

**«Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ  
ΤΟΥ ΤΟΤΕ (1929-1932)  
& ΤΟΥ ΣΗΜΕΡΑ (2008-2010):  
ΑΙΤΙΕΣ & ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ»**

**Πασχαλίδου Δήμητρα (ΜΠΛ/0738)**

**Διπλωματική Εργασία για το τμήμα:**

**Βιομηχανικής Διοίκησης & Τεχνολογίας**

**ΜΠΣ Οργάνωση και Διοίκηση Βιομηχανικών Συστημάτων**

**Ειδίκευση “Logistics” (Εφοδιασμός & Διακίνηση Προϊόντων)**

**Επιβλέπων Καθηγητής: κ. Μερίκας Ανδρέας**

**Πανεπιστήμιο Πειραιώς, 2011**

## ***ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ***

Ευχαριστώ θερμά τον Επιβλέπων Καθηγητή, κ. Μερικά Γ. Ανδρέα, για τη συνεργασία που είχαμε και τη σημαντική βοήθεια που μου προσέφερε, κατά την εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας. Απευθύνω ιδιαίτερες ευχαριστίες και εκτίμηση στον κ. Γουνόπουλο Δημήτριο, για τις συμβουλές, την καθοδήγηση, την υπομονή και την στήριξη που μου παρείχε καθ' όλη τη διάρκεια της έρευνας.

Η παρούσα εργασία αφιερώνεται  
στον σύζυγό μου και τους γονείς μου,  
για την αμέριστη συμπαράστασή τους.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
1. Η ΑΝΑΤΟΜΙΑ ΜΙΑΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	9
1.1 Η έννοια της κρίσης.....	9
1.2 Κρίσεις ανερχόμενων αγορών.....	9
1.3 Η αντίδραση των προηγμένων οικονομιών στον πανικό.....	12
1.4 Κατανόηση των κρίσεων.....	14
1.5 Η εφαρμογή.....	16
2. ΤΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ.....	17
2.1 Εισαγωγή.....	17
2.2 Κρίσεις σε διαφορετικές περιόδους.....	19
2.3 Πρόσφατες κρίσεις.....	21
2.3.1 Οι Σκανδιναβικές Κρίσεις.....	21
2.3.2 Ιαπωνία.....	22
2.3.3 Μεξικό.....	23
2.3.4 Αργεντινή 1994-1995.....	24
2.3.5 Ασιατική Κρίση.....	25
2.3.6 Η κρίση της Ρωσίας και η «διαχείριση Μακροπρόθεσμου Κεφαλαίου» (Long-Term Capital Management, LTCM).....	26
2.3.7 Αργεντινή 2001-2002.....	28
2.4 Η Παγκόσμια Οικονομική Ύφεση του 1929.....	29
2.4.1 Η Πραγματική Μεγάλη Ύφεση.....	33

3. Η ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΚΡΙΣΗ.....	35
3.1 Η δυσκολία αποτίμησης του ρίσκου.....	35
3.2 Η νέα χρηματοοικονομική δομή.....	39
3.3 Η ιστορική πορεία της κρίσης.....	41
3.4 Ο ρόλος των τραπεζών .....	43
3.5 Ο ρόλος των Διοικητών.....	45
3.6 Παγκόσμιο Περιβάλλον.....	46
4. Η ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ.....	48
4.1 Κρίσεις αναδυόμενων αγορών.....	48
4.2 Η τρέχουσα οικονομική κρίση στις Η.Π.Α. και στην Ευρωζώνη.....	50
4.3 Ο απόηχος των κρίσεων.....	52
4.4 Η ύφεση μετά την κρίση.....	53
5. ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ.....	59
5.1 Πρόληψη και αντίδραση σε εθνικό και διεθνές επίπεδο.....	59
5.2 Μετάδοση της τρέχουσας κρίσης.....	66
5.2.1 Οι επιπτώσεις στην τρέχουσα κρίση.....	67
5.3 Πολιτικές για την έξοδο από την τρέχουσα κρίση.....	68
5.3.1 Πολιτικές του χρηματοπιστωτικού τομέα.....	71
5.3.2 Νομισματική πολιτική.....	76
5.3.3 Δημοσιονομική πολιτική.....	78
6. Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ.....	80
6.1 Οι τράπεζες.....	80

6.2 Αυτοκινητοβιομηχανία.....	83
7. ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΑΠΟΨΕΙΣ, ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΜΕΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	85
7.1 ΕΝΑΡΞΗ ΤΗΣ ΝΕΑΣ ΧΡΟΝΙΑΣ 2010.....	85
7.1.1 Τι πιθανότητες υπάρχουν να χρεοκοπήσει η Ελλάδα;.....	85
7.1.2. Υπάρχει σοβαρό ενδεχόμενο εξόδου της Ελλάδας από την ζώνη του Ευρώ;.....	87
7.1.3 Ποιες είναι οι διαφορές προσφυγής της Ελλάδας στο ΔΝΤ σε σχέση με αντίστοιχη πιθανή βοήθεια στα πλαίσια της Ευρωζώνης;...88	
7.2 ΣΥΝΟΨΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ Α' ΤΡΙΜΗΝΟΥ 2010.....	89
7.2.1 Διαφορές στη νομισματική πολιτική κάθε χώρας .....	89
7.2.2 Ευνοϊκά μακροοικονομικά δεδομένα αλλά και ρίσκα.....	89
7.2.3 Μακροοικονομικό Περιβάλλον.....	90
7.2.4 Αγορές Κεφαλαίων.....	91
7.2.5 Επενδυτική Στρατηγική .....	92
7.3 ΤΕΛΕΥΤΑΙΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ.....	92
8. ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	94
8.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	94
8.2 ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΤΑ ΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΑΥΤΗΣ ΤΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ.....	98
8.3 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ.....	99
9. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	100

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τον τελευταίο χρόνο η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται μέσα σε μία πρωτοφανή κρίση, η οποία εμφανίστηκε αρχικά από την αποσταθεροποίηση της στεγαστικής αγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής και είχε ευρύτερες επιπτώσεις, κυρίως στην διατραπεζική αγορά κεφαλαίων και συνεπώς σε όλους σχεδόν τους οικονομικούς κλάδους διεθνώς. Έτσι, μέσω της έλλειψης κεφαλαίων στην αγορά, δημιουργήθηκε μία στασιμότητα στους παγκόσμιους ρυθμούς ανάπτυξης, ακόμα και στους δείκτες των αναπτυσσόμενων χωρών, όπου υπήρχε έντονη οικονομική δραστηριότητα τα τελευταία έτη. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να μειωθεί η ζήτηση για πάρα πολλά αγαθά, προκαλώντας έτσι αρνητικές συνέπειες στα χρηματοοικονομικά δεδομένα πολλών μικρών και μεγάλων επιχειρήσεων, οι οποίες για να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν προέβησαν σε κινήσεις περικοπής εξόδων και ανθρώπινου δυναμικού.

Η σημερινή κρίση δεν περιορίζεται σε μια συγκεκριμένη εταιρία ή σ' ένα συγκεκριμένο τομέα του χρηματοοικονομικού συστήματος. Οδήγησε ολόκληρο το σύστημα στα πρόθυρα της κατάρρευσης και «συγκρατήθηκε» με πολύ μεγάλη δυσκολία.

Το θεμελιώδες σημείο προέλευσης της μεγάλης οικονομικής κρίσης του 2007-2009 θα μπορούσε να επισημανθεί σε μία εξαιρετικά χρεωμένη αμερικανική οικονομία. Η κατάρρευση της κτηματομεσιτικής αγοράς των ΗΠΑ, ήταν επίσης κοντά στην προέλευση της κρίσης. Τα ποσοστά αποτυχίας ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, ήταν το πρώτο σύμπτωμα μιας απότομης πιστωτικής αύξησης που συντονίστηκε στην αποτυχία ενός κλονισμού στην αγορά ακινήτων. Αλλά τα μεγάλα ποσοστά αθέτησης στα ενυπόθηκα στεγαστικά, δεν αιτιολογούν τη δριμύτητα της κρίσης. Μάλλον, οι χαμηλής ποιότητας υποθήκες ενέργησαν ως επιταχυντικό που διέδωσε τους κλονισμούς μέσω ολόκληρου του οικονομικού συστήματος. Το οικονομικό σύστημα είχε γίνει εύθραυστο ως αποτέλεσμα διάφορων παραγόντων που είναι μοναδικοί σε αυτήν την κρίση: η μεταφορά των περιουσιακών στοιχείων από τους ισολογισμούς των τραπεζών στις αγορές, η δημιουργία σύνθετων και αδιαφανών περιουσιακών στοιχείων, η αποτυχία των εταιριών πιστοληπτικής αξιολόγησης να εκτιμήσουν κατάλληλα τον κίνδυνο τέτοιων περιουσιακών στοιχείων και άλλοι παράγοντες που θα αναλυθούν στη συνέχεια. Σε αυτούς τους παράγοντες, πρέπει να

προστεθούν η αποτυχία των ρυθμιστών και των εποπτικών αρχών στην επισήμανση και τη διόρθωση των αναδυόμενων αδυναμιών.

Σκοπός αυτής της μελέτης είναι να κατανοήσουμε τη φύση μιας οικονομικής κρίσης, των αιτιών και των παραγόντων που οδήγησαν στην τρέχουσα και τις διαφορές που υπάρχουν σήμερα με άλλες κρίσεις του παρελθόντος, ώστε να αντιληφθούμε καλύτερα τις προκύπτουσες δυσκολίες που αντιμετωπίζει το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα και τις προοπτικές της τρέχουσας οικονομικής κρίσης. Η βασική έρευνα είναι για την κρίση του 1929 και για την τρέχουσα, για την οποία η έρευνα ολοκληρώνεται στα μέσα του 2010. Επίσης, γίνεται εκτεταμένη αναφορά στις ενδιάμεσες κρίσεις. Κίνητρο για τη συγγραφή της εν λόγω διπλωματικής, αποτέλεσε η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, ο πανικός που προκάλεσε και ο αντίκτυπος σε όλους τους τομείς.

Μέσα από την εργασία θα δοθούν απαντήσεις σε βασικά και σημαντικά ερωτήματα, όπως είναι τα παρακάτω:

- Πώς μπορούμε να αντιληφθούμε την έννοια μιας κρίσης σε μια οικονομία;
- Ποιες οικονομίες έχουν βιώσει πρόσφατα κρίση και ποιους μηχανισμούς λειτουργούν για να περιορίσουν την έναρξη του πανικού;
- Ποια ήταν η πραγματική Μεγάλη Ύφεση;
- Πώς οδηγηθήκαμε στην τρέχουσα κρίση και ποιος ήταν ο ρόλος των τραπεζών πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης;
- Υπάρχουν κοινά στοιχεία στις κρίσεις μεταξύ των οικονομιών και σε τί διαφέρει η τρέχουσα οικονομική κρίση στην Ευρωζώνη με αυτήν στις Η.Π.Α.;
- Ποιες ήταν οι επιπτώσεις των προηγούμενων μεγάλων οικονομικών κρίσεων και ποιες στην τρέχουσα;
- Ποιες πολιτικές και μέτρα πρέπει να υιοθετηθούν για την αντιμετώπιση και την έξοδο από την κρίση;
- Ποιες είναι οι τελευταίες εξελίξεις στη χώρα μας;

Στη συνέχεια, αναλύεται η ανατομία μιας οικονομικής κρίσης, γίνεται μία ανασκόπηση στην ιστορία των οικονομικών κρίσεων και θα γίνει μία προσπάθεια ανάλυσης των βασικών αιτιών της τρέχουσας κρίσης και σύγκριση μεταξύ τους. Επίσης, θα γίνει αναφορά επί του θέματος και στο τραπεζικό σύστημα. Τέλος, παραβάλλονται μερικές ενέργειες για την αντιμετώπιση της τρέχουσας κατάστασης και τη διεθνή ανάκαμψη και παρατίθεται η επίδραση που είχε η τωρινή κρίση στις επιχειρήσεις.

Αναλυτικότερα, στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η έννοια της κρίσης, πώς την αντιλαμβανόμαστε μέσα από κρίσεις ανερχόμενων αγορών, περιγράφεται η αντίδραση των οικονομιών στον πανικό και γίνεται μια πρώτη επαφή με τους παράγοντες που οδηγούν τελικά στην οικονομική κρίση.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, αναφέρεται το ιστορικό των κρίσεων και συγκεκριμένα κρίσεις που ξέσπασαν σε διάφορες χώρες και σε διαφορετικές περιόδους (παλαιότερες και πιο πρόσφατες). Περιγράφεται η αντίδραση των χωρών σε μια τέτοια κατάσταση, η επίδραση που δέχθηκαν, τα μέτρα που πάρθηκαν και τα αποτελέσματα που προέκυψαν. Επίσης αναλύεται ξεχωριστά η κρίση του 1929 και διαχωρίζεται και η Πραγματική Μεγάλη Ύφεση.

Το τρίτο κεφάλαιο είναι αφιερωμένο στην τρέχουσα κρίση. Γίνεται εκτεταμένη αναφορά, ώστε να αναλύσουμε και να αντιληφθούμε την χρηματοοικονομική δομή, την πορεία της και γενικά το Παγκόσμιο Περιβάλλον.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται σύγκριση μεταξύ των κρίσεων. Αρχικά αναφέρονται κρίσεις διάφορων αγορών και κάποια κοινά βασικά στοιχεία, στη συνέχεια συγκρίνονται τα δεδομένα της τρέχουσας κρίσης στις Η.Π.Α. και στη ζώνη του Ευρώ. Αναλύεται η αντίδραση που είχαν και οι δύο πλευρές, τα προβλήματα που προέκυψαν, βασικές διαφορές τους αλλά και σημαντικές ομοιότητες. Και στο τέλος, γίνεται εκτενής αναφορά στις συνέπειες και στην ύφεση που θα υποστούν οι χώρες μετά την κρίση.

Το πέμπτο κεφάλαιο αφορά τα μέτρα πρόληψης που πρέπει να υπάρχουν σε μια χώρα, ώστε να βρίσκεται σε ένα υγιές οικονομικό περιβάλλον, αλλά και τις αντιδράσεις, τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο, είτε για να προστατευθούν είτε για να αντιμετωπίσουν μία κρίση. Επίσης, αναλύεται η μετάδοση της τρέχουσας



κρίσης και οι επιπτώσεις της, καθώς και οι πολιτικές Νομισματικού, Δημοσιονομικού και Χρηματοπιστωτικού τομέα που πρέπει να ακολουθηθούν, ώστε να οδηγήσουν την χώρα στην έξοδο από την κρίση.

Στο έκτο κεφάλαιο αναφέρεται ενδεικτικά η επίδραση της κρίσης στον τραπεζικό τομέα και στον τομέα της αυτοκινητοβιομηχανίας. Από τη μία πλευρά οι τράπεζες παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον, γιατί συνέβαλλαν στο να ξεσπάσει η κρίση, αλλά δέχτηκαν μεγάλες επιδράσεις στα αποτελέσματά τους. Από την άλλη η αυτοκινητοβιομηχανία δέχτηκε μεγάλο πλήγμα λόγω της κρίσης, παρουσιάζοντας κατακόρυφη πτώση στις πωλήσεις.

Στο έβδομο κεφάλαιο παρατίθενται συγκεντρωτικά στοιχεία για τους προβληματισμούς και συχνά ερωτήματα για την κατάσταση στην Ελλάδα και τη σχέση της με την Ευρωζώνη.

Στο τελευταίο κεφάλαιο αναφέρεται συμπερασματικά μια συνοπτική εικόνα της σημερινής κρίσης με μικρές αναφορές και συγκρίσεις με παλαιότερες καταστάσεις. Επίσης, παρατίθενται οι περιορισμοί που προέκυψαν κατά την εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας, καθώς και κάποιες προτάσεις που θα μπορούσαν να προβληματίσουν και να οδηγήσουν σε μελλοντικές μελέτες.

## **1. Η ΑΝΑΤΟΜΙΑ ΜΙΑΣ ΚΡΙΣΗΣ**

### **1.1 Η έννοια της κρίσης**

Οι διεθνείς οικονομικές κρίσεις μπορούν να οριστούν με πολλούς τρόπους και μπορεί να λάβουν πολλές μορφές. Αυτό που εννοούμε λέγοντας μια διεθνή χρηματοοικονομική κρίση, σύμφωνα με τον L.H. Summers (2008) είναι μια κατάσταση κατά την οποία η διεθνής διάσταση ουσιαστικά επιδεινώνει μια κρίση, με τρόπους που δε συμβαίνουν σε μια κλειστή οικονομία. Με τον ορισμό αυτό, ο Summers δεν προσπαθεί να μειώσει τον κύριο λόγο που οι θεμελιώδης αδυναμίες μπορούν να διαδραματίσουν στο να φτάσει μια κρίση. Προσπαθεί να αποκλείσει καταστάσεις, όπου, κατά κύριο λόγο, η κακή εγχώρια οικονομική επίδοση είναι αυτό που οδηγεί σε προβλήματα εξυπηρέτησης του χρέους. Επίσης, για να αποκλειστούν νομισματικές κρίσεις στις οποίες οι χώρες αναγκάζονται να προσαρμόζουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, παρ'όλο που οι υποτιμήσεις μπορούν συχνά να προμηνύσουν διεθνείς οικονομικές κρίσεις.

Επίσης, μια οικονομική κρίση μπορεί να χαρακτηριστεί ως μια διατάραξη στις χρηματοοικονομικές αγορές, στην οποία η δυσμενής επιλογή και τα προβλήματα ηθικού κινδύνου γίνονται πολύ εντονότερα, έτσι ώστε οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι ανίκανες να διοχετεύσουν αποτελεσματικά τα κεφάλαια σε αυτούς που έχουν τις πιο παραγωγικές ευκαιρίες επένδυσης. Μια οικονομική κρίση συνεπώς, οδηγεί στην ανικανότητα των χρηματοοικονομικών αγορών να λειτουργούν αποτελεσματικά, γεγονός που οδηγεί σε μια αιχμηρή συστολή στην οικονομική δραστηριότητα.

### **1.2 Κρίσεις ανερχόμενων αγορών**

Σε μια οικονομική κρίση αναδυόμενης αγοράς, μια οικονομία που έχει γίνει αποδέκτης μεγάλης κλίμακας εισροών κεφαλαίου, σταματάει αυτή η λήψη εισροών και αντίθετα αντιμετωπίζει αιφνίδιες απαιτήσεις για την αποπληρωμή των ανεξόφλητων δανείων. Αυτή η απότομη αντιστροφή των ροών οδηγεί σε οικονομική αμηχανία, καθώς τα δάνεια οδηγούνται σε αθέτηση ή τουλάχιστον ωθούνται στο

χείλος της αθέτησης. Η έκβαση της αντιστροφής των ροών κεφαλαίου μπορεί να είναι μια περίοδος οριστικών αθετήσεων, επαναπρογραμματισμού των πληρωμών χρέους, ή διάσωση από ένα δανειστή που παρέχει ένα νέο δάνειο για να χρηματοδοτήσει τις πληρωμές προηγούμενων δανείων που καθίστανται ληξιπρόθεσμες.

