά ότι όλοι αλληλοεξαρτώνται και επηρεάζονται άμεσα. Είναι σχεδόν αστείο το πως πχ ένας γεωργός από την Λάρισα έχασε τα χρήματα που επένδυσε σε ένα περίεργο και δυσνόητο για αυτόν χρηματοοικονομικό προϊόν εξαιτίας της πτώσης των τιμών στις Η.Π.Α.! Είναι ακατανόητο το πως οι κυβερνώντες της Ισλανδίας δεν μπορούσαν να δουν ότι με την παραμικρή επιβράδυνση της οικονομίας θα έμεναν χωρίς χρηματοδότηση από τις αγορές και δεν θα μπορούσαν να αποπληρώσουν ένα τεράστιο για τα δεδομένα της οικονομίας τους ποσό. Είναι μοναδικό το πως η περίπτωση της Ελλάδας, όντας μόλις το 3% του ΑΕΠ της Ευρωζώνης, ήταν πρωτοσέλιδο σε όλες τις οικονομικές εφημερίδες παγκοσμίως, καθώς υπήρχε το σενάριο ότι θα μπορούσε ακόμα και να διαλύσει την Ευρώπη και να προκαλέσει ντόμινο καταρρεύσεων παγκοσμίως.

Κλείνοντας, πρέπει να αναφέρουμε ότι όπως σε όλες τις περιπτώσεις, υπάρχει ένα αισιόδοξο και ένα απαισιόδοξο σενάριο όσον αφορά το τέλος της κρίσης. Το πρώτο σενάριο, αποκαλούμενο ως 3P (Productivity, Profits, Prosperity) περιγράφει μια κατάσταση όπου οι επιχειρήσεις κατάφεραν να προσαρμοστούν και να έχουν κέρδη, οδηγώντας την οικονομία σε ανάκαμψη και ουσιαστικά σε αυτοτροφοδότηση. Ταυτόχρονα, τα μέτρα που λήφθηκαν προστατεύουν την οικονομία και η σύσταση πιο

αυστηρών ελεγκτικών μηχανισμών θα βοηθήσει μελλοντικά στην αποσόβηση παρεμφερών φαινομένων.

Το απαισιόδοξο σενάριο, από την άλλη μεριά, γνωστό και ως 3D (debt, deflation, depression), ουσιαστικά μας λέει ότι οι επιχειρήσεις αλλά και τα κράτη είναι υπερβολικά δανεισμένα και η νομισματική πολιτική, δηλαδή το τύπομα χρήματος με άλλα λόγια από τις κεντρικές τράπεζες, δε θα μπορεί να συνεχιστεί. Έτσι η πλήρης κατάρρευση είναι άμεση και ορατή στον ορίζοντα.

Άποψη μας είναι ότι δεν χρειάζεται να είμαστε απαισιόδοξοι, σε μεσοπρόθεσμο τουλάχιστον ορίζοντα. Η ανάκαμψη παγκοσμίως έχει ήδη αρχίσει με δειλά βήματα. Στην Ελλάδα, 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. Σίγουρο είναι πάντως ότι η κρίση που ξεκίνησε το 2007 και συνεχίζεται μέχρι και σήμερα (2010) κάποτε, και όχι τόσο μακριά από το τώρα, θα αποτελεί οριστικό παρελθόν.

## Βιβλιογραφία

- **Fetter** (1922), Economics vol 2 ~ Modern Economic Problems
- **Hazlitt** (1959), Failure of the “New Economics”
- **Garrison** (1989), The Austrian Theory of the Business Cycle in the Light of Modern Macroeconomics, Chapter IV In Lieu of Capital Theory
- **Ebeling ed.** (1996) – Austrian Theory of the Trade Cycle
  - **Mises**, The Austrian Theory of The Trade Cycle
  - **Haberler**, Money and the Business Cycle,
  - **Rothbard**, Economic Depressions: Their Cause and Cure,
- **Robbins** (1934), The Great Depression
- **Ropke** (1936), Crises and Cycles
- **Keynes** (1936), The General Theory of Employment, Interest and Money
- **Zarnowitz** (1992), Business Cycles – Theory, History, Indicators and Forecasting
- **Αντζουλάτος** (2010), Κυβερνήσεις, Χρηματαγορές & Μακροοικονομία
- **Weerapana**, Lecture 15: The ERM Crisis of 1992
- **Buiter, Corsetti and Pesenti** (1998), Interpreting the ERM Crisis: Country-Specific and Systemic Issues
- **Martin** (2009), A Primer on the Role of Securitization in the Credit Market Crisis of 2007
- **Arner** (2009), The Global Credit Crisis of 2008: Causes and Consequences
- **Fратиanni & Marchionne** (2009), The role of banks in the subprime financial crisis