Στον 20ό αιώνα έχουν υπάρξει διάφορες δραματικές διεθνείς οικονομικές κρίσεις που αφορούν τις αναπτυσσόμενες χώρες. Το 1929, η ροή της χρηματοδότησης ομολόγων (bond financing) από τις Ηνωμένες Πολιτείες στη Λατινική Αμερική ξαφνικά σταμάτησαν, οδηγώντας διαδεδομένες αθετήσεις από τους λατινοαμερικάνικους κρατικούς οφειλέτες, που πήρε σχεδόν μια γενιά για να επιλυθούν. Τον Αύγουστο του 1982, το Μεξικό ωθήθηκε στο χείλος της αθέτησης όταν δεν ήταν σε θέση να επαναεπενδύσει σε βραχυπρόθεσμα χρέη που έληγαν. Η μεξικάνικη κρίση σύντομα ακολουθήθηκε από μια γενικευμένη απόσυρση των πιστώσεων από τις αναπτυσσόμενες χώρες, οι οποίες, στη συνέχεια, οδήγησαν στο να επαναπρογραμματίσουν τα χρέη τους, σε μη πληρωμές και σε επαναδιαπραγματεύσεις σε δώδεκα χώρες – οφειλέτες.

Η Χιλή, η Ουρουγουάη και η Αργεντινή δοκιμάστηκαν, επίσης από οικονομικές κρίσεις στις αρχές τις δεκαετίας του 1980, μετά από την οικονομική απελευθέρωση (καθιέρωση καθεστώτος ελεύθερου ανταγωνισμού) προς το τέλος 1970. Πιο πρόσφατα, έχουν γίνει πολλές δραματικές «αντιστροφές» σε μεγάλη κλίμακα δανεισμού στις αναδυόμενες αγορές: Μεξικό, Τουρκία και Βενεζουέλα το 1994 Αργεντινή στις αρχές του 1995 και ανατολικές ασιατικές χώρες το 1997. Σε πέντε από αυτές τις πρόσφατες περιπτώσεις –Μεξικό, Αργεντινή, Ινδονησία, Κορέα και Ταϊλάνδη- έκτακτα διεθνή δάνεια κανονίστηκαν για να ματαιώσουν τις μη αποπληρωμές της εξυπηρέτησης του χρέους.

Αυτά τα επεισόδια είχαν ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά: «σημαδεύτηκαν» από ξαφνικές μετατοπίσεις στις οικονομικές ροές, ήταν έως έναν ορισμένο βαθμό απρόβλεπτες και προκάλεσαν βαθιές οικονομικές συστολές εντός των οφειλετών – χωρών, καθώς επίσης και απώλειες σε μερικούς από τους ξένους επενδυτές μετοχικού κεφαλαίου. Οι περισσότεροι αναλυτές έχουν προσπαθήσει να εξηγήσουν αυτές τις κρίσεις αναφορικά με δύο κατηγορίες «θεμελιωδών» παραγόντων: (1) απότομες αλλαγές στους όρους των διεθνών αγορών που έχουν επιπτώσεις στη δυνατότητα των χρεωστών να εκπληρώσουν τα ανεξόφλητα δάνεια, όπως αλλαγές στα επιτόκια, στις

τιμές των αγαθών ή στους όρους του εμπορίου και (2) απότομες αλλαγές στη χώρα – οφειλέτη που προκαλούν τους πιστωτές να αποτιμήσουν εκ νέου τη δυνατότητα ή την προθυμία εκείνης της χώρας να «εξυπηρετήσει» το ξένο χρέος, συμπεριλαμβανομένων των αλλαγών στην πολιτική ηγεσία ή την οικονομική πολιτική, ή στην επιβάρυνση του χρέους (παραδείγματος χάριν, λόγω των νέων πληροφοριών για το γενικό μέγεθος των υποχρεώσεων εξωτερικού χρέους).

Στην κρίση του 1929, ο κύριος παράγοντας πίσω από την διακοπή της χρηματοδότησης των ομολόγων, φέρεται να ήταν οι ραγδαίες συνθήκες ανάπτυξης των αμερικανικών χρηματοοικονομικών αγορών, η οποία περιόρισε τους όρους για τις νέες διεθνείς εκδόσεις ομολόγων. Επιπλέον, οι μειωμένες διεθνείς τιμές των αγορών έθεσαν το ερώτημα για την ικανότητα των χωρών εξαγωγής εμπορευμάτων στη Λατινική Αμερική να εξυπηρετήσουν τα χρέη τους. Σύντομα, μετά από το σταμάτημα του δανεισμού, οι παγκόσμιες οικονομικές συνθήκες χειροτέρευσαν εμφανώς, με το «ξέσπασμα» της Μεγάλης Ύφεσης των Η.Π.Α. και την άνοδο του προστατευτισμού στις χώρες σε όλον τον κόσμο. Στην κρίση χρέους του 1982 στο Μεξικό, οι σημαντικότερες αλλαγές ήταν η πολύ μεγάλη άνοδος στα επιτόκια στις Ηνωμένες Πολιτείες και η επακόλουθη απότομη ανατίμηση του αμερικανικού δολαρίου. Στη συνέχεια, η ανατίμηση των δολαρίων και τα αυξημένα επιτόκια προκάλεσαν τις τιμές, που ορίζονταν σε δολάρια, των διεθνών εμπορικών προϊόντων, συμπεριλαμβανομένου του πετρελαίου σε πτώση. Αυτός ο συνδυασμός της ανόδου των επιτοκίων και των μειωμένων τιμών των προϊόντων ανάγκασαν τους διεθνείς επενδυτές να επαναξιολογήσουν την ικανότητα εξυπηρέτησης του χρέους των χωρών – οφειλετών, όπως το Μεξικό.

Ένα αξιοσημείωτο στοιχείο των πρόσφατων κρίσεων στις ανερχόμενες αγορές είναι, ότι χαρακτηριστικοί διεθνείς παράγοντες δεν παρουσιάστηκαν. Στις κρίσεις του 1994 και του 1995 (στην Αργεντινή, το Μεξικό, την Τουρκία και την Βενεζουέλα), οι διεθνείς χρηματοοικονομικές συνθήκες ήταν σταθερές, τα αμερικάνικα επιτόκια ήταν συγκρατημένα και το παγκόσμιο εμπορικό σύστημα συναλλαγών ήταν ανοικτό. Πράγματι, το Μεξικό είχε μόλις εισέλθει στη Βορειοαμερικανική Συμφωνία Ελεύθερου Εμπορίου (American Free Trade Agreement – NAFTA) με τον Καναδά και τις Ηνωμένες Πολιτείες. Οικονομικές μεταρρυθμίσεις στο Μεξικό και την Αργεντινή είχαν οδηγήσει γενικά σε διαδεδομένο ενθουσιασμό αυτές τις οικονομίες. Οι Dorndusch, Goldfajn και Valdes (1997) προσδίνουν βαριά ευθύνη για την

μεξικανική κρίση στη φτωχή μακροοικονομική διαχείριση στο εσωτερικό της χώρας. Κατά την άποψή τους, η αχίλλειος πτέρνα των οικονομιών του Μεξικού και της Αργεντινής το 1994-95 ήταν η υπερεκτιμημένη συναλλαγματική ισοτιμία, μια κληρονομιά αντιπληθωριστικών προγραμμάτων που είχαν στόχο την ονομαστική σταθερότητα συναλλαγματικής ισοτιμίας. Σε μια εναλλακτική ερμηνεία Sachs, Tornell και Velasco (1995) υποστηρίζουν ότι η υπερ-τίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας διαδραμάτισε μόνο έναν έμμεσο ρόλο, περισσότερο σημαντικός ήταν ο πιστωτικός πανικός.

Οι ανατολικές ασιατικές κρίσεις του 1997 είναι πιο αξιοπρόσεκτες. Όχι μόνο ήταν οι διεθνείς παράγοντες φαινομενικά απών – με ήπιες συνθήκες στις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές, στις αγορές προϊόντων και στο σύστημα εμπορικών συναλλαγών – αλλά ήταν οι εγχώριοι παράγοντες εκείνοι που συνέβαλαν στις κρίσεις στο Μεξικό και την Αργεντινή, οι οποίοι δεν εμφανίστηκαν επίσης. Καμία από τις χώρες της Ανατολικής Ασίας δεν βρισκόταν στον απόηχο ενός αντιπληθωριστικού προγράμματος. Οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες τους μόνο ελαφρώς υπερεκτιμημένες. Οι γενικές ικανότητες διατήρησης χρέους τους δεν φάνηκαν να επίκεινται σε κινδύνους αθέτησης.

### **1.3 Η αντίδραση των προηγμένων οικονομιών στον πανικό**

Οι προηγμένες οικονομίες έχουν εισαγάγει μηχανισμούς και όργανα που περιορίζουν την έναρξη των αυτο-εκπληρούμενων πανικών μέσα στις εγχώριες οικονομίες. Αυτά τα διδάγματα προσφέρουν τις γνώσεις για την κατανόηση της φύσης των διεθνών κρίσεων. Οι Ηνωμένες Πολιτείες, παραδείγματος χάριν, ήταν μακροχρόνια επιρρεπείς σε τραπεζικές κρίσεις που ήταν σε μεγάλο βαθμό εγχώριας προέλευσης. Τέτοιες κρίσεις εμφανίστηκαν το 1873, 1893 και το 1907. Η τελευταία από αυτές βοήθησε να καθιερωθεί το 1913 το σύστημα Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, η οποία πρώτη εφάρμοσε τέτοιους μηχανισμούς όπως αυτοί περιγράφονται παρακάτω.

Η κεντρική τράπεζα, ο τελευταίος εκδότης μεγάλης ποσότητας χρήματος, είναι φαινομενικά ανεμπόδιστη να εκδόσει τις πιστώσεις που απαιτούνται μη-ρευστοποιήσιμα αλλά φερέγγυα οικονομικά όργανα, προκειμένου να υπερνικηθούν

τέτοιοι πανικοί. Ο δανειστής «έσχατης ανάγκης» έχει δύο διαστάσεις. Πιο άμεσα, αποτρέπει ολοκληρωτικές αθετήσεις με την παροχή ρευστού και πιο δυσδιάκριτα αλλά ίσως πιο σημαντικό μπορεί να εξαλείψει έναν αυτο-εκπληρούμενο πανικό εάν οι καταθέσεις και οι πιστωτές θεωρήσουν ότι το «καταφύγιο έσχατης ανάγκης» θα παράσχει πιστώσεις, που απαιτούνται για την πρόληψη μιας τραπεζικής κατάρρευσης. Οπλισμένοι με αυτήν τη γνώση, δεν υπάρχει κανένας λόγος για ένα μεμονωμένο καταθέτη να πανικοβάλλεται, ακόμα κι αν άλλοι το κάνουν.

Εκτός από τη δυνατότητα του «δανειστή έσχατης ανάγκης», οι ανεπτυγμένες εγχώριες χρηματοοικονομικές αγορές τείνουν να έχουν κι άλλα προστατευτικά μέτρα στους αυτο-εκπληρούμενους πανικούς. Η ασφάλεια των καταθέσεων, και η υποστήριξή τους τελικά από την κεντρική τράπεζα, είναι ένα κρίσιμο μέσο για την πρόληψη των μαζικών αναλήψεων από καταθέτες.

Ένα άλλο προστατευτικό μέτρο ενάντια στον πανικό είναι ένα καλά καθορισμένο και σχετικά σαφές σύστημα για τις πτωχεύσεις, τις εκκαθαρίσεις, και άλλες μορφές ρυθμίσεων χρέους. Αυτοί οι τύποι θεσμικών και νομικών μηχανισμών δεν υπάρχουν σε μερικές χώρες και είναι συχνά ανεφάρμοστοι όταν οι πιστωτές και οι χρεώστες είναι κάτοικοι διαφορετικών χωρών. Όπως σημειώθηκε παραπάνω, μέρος της αιτίας για έναν οικονομικό πανικό είναι η «σπουδή των πιστωτών για αρπαγή» των περιουσιακών στοιχείων των μη-ρευστοποιήσιμων ή αφερέγγυων οφειλετών του, στην οποία μάλιστα ο κάθε πιστωτής προσπαθεί να είναι ο πρώτος που θα τα διεκδικήσει. Αυτό έχει πολύ υψηλό κόστος: φερέγγυες και πλήρως υγιείς εταιρίες μπορούν να οδηγηθούν σε μη πληρωμές (αθετήσεις) και ενδεχόμενες εκκαθαρίσεις, οι χρεωστές να αδυνατούν να προσελκύσουν τέτοιες δυσμενείς εκβάσεις με το να φέρουν τους πιστωτές και τους χρεωστές μαζί για ομαλές διαπραγματεύσεις, από το να προκαλούν ταραχώδεις πανικούς. Μπορούν επίσης να εξασφαλίσουν επαρκή προσωρινή, μεταβατική χρηματοδότηση των μη ρευστοποιήσιμων επιχειρήσεων κατά τη διαδικασία πανικού.

Πολλές αναδυόμενες αγορές στερούνται τη ρυθμιστική και νομική υποδομή για να υποστηρίξουν τις ιδιαίτερα φιλελευθερωμένες τραπεζικές συναλλαγές, και σχεδόν στερούνται «το καταφύγιο έσχατου δανεισμού» ώστε να αντιμετωπίσουν ξαφνικές μετατοπίσεις στην εμπιστοσύνη των καταθετών. Οξείς παρατηρητές, λοιπόν, έχουν προειδοποιήσει για τους κινδύνους της πρόωρης οικονομικής φιλελευθεροποίησης σε

τέτοιες αγορές. Ειδικότερα, οι McKinnon και Pill (1996) τόνισαν την ανάγκη «να σταματήσουν οι βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίου, ιδιαίτερα εκείνες ενδιάμεσα του εγχώριου τραπεζικού συστήματος».

#### **1.4 Κατανόηση των κρίσεων**

Σύμφωνα με τον Mishkin (1996) πέντε κύριοι παράγοντες στο οικονομικό περιβάλλον μπορούν να οδηγήσουν στην ουσιαστική επιδείνωση της δυσμενούς επιλογής και τον ηθικό κίνδυνο στις χρηματοοικονομικές αγορές, οι οποίες προκαλούν έπειτα μια οικονομική κρίση και μετατοπίζουν την οικονομία από μια ισορροπία με υψηλή παραγωγή σε μια με χαμηλή παραγωγή, επειδή το οικονομικό σύστημα είναι ανίκανο να διοχετεύσει τα κεφάλαια σε εκείνους με τις καλύτερες ευκαιρίες επένδυσης. Οι παράγοντες που προκαλούν τραπεζικές και χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι: αυξήσεις στα επιτόκια, αυξήσεις στην αβεβαιότητα, επιδράσεις των περιουσιακών στοιχείων στους ισολογισμούς ή πτώσεις του χρηματιστηρίου και τραπεζικοί πανικοί.

Εάν τα επιτόκια αγοράς αυξηθούν αρκετά, υπάρχει μια υψηλότερη πιθανότητα οι δανειστές να δανείσουν στους κακούς πιστωτικούς κινδύνους, εκείνοι με τα πιο παράτολμα προγράμματα επένδυσης, επειδή οι καλοί πιστωτικοί κίνδυνοι είναι λιγότερο πιθανό να θελήσουν να δανειστούν, ενώ παράλληλα οι κακοί πιστωτικοί κίνδυνοι είναι ακόμη πρόθυμοι να δανειστούν. Λόγω της προκύπτουσας αύξησης στη δυσμενή επιλογή, οι δανειστές θα θελήσουν να χορηγήσουν λιγότερα δάνεια, οδηγώντας ενδεχομένως σε μια απότομη πτώση στο δανεισμό, η οποία θα οδηγήσει σε μια σημαντική πτώση των επενδύσεων και της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας.

Μια δραματική αύξηση στην αβεβαιότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές, που οφείλονται ίσως στην αποτυχία ενός προεξέχοντος οικονομικού ή μη οικονομικού οργάνου, μια οικονομική επιβράδυνση, μια πολιτική αστάθεια ή μια συντριβή χρηματιστηρίου καθιστά δυσκολότερο για τους δανειστές να διακρίνουν τους κακούς πιστωτικούς κινδύνους. Η αύξηση στην αβεβαιότητα επομένως, καθιστά τις πληροφορίες στις χρηματοοικονομικές αγορές πιο ασυμμετρικές και καθιστά το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής χειρότερο. Η προκύπτουσα ανικανότητα των

δανειστών να λύσουν το πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής, καθιστά λιγότερο πρόθυμους να δανείσουν, οδηγώντας σε μια πτώση στο δανεισμό, την επένδυση, και τη συνολική δραστηριότητα.

Η καθαρή θέση μιας επιχείρησης και η ποιότητά της εκτελεί έναν παρόμοιο ρόλο με την εγγύηση. Εάν μια εταιρία έχει υψηλή καθαρή θέση, έπειτα ακόμα κι αν υπάρχουν αθετήσεις στις πληρωμές του χρέους, ως αποτέλεσμα κακών επενδύσεων, ο δανειστής μπορεί να πάρει τον τίτλο με την καθαρή θέση της εταιρίας, να τον εκποιήσει και να χρησιμοποιήσει τις εισπράξεις για να αποζημιώσει μερικές από τις απώλειες του δανείου. Συνεπώς, μειώνει τις συνέπειες της δυσμενούς επιλογής ή του ηθικού κινδύνου. Αυτός είναι και ο λόγος που η επιδείνωση των ισολογισμών των χρηματοπιστωτικών ή μη επιχειρήσεων και οι πτώσεις του χρηματιστηρίου μπορεί να αυξήσει τη δυσμενή επιλογή και τα προβλήματα ηθικού κινδύνου στις χρηματοπιστωτικές αγορές, επειδή οδηγεί σε μια μεγάλη πτώση στην αγοραία αξία της καθαρής θέσης της εταιρίας.

Να σημειωθεί, ότι αυτή η πτώση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων θα μπορούσε, είτε να εμφανιστεί λόγω των χαμηλότερων προσδοκιών των μελλοντικών εισοδηματικών ροών από αυτά τα περιουσιακά στοιχεία, είτε λόγω μιας ανόδου στα επιτόκια αγοράς που χαμηλώνει την παρούσα προεξοφλητική αξία των μελλοντικών εισοδηματικών ροών.

Τέλος, οι τράπεζες έχουν έναν πολύ σημαντικό ρόλο στις χρηματοοικονομικές αγορές από τη στιγμή που είναι κατάλληλες να συμμετέχουν σε δραστηριότητες «παραγωγής-πληροφοριών», οι οποίες διευκολύνουν τις παραγωγικές επενδύσεις για την οικονομία. Κατά συνέπεια, η ταυτόχρονη αποτυχία πολλών τραπεζών μειώνει το ποσό οικονομικής μεσολάβησης που αναλαμβάνεται από τις τράπεζες, και θα οδηγήσει έτσι σε μια μείωση των επενδύσεων και της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας. Πράγματι, ακόμα κι αν οι τράπεζες δεν αποτυγχάνουν, αλλά αντ' αυτού υφίστανται μια ουσιαστική συρρίκνωση στο κεφάλαιο τους, ο δανεισμός τραπεζών θα μειωθεί, οδηγώντας έτσι σε μια συρρίκνωση στην οικονομική δραστηριότητα.



## 1.5 Η εφαρμογή

Οι περισσότερες οικονομικές κρίσεις στις ΗΠΑ έχουν αρχίσει με μια απότομη αύξηση στα επιτόκια, μια συντριβή του χρηματιστηρίου και μια αύξηση στην αβεβαιότητα ως αποτέλεσμα μιας αποτυχίας σημαντικών χρηματοπιστωτικών ή μη εταιριών. Κατά τη διάρκεια αυτών των κρίσεων η αύξηση της αβεβαιότητας, η άνοδος στα επιτόκια και η συντριβή των χρηματιστηρίων, αύξησαν τη δριμύτητα των προβλημάτων δυσμενούς επιλογής στις πιστωτικές αγορές, ενώ η πτώση στις καθαρές θέσεις από τη συντριβή του χρηματιστηρίου αύξησε επίσης τα προβλήματα ηθικού κινδύνου. Έτσι κατέστη λιγότερο ελκυστικό για τους δανειστές να δανείζουν, γεγονός που οδήγησε σε μια πτώση στις επενδύσεις και τη συνολική δραστηριότητα.

Λόγω των επιδεινομένων επιχειρηματικών όρων και της αβεβαιότητας για την υγεία της τράπεζάς τους, οι καταθέτες άρχισαν να αποσύρουν τα κεφάλαιά τους από τις τράπεζες επειδή ανησύχησαν ότι οι τράπεζες θα χρεοκοπούσαν. Ο προκύπτων τραπεζικός πανικός, στον οποίο ένας μεγάλος αριθμός τραπεζών υπέπεσε, αύξησε τα επιτόκια ακόμα περισσότερο και μείωσε το ποσό οικονομικής διαμεσολάβησης των τραπεζών. Η προκύπτουσα επιδείνωση των προβλημάτων που δημιουργήθηκαν από τη δυσμενή επιλογή και τον ηθικό κίνδυνο οδήγησε στην περαιτέρω οικονομική συστολή.

Τέλος, θα υπήρχε μια ταξινόμηση των αφερέγγυων εταιριών από τις υγιείς εταιρίες από την πτωχευτική διαδικασία και η ίδια διαδικασία θα ίσχυε και για τις τράπεζες, συχνά με τη βοήθεια των δημοσίων και ιδιωτικών αρχών. Άπαξ αυτή η ταξινόμηση είναι πλήρης, η αβεβαιότητα στις χρηματοοικονομικές αγορές θα μειωνόταν, το χρηματιστήριο θα υποβαλλόταν σε μια αποκατάσταση, και τα επιτόκια θα έπεφταν. Το αποτέλεσμα θα ήταν έπειτα από μια μείωση στη δυσμενή επιλογή και τον ηθικό κίνδυνο και η οικονομική κρίση θα υποχωρούσε. Με τις χρηματοοικονομικές αγορές ικανές να λειτουργήσουν καλά πάλι, θα τίθονταν η βάση για την ανάκαμψη της οικονομίας.

Εάν, εντούτοις, η οικονομική ύφεση οδηγήσει μια αιχμηρή πτώση στις τιμές, η διαδικασία ανάκαμψης ενδέχεται να γίνει με δυσκολία. Σε αυτήν την κατάσταση που περιγράφεται από τον Irving Fischer (1933) ως «αποπληθωρισμός λόγω χρέους»

(debt-deflation), η ουσιαστική πτώση στο επίπεδο τιμών οδηγεί σε μια περαιτέρω επιδείνωση στην καθαρή θέση των εταιριών, λόγω της αυξανόμενης επιβάρυνσης των υποχρεώσεων. Εάν ο «αποπληθωρισμός λόγω χρέους» παγιωθεί, όπως εμφανίζεται παραδείγματος χάριν κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης των ΗΠΑ, η δυσμενής επιλογή και ο ηθικός κίνδυνος συνεχίζουν να αυξάνονται, έτσι ώστε ο δανεισμός, τα έξοδα επένδυσης και η συνολική οικονομική δραστηριότητα παραμένουν υποτονική για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Η βιβλιογραφία των μονεταριστών αναφέρει μια πρόσθετη οδό για το πώς οι οικονομικές κρίσεις που περιλαμβάνουν τραπεζικούς πανικούς θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε μια σοβαρή ύφεση στην οικονομία. Οι Friedman και Schwartz (1963) τεκμηρίωσαν πώς οι τραπεζικοί πανικοί στις ΗΠΑ οδήγησαν σε αιχμηρές συστολές στην προσφορά χρήματος ως αποτέλεσμα της μετακίνησης από τους καταθέτες των καταθέσεων σε μετρητά και της μετακίνησης, από τη μεριά των τραπεζών, των δανείων σε αποθεματικά. Αυτές οι συστολές στην προσφορά χρήματος θεωρούνται επίσης ως αρμόδιες για τις σημαντικές πτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα και το επίπεδο τιμών.

## **2. ΤΟ ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ**

### **2.1 Εισαγωγή**

Οι χώρες όπως η Νότια Κορέα, η Ταϊλάνδη, η Ινδονησία, η Σιγκαπούρη και το Χονγκ Κονγκ, των οποίων οι οικονομίες ήταν προηγούμενος ο φθόνος του κόσμου, δοκίμασαν οικονομικές κρίσεις. Τράπεζες και άλλοι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί τέθηκαν κάτω από μεγάλη πίεση και πολλές περιπτώσεις κατέρρευσαν. Χρηματιστήρια και νομίσματα βυθίστηκαν. Οι πραγματικές οικονομίες τους πλήχθηκαν σοβαρά και το ΑΕΠ τους έπεσε σημαντικά. Ποιες ήταν οι αιτίες αυτών των δραματικών γεγονότων; Τι συνέβη στην Ασία το 1997;

Για πολλούς ανθρώπους αυτές οι κρίσεις ήταν ένα νέο φαινόμενο. Είχαν υπάρξει κρίσεις σε άλλες χώρες, όπως το Μεξικό και η Βραζιλία, αλλά αυτές θα μπορούσαν

να αποδοθούν στις ασυνεπείς κυβερνητικές μακροοικονομικές πολιτικές. Σε εκείνες τις περιπτώσεις, οι φόροι ήταν πάρα πολύ μικροί σχετικά με τις κρατικές δαπάνες για να διατηρούν μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Αυτό δε συνέβη στην περίπτωση της ασιατικής κρίσης. Άλλες αιτίες αναζητήθηκαν και βρέθηκαν. Τα θεσμικά όργανα στις χώρες αυτές ήταν αρκετά διαφορετικά από εκείνα στις ΗΠΑ. Πολλές χώρες είχαν βασίσει τα οικονομικά τους συστήματα στις τράπεζες. Υπήρξε λίγη διαφάνεια είτε για τις τράπεζες είτε τις εταιρίες. Η εταιρική διακυβέρνηση λειτούργησε με έναν αρκετά διαφορετικό τρόπο. Σε πολλές περιπτώσεις δε φάνηκε ότι τα οφέλη των διευθυντών ήταν ευθυγραμμισμένα με εκείνα των μετόχων. Σε ορισμένες χώρες, όπως η Ινδονησία, η διαφθορά ήταν άφθονη. Αυτοί οι παράγοντες θεωρήθηκαν από πολλούς ως η αιτία των κρίσεων. Εντούτοις, αυτοί οι παράγοντες ήταν όλοι παρόντες κατά τη διάρκεια του χρόνου που αυτές οι χώρες ήταν τόσο επιτυχείς.

Άλλοι κατηγόρησαν τις εγγυήσεις στις τράπεζες και τις εταιρίες από τις κυβερνήσεις ή τις υπονοούμενες (implicit) υποσχέσεις «των διασώσεων» (bail-outs) από οργανισμούς όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ). Παρά το ότι οι ασυνεπείς μακροοικονομικές πολιτικές ήταν πρόβλημα, οι κακές μακροοικονομικές πολιτικές θεωρήθηκαν μεγαλύτερο πρόβλημα. Ούτως ή άλλως ήταν οι κυβερνήσεις και οι διεθνείς οργανισμοί που θεωρήθηκαν υπαίτιοι.

Οι τελευταίες οικονομικές κρίσεις δε θεωρείται ότι έχουν κάτι καινούργιο. Δεν έχουν περιοριστεί στις αναπτυσσόμενες οικονομίες ακόμα τον τελευταίο καιρό. Οι Σκανδιναβικές κρίσεις στις αρχές της δεκαετίας του '90 είναι παράδειγμα αυτού. Παρά τις εξελιγμένες οικονομίες και θεσμούς, η Νορβηγία, η Σουηδία και η Φιλανδία είχαν όλες αυστηρές κρίσεις. Αυτές ήταν παρόμοιες από πολλές απόψεις με αυτό που συνέβη στις ασιατικές κρίσεις του 1997. Τράπεζες κατέρρευσαν, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων βυθίστηκαν, νομίσματα προσβλήθηκαν κι έπεσαν. Η παραγωγή επηρεάστηκε σοβαρά.

Κάνοντας μια ιστορική ανασκόπηση, η περίοδος από το 1945 ως το 1971 ήταν εξαιρετική. Δεν υπήρξε καμία τραπεζική κρίση οπουδήποτε στον κόσμο, εκτός από μία στη Βραζιλία το 1962. Υπήρξαν νομισματικές κρίσεις, όταν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες σταθεροποιήθηκαν σε λανθασμένα επίπεδα, αλλά αυτό ήταν όλο. Επανερχόμενοι στο πρώτο μισό του 20ού αιώνα και πριν, υπήρξαν πολλά

παραδείγματα οικονομικών κρίσεων. Η συντριβή του χρηματιστηρίου το 1929, οι τραπεζικές κρίσεις του '30 και η Μεγάλη Ύφεση των ΗΠΑ ήταν ένα από τα πιο δραματικά επεισόδια. Υπήρξαν πολλές άλλες, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ στο τελευταίο μισό του 19<sup>ου</sup> αιώνα, όταν δεν υπήρχε καμία κεντρική τράπεζα. Στην Ευρώπη, οι κρίσεις ήταν πολύ λιγότερο συχνές. Η Τράπεζα της Αγγλίας είχε μάθει να αποτρέπει τις κρίσεις και η τελευταία (πριν από το πρόσφατο επεισόδιο της North Rock) ήταν η κρίση Overnd & Gurney το 1866. Οι άλλες κεντρικές τράπεζες έμαθαν επίσης να αποτρέπουν τις κρίσεις και οι επιπτώσεις τους μειώθηκαν σημαντικά.

Ιδιαίτερα μετά την εμπειρία της Μεγάλης Ύφεσης των ΗΠΑ στην περίοδο πριν από το 1945-1971, οι κρίσεις θεωρήθηκαν ως αποτυχία της αγοράς. Ήταν ευρεία η διαπίστωση, ότι πρέπει να αποφευχθούν με κάθε κόστος. Η μεταρρύθμιση του συστήματος Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ στις αρχές της δεκαετίας του 1930 και οι εκτενείς κανονισμοί του χρηματοοικονομικού συστήματος που τέθηκαν σε εφαρμογή στις ΗΠΑ ήταν μέρος αυτής της νοοτροπίας. Σε άλλες χώρες ο οικονομικός έλεγχος ήταν μεγαλύτερος. Οι κυβερνήσεις έλεγξαν την κατανομή των κεφαλαίων στις διαφορετικές βιομηχανίες μέσω των κρατικών τραπεζών ή μέσω των τραπεζών που «έλεγχαν» με κανόνες και περιορισμούς. Αυτός ο εκτενής έλεγχος ήταν η αιτία της εξαφάνισης σχεδόν των τραπεζικών κρίσεων από το 1945 ως το 1971.

Εντούτοις, η εξάλειψη των κρίσεων ήρθε με κάθε κόστος. Λόγω των εκτενών κανονισμών και των κρατικών παρεμβάσεων, το οικονομικό σύστημα έπαψε να εκτελεί τη βασική λειτουργία της κατανομής των επενδύσεων, με αποτέλεσμα να υπάρχουν πολλές ανταποδοτικότητες. Το γεγονός αυτό οδήγησε σε εκκλήσεις για την άρση των ελέγχων και την επιστροφή των δυνάμεων της αγοράς για την κατανομή των επενδύσεων. Κατά συνέπεια, οι κρίσεις έχουν επιστρέψει.

## **2.2 Κρίσεις σε διάφορες περιόδους**

Ο Bordo (και άλλοι) (2001) έχουν εξετάσει το θέμα για το πώς οι πρόσφατες κρίσεις, όπως η κρίση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, το 1992-93, η μεξικανική κρίση του 1994-95, η ασιατική κρίση του 1997-98, η βραζιλιάνικη κρίση του 1998, η ρώσικη κρίση του 1998, και η αργεντίνικη κρίση του 2001 συγκρίνονται

με προηγούμενες κρίσεις. Έχουν προσδιοριστεί τέσσερις περιόδους, την Εποχή του «χρυσού κανόνα» (Gold Standard Era) 1880-1913, την περίοδο του μεσοπολέμου 1919-1939, την περίοδο του Bretton Woods, 1945-1971 και την πρόσφατη περίοδο. Όπως θα δούμε, υπάρχουν ορισμένες ομοιότητες μεταξύ των περιόδων αλλά και μερικές σημαντικές διαφορές. Σε αυτό το σημείο εξετάζονται 21 χώρες για τις τρεις πρώτες περιόδους κι έπειτα, για την πρόσφατη περίοδο, δίνονται στοιχεία για τις αρχικές 21.

Οι Allen και Gale (2007) ορίζουν μια τραπεζική κρίση ως μια χρηματοοικονομική «συντριβή» που είναι αρκετά αυστηρή ώστε να οδηγήσει στην κατάρρευση το μεγαλύτερο ποσό ή το σύνολο του κεφαλαίου στο τραπεζικό σύστημα. Μια νομισματική κρίση ορίζεται ως μια αναγκαστική αλλαγή στη συναλλαγματική ισοτιμία, την εγκατάλειψη μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας ή μια διεθνή διάσωση.

Όσον αφορά τη συχνότητα των κρίσεων στις τέσσερις περιόδους, συγκρίνοντας τα στοιχεία από τις 21 χώρες, τα έτη του μεσοπολέμου είναι τα χειρότερα. Το γεγονός αυτό ίσως δεν εκπλήσει δεδομένου ότι αυτό ήταν όταν συνέβη η Μεγάλη Ύφεση των ΗΠΑ. Οι τραπεζικές κρίσεις ήταν ιδιαίτερα διαδεδομένες κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου σε σχέση με τις άλλες περιόδους.

Η περίοδος του Bretton Woods είναι πολύ διαφορετική από τις άλλες περιόδους. Μετά από τη Μεγάλη Ύφεση των ΗΠΑ, οι σχεδιαστές πολιτικής στις περισσότερες χώρες ήταν τόσο αποφασισμένοι να μην επιτρέψουν σε ένα τέτοιο γεγονός να συμβεί πάλι, που επέβαλλαν αυστηρούς κανονισμούς ή έφεραν τις τράπεζες κάτω από τον κρατικό έλεγχο για να τις αποτρέψουν από τη λήψη μεγάλων κινδύνων. Κατά συνέπεια, οι τραπεζικές κρίσεις εξαλείφθηκαν σχεδόν τελείως. Υπήρξε μια δίδυμη (τραπεζική και νομισματική) κρίση στη Βραζιλία το 1962, αλλά εκτός από αυτή, δεν υπήρξε καμία άλλη κατά τη διάρκεια όλης της περιόδου. Υπήρξαν συχνές νομισματικές κρίσεις αλλά, όπως έχουμε δει, αυτές ήταν συνήθως καταστάσεις, όπου οι μακροοικονομικές πολιτικές ήταν ασυμβίβαστες με το επίπεδο των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών που τέθηκαν στο σύστημα του Bretton Woods.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι η πιο ήπια περίοδος ήταν η εποχή του «χρυσού κανόνα» από το 1880-1913. Εδώ, οι τραπεζικές κρίσεις εμφανίστηκαν, αλλά ήταν αρκετά περιορισμένες και οι νομισματικές και οι δίδυμες κρίσεις περιορίστηκαν

έναντι των επόμενων περιόδων. Δεδομένου ότι το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν αρκετά ανοικτό αυτή τη στιγμή, το αποτέλεσμα είναι ότι η παγκοσμιοποίηση δεν οδηγεί αναπόφευκτα σε κρίσεις.

Η πρόσφατη περίοδος δεν είναι τόσο κακή όσο η περίοδος του μεσοπολέμου, αλλά εντούτοις είναι αρκετά κακή. Οι τραπεζικές κι οι δίδυμες κρίσεις είναι συχνότερες απ' ό,τι σε κάθε περίοδο, εκτός από τα έτη του μεσοπολέμου, κι οι νομισματικές κρίσεις είναι συχνότερες. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα στην περίπτωση που χρησιμοποιείται το δείγμα των 56 χωρών ως βάση της σύγκρισης, παρά οι 21 χώρες που χρησιμοποιούνται στις άλλες περιόδους. Οι χώρες που προστίθενται για να δημιουργήσουν το μεγαλύτερο δείγμα, είναι συνήθως αναδυόμενες χώρες. Αυτό σημαίνει ότι οι αναδυόμενες χώρες είναι περισσότερο επιρρεπείς σε κρίσεις και ιδιαίτερα στις νομισματικές κρίσεις.

Τα τελευταία χρόνια, οι αναδυόμενες χώρες είναι ιδιαίτερα επιρρεπείς σε νομισματικές και δίδυμες κρίσεις. Κατά τη διάρκεια της περιόδου του μεσοπολέμου, ήταν οι βιομηχανικές χώρες που είχαν πληγεί ιδιαίτερα σοβαρά από τις κρίσεις. Ήταν πραγματικά περισσότερο επιρρεπείς σε νομισματικές και δίδυμες κρίσεις από τις αναδυόμενες χώρες. Οι υφέσεις με κρίσεις έχουν μια πολύ υψηλότερη απώλεια του ΑΕΠ από τις υφέσεις χωρίς κρίσεις. Αυτό ίσχυε ιδιαίτερα στην περίοδο του μεσοπολέμου. Επίσης, ο μέσος όρος αποκατάστασης είναι κάπως υψηλότερος στις υφέσεις με κρίσεις παρά στις υφέσεις χωρίς κρίσεις.

### **2.3 Πρόσφατες κρίσεις**

Τώρα που έχουμε δει μια σύγκριση των πρόσφατων κρίσεων με τις κρίσεις σε άλλες εποχές, είναι ίσως χρήσιμο να εξεταστούν μερικές από τις πιο πρόσφατες κρίσεις με περισσότερες λεπτομέρειες. Αρχίζουμε με εκείνες που εμφανίστηκαν σε Σκανδιναβία στις αρχές της δεκαετίας του 1990.