- **King** (2009), Not what they had in mind: A history of Policies that produced the Financial Crisis of 2008
- **Ivashina & Scharfstein** (2009), Bank Lending During the Financial Crisis of 2008
- **Central Bank Working Group** (2009), The Effects of the financial crisis on Icelandic households
- **Ministry for Foreign Affairs of Iceland** (2010), Iceland's Economic Recovery Program
- **Ministry for Foreign Affairs of Iceland** (2010), The Icesave Issue
- **Ministry for Foreign Affairs of Iceland** (2010), The Icesave Issue – Key Figures
- **Jackson CRS Report for Congress** (2010), Iceland's Financial Crisis
- **Sornette** (2003), Critical Market Crashes
- **Reinhard & Rogoff** (2009), This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly – Chapter 1
- **Βαγιανός, Βέττας & Μεγήρ** (2010), Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα: Μεταρρυθμίσεις και ευκαιρίες σε μία κρίσιμη συγκυρία
- **Τομπάζος** (2009), Φυγόκεντροι Καιροί. Η Παγκόσμια Οικονομική Κρίση 2007, 2008, 2009...
- **IMF** (2008), Systemic Banking Crises: A New Database
- **IMF** (2010), World Economic Outlook - Recovery, Risk and Rebalancing
- **IMF** (2010), Global Financial Stability Report – Sovereigns, Funding and Systemic Liquidity
- **Sornette** (2003), Critical Market Crashes

- **Essays by various scholars** (2007), Ten Years After: Revisiting the Asian Financial Crisis

## Παραπομπές από τον Παγκόσμιο Ιστό (Internet)

- [www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)
- [www.capital.gr](http://www.capital.gr)
- [www.iceland.org](http://www.iceland.org)
- <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
- [www.imf.org](http://www.imf.org)
- [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)
- <http://www.sansimera.gr/articles/182> Η Χρηματιστηριακή Κρίση του 1929
- <http://www.dailymarkets.com/economy/2009/08/20/great-stock-market-crashes-black-monday-in-1987/> Great Stock Market Crashes: Black Monday in 1987, 21-8-2009
- [http://www.greekshares.com/black\\_monday.php](http://www.greekshares.com/black_monday.php) The 1987 Stock Market Crash Black Monday! (8-2010)
- <http://online.wsj.com/article/SB119212671947456234.html?mod=US-Stocks> Looking Back at Black Monday: A Discussion with Richard Sylla, 15-10-2007
- <http://www.dailyreckoning.com.au/black-monday-october-19-1987/2007/10/22/> Black Monday October 19, 1987: Why did the Dow Collapse by 22%, 22-10-2007
- <http://www.investopedia.com/features/crashes/default.asp> Market Crashes, (7-2010)

- <http://hnn.us/articles/895.html> What Caused the Stock Market Crash of 1987?, 30-7-2002
- [http://news.bbc.co.uk/onthisday/hi/dates/stories/september/16/newsid\\_2519000/2519013.stm](http://news.bbc.co.uk/onthisday/hi/dates/stories/september/16/newsid_2519000/2519013.stm) 1992: UK crashes out of ERM (7-2010)
- <http://econ.economicshelp.org/2008/12/exchange-rate-mechanism-crisis-1992.html> Exchange Rate Mechanism Crisis 1992 (7-2010)
- [http://www.enthesis.net/index.php?option=com\\_content&view=article&id=259:enthesis5147&catid=4:internationaleconomy&Itemid=3](http://www.enthesis.net/index.php?option=com_content&view=article&id=259:enthesis5147&catid=4:internationaleconomy&Itemid=3) Flash Back στις οικονομικές κρίσεις: Από το 1929 μέχρι σήμερα, η ιστορία επαναλαμβάνεται..., 19-5-2008
- <http://www.frbsf.org/news/speeches/2007/0206.html> The Asian Financial Crisis Ten Years Later: Assessing the Past and Looking to the Future, 6-2-2007
- <http://www.imf.org/recentfin/crisis.html> The IMF Crisis, 15-4-1998
- [http://europa.eu/abc/european\\_countries/eu\\_members/spain/index\\_en.htm](http://europa.eu/abc/european_countries/eu_members/spain/index_en.htm) Spain (9-2010)
- <http://www.globaleconomiccrisis.com/blog/archives/1067> Spain's Economic Crisis Another Indicator of Worsening European Sovereign Debt Crisis, 31-5-2010
- <http://seekingalpha.com/article/113829-why-spain-s-economic-crisis-is-more-than-just-a-housing-slump> Why Spain's Economic Crisis is more than just a Housing Slump, 8-1-2009
- <http://www.bbc.co.uk/news/business-10732597> Seven EU banks fail stress tests, 23-7-2010
- <http://www.tradingeconomics.com/spain/indicators/> Spain's Statistics (9-2010)

- <http://www.tradingeconomics.com/iceland/indicators/> Iceland's Statistics (10-2010)
- <http://www.guardian.co.uk/environment/gallery/2008/apr/22/renewableenergy.alternativeenergy#/?picture=333650419&index=3> Iceland's renewable energy story, 22-4-2008
- <http://www.nordicenergysolutions.org/performance-policy/iceland/renewable-energy-in-iceland> Renewable energy in Iceland (9-2010)
- <http://www.tovima.gr/default.asp?pid=2&artid=319980&ct=2&dt=14/03/2010#ixzz0lf09VLnW> Ισλανδία, Η ζωή μετά την πτώχευση, 14-3-2010
- <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=3363> Economy of Iceland, 2005
- <http://www.nytimes.com/2002/08/02/opinion/dubya-s-double-dip.html?scp=4&sq=krugman%20mcculley%20bubble&st=cse> Dubya's Double Dip?, 2-8-2002
- <http://widerimage.reuters.com/timesofcrisis/> Reuters Times of Crisis (6-2010)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