#### **2.3.1 Οι Σκανδιναβικές Κρίσεις**

Η Νορβηγία, η Φιλανδία και η Σουηδία δοκίμασαν έναν κλασικό κύκλο εκρήξεων και πανικών (ακραίων διακυμάνσεων) που οδήγησε σε δίδυμες κρίσεις. Στη Νορβηγία, ο δανεισμός αυξήθηκε κατά 40 τοις εκατό το 1985 και το 1986. Οι τιμές

ακινήτων εκτινάχθηκαν στα ύψη ενώ η επένδυση και η κατανάλωση αυξήθηκαν επίσης σημαντικά. Η κατάρρευση στις τιμές του πετρελαίου συνέβαλλαν στο να «σκάσει η φούσκα» και προκλήθηκε αυστηρότερη τραπεζική κρίση και ύφεση από την περίοδο του πολέμου. Στη Φιλανδία ένας επεκτατικός προϋπολογισμός το 1987 οδήγησε σε ογκώδη πιστωτική επέκταση. Οι τιμές κατοικίας αυξήθηκαν κατά συνολικά 68 τοις εκατό το 1987 και το 1988. Το 1989, η κεντρική τράπεζα αύξησε τα επιτόκια και επέβαλλε την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών ώστε να μετριάσει την πιστωτική επέκταση. Το 1990 και το 1991, η οικονομική κατάσταση επιδεινώθηκε από μια πτώση του εμπορίου με τη Σοβιετική Ένωση. Οι τιμές ακινήτων κατέρρευσαν, οι τράπεζες έπρεπε να υποστηριχθούν από την κυβέρνηση και το ΑΕΠ συρρικνώθηκε κατά 7 τοις εκατό. Στη Σουηδία, μια σταθερή πιστωτική επέκταση από τα τέλη της δεκαετίας του '80 οδήγησε σε μια έκρηξη της ιδιοκτησίας. Το φθινόπωρο του 1990, η πίστωση είχε γίνει πιο αυστηρή και τα επιτόκια αυξήθηκαν. Το 1991, διάφορες τράπεζες είχαν σοβαρές δυσκολίες λόγω του δανεισμού βασισμένου στις διογκωμένες τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Η κυβέρνηση έπρεπε να επέμβει και μια αυστηρή ύφεση ακολούθησε.

### **2.3.2 Ιαπωνία**

Στη δεκαετία του '80, η ιαπωνική αγορά ακινήτων και τα χρηματιστήρια προσβλήθηκαν από μια φούσκα. Η οικονομική φιλελευθεροποίηση σε όλη τη δεκαετία του '80 και η επιθυμία να υποστηριχθεί το δολάριο των ΗΠΑ στο τελευταίο μέρος της δεκαετίας οδήγησε σε επέκταση της πίστωσης. Κατά το μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας του '80, οι τιμές ακινήτων αυξήθηκαν σταθερά, φθάνοντας τελικά σε πολύ υψηλά επίπεδα. Παρδείγματος χάριν, ο δείκτης Nikkei 225 στο Τόκιο ήταν περίπου 10.000 το 1985. Στις 19 Δεκεμβρίου, το 1989, έφτασε το υψηλό των 38.916 μονάδων. Ένας νέος Διοικητής της Τράπεζας της Ιαπωνίας, λιγότερο ενδιαφερόμενος για την υποστήριξη του αμερικανικού δολαρίου και περισσότερο για την καταπολέμηση του πληθωρισμού, εφάρμοσε αυστηρότερη νομισματική πολιτική, η οποία οδήγησε σε μια απότομη αύξηση στα επιτόκια στις αρχές του 1990. Η φούσκα έσκασε. Ο Nikkei 225 έπεσε αισθητά κατά τη διάρκεια του πρώτου μέρους του έτους και μέχρι την 1<sup>η</sup> Οκτωβρίου 1990, αυτό είχε βυθιστεί στις 20.222 μονάδες. Οι τιμές των ακινήτων ακολούθησαν μια παρόμοια πορεία. Τα επόμενα χρόνια χαρακτηρίστηκαν από αθετήσεις και περικοπές στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τρεις μεγάλες τράπεζες και ένας από τους τέσσερις μεγαλύτερους

χρηματιστηριακούς οίκους χρεοκόπησαν. Η πραγματική οικονομία ήταν δυσμενώς επηρεασμένη από τη συνέπεια της φούσκας και τα ποσοστά ανάπτυξης κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90 και 2000 ήταν κυρίως ελαφρώς θετικά ή αρνητικά, σε αντίθεση με το μεγαλύτερο μέρος της μεταπολεμικής περιόδου που ήταν πολύ υψηλότερα. Χρησιμοποιώντας το μέσο ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ 4 τοις εκατό, από το 1976-1991, η διαφορά μεταξύ του δυνητικού ΑΕΠ και του πραγματικού ΑΕΠ από το 1992-1998 είναι περίπου 340 τρισεκατομμύρια ή περίπου 68 τοις εκατό του ΑΕΠ.

### **2.3.3 Μεξικό**

Η μεξικανική κρίση εξελίχθηκε σε δύο στάδια. Στις αρχές του 1994 οι ξένοι επενδυτές έγιναν επιφυλακτικοί, ως αποτέλεσμα της αστάθειας των επικείμενων εκλογών. Οι κύριες εισροές στο Μεξικό μειώθηκαν αισθητά το δεύτερο τρίμηνο του 1994, αυξάνοντας την απειλή υποτίμησης του νομίσματος και της πιο αργής ανάπτυξης. Πιθανώς, επειδή αυτό ήταν ένα έτος εκλογής, η τράπεζα του Μεξικού ως απάντηση επέκτεινε την εγχώρια πίστωση. Συνέχισε επίσης να σταθεροποιεί τη συναλλαγματική ισοτιμία, μετά από μια αρχική μέτρια υποτίμηση των αξιών. Το αποτέλεσμα ήταν μια σταθερή πτώση στα αποθεματικά, από περίπου \$28 δισεκατομμύρια το Φεβρουάριο του 1994 σε μόνο \$10 δισεκατομμύρια στις αρχές του Δεκεμβρίου του ίδιου έτους. Μετά από την αλλαγή κυβέρνησης στις αρχές του Δεκεμβρίου, άρχισαν να υπάρχουν φήμες, για υποτίμηση του νομίσματος. Τα αποθέματα έπεσαν κατακόρυφα περαιτέρω στα μέσα Δεκεμβρίου, φθάνοντας σε περίπου \$6 δισεκατομμύρια στο ναδίρ τους και το νόμισμα υποτιμήθηκε κατά τη διάρκεια 19 έως τις 22 Δεκεμβρίου.

Το δεύτερο στάδιο της μεξικανικής κρίσης άρχισε αμέσως μετά την υποτίμηση. Οι διεθνείς και εγχώριοι πιστωτές άρχισαν να συνειδητοποιούν ότι η μεξικανική κυβέρνηση επρόκειτο να αποπληρώσει βραχυπρόθεσμο εξωτερικό χρέος (tesobonos) περίπου \$28 δισεκατομμύρια, μέσα στους ακόλουθους λίγους μήνες, αλλά είχαν μόνο περίπου \$6 δισεκατομμύρια αποθέματα. Ξαφνικά, το Μεξικό ήταν ανίκανο να δανειστεί φρέσκα κεφάλαια για να εξυπηρετήσει αυτό το χρέος. Η κυβέρνηση βρέθηκε μη ρευστοποιήσιμη.

Κατά συνέπεια η μεξικανική κυβέρνηση ωθήθηκε στο χείλος της αθέτησης στις αρχές του 1995. Τελικά, οι Ηνωμένες Πολιτείες και το ΔΝΤ οδηγήθηκαν σε ένα διεθνές δάνειο έκτακτης ανάγκης στο Μεξικό. Η μεξικανική κυβέρνηση



χρησιμοποίησε το δάνειο για να ξεπληρώσει τα tesobonos και ήταν σε θέση να ξεπληρώσει το δάνειο με χρονοδιάγραμμα το 1996. Η μεξικάνικη αύξηση του ΑΕΠ κατέρρευσε το 1995 αλλά επανακτήθηκε έντονα το 1996 και το 1997. Τα χαρτοφυλάκια και άλλες ροές ιδιωτικής επένδυσης έπεσαν επίσης το 1994 και το 1995, αλλά γρήγορα επανήλθαν το 1996 και το 1997. Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία υποτιμήθηκε αισθητά στα τέλη του 1994 και περαιτέρω το 1995, αλλά ανατιμήθηκε το 1996 και το 1997. Το χρηματιστήριο κατέρρευσε στο τέταρτο τρίμηνο του 1994, αλλά ανήλθε αισθητά το 1996 και το 1997. Εν ολίγοις, το Μεξικό υπέστη έναν βαθύ, αιχμηρό κλονισμό χωρίς μόνιμα αποτελέσματα.

#### **2.3.4 Αργεντινή 1994-1995**

Η κρίση της Αργεντινής ακολούθησε αμέσως μετά τη μεξικάνικη κρίση. Ακόμα κι αν η οικονομία απέδιδε έντονα το 1994 και νωρίς το 1995, οι εγχώριοι και ξένοι επενδυτές έγιναν επιφυλακτικοί για τη δέσμευση της Αργεντινής για μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία και άρχισαν να αποσύρουν τα κεφάλαια από τις τράπεζες στον απόηχο της μεξικάνικης κατάρρευσης και σε αναμονή για τις εκλογές Μαΐου 1995 στην Αργεντινή. Οι αποσύρσεις κεφαλαίων οδήγησαν σε ένα πανικό, υπήρξε μια μαζική έξοδος των καταθετών και των πιστωτών από Αργεντινικές Εμπορικές τράπεζες. Οι τράπεζες ωθήθηκαν στο χείλος της αδυναμίας ρευστοποίησης και της αθέτησης. Η Αργεντινή απέφυγε την ολοκληρωμένη κατάρρευση μέσω ενός διεθνούς δανείου διάσωσης έκτακτης ανάγκης που συνδύασε τα κεφάλαια από το ΔΝΤ, την Παγκόσμια Τράπεζα, τη Δια-αμερικάνικη Τράπεζα Ανάπτυξης (Inter-American Development Bank) και μερικούς ιδιωτικούς πιστωτές. Η Αργεντινή, όπως το Μεξικό, υπέστη μια απότομη κατάρρευση του ΑΕΠ το 1995, που ακολουθήθηκε από μια μάλλον γρήγορη αποκατάσταση το 1996 και το 1997. Επίσης, όπως το Μεξικό, οι κύριες εκροές το 1995 μετατράπηκαν σε καθαρές κύριες εισροές το 1996-97. Άλλη μία φορά, η άμεση ξένη επένδυση ήταν σταθερότερη από άλλα είδη ροών κεφαλαίου.

Το Μεξικό και η Αργεντινή ήταν ευάλωτες επειδή και οι δύο αδυνατούσαν να ρευστοποιήσουν, υπό την έννοια ότι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις σε ξένους υπερέβησαν τα βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία. Κατά τρόπο ενδιαφέροντα, η φύση των χρεών διέφερε εμφανώς στις δύο χώρες, αν και οι οικονομικές εκβάσεις ήταν παρόμοιες. Στην ουσία, στο Μεξικό τα χρέη αφορούσαν κυρίως την κυβέρνηση ενώ στην Αργεντινή κυρίως τον μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα.

### **2.3.5 Ασιατική Κρίση**

Από τις αρχές της δεκαετίας του '50 μέχρι την παραμονή της κρίσης το 1997, οι «δράκοι», όπως αποκαλούνται το Χονγκ Κονγκ, η Σιγκαπούρη, η Νότια Κορέα και η Ταϊβάν και οι «τίγρεις», όπως ονομάζουν την Ινδονησία, Μαλαισία, Φιλιππίνες και Ταϊλάνδη, είχαν θεωρηθεί πρότυπα επιτυχούς οικονομικής ανάπτυξης. Οι οικονομίες τους αναπτύχθηκαν σε υψηλά ποσοστά για πολλά έτη. Η Ταϊλάνδη εξάντλησε τα συναλλαγματικά της αποθέματα προσπαθώντας να υπερασπιστεί το νόμισμά της από κύμα κερδοσκοπικών επιθέσεων και κατόπιν συνεχούς πίεσης, η Κεντρική Τράπεζα της Ταϊλάνδης σταμάτησε να υποστηρίζει το μπαχτ (εθνικό νόμισμα της Ταϊλάνδης). Αναγκάστηκε να αφήσει ελεύθερη τη διακύμανση του μπαχτ, το οποίο κατέρρευσε στις 2 Ιουλίου 1997 και έπεσε 14 τοις εκατό στην εγχώρια (onshore) αγορά και 19 τοις εκατό στην υπεράκτια (offshore) αγορά. Αυτό σηματοδότησε την έναρξη της ασιατικής χρηματοοικονομικής κρίσης.

Η κρίση εξαπλώθηκε γρήγορα καθώς οι επενδυτές απέσυραν τα κεφάλαιά τους από χώρες με παρόμοια οικονομικά συμπτώματα, ιδίως τις Ινδονησία, Μαλαισία και Νότια Κορέα. Πλήγμα δέχθηκαν και το Χονγκ Κονγκ, οι Φιλιππίνες, η Σιγκαπούρη και η Ταϊβαν. Ποτέ άλλοτε δεν είχε βιώσει ο κόσμος τέτοιας κλίμακας και ταχύτητας φυγή κεφαλαίων, με αποτέλεσμα την κατάρρευση αγορών και οικονομιών.

Η κρίση του 1997 διέφερε από προηγούμενες. Σε αντίθεση με τη Λατινική Αμερική, όπου είχαν ξεσπάσει οι περισσότερες κρίσεις αναδυόμενων αγορών, στη νοτιοανατολική Ασία επικρατούσε χαμηλός πληθωρισμός, ισοσκελισμένοι προϋπολογισμοί και αξιόλογος μέσος όρος ανάπτυξης της τάξης σχεδόν 8 τοις εκατό για τρεις δεκαετίες. Το σοκ, επομένως, ήταν ακόμα πιο απρόσμενο και δραματικό. Ωστόσο, εκ των υστέρων, διαπιστώνουμε ότι συμπτώματα υπήρχαν άφθονα: ένας συνδυασμός αδύναμων χρηματοοικονομικών συστημάτων και το βιαστικό άνοιγμα των οικονομιών στο ξένο κεφάλαιο. Η προσδοκία των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών ενθάρρυνε τράπεζες και άλλες εγχώριες εταιρίες να δανείζονται σημαντικά ποσά σε δολάρια και με χαμηλότερους τόκους από εκείνους της πατρίδας τους. Ο δανεισμός εκτινασσόταν, μεγάλο μέρος αυτού προοριζόταν όλο και περισσότερο σε κατοικίες, περιουσιακά στοιχεία και μετοχές με αποτέλεσμα και οι τιμές να ακολουθούν την ίδια ανοδική τάση.

Με την άνοδο του δολαρίου, το 1995-97, ανέβηκαν και τα νομίσματα της περιφέρειας, διογκώνοντας τα ελλείμματα των ισοζυγίων τρεχόντων λογαριασμών. Το 1996, το έλλειμμα της Ταϊλάνδης άγγιξε το 8 τοις εκατό του ΑΕΠ. Όταν συνειδητοποίησαν οι επενδυτές ότι η κατάσταση δεν ήταν βιώσιμη, τα κεφάλαια τράπηκαν σε φυγή και το ξένο συνάλλαγμα μειώθηκε.

Όταν η Ταϊλάνδη και οι υπόλοιπες χώρες υποτίμησαν το νόμισμά τους, η κρίση αφορούσε πλέον πολλά περισσότερα από αυτό. Η υποτίμηση προκάλεσε διόγκωση του χρέους σε ξένο συνάλλαγμα και σε κύμα πτωχεύσεων. Οι φούσκες της αγοράς κατοικίας έσκασαν και τα επισφαλή δάνεια των τραπεζών εκτινάχθηκαν στα ύψη. Η ανεπαρκής νομοθεσία και εποπτεία είχε επιτρέψει ανησυχητικές ανισορροπίες μεταξύ του ενεργητικού και του παθητικού στους ισολογισμούς και οι τράπεζες άρχισαν και αυτές να πτωχέουν, πυροδοτώντας ακόμα μεγαλύτερη φυγή κεφαλαίων. Το 1998, η Ινδονησία, η Μαλαισία, η Νότια Κορέα και η Ταϊλάνδη είδαν τις εξαγωγές τους να μειώνονται δραματικά και το πραγματικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ τους να συρρικνώνεται κατά μέσο όρο 11 τοις εκατό. Πολλά εκατομμύρια έχασαν τη δουλειά τους. Ταϊλάνδη και Ινδονησία, οι δύο χειρότερα πληγείσες χώρες, υπέστησαν βουτιά του ΑΕΠ της τάξης του 35 τοις εκατό, το 1997-2002, όσο και η απώλεια παραγωγής στις ΗΠΑ κατά τη Μεγάλη Ύφεση των αρχών της δεκαετίας του '30.

### **2.3.6 Η κρίση της Ρωσίας και η «διαχείριση Μακροπρόθεσμου Κεφαλαίου» (Long-Term Capital Management, LTCM).**

Το 1994, ο Τζον Μεριγουέδερ, που είχε εργαστεί προηγουμένως για τη Salomon Brothers και ήταν πολύ επιτυχημένος χρηματιστής, ίδρυσε το LTCM. Εκτός από τον Μεριγουέδερ, οι άλλοι συνεργάτες συμπεριλαμβάνονταν δύο κάτοχοι βραβείων Νόμπελ οικονομικών, Μάριον Σκόουλς και Ρόμπερτ Μέρτον, και ο πρώην Υποδιοικητής της FED Ντέιβιντ Μάλινς. Το κεφάλαιο δεν είχε κανένα πρόβλημα αυξημένο στα \$1.3 δισεκατομμύρια αρχικά.

Η κύρια στρατηγική του κεφαλαίου ήταν να γίνονται «στοιχήματα/συναλλαγές συγκλίσεως». Οι εν λόγω συναλλαγές περιλάμβαναν εύρεση τίτλων, των οποίων οι αποδόσεις συσχετιζόνταν ιδιαίτερα αλλά οι τιμές τους ήταν ελαφρώς διαφορετικές. Το κεφάλαιο έπειτα το «σόρταραν» (δηλαδή δανείζονταν και το πωλούσαν με σκοπό την επαναφορά του σε χαμηλότερα επίπεδα τιμών) αυτό με την υψηλή τιμή και χρησιμοποιούσαν τις εισπράξεις για να αγοράσουν (long position) αυτό με τη χαμηλή

τιμή. Οι συναλλαγές σύγκλισης που λήφθηκαν περιέλαβαν ομόλογα δημοσίου ευρωπαϊκών χωρών που κινούνταν προς την Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση καθώς και αμερικανικά κρατικά ομόλογα. Δεδομένου ότι οι διαφορές των τιμών ήταν μικρές, η στρατηγική περιέλαβε έναν δανεισμό μεγάλου ποσού. Παραδείγματος χάριν, στην αρχή του 1998, η εταιρία είχε κεφάλαια περίπου \$5 δισεκατομμυρίων και είχε δανειστεί πάνω από \$125 δισεκατομμύρια.

Στα πρώτα δύο έτη το κεφάλαιο ήταν εξαιρετικά επιτυχές και επέφερε αποδόσεις για τους επενδυτές του περίπου 40 τοις εκατό. Εντούτοις, το 1997 δεν ήταν τόσο επιτυχές, με αποδόσεις 27 τοις εκατό, που ήταν σχεδόν ίδιες με εκείνες των μετοχών για αυτό το έτος. Στο μεταξύ, το LTCM είχε περίπου \$7 δισεκατομμύρια υπό διαχείριση. Ο Μεριγουέδερ αποφάσισε να επιστρέψει περίπου \$2.7 δισεκατομμύρια στους επενδυτές, καθώς δεν ήταν σε θέση να κερδίσει υψηλές αποδόσεις με τόσα πολλά χρήματα υπό διαχείριση.

Στις 17 Αυγούστου 1998, η Ρωσία ανακοίνωσε την αναδιάρθρωση του χρέους της, υποτίμησε το ρούβλι και κήρυξε διακοπή πληρωμών σε περίπου 281 δισεκατομμύρια ρούβλια (\$13.5 δισεκατομμύρια) του δημοσίου χρέους. Παρά τη μικρή κλίμακα της αθέτησης, αυτό προκάλεσε μια παγκόσμια κρίση με ακραία αστάθεια σε πολλές χρηματοοικονομικές αγορές. Πιο συγκεκριμένα, προκάλεσε ένα γενικό ξεπούλημα μετοχών και εταιρικών ομολόγων σε παγκόσμιο επίπεδο, ενώ η στρατηγική «πτήση προς την ποιότητα» που επικράτησε, οδήγησε σε πτώση των αποδόσεων και των κυβερνητικών ομολόγων. Πολλά hedge funds και τράπεζες ανέφεραν μεγάλες απώλειες κεφαλαίων, λόγω της διεύρυνσης του επιτοκιακού περιθωρίου (spread) των εταιρικών ομολόγων. Πολλές από τις συναλλαγές σύγκλισης του LTCM άρχισαν να χάνουν χρήματα και οι τιμές να κινούνται σε απροσδόκητες κατευθύνσεις. Από τις 22 Σεπτεμβρίου 1998, η αξία του κεφαλαίου LTMC είχε μειωθεί σε \$600 εκατομμύρια. Η Goldman Sachs, η AIG και ο Γουόρεν Μπάφετ προσφέρθηκαν να πληρώσουν \$250 εκατομμύρια για να εξαγοράσουν τους εταίρους και να εγχύσουν \$4 δισεκατομμύρια στην επιχείρηση, έτσι ώστε να μην αναγκαζόταν να ξεπουλήσει τις θέσεις της. Τελικά, η Κεντρική Τράπεζα της Νέας Υόρκης οργάνωσε ένα σχέδιο διάσωσης με το οποίο, οι τράπεζες που είχαν δανείσει σημαντικές ποσότητες στο LTCM θα έβαζαν \$3.5 εκατομμύρια για το 90 τοις εκατό του μετοχικού κεφαλαίου και θα αναλάμβαναν τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου. Ο λόγος που έγινε αυτό ήταν να αποφευχθεί η πιθανότητα να επέλθει διάλυση στις

παγκόσμιες αγορές περιουσιακών στοιχείων και τη συστημική κρίση που θα ακολουθούσε.

### **2.3.7 Αργεντινή 2001-2002**

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '70 και του '80, η οικονομία της Αργεντινής αντεπεξήλθε με δυσκολία. Είχε διάφορα πληθωριστικά επεισόδια και κρίσεις. Το 1991, πρόσδεσε το πέσο με το δολάριο, στην ισοτιμία, ακριβώς, ένα προς ένα. Αυτό εγκαινίασε μια περίοδο χαμηλού πληθωρισμού και οικονομικής ανάπτυξης. Παρά αυτές τις ευνοϊκές εξελίξεις, αναπτύχθηκαν διάφορες αδυναμίες κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, συμπεριλαμβανομένου της αύξησης του δημόσιου χρέους και ένα χαμηλό ποσοστό εξαγωγών στην παραγωγή και μια υψηλή συγκέντρωση αυτών σε ένα περιορισμένο αριθμό τομέων.

Το τελευταίο εξάμηνο του 1998, διάφορα γεγονότα, συμπεριλαμβανομένης της κρίσης στη Βραζιλία και την προκύπτουσα υποτίμηση και της ρωσικής κρίσης, προκάλεσαν μια αιχμηρή μείωση στην οικονομία της Αργεντινής. Το δημόσιο χρέος που είχε συσσωρεύσει το δημόσιο, περιόρισε τη δημοσιονομική δραστηριοποίηση που η κυβέρνηση θα μπορούσε να αναλάβει. Επίσης, η πρόσδεση του νομίσματος σήμαινε ότι η νομισματική πολιτική δε θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για να υποκινήσει την οικονομία. Η ύφεση συνέχισε να ισχυροποιείται. Στο τέλος του 2001, άρχισε να γίνεται σαφέστερο ότι η κατάσταση της Αργεντινής δεν ήταν βιώσιμη. Η κυβέρνηση προσπάθησε να λάβει διάφορα μέτρα για να βελτιώσει την κατάσταση, όπως η τροποποίηση του τρόπου που η πρόσδεση του νομίσματος θα λειτουργούσε. Οι εξαγωγές υπόκειντο σε μια συναλλαγματική ισοτιμία που επιχορηγήθηκε και οι εισαγωγείς πλήρωναν ένα φόρο. Η επίδραση αυτού του είδους μέτρων ήταν να υπάρξει λιγότερη εμπιστοσύνη παρά περισσότερη. Παρά τη συμφωνία με το ΔΝΤ τον Σεπτέμβρη του 2001 για την άμεση «ένεση» κεφαλαίων αξίας \$5 δισεκατομμυρίων και της προοπτικής ακόμη \$3 δισεκατομμυρίων στη συνέχεια, η κατάσταση συνέχισε να επιδεινώνεται. Υπήρξαν αρκετές προσπάθειες να αναδομηθεί το δημόσιο χρέος αλλά και πάλι, αυτό δεν αποκατέστησε την εμπιστοσύνη.

Κατά τη διάρκεια 28 έως τις 30 Νοεμβρίου, υπήρξαν μαζικές τραπεζικές αναλήψεις από τον ιδιωτικό τομέα. Η κυβέρνηση ανέστειλε έπειτα τη μετατρεψιμότητα, υπό την έννοια ότι επέβαλλε διάφορους ελέγχους, συμπεριλαμβανομένου ενός εβδομαδιαίου ορίου 250 πέσο στο ποσό που θα

μπορούσε να γίνει ανάληψη από τις τράπεζες. Το Δεκέμβριο του 2001, η οικονομία κατέρρευσε. Η βιομηχανική παραγωγή μειώθηκε 18 τοις εκατό σε ετήσια βάση. Οι εισαγωγές μειώθηκαν κατά 50 τοις εκατό και οι κατασκευές έπεσαν 36 τοις εκατό. Τον Ιανουάριο του 2002, ο πέμπτος Πρόεδρος εισήγαγε σε τρεις εβδομάδες ένα νέο νομισματικό σύστημα. Αυτό περιλάμβανε πολλαπλές συναλλαγματικές ισοτιμίες ανάλογα με τον τύπο της συναλλαγής. Τον Φεβρουάριο, το πέσο επιτράπηκε να έχει ελεύθερες διακυμάνσεις και έπεσε σύντομα σε 1.8 πέσο ανά δολάριο.

Συνολικά, η κρίση ήταν καταστρεπτική. Το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε κατά περίπου 11 τοις εκατό το 2002 και ο πληθωρισμός έφτασε το 10 τοις εκατό τον Απρίλιο του 2002. Η κυβέρνηση αθέτησε την εξυπερέτηση του χρέους της. Η οικονομία άρχισε να ανακάμπτει το 2003 και πηγαίνει καλύτερα από τότε.

#### **2.4 Η Παγκόσμια Οικονομική Ύφεση του 1929**

Η παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929 ήταν μια κατάσταση διεθνούς οικονομικής ύφεσης που διήρκεσε από ένα μέχρι δέκα χρόνια σε διάφορες χώρες του κόσμου. Επρόκειτο για τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση της σύγχρονης ιστορίας και χρησιμοποιείται τον 21ο αιώνα ως παράδειγμα για το πόσο οδυνηρή μπορεί να είναι μια οικονομική καταστροφή. Η "Μεγάλη Εξαθλίωση", όπως χαρακτηρίστηκε στις ΗΠΑ, σύμφωνα με τους αναλυτές προκλήθηκε μετά από το χρηματιστηριακό κραχ στις 29 Οκτωβρίου του 1929, γνωστό ως η Μαύρη Τρίτη. Το τέρμα της κρίσης στις ΗΠΑ ταυτίστηκε με το έναυσμα της πολεμικής οικονομίας του 2ου παγκοσμίου πολέμου, γύρω στο 1939.

Η κρίση είχε καταστροφικές επιπτώσεις τόσο στον ανεπτυγμένο, όσο και στον αναπτυσσόμενο κόσμο. Επηρεάστηκε το διεθνές εμπόριο, καθώς επίσης και τα προσωπικά εισοδήματα, τα έσοδα από φόρους, οι τιμές και τα κέρδη. Η οικονομία πόλεων ανά τον κόσμο επλήγη, ιδίως εκείνων που εξαρτώνταν άμεσα από τη βαρεία βιομηχανία. Οι κατασκευές πάγωσαν, οι αγροτο-κτηνοτροφικές εργασίες υποχώρησαν λόγω πτώσης των τιμών στις σοδειές κατά 40% με 60%. Με υψηλά επίπεδα ζήτησης, σε συνδυασμό με την έλλειψη εναλλακτικών εργασιών, περιοχές που εξαρτώνταν από τον πρωτογενή τομέα όπως εκμετάλλευση γης, ορυχείων και ξύλου υπέφεραν ακόμη περισσότερο.

Η μεγάλη κρίση τερματίστηκε σε διαφορετικό χρόνο ανά χώρα. Οι περισσότερες χώρες εφήρμοσαν προγράμματα ανακούφισης και η πολιτική τους ζώη πέρασε αναταραχές, εξωθώντας την ιδεολογία στα άκρα. Σε ορισμένα κράτη, οι απελπισμένοι πολίτες στράφηκαν προς δημαγωγούς εθνικιστές, όπως τον Αδόλφο Χίτλερ, με αποτέλεσμα την έναρξη του 2ου παγκοσμίου πολέμου.

### Τα Αίτια της Κρίσης

Υπήρξαν πολλοί παράγοντες που προκάλεσαν την κρίση, όπως δομικές αδυναμίες και συγκεκριμένα περιστατικά τα οποία τη μετέτρεψαν σε μια γενικευμένη κατάθλιψη, καθώς και ο τρόπος με τον οποίο μεταφέρθηκε από χώρα σε χώρα. Σχετικά με την περίοδο αυτή, οι ιστορικοί αναφέρουν ως δομικούς παράγοντες μεγάλες καταστροφές τραπεζών και το χρηματιστηριακό κράχ, ενώ αναλυτές όπως ο Πίτερ Τέμιν και ο Μπάρρυ Άιχενγκριν δίνουν έμφαση στην απόφαση της Βρετανίας να επιστρέψει στις ισοτιμίες που υπήρχαν πριν το Gold Standard προτού ξεσπάσει ο 1ος παγκόσμιος πόλεμος.

### Υπερβολικός Δανεισμός

Το εύκολο χρήμα είναι η κύρια αιτία του υπερδανεισμού. Όταν ένας επενδυτής πιστεύει πως μπορεί να βγάλει κέρδος 100% ετησίως δανειζόμενος με επιτόκιο 6%, θα δελεασθεί να δανειστεί, να επενδύσει και να κερδοσκοπήσει με τα χρήματα αυτά. Αυτός ήταν και ο πρωτεύων παράγοντας που οδήγησε στην υπερχρέωση του 1929. Εφευρέσεις και τεχνολογικές βελτιώσεις δημιούργησαν τεράστιες επενδυτικές ευκαιρίες, οδηγώντας σε μεγάλα χρέη.

Ο υπερβολικός δανεισμός θεωρείται μία από τις αιτίες της μεγάλης κρίσης. Οι τράπεζες που είχαν χρηματοδοτήσει τα υπερχρέη άρχισαν να καταρρέουν καθώς οι δανειολήπτες αδυνατούσαν να ανταποκριθούν στις συμβατικές τους υποχρεώσεις και καταθέτες σήκωναν τα χρήματά τους μαζικά από τους λογαριασμούς τους, σχηματίζοντας τραπεζικές ουρές. Κυβερνητικές εγγυήσεις και νομοθετικές ρυθμίσεις της Fed που είχαν σκοπό να αποτρέψουν τέτοιες ουρές πανικού απεδείχθησαν αναποτελεσματικές και σε ορισμένες περιπτώσεις απεφεύχθησαν. Τραπεζικές καταστροφές οδήγησαν στην απώλεια αποθεμάτων εκατομμυρίων δολαρίων. Τα απλήρωτα χρέη κατέστησαν ακόμη πιο επικίνδυνα, καθώς οι τιμές και τα εισοδήματα

έπεφταν 20-50%, αλλά τα χρέη παρέμεναν στα ίδια επίπεδα. Μετά την κρίση του 1929 και κατά τη διάρκεια των 10 πρώτων μηνών του 1930, 744 αμερικανικές τράπεζες κατέρρευσαν, ενώ μέχρι τα τέλη του έτους ανέρχονταν συνολικά στις 9.000. Το 1933, οι καταθέτες είχαν σημειώσει απώλειες \$ 140 δισεκατομμυρίων.

Οι καταρρέουσες πήραν μορφή χιονοστιβάδας καθώς απελπισμένοι τραπεζίτες απέσυραν δάνεια, τα οποία δεν είχαν χρόνο ή χρήματα οι δανειολήπτες να αποπληρώσουν. Όντας τα μελλοντικά κέρδη χαμηλά, η επένδυση κεφαλαίων και οι κατασκευές περιορίστηκαν ή πάγωσαν τελείως. Εν όψει προβληματικών δανείων και χειροτέρευσης μελλοντικών προγραμμάτων, οι διασωθείσες τράπεζες κατέστησαν ακόμη πιο συντηρητικές στις χορηγήσεις δανείων. Άρχισαν να "κτίζουν" κεφαλαιακά αποθέματα και να περικόπτουν τα δάνεια, εντείνοντας την υποτίμηση του χρήματος. Ένας φαύλος κύκλος σχηματίστηκε, ενώ ακολούθησε και η οικονομική καταρρέωση. Αυτή η αυτοεκπληρούμενη προφητεία προκάλεσε και μετέτρεψε την οικονομική ύφεση του 1930 σε μια μεγάλη οικονομική εξαθλίωση μέχρι το 1933.

Πολλοί οικονομολόγοι είχαν υποστηρίξει πως η απότομη πτώση στις διεθνείς συναλλαγές μετά το 1930 οδήγησαν στη χειροτέρευση της εξαθλίωσης, ιδίως στις χώρες που εξαρτώνταν άμεσα από το διεθνές εμπόριο. Πολλοί ιστορικοί και οικονομολόγοι κατηγορήσαν εν μέρει την αμερικανική ρύθμιση Smoot-Hawley Tariff, που ετέθη σε εφαρμογή το 1930, λόγω της μείωσης των διεθνών συναλλαγών και της εφαρμογής ανταποδοτικών δασμών και στις άλλες χώρες. Οι παγκόσμιες συναλλαγές αποτελούσαν ένα μικρό κομμάτι της καθολικής οικονομικής δραστηριότητας των ΗΠΑ και επικεντρωνόταν σε μερικές επιχειρήσεις, όπως τις αγροτικές. Στις άλλες χώρες όμως ήταν ένας σημαντικός πυλώνας της οικονομίας. Ο μέσος όρος των δασμών που αναλογούσαν κατά κεφαλήν στις δασμολογημένες εισαγωγές μεταξύ 1921-1925 ανέρχονταν στο 25,0%, αλλά μετά τη νέα ρύθμιση κυμάνθηκε στο 50% μεταξύ 1931-1935.

Σε όρους δολαρίου, οι αμερικανικές εξαγωγές έπεσαν από τα \$ 5,2 δισ. το 1929 στα \$ 1,7 δισ. το 1933. Όμως, έπεσαν και οι τιμές, συνεπώς ο όγκος των εξαγωγών περιορίστηκε κατά το ήμισυ. Το πιο αδυσώπητο χτύπημα εδόθη από την κατάσταση που επικρατούσε στις τιμές των αγροτικών προϊόντων, όπως το σιτάρι, το βαμβάκι, ο καπνός και το ξύλο. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, η πτώση στις αγροτικές εξαγωγές εμπόδισε πολλούς Αμερικάνους αγρότες από την αποπληρωμή των δανείων τους,



προκαλώντας τραπεζικές ουρές σε μικρές αγροτικές τράπεζες που ήταν κοινές στα πρώτα χρόνια της μεγάλης εξαθλίωσης.

Οι μονεταριστές, αλλά και ο πρόεδρος της Fed, Μπέν Μπερνάνκε, υποστηρίζουν πως η μεγάλη εξαθλίωση προκλήθηκε από τη συντηρητική νομισματική πολιτική, τις συνέπειες του φτωχού προγραμματισμού από τη Fed και τις συνεχείς κρίσεις στο τραπεζικό σύστημα. Κατ' αυτή την άποψη, η Fed, με την έλλειψη δράσης, επέτρεψε στα χρηματικά αποθέματα να συρρικνωθούν κατά το ένα τρίτο μεταξύ 1929 και 1933. Ο Φρίντμαν ισχυρίστηκε ότι η επακόλουθη πτώση της οικονομίας, που ξεκίνησε από το χρηματιστηριακό κράχ, θα αποτελούσε υπό φυσιολογικές συνθήκες μια ακόμη ύφεση. Το πρόβλημα εστιάστηκε στο γεγονός πως πολλές δημόσιες τράπεζες κατέρρευσαν, ιδίως στην περίπτωση της Αμερικανικής Τράπεζα της Νέας Υόρκης, όπου προκλήθηκε πανικός και εκτεταμένες τραπεζικές ουρές, τη στιγμή που η Fed έμενε απαθής στη θέα της κατάρρευσης. Υποστήριξε πως, εάν η Fed είχε εξασφαλίσει έκτακτο δανεισμό σε αυτές τις νευραλγικές τράπεζες, ή είχε απλά χορηγήσει κρατικά ομόλογα στην αγορά, ώστε να προμηθεύσει ρευστότητα και αύξηση της ποσότητας του διακινούμενου χρήματος μετά την πτώση των τραπεζών, όλες οι υπόλοιπες τράπεζες θα διασφαλιζόνταν από το ντόμινο της πτώσης και τα χρηματικά αποθέματα δε θα είχαν πέσει σε τόσο χαμηλό σημείο, σε τόσο μικρό χρονικό διάστημα. Με σημαντικά περιορισμένη διακίνηση χρήματος, οι επιχειρηματίες αδυνατούσαν να λάβουν νέα δάνεια και να ανανεώσουν τα παλιά, αποτρέποντας πολλούς από νέες επενδύσεις. Αυτή η ερμηνεία κατηγορεί τη Fed για απραξία, ιδίως το κατάστημα της Νέας Υόρκης.

Ένας από τους λόγους που η Fed δεν έσπευσε να περιορίσει την πτώση των χρηματικών αποθεμάτων αφορούσε νομικές δεσμεύσεις. Εκείνη την περίοδο, το μέγεθος των πιστώσεων που η Fed μπορούσε να εκδόσει περιοριζόταν από νόμους που απαιτούσαν μερική υποστήριξη των πιστώσεων με χρυσό. Μέχρι τα τέλη του 1920, η Fed είχε σχεδόν φτάσει τα επιτρεπτά πιστωτικά όρια που δύναντο να υποστηριχθούν με το χρυσό που διέθετε. Επειδή όμως ο απαραίτητος χρυσός δε συνοδευόταν και από τα αντίστοιχα αποθέματα, κατά τη διάρκεια του τραπεζικού πανικού, ένα μέρος αυτών των απαιτήσεων σε χρυσό, εξαργυρώθηκαν με χρυσό της Fed. Λόγω όμως των υψηλών ορίων υποστήριξης της πίστωσης της Fed με χρυσό, οποιαδήποτε μετατροπή σε χρυσό στα θυσαυροφυλάκια έπρεπε να συνοδευτούν από

ένα μεγαλύτερο περιορισμό στην πίστωση. Κατά τη διάρκεια της μεγάλης εξαθλίωσης, οι ιδιωτικές επενδύσεις σε χρυσό κατέστησαν παράνομες, περιορίζοντας τις πιέσεις προς τη Fed για χρυσό.

#### **2.4.1 «Η Πραγματικά Μεγάλη Ύφεση»**

Είναι πολλοί αυτοί που έχουν παρομοιάσει ή έχουν προσπαθήσει να συγκρίνουν την τρέχουσα κρίση με αυτή του 1929, την κοινώς αποκαλούμενη «Μεγάλη Ύφεση». Μπορεί οι επιδράσεις της ή το μέγεθός της να είναι τέτοιες, ώστε να προκαλείται μια ευνόητη προσπάθεια σύγκρισης, όμως όπως υποστηρίζει ο κοσμήτορας του τμήματος της Ιστορίας στο Πανεπιστήμιο William & Mary, (στη Βιρτζίνια των ΗΠΑ) Σκοτ Νέλσον στο άρθρο του «Η πραγματικά μεγάλη κρίση», η σημερινή οικονομική συγκυρία έχει πολλά περισσότερα κοινά σημεία με την κρίση του 1873, παρά με την κρίση του 1929 και ότι η τελευταία είναι λάθος να εκλαμβάνεται ως πρότυπο για την σημερινή.

Σήμερα όλη η ιστορία ξεκίνησε από το πρόβλημα της φούσκας των ακινήτων και τα επισφαλή στεγαστικά δάνεια στις ΗΠΑ. Τα προβλήματα για την «Μακρά Ύφεση» του 1873 ξεκίνησαν το 1870 στην Ευρώπη. Στην Αυστροουγγαρική Αυτοκρατορία και στη Γαλλία οι αυτοκράτορες στήριξαν την ανάπτυξη νέων ιδρυμάτων παροχής δανείων που εξέδιδαν ενυπόθηκα δάνεια για ιδιωτική στέγη και δημοτικά κτίσματα, ιδιαίτερα σε πρωτεύουσες όπως η Βιέννη, το Βερολίνο και το Παρίσι. Ήταν πολύ πιο εύκολο να πάρεις στεγαστικό δάνειο απ' ό,τι τα προηγούμενα έτη και αυτό οδήγησε σε μια έκρηξη του κατασκευαστικού τομέα. Οι αξίες της γης και των ακινήτων αυξάνονταν συνεχώς. Οι δανειζόμενοι δανείζονταν συνεχώς περισσότερα χρήματα, χρησιμοποιώντας ως υποθήκη γιαπιά και ημιτελείς κατασκευές. Αυτή η πολιτική οδήγησε στη δημιουργία μιας τεράστιας φούσκας στα ακίνητα. Φυσικά τότε, όπως και σήμερα, η φούσκα δε μπορούσε να διαρκέσει για πάντα. Ορισμένες εξελίξεις στην πραγματική οικονομία θα οδηγούσαν στο ξεφούσκωμά της.

Σύμφωνα με τον Νέλσον, σήμερα αυτές οι εξελίξεις ίσως να ήταν η άνοδος της τιμής του πετρελαίου, η κατάρρευση των συνομιλιών της Ντόχα για το παγκόσμιο εμπόριο ή ο κατακλυσμός των δυτικών αγορών με κινέζικα προϊόντα. Τότε σίγουρα ήταν το αμερικάνικο σιτάρι. Οι παραγωγοί και οι έμποροι σιτηρών στη Ρωσία και στην Κεντρική Ευρώπη υπέφεραν από τεράστιες ζημιές, καθώς η Βρετανία και άλλες

ευρωπαϊκές χώρες άρχισαν να εισάγουν πολύ φθηνότερο σιτάρι από το αμερικάνικο Μίντγουεστ.

Στα τέλη του 1873 η φούσκα των ακινήτων έσκασε, καθώς οι κάτοχοι των στεγαστικών δανείων δε μπορούσαν να αποπληρώσουν τα δάνειά τους. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα –όπως και τώρα- ότι οι τράπεζες άρχισαν να κρατούν τα κεφάλαιά τους και το κόστος του διατραπεζικού δανεισμού έφτασε στα ύψη. Οι τράπεζες της Ευρώπης άρχισαν να καταρρέουν, οι βρετανικές τράπεζες κρατούσαν τα κεφάλαιά τους, επειδή δε γνώριζαν ποια ιδρύματα ήταν εκτεθειμένα στην κρίση των στεγαστικών δανείων. Όμως η κρίση δεν μπορούσε να περιοριστεί στην Ευρώπη. Πολύ γρήγορα συνέβη το αντίστροφο από αυτό που συνέβη σήμερα: Η κρίση μεταφέρθηκε από την Ευρώπη στις ΗΠΑ.

Η τραπεζική κρίση έπληξε την Αμερική το φθινόπωρο του 1873. Οι πρώτες που κατέρρευσαν ήταν οι σιδηροδρομικές εταιρίες που δε μπορούσαν πλέον να χρηματοδοτούν τις δραστηριότητές τους, όπως έκαναν μέχρι τότε, δηλαδή εκδίδοντας ομόλογα. Καθώς οι επενδυτές άρχισαν να αμφιβάλλουν για την αξία των ομολόγων και να μην τα αγοράζουν, οι σιδηροδρομικές εταιρίες στράφηκαν προς τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Όμως, καθώς τα επιτόκια για τα βραχυπρόθεσμα δάνεια έφτασαν στα ύψη, το 1873 άρχισαν τα προβλήματα για τις εταιρίες. Ο μεγαλύτερος χρηματοδότης των σιδηροδρόμων, Τζέι Κόκερ, χρεοκόπησε και τον Σεπτέμβριο του 1873 έγινε κραχ στη Γουόλ Στριτ. Πολλές τράπεζες κατέρρευσαν τα επόμενα τρία έτη και το ίδιο συνέβη με πολλές μικρές επιχειρήσεις. Χιλιάδες εργαζόμενοι έμειναν άνεργοι. Αρκεί να αναφερθεί ότι η ανεργία μόνο στη Νέα Υόρκη έφτασε το 25 τοις εκατό.

Φυσικά κάθε κρίση έχει τα δικά της χαρακτηριστικά και καμία δεν είναι όπως η άλλη. Επίσης τα εργαλεία που έχουμε σήμερα στη διάθεσή μας να αντιμετωπίσουμε την κρίση είναι πολύ πιο εξελιγμένα από αυτά που είχαν τα κράτη το 1870. Όμως, οι σωστοί παραλληλισμοί είναι χρήσιμοι, όχι μόνο διότι πιθανώς θα μπορούσαν να μας υποδείξουν τι μέτρα θα πρέπει να λάβουμε, όσο και τα λάθη που θα πρέπει να αποφύγουμε.

### 3. Η ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΚΡΙΣΗ

Έχουν υπάρξει πολλές απόψεις για την τρέχουσα οικονομική κρίση. Είναι δύσκολο να παρουσιαστεί μια απολύτως συνεπή ιστορία όλων αυτών που έχουν συμβεί. Κατά πολλούς, υπήρξε μια φούσκα στη στεγαστική αγορά των ΗΠΑ, όμως η τρέχουσα κρίση δεν οφείλεται μόνο ότι έσκασε αυτή η φούσκα. Είναι πολύ μεγαλύτερη από τις περιοδικές χρηματοοικονομικές κρίσεις που έχουμε βιώσει και αυτές οι κρίσεις αποτελούν μέρος αυτής της, όπως ο G. Soros (2008) ονομάζει, υπερφούσκα. Στη συνέχεια παρουσιάζονται παρακάτω οι σημαντικότερες επιρροές που συνέβησαν στο υπόβαθρο και που οδήγησαν σε αυτήν την κρίση.

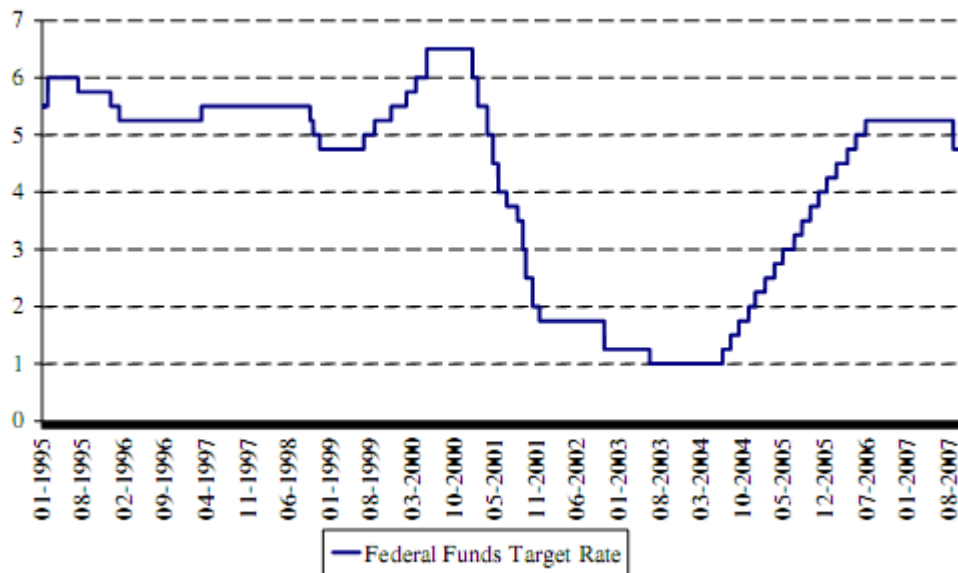
#### 3.1 Η δυσκολία αποτίμησης του ρίσκου

Από πολλές απόψεις, αυτή η κρίση είχε προβλεφθεί εκ των προτέρων. Σχεδόν κάθε κεντρική τράπεζα που δημοσίευσε την Επισκόπηση της Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Review), αλλά και τα διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) και η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements-BIS), που έκαναν το ίδιο, είχαν σημειώσει για κάποιο χρονικό διάστημα πριν από τα μέσα του 2007 μια σοβαρή υποτιμολόγηση του κινδύνου. Αυτό χαρακτηρίστηκε από πολύ χαμηλού κινδύνου επιτοκιακά περιθώρια (spreads), με τη διαφορά μεταξύ των επικίνδυνων και των ασφαλών στοιχείων του ενεργητικού να έχουν μειωθεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Η αστάθεια ήταν κατά ασυνήθιστο τρόπο χαμηλή. Η μόχλευση ήταν υψηλή, καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα επεδίωξαν να αυξήσουν τις αποδόσεις τους, εν όψει των πολύ χαμηλών επιτοκίων. Τα ίδια αυτά τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ήταν εμφανώς προετοιμασμένα να κινηθούν στα όλο και περισσότερο επικίνδυνα στοιχεία ενεργητικού, προκειμένου να αυξήσουν τις αποδόσεις τους και αρκετές φορές μόχλευαν «τους εαυτούς τους» στην αναζήτηση εκείνου του στόχου. Πράγματι, στην αρχή της κρίσης, αυτή είναι πριν από τον Αύγουστο του 2007, υπήρξε κάποια γενική ικανοποίηση μεταξύ των νομισματικών αρχών στο γεγονός ότι η ανεπιθύμητη και υπερβολική υποτιμημένη κοστολόγηση (υπο-τιμολόγηση) του κινδύνου ήταν στο στάδιο της αντιστροφής. Πώς προέκυψε αυτό;

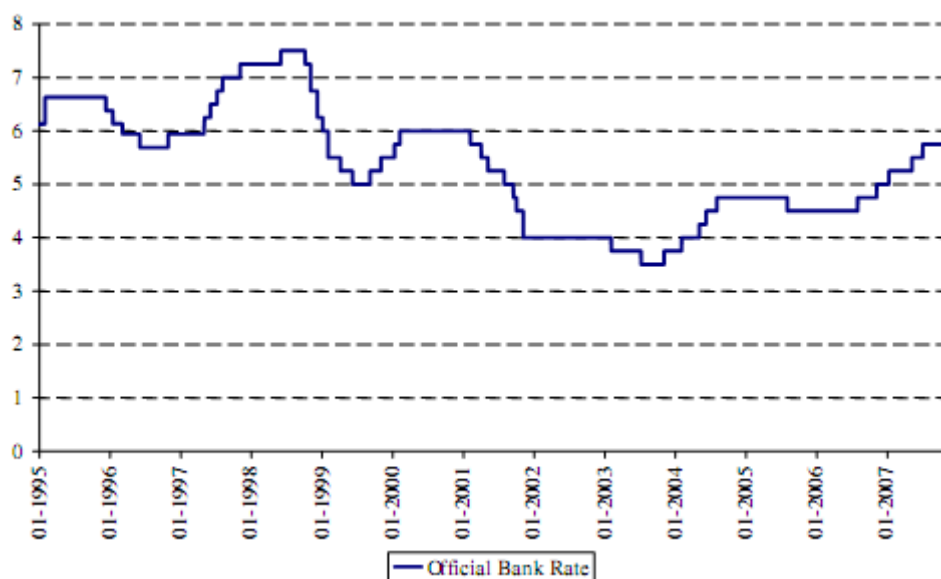
Πολύ χαμηλά επιτόκια, 2001-2002

Εν μέρει, αυτή η υπό-τιμολόγηση του κινδύνου είχε προκύψει από τη μεγάλη περίοδο εξαιρετικά χαμηλών ονομαστικών, και πολύ χαμηλών πραγματικών, επιτοκίων που είχαν συνεχιστεί από το τελείωμα της τεχνολογικής «φούσκας» το 2001, έως ότου οι κεντρικές τράπεζες γενικά άρχισαν να αυξάνουν τα επιτόκια πάλι το 2005. Το σχήμα 3.1 παρουσιάζει τη χρονική πορεία των επιτοκίων στις ΗΠΑ, στην Ευρωζώνη και στο Ηνωμένο Βασίλειο.

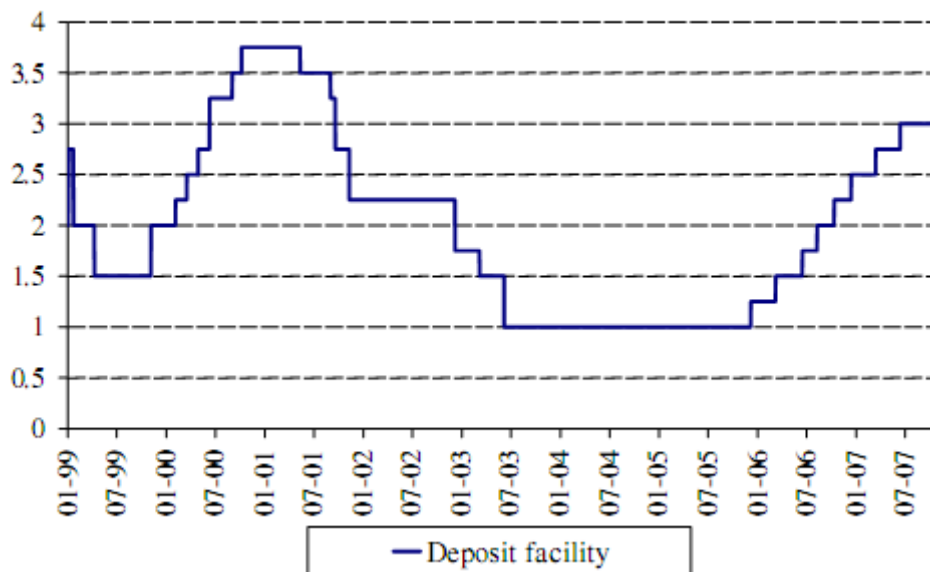
### USA



### UK



## Eurozone



Σχήμα 3.1: Χρονική πορεία των επιτοκίων στις ΗΠΑ, την Ευρωζώνη και το Ηνωμένο Βασίλειο

Στον απόηχο της τεχνολογικής «φούσκας», υπήρξε ένας ιδιαίτερος φόβος στις ΗΠΑ, ότι ενδέχεται να προκύψει αποπληθωρισμός των τιμών. Επιπλέον, φάνηκε να υπάρχει ένα παγκόσμιο πλεόνασμα αποταμιεύσεων, οδηγώντας σε μείωση τα πραγματικά επιτόκια σε όλο τον κόσμο.

Ο φόβος του αποπληθωρισμού, και το πλεόνασμα αποταμίευσης, οδήγησαν σε μια περίοδο επεκτατικών νομισματικών πολιτικών, με τα ονομαστικά επιτόκια σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

### Η Μεγάλη Εξομάλυνση

Αυτή η περίοδος νομισματικής επέκτασης, και τα χαμηλά επιτόκια, δεν οδήγησαν άμεσα σε οποιαδήποτε αύξηση του πληθωρισμού στις τιμές των αγαθών και υπηρεσιών, δηλ. στο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (Consumer Price Index-CPI) ή στο Δείκτη Τιμών Λιανικής (Retail Price Index-RPI) των περισσότερων χωρών. Πράγματι, αυτά τα έτη ήταν μια συνέχεια αυτού που έχει γίνει γνωστό ως «Η περίοδος της Μεγάλης Εξομάλυνσης» ή «Μεγάλης Σταθερότητας». Από τις αρχές της

δεκαετίας του '90, οι σημαντικότερο ανεπτυγμένες χώρες στον κόσμο, με πιθανή εξαίρεση την Ιαπωνία, έχουν απολαύσει μια Χρυσή Εποχή. Κατά τη διάρκεια αυτής της Χρυσής Εποχής, ο πληθωρισμός είχε κρατηθεί χαμηλός και σταθερός, πολύ κοντά στους στόχους πληθωρισμού, είτε ρητούς είτε σιωπηρούς, τους οποίους οι νομισματικές αρχές είχαν διατηρήσει. Αυτό δεν ήταν εις βάρος μιας μεγαλύτερης αστάθειας της παραγωγής μάλλον το αντίθετο, καθώς η παραγωγή παρέμενε σταθερά ανοδική και με λίγους αν όχι καθόλου κύκλους. Αν και η ανάπτυξη της Ευρώπης ήταν ελαφρώς απογοητευτική, η αύξηση άλλων μερών του κόσμου, ειδικότερα στις ΗΠΑ, αλλά και στην εκτός Ιαπωνίας Ασία, είναι εντυπωσιακά σταθερή και ισχυρή. Αυτή η επίμονη μακροοικονομική σταθερότητα οδήγησε πολλούς να πιστεύουν ότι οι μακροοικονομικοί κίνδυνοι είχαν μειωθεί σημαντικά. Η επίπτωση ήταν ότι οι επενδύσεις γενικότερα και οι χρηματοοικονομικές συνθήκες ειδικότερα υπόκειντο σε λιγότερο συνολικά, μακροοικονομικό κίνδυνο από ότι στο παρελθόν.

### *The Greenspan put*

Επιπλέον, όποτε οι χρηματοοικονομικές αγορές στις ΗΠΑ είχαν αποδυναμωθεί αισθητά κατά τη διάρκεια των προηγούμενων 20 ετών, παραδείγματος χάριν τη Μαύρη Δευτέρα της 19<sup>ης</sup> Οκτωβρίου 1987, στην κρίση κατοικίας το 1992, στην ασιατική κρίση το 1997-98 ή την κατάρρευση της τεχνολογικής «φούσκας» στο τέλος του 2001, η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ είχε κινηθεί γρήγορα για να αποτρέψει την εξάπλωση της ύφεσης στην οικονομία. Είχε αναπτυχθεί μια άποψη ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ θα υποστήριζε τις χρηματοοικονομικές αγορές επιτυχώς από οποιαδήποτε σοβαρή κατάρρευση. Εάν η καθίζηση (τιμών κλπ) προστατευόταν, από αυτό που αποκαλέστηκε ως «Δικαίωμα του Greenspan» ισοδύναμα οι κίνδυνοι για την οικονομική επένδυση θα ήταν αρκετά λιγότερη. Εναλλακτικά, υπάρχει ένα επιχείρημα, το οποίο ισχυρίστηκε ο Kohn (2007), ότι η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ συμπεριφέρθηκε πιο συμμετρικά απ' ότι οι επικριτές της ισχυρίστηκαν. Εκείνοι υποστηρίζουν ότι δεν υπάρχει τέτοια ασυμμετρία, οι χρηματοοικονομικές αγορές τείνουν να φθίνουν πολύ πιο γρήγορα από ό,τι ανέρχονται, επομένως, κάθε συμμετρικό αντιστάθμισμα θα ήταν πολύ πιο ορατό σε όρους μείωσης των επιτοκίων κατά τη διάρκεια απότομων πτώσεων των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, από ό,τι με τη μορφή αύξησης των επιτοκίων της αγοράς κατά τις περιόδους ανάκαμψης. Όπως και να έχει, πολλοί επέκριναν την

Ομοσπονδιακή Τράπεζα, ιδίως για την συμπεριφορά της κατά τρόπο ασυμμετρικό. Μια τέτοια συμπεριφορά ήταν μέρος του πλαισίου που οδήγησε πολλούς επενδυτές να δουν τον κόσμο ως λιγότερο επικίνδυνο στη νέα χιλιετία, από ότι ήταν στον 20<sup>ο</sup> αιώνα.

Το συμπέρασμα όλων αυτών των παραγόντων, εντούτοις, ήταν ότι υπήρξε μια σαφής και προφανής διαδεδομένη υποτιμημένη τιμολόγηση του κινδύνου.

### **3.2 Η νέα χρηματοοικονομική δομή**

Οι φιλελευθεροποιημένες χρηματοοικονομικές αγορές είναι πολύ καινοτόμες. Τα τελευταία 10 έτη έχουν δει τεράστια άλματα στην ανάπτυξη και την επέκταση νέων μορφών τιτλοποιήσεων και της αυξανόμενης χρήσης των παραγωγών όλων των ειδών. Αυτό δεν είναι το κατάλληλο μέρος για να αναφερθούν αυτές οι πολλαπλές αλλαγές, αλλά η ανάπτυξη των διαφόρων εγγυημένων χρεογράφων, για παράδειγμα τα εγγυημένα ενυπόθηκα δάνεια, ήταν γρήγορη και ευρύτατα διαδεδομένη τα τελευταία χρόνια.

Αυτό έχει συνδυαστεί με μια αναθεωρημένη τραπεζική στρατηγική, που άρχισε στις ΗΠΑ, αλλά διαδόθηκε στην Ευρώπη και στο εξωτερικό. Αυτή η διάδοση μπορεί να συνοψιστεί υπό τον τίτλο «Δημιουργία και Διανομή». Κάτω από αυτήν τη στρατηγική οι τράπεζες δημιούργησαν επιχειρηματικά δάνεια, για παράδειγμα υπό μορφή ενυπόθηκων στεγαστικών, τα οποία μετέπειτα οργάνωσαν σε ένα ενιαίο σύνολο όλα αυτά τα δάνεια μαζί με διάφορους τρόπους, τα τιτλοποιούσαν και τα διένειμαν, έτσι ώστε αυτά τα δάνεια άλλαζαν σε ένα νέο τιτλοποιημένο σχήμα. Η διανομή αυτή έγινε σε διάφορα μη-τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Όλα αυτά οδηγούν σε αποδιαμεσολάβηση των στοιχείων του ενεργητικού από τους τραπεζικούς ισολογισμούς. Σε κάποιο βαθμό, η μεταβίβαση αυτών των στοιχείων από τους ισολογισμούς είναι πιο πολύ τεχνητή παρά πραγματική. Οι τράπεζες θέσπισαν εταιρικά μορφώματα, (γνωστά ως conduits), τα οποία τους ανήκουν και είναι μη-τραπεζικές θυγατρικές, οι οποίες κατέχουν πολλά από αυτά τα τιτλοποιημένα περιουσιακά στοιχεία. Διαμόρφωσαν επίσης στενές σχέσεις με πολλές Εταιρίες Δομημένων Επενδυτικών Προϊόντων (Structured Investment Vehicles -



SIVs), οι οποίες αν και δεν τους άνηκαν άμεσα, είχαν στενούς δεσμούς. Όλο αυτό έγινε σε κάποιο μεγάλο βαθμό για λόγους ρυθμιστικής εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (εποπτικό αρμπιτράζ-regulatory arbitrage). Σύμφωνα με τη Βασιλεία I, οι τράπεζες δεν έπρεπε να τοποθετούν κεφάλαια πίσω από τέτοιες εκτός ισολογισμού μη-τραπεζικές θυγατρικές. Αυτά τα εταιρικά μορφώματα και οι Εταιρίες Δομημένων Επενδυτικών Προϊόντων χρηματοδοτήθηκαν κατά ένα μεγάλο μέρος από Εμπορικούς Τίτλους Δανειακών Εγγυήσεων (Asset-Backed Commercial Papers- ABCP). Τα περιουσιακά στοιχεία στα βιβλία αυτών των SIVs, κλπ., είχαν μια μακροχρόνια ληκτότητα, ενώ τα ABCP ήταν συνήθως μιας σύντομης ληκτότητας, που κυμαίνεται από 1 έως 3 μήνες. Υπήρξε σαφώς ένας σημαντικός κίνδυνος χρηματοδότησης, που περιλαμβάνεται σε αυτά τα οικονομικά ιδρύματα. Προκειμένου να προστατευθούν, σε κάποιο βαθμό, από έναν τέτοιο κίνδυνο χρηματοδότησης, αυτά τα ιδρύματα είχαν συνήθως ενδεχόμενες συμφωνίες με τις χρηματοδοτούσες τράπεζές τους, βάσει των οποίων, εάν δεν ήταν δυνατό να αναχρηματοδοτηθούν τα ABCP, οι Εμπορικές τράπεζες, με τις οποίες συνδέοταν, θα παρέμβαιναν και θα παρείχαν τη χρηματοδότηση αντί αυτού.

Πράγματι, γενικά οι Εμπορικές τράπεζες διατηρούν τις ενδεχόμενες υποχρεώσεις ως δανειστές της τελευταίας λύσης στις κεφαλαιαγορές. Ο ρόλος των τραπεζών, καθώς κρατούσαν ενδεχόμενες υποχρεώσεις και χρηματοδοτώντας τις κεφαλαιαγορές, ήταν ιδιαίτερα τρωτός, καθώς είχαν στενές άμεσες συνδέσεις, όπως για παράδειγμα τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου της Bear Sterns, που δημιούργησαν πρόβλημα στα μέσα του καλοκαιριού, την Banque Nationale de Paris, η οποία είχε προβλήματα με τα σχετικά ιδρύματά της τον Ιούνιο, το Landesbanken IKB και το Sachsen Conduits και τις επακόλουθες SIVs.

Μια συνεχής κατηγορία είναι ότι η διαδικασία «Δημιουργίας και Διανομής» κατέστησε τις τράπεζες να ενδιαφέρονται λιγότερο για την ποιότητα της πιστοληπτικής ικανότητας και τον έλεγχο της κατάστασης των οφειλετών κατά τη διάρκεια των ανεξόφλητων δανείων, δεδομένου ότι δεν ανήκαν πλέον στις τράπεζες. Η πιστοληπτική ποιότητα υποτίθεται ότι δε θα έπρεπε να αξιολογείται και να ελέγχεται μόνο από τις τράπεζες, αλλά επίσης να αξιολογείται και από τις εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης. Πράγματι, η δυνατότητα διανομής εγγυημένων δανείων, εξαρτάται σε πολύ μεγάλο βαθμό από την υπόληψη και την ικανότητα των

Πρακτορείων Πιστοληπτικής Βαθμολόγησης. Λαμβάνοντας υπόψη την κλίμακα και τον όγκο της αγοράς και την αύξηση των δανειστών, που περιλαμβάνει η αγορά, που δεν έχουν την ικανότητα να ελέγξουν την πιστοληπτική ποιότητα των ίδιων τους των δανείων, ολόκληρο το σύστημα εξαρτήθηκε αποφασιστικά από τη φήμη των Πρακτορείων Πιστοληπτικής Βαθμολόγησης.

### 3.3 Η ιστορική πορεία της κρίσης

Καθ' όλη τη διάρκεια του 2005 και του 2006, τα αμερικάνικα επιτόκια άρχισαν να αυξάνονται σταθερά σε πιο κανονικά επίπεδα. Κατά συνέπεια οι τιμές κατοικίας άρχισαν να υποχωρούν στις αρχές του 2007.

Αυτό οδήγησε σε αυξανόμενες απώλειες αξίας στις χαμηλότερες τάξεις των Εγγυημένων Ενυπόθηκων Υποχρεώσεων (CMOS) και των Εγγυημένων Δανειακών Υποχρεώσεων (CDOs). Δεδομένου ότι αυτά τα στοιχεία συχνά κατέχονταν από αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου, πολλά από αυτά υπέστησαν πλήγμα. Υπήρξε αυξανόμενη αβεβαιότητα για το πώς οι περαιτέρω αθετήσεις μπορούσαν να φθείρουν βαθμιαία τις υψηλότερες τάξεις, οι οποίες σε μεγάλο βαθμό χρηματοδοτούνται από Εμπορικούς Τίτλους Δανειακών Εγγυήσεων (ABCP). Αυτά ήταν ABCP που ελέγχονταν σε μεγάλο βαθμό από διαχειριστές κεφαλαίων, ιδίως από τους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων χρηματαγοράς. Αυτοί οι διαχειριστές κεφαλαίων γενικά, είχαν μια υποχρέωση, να είναι σε θέση πάντα να μετατρέπουν πάλι τα κεφάλαια που διαχειρίζονταν σε μετρητά στην ονομαστική τους αξία. Επιπλέον, γενικά έχουν πολύ μικρό κεφάλαιο και δεν υπάρχει «Πιστωτής έσχατης ανάγκης» για αυτούς. Συνεπώς, αποστρέφονται πολύ τον κίνδυνο. Έτσι, όταν άρχισε να υπάρχει έλλειψη εμπιστοσύνης σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο των συγκεντρωμένων υποθηκών στις υψηλότερες τάξεις, οι διαχειριστές τράπηκαν σε φυγή. Αρνήθηκαν να επενδύσουν σε ABCP και άρχισαν να μειώνονται δραματικά. Αλλά, τα Εγγυημένα Ενυπόθηκα Ομόλογα (CMOs), τα οποία κατείχαν εταιρικά οχήματα και Εταιρίες Δομημένων Επενδυτικών Προϊόντων (SIVs), ήταν ουσιαστικά αδύνατο να πωληθούν στην ελεύθερη αγορά χωρίς να πέσουν οι τιμές τους πολύ αισθητά. Δεν ήταν ρευστά περιουσιακά στοιχεία. Δεν υπήρξε μια ευρεία δευτερογενής αγορά και ο αντίκτυπος τιμών οποιονδήποτε βεβιασμένων πωλήσεων θα ήταν πιθανώς δραματικός. Συνεπώς, ήταν ανεπιθύμητο να πωλούνται τέτοια

περιουσιακά στοιχεία στην ελεύθερη αγορά και να προκαλείται σημαντική απώλεια αξίας και επομένως μείωση της κεφαλαικής επάρκειας από όλα τα ιδρύματα που τα διαθέτουν.

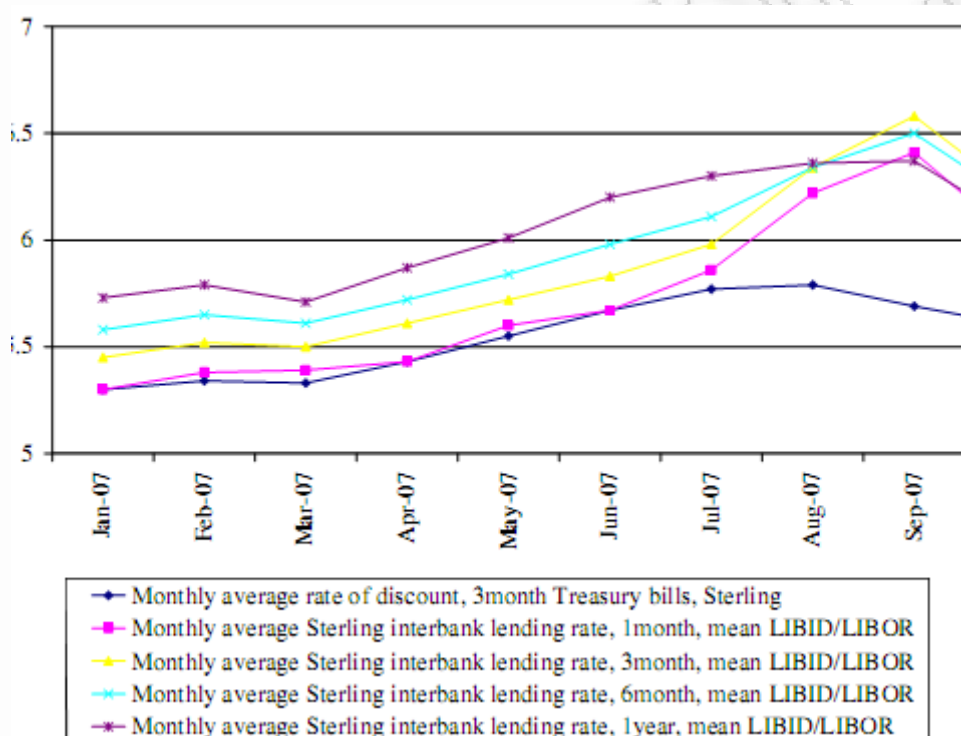
Έτσι, αν ήταν πράγματι αδύνατον ή ανεπιθύμητο να πωληθούν τέτοιοι τίτλοι στην ανοικτή αγορά, τότε κάποια εναλλακτική χρηματοδότηση έπρεπε να βρεθεί, αντί των ABCP. Να θυμηθούμε ότι οι εμπορικές τράπεζες είχαν δεσμούς με αυτά τα οχήματα (conduits) και τις Εταιρίες Δομημένων Επενδυτικών Προϊόντων (SIVs) και τέτοιες εμπορικές τράπεζες έπρεπε να είναι σε θέση να προσφέρουν εναλλακτική λύση της χρηματοδότησης ως ενδεχόμενη ασφάλιση. Αυτό συνέβη αρχικά στην περίπτωση των κρατικών Γερμανικών Landesbanken. Είχαν conduits και μάλιστα οι ενδεχόμενες δεσμεύσεις προς τα δικά τους, ήταν πολλές φορές στο μέγεθος του δικού τους διαθέσιμου μετοχικού κεφαλαίου. Με τη μείωση της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού των conduits τους, το αποτέλεσμα ήταν οι Landesbanken να υποφέρουν από σοβαρή μείωση των ιδίων κεφαλαίων και έπρεπε να διασωθούν από τις κυβερνήσεις. Αλλά σε αυτό το στάδιο εκτιμήθηκε ότι πολλές τράπεζες είχαν εταιρικά οχήματα και Εταιρίες Δομημένων Επενδυτικών Προϊόντων με τα οποία συνδέονταν με κάποια σχέση χρηματοδότησης. Ο κόσμος δεν ήξερε τί ενδεχόμενες ή πραγματικές υποχρεώσεις πολλές τράπεζες μπορεί να είχαν σε αυτούς τους οργανισμούς. Εκεί λοιπόν, άρχισε να αυξάνεται η ανησυχία για το εάν οι τράπεζες ήταν πάντα πλήρως ασφαλείς και φερέγγυες, ανεξάρτητα του τι μπορεί να είχε δείξει ο τελευταίος ισολογισμός της κάθε τράπεζας.

Επιπλέον, οι τράπεζες μπορούσαν να αντιληφθούν τις ενδεχόμενες δεσμεύσεις τους για τις κεφαλαιαγορές, τα conduits τους, τις Εταιρίες Δομημένων Επενδυτικών Προϊόντων, με τις οποίες συνδέθηκαν με διάφορους τρόπους και έτσι λοιπόν την ανάγκη να παρασχεθεί στήριγμα και «έσχατο καταφύγιο δανεισμού». Η παραπάνω κατάσταση « γύρισε μπούμερανγκ » στις ίδιες τις τράπεζες δημιουργώντας επιφυλακτικότητα και δυσπιστία στους αντισυμβαλλόμενους στη διατραπεζική αγορά.

Έτσι, νωρίς τον Αύγουστο, για την ακρίβεια στις 9 Αυγούστου, η διατραπεζική αγορά και ιδιαίτερα η διατραπεζική αγορά 3 μηνών (σε σχέση με τα επιτόκια διάρκειας 3 μηνών), στέγνωσαν. Κατέστη δύσκολο και μάλιστα σχεδόν αδύνατο για εκείνους που ήταν συστημικοί καθαροί δανειστές στις χονδρικές αγορές να

χρηματοδοτηθούν, παρά μόνο σε υψηλά ή μάλιστα καθόλου σε οποιαδήποτε επιτόκια.

Όλα αυτά οδήγησαν σε δραματικές και εξαιρετικές μετατοπίσεις των καμπυλών απόδοσης. Όπως φαίνεται στο διάγραμμα παρακάτω, η απόδοση του Libor για διάρκεια 1 και 3 μηνών αυξήθηκε δραματικά σε σχέση με την βραχυπρόθεσμη και την μακροπρόθεσμη απόδοση, ενώ το αντίθετο συνέβη με τα κυβερνητικά ομόλογα, δεδομένου ότι πολλοί κάτοχοι κεφαλαίων ανησυχούσαν για τη διαθεσιμότητα των 3 μηνών εξόφλησης, οι οποίοι τοποθετούνταν πρόσκαιρα σε κρατικά χρεόγραφα και σε βραχυπρόθεσμα κυβερνητικά ομόλογα (σχήμα 3.2)



Σχήμα 3.2: Έντοκα γραμμάτια Δημοσίου και βραχυπρόθεσμα Δημόσια Ομόλογα (Government Debt)

### 3.4 Ο ρόλος των τραπεζών

Το φθινό χρέος που είχε κατακλύσει την αγορά λόγω των χαμηλών επιτοκίων από την περίοδο του 2001, προκάλεσε μια στεγαστική φούσκα και μια έκρηξη εξαγορών. Όταν το χρέος ρέει ελεύθερα, ο ορθολογικός δανειστής θα συνεχίσει να

δανείζει μέχρι να μην υπάρχει κανείς στον οποίο να μπορεί να δανείσει και οι τράπεζες αυτό έκαναν.

Το πιο διαδεδομένο μέσο ήταν τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια προσαρμοζόμενου επιτοκίου (ARM), με «δόλωμα» ότι το επιτόκιο για τα δύο πρώτα χρόνια θα ήταν κάτω από εκείνο της αγοράς. Θεωρούνταν δεδομένο ότι, μετά από τα δύο χρόνια, όταν θα έπρεπε να καταβληθεί υψηλότερο επιτόκιο, θα γίνονταν μια αναχρηματοδότηση των ενυπόθηκων δανείων, επειδή ο δανειολήπτης θα μπορούσε να επωφεληθεί από την υψηλότερη τιμή του ακινήτου και ο δανειστής θα αποκόμιζε περισσότερα κέρδη. Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί δεν τήρησαν τα πιστωτικά κριτήρια και χορηγήθηκαν πάρα πολλά ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια σε ανθρώπους με περιορισμένες πιστοληπτικές δυνατότητες (τα λεγόμενα χαμηλής εξασφάλισης στεγαστικά δάνεια), πολλά από τα οποία ήταν πολύ μεγάλα.

Οι χορηγοί τέτοιων δανείων χαλάρωσαν τα κριτήρια με τα οποία δάνειζαν. Οι τράπεζες επιδίδονταν την τρέχουσα δεκαετία σε μία πρωτοφανή σύναψη επισφαλών δανείων, πολλά από τα οποία ήταν τα λεγόμενα “no income, no job, no assets loans” ή εν συντομία ninja loans. Παρ’ όλο που οι σχετικές τιμές ARM και άλλων δανείων έπεφταν, η ζήτηση αυξανόταν και τράπεζες πρόσφεραν ninja απλόχερα.

Οι επενδυτικές τράπεζες της Γουόλ Στριτ ανέπτυξαν μια ποικιλία νέων τεχνικών για να μεταθέσουν τους πιστωτικούς κινδύνους σε άλλους επενδυτές, όπως στα συνταξιοδοτικά ταμεία και στα αμοιβαία κεφάλαια που διψούσαν για μεγαλύτερες αποδόσεις. Δημιούργησαν, επίσης δομημένα επενδυτικά οχήματα, για να διατηρήσουν αυτές τις θέσεις τους έξω από τους ισολογισμούς τους.

Οι τράπεζες άρχισαν να πουλούν τα πιο επισφαλή ενυπόθηκα δάνειά τους με τη μορφή χρεογράφων, CDO. Τολμηρές τράπεζες επενδύσεων επιμέριζαν τα CDO και τα ξαναπακετάριζαν ως CDO των CDO ή CDO2, όπως ονομάστηκαν. Υπήρξαν ακόμα και CDO3. Η μανία της τιλοποίησης δεν περιορίστηκε στα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, αλλά επεκτάθηκε και σε άλλες μορφές πίστωσης και οδήγησε σε μια τεράστια αύξηση της χρήσης δανειακών κεφαλαίων.

Όμως, στις αρχές Αυγούστου οι χρηματοοικονομικές αγορές άρχισαν να τρομοκρατούνται πραγματικά, όταν έγινε γνωστή η συγκλονιστική είδηση πως η Bear Stearns υπέβαλε αίτηση για να υπαχθούν στο νόμο περί χρεοκοπίας τα δύο κεφάλαια

κάλυψης που είχαν εκτεθεί εξαιτίας των χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, ενώ επίσης εμπόδισε πελάτες να ρευστοποιήσουν τα μερίδιά τους σε ένα τρίτο κεφάλαιο κάλυψης. Τα CDO δεν ήταν εύκολα ανταλλάξιμα, η τιμή τους μειώθηκε κατακόρυφα.

Καθώς η αξία των CDO τέθηκε υπό αμφισβήτηση, στέρεψε η αγορά των βασισμένων σε περιουσιακά στοιχεία βραχυπρόθεσμων εμπορικών αξιολογίων και οι τράπεζες υποχρεώθηκαν να προσφέρουν εγγυήσεις για τα SIV τους. Οι περισσότερες τράπεζες επενδύσεων έβαλαν τα SIV στους ισολογισμούς τους και υποχρεώθηκαν να παραδεχτούν ότι είχαν υποστεί μεγάλες ζημιές. Αυτό φάνηκε και όταν οι τράπεζες αναγκάστηκαν, από το Αμερικάνικο Συμβούλιο Λογιστικών Πρωτύπων (US FASB), να προχωρήσουν αποτίμηση όλων των στοιχείων του χαρτοφυλακίου και των περισσοτέρων υποχρεώσεών τους στην εύλογη αξία τους, δηλαδή σε πραγματικές τιμές αγοράς. Η χρήση της εύλογης αξίας επιτάχυνε την αναγνώριση των ζημιών, οδηγώντας σε χαμηλότερα κέρδη και μειωμένες λογιστικές αξίες. Η κεφαλαιακή βάση των τραπεζών πληττόταν από απρόσμενες ζημιές αντιμετωπίζοντας δυσκολίες να αποτιμήσουν την έκθεσή τους σε ρίσκα και αντιμετώπιζαν ακόμα μεγαλύτερες δυσκολίες να εκτιμήσουν την έκθεση των άλλων τραπεζών. Τότε ήταν που τα διατραπεζικά επιτόκια εκτοξεύθηκαν στα ύψη, η αγορά «στέγνωσε» από ρευστό με δραματικά αποτελέσματα στη συνέχεια για την αγορά ακόμα και για επιχειρήσεις «κολοσσούς».

Η διεθνής τραπεζική κρίση περιορίστηκε από τη δραστήρια παρέμβαση των Αρχών. Η παροχή ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα δεν ήταν αρκετή.

### **3.5 Ο ρόλος των Διοικητών**

Οι αποδοχές διευθυντικών στελεχών την τελευταία δεκαετία αναδείχθηκαν σε «causes célèbres» στις αναπτυγμένες χώρες. Ωστόσο, το καινούργιο είναι η κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η οικονομική ύφεση που ανέδειξε ακόμη περισσότερο τις αποδοχές αυτές και προκάλεσε μάλιστα τη γενικευμένη αγανάκτηση. Διευθύνοντες σύμβουλοι, που καταβαράθρωσαν τις επιχειρήσεις τους, αποκαλύπτεται ότι αναταμείφθηκαν πλουσιοπάροχα, έπαιρναν υπέρογκους μισθούς και τεράστια μπόνους για τις υπηρεσίες που προσέφεραν.

Τα υψηλόβαθμα αυτά στελέχη, αποκαλούμενα και ως «golden boys», ίσως στοχοποιήθηκαν και από τους πολιτικούς, ως εύκολο αποδιοπομπαίο τράγο, προκειμένου να μεταθέσουν τις δικές τους ευθύνες για οικονομική κρίση. Μερικές φορές κατηγορήθηκε μάλιστα ως λαϊκισμός η όποια απόπειρα να θιγεί το θέμα των αποδοχών τους. Ωστόσο, δεν έπαψε η έντονη κριτική, ότι οι μεγάλες και αυξανόμενες αμοιβές των υψηλόβαθμων στελεχών αφενός, διευρύνουν τις ανισότητες και έχουν καταστεί για τους εργαζόμενους το πιο ορατό σημάδι της ανισοκατανομής του παραγόμενου πλούτου και αφετέρου, καταδεικνύουν αναποτελεσματική κατανομή των πόρων. Ειδικά για τον χρηματοπιστωτικό τομέα, επίκεντρο κάθε σχετικής κριτικής, πρέπει να συνυπολογιστεί ότι το σύστημα κινήτρων που επικράτησε, βάσιμα θεωρείται μία μη ασήμαντη αιτία της χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Ο αντίλογος υπέρ των υψηλών αποδοχών των «golden boys» είναι, ότι η μείωση των αποδοχών θα ωθήσει τα καλά στελέχη να εγκαταλείψουν την επιχείρησή τους, ακόμη και την ίδια τη χώρα τους. Δεύτερον, υποστηρίζεται ότι δημιουργείται θόρυβος για το τίποτε, αφού οι αποδοχές των διοικητικών στελεχών είναι ασήμαντες ως προς το σύνολο των εισοδημάτων μιας χώρας. Ωστόσο, ένα τέτοιο ποσό αντιπροσωπεύει πραγματικό κόστος για τους μετόχους, παρέχει κίνητρα στους διοικητές να εστιάζουν σε βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα και ωθεί σε μη κερδοφόρες συγχωνεύσεις και προσκτήσεις επιχειρήσεων.

### **3.6 Παγκόσμιο Περιβάλλον**

Η κρίση των χαμηλής εξασφάλισης δανείων ήταν απλώς το έναυσμα για να αρχίσει να καταρρέει η «υπερ-φούσκα». Οφείλεται σε μια δεσπόζουσα τάση, στην επέκταση της πίστωσης και σε μια κυρίαρχη παρανόηση, στο φονταμεταλισμό της αγοράς (ή το laissez-faire, όπως ονομαζόταν τον 19<sup>ο</sup> αιώνα), δηλαδή στην άποψη ότι οι αγορές πρέπει να είναι απολύτως ανεξέλεγκτες.

Ενδεικτικό είναι η εισαγωγή των νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων και η αυξημένη χρησιμοποίησή τους από τις τράπεζες και μερικούς από τους πελάτες τους, ιδίως από κεφάλαια κάλυψης και ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια. Οι τιτλοποιήσεις βοηθούσαν και τις τράπεζες, με τη χρήση των εργαλείων που περιγράφηκαν παραπάνω, να απομακρύνουν τον πιστωτικό κίνδυνο αλλά και τους

επενδυτές να αποκομίζουν μεγάλα κέρδη. Ήταν μια κατάσταση που τους βόλευε όλους.

Οι απαρχές της βρίσκονται στην κατάρρευση της φούσκας του Διαδικτύου, στα τέλη του 2000. Η Fed αντέδρασε μειώνοντας το ομοσπονδιακό επιτόκιο από 6,5 τοις εκατό σε 3,5 τοις εκατό μέσα σε διάστημα λίγων μηνών. Μετά τις τρομοκρατικές επιθέσεις της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου, η Fed για να αντιμετωπίσει μια ενδεχόμενη αναταραχή συνέχισε να μειώνει το επιτόκιο μέχρι που τον Ιούλιο του 2003 έφτασε το 1 τοις εκατό, το μικρότερο τα τελευταία πενήντα χρόνια και παρέμεινε σε αυτό το επίπεδο για ένα ολόκληρο έτος. Αποτέλεσμα ήταν το φθηνό χρήμα να γεμίσει τις αγορές.

Επιπλέον μια ακόμη αιτία επέκτασης της πίστωσης ήταν η Ιαπωνία, η οποία, ύστερα από μια φούσκα στην αγορά ακινήτων, σχεδόν μηδένισε τα επιτόκια και συνεχίζει να τα διατηρεί σε αυτό το επίπεδο. Το γεγονός γέννησε τις λεγόμενες συναλλαγές μεταφοράς: ξένα ιδρύματα δανείζονταν σε γιεν και οι Ιάπωνες χρησιμοποιούσαν τις αποταμιεύσεις τους για να επενδύσουν σε ξένα νομίσματα με μεγαλύτερη απόδοση, συχνά μέσω δανεισμού.

Παραδόξως, το δημοσιονομικό έλλειμμα στις ΗΠΑ συνέβαλε στη χρηματοδότηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών, επειδή οι χώρες με πλεόνασμα επένδυναν τα διογκωμένα νομισματικά τους αποθέματα σε κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ. Επρόκειτο για μια παράλογη κατάσταση, επειδή τα κεφάλαια έρεαν από τις λιγότερο αναπτυγμένες χώρες προς τις ΗΠΑ, ενώ τόσο το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών όσο και το δημοσιονομικό έλλειμμα χρησίμευαν ως κύριες αιτίες της επέκτασης της πίστωσης.

Τέλος, δε μπορούμε να καταλάβουμε την τρέχουσα κατάσταση χωρίς να λάβουμε υπ' όψιν την οικονομική ισχύ της Κίνας, της Ινδίας και μερικών χωρών που παράγουν πετρέλαιο και πρώτες ύλες, τη μεγάλη αύξηση των τιμών των εμπορευμάτων και το σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών που είναι εν μέρει κυμαινόμενο.



## 4. Η ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ

### 4.1 Κρίσεις αναδυόμενων αγορών

Υπάρχουν μερικά στοιχεία που είναι κοινά για πολλές από τις οικονομικές κρίσεις αναδυόμενων αγορών που έχουμε δει τα τελευταία χρόνια. Έχουν υπάρξει έξι σημαντικές διεθνείς οικονομικές κρίσεις κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90: Μεξικό το 1995, Ταϊλάνδη, Ινδονησία και Νότια Κορέα το 1997-98, Ρωσία το 1998 και Βραζιλία το 1998-99. Τα κοινά στοιχεία περιλαμβάνουν μια δραματική ταλάντευση στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, μια μεγάλη πραγματική πτώση της αξίας και μια σημαντική πτώση στην πραγματική παραγωγή. Με μερικές διαφορές μεταξύ των περιπτώσεων, η δομή σε όλες αυτές τις κρίσεις και πράγματι, μια σειρά από κρίσεις, ιστορικά εμφανίζονται να περιλαμβάνουν τρία ευρέα στοιχεία.

Πρώτο, μετά από μια περίοδο σημαντικών εισροών κεφαλαίων, οι επενδυτές (εγχώριοι και ξένοι) αποφάσισαν να μειώσουν το απόθεμα των περιουσιακών τους στοιχείων στην πληγείσα χώρα. Αυτό μπορεί να έχει πολλές πηγές: ανησυχία για τη βιωσιμότητα του καθεστώτος συναλλαγματικών ισοτιμιών, όπως στις περισσότερες από αυτές τις περιπτώσεις, ανησυχία για τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα, όπως στη Ρωσία και τη Βραζιλία, ανησυχία για τα μεγάλα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών, όπως στην Ταϊλάνδη και τη Βραζιλία και η αυξανόμενη προβολή των μακροχρόνιων αδυναμιών του χρηματοοικονομικού τομέα, που προκύπτει από κάποιο συνδυασμό της ανεπαρκούς κεφαλαιοποίησης και επίβλεψης των τραπεζών με την υπερβολική μόχλευση, το μεγάλο βαθμό εγγυήσεων και τον άμεσο δανεισμό, στοιχεία που χαρακτήρισαν την καπιταλιστική μορφή του συστήματος.

Δεύτερον, αφότου συνεχίστηκε αυτή η διαδικασία για κάποιο διάστημα σε αυτές τις χώρες αναδυόμενων-αγορών, οι επενδυτές μετατόπισαν την εστίασή τους από την αξιολόγηση της κατάστασης στη χώρα, στην αξιολόγηση της συμπεριφοράς άλλων επενδυτών. Το ποσοστό απόσυρσης αυξήθηκε καθώς οι ψυχολογικές μαζικές αναλήψεις πήραν θέση, και οι επενδυτές επιδίωξαν να αποφύγουν να είναι οι τελευταίοι που θα έκαναν αυτές τις αναλήψεις, καθώς έβλεπαν τα αποθέματα της χώρας να μειώνονται. Αυτό φανερώθηκε στον τρόπο ανάλυσης των επενδυτών και στην άσκηση των λογιστικών υπολογισμών που δεν έκανε καμία αναφορά των τιμών

στις πηγές και τις χρήσεις των κεφαλαίων. Οι φήμες δραστηκής δράσης άρχισαν να κυκλοφορούν και μια νοοτροπία πανικού αναπτύχθηκε. Αυτό το φαινόμενο ήταν ιδιαίτερα εμφανές στο Μεξικό στις αρχές του 1995 και στη Νότια Κορέα το 1997 και φαίνεται ένα ιδιαίτερα κυρίαρχο χαρακτηριστικό γνώρισμα των πρόσφατων κρίσεων στις αναδυόμενες αγορές.

Τρίτον, η απόσυρση των κεφαλαίων, η συνδεόμενη αιχμηρή ταλάντευση στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και η μειωμένη πρόσβαση στο κεφάλαιο, επιδείνωσαν τις θεμελιώδεις αδυναμίες, επιδεινώνοντας στη συνέχεια την απάντηση της χρηματοοικονομικής αγοράς. Η πραγματική υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας μείωσε τα πραγματικά εισοδήματα. Ο υπολογισμός κατά προσέγγιση των προσδοκιών σχετικά με μια μειωμένη συναλλαγματική ισοτιμία, άυξησαν την πίεση για τη φυγή των κεφαλαίων. Το κυριότερο, η αυξανόμενη εγχώρια αξία των υποχρεώσεων ξένου νομίσματος και της μειωμένης δανειοληπτικής ικανότητας των εγχώριων οφειλετών, υποβίβασε περαιτέρω το ήδη νοσηρό οικονομικό σύστημα, προκαλώντας στη συνέχεια περαιτέρω μειώσεις του δανεισμού και επιδείνωσης των θεμελιωδών στοιχείων.

Προκειμένου να κατανοηθούν τα οικονομικά των κρίσεων που έχουμε δει, κάθε ένα από αυτά τα τρία κρίσιμα στοιχεία είναι ουσιαστικά. Χωρίς καμία αλλαγή στο συναίσθημα, που ωθείται από μια αποδυνάμωση στις θεμελιώδεις οικονομικές αρχές, δεν είναι δυνατό να αιτιολογείται η λήψη αποφάσεων ώστε να αποσύρονται τα κεφάλαια. Χωρίς την ψυχολογία των μαζικών τραπεζικών αναλήψεων, δεν είναι δυνατό να εξηγείται το μέγεθος της αλλαγής στις αποφάσεις κατανομής (των κεφαλαίων) των επενδυτών, οι οποίες φαίνονται τόσο ασυνεχείς όσον αφορά οποιοσδήποτε εύκολα αισθητές πτυχές των θεμελιωδών στοιχείων. Χωρίς να αναφέρουμε τις πιέσεις στα εγχώρια χρηματοπιστωτικά συστήματα και τις εταιρίες, είναι δύσκολο να εξηγηθεί η αιτία του μεγέθους των παρατηρηθείσων πτώσεων στην οικονομική επίδοση και των αποτυχιών των πραγματικών πτώσεων στις τιμές συναλλάγματος που προκαλούν σε πολλές περιπτώσεις μεγάλες άμεσες αυξήσεις στις εξαγωγές.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό των κρίσεων είναι η μετάδοσή τους. Υπάρχουν πολλές εξηγήσεις και μοντέλα αυτής της μετάδοσης. Μπορεί να οφείλεται σε κοινούς κλονισμούς (όπως σε όρους των κλονισμών τιμής των βασικών αναλώσιμων αγαθών)

που βλάπτουν ταυτόχρονα τις χώρες εξαγωγής προϊόντων. Οι εμπορικές συνδέσεις μεταφέρουν τους σχετικούς κλονισμούς τιμών και εισοδήματος (ζήτηση) από μια χώρα σε άλλη. Οι χρηματοοικονομικές συνδέσεις οδηγούν σε συσχετισμούς τις αγορές περιουσιακών στοιχείων: εάν μια χώρα επενδύει και δανείσει σε μια άλλη χώρα, οι «κακές» οικονομικές ειδήσεις στην τελευταία, έχουν επιπτώσεις επίσης στις αγορές περιουσιακών στοιχείων στην πρώτη. Μία αγορά με μικρή ρευστότητα μπορεί να επιδεινώσει τη μετάδοση. Παραδείγματος χάριν, όταν μερικοί ιδιαίτερα μοχλευμένοι οργανισμοί αντιμετώπισαν σημαντικές απώλειες μετά από τη Ρωσική κρίση, τα περιθώρια ασφάλισης και η έλλειψη ρευστότητας μπορεί να οδήγησε ή να ανάγκασε τους οργανισμούς αυτούς να μειώσουν τις θέσεις τους σε άλλες αγορές, τροφοδοτώντας κατά συνέπεια τη μετάδοση. Επίσης, μπορεί να οφείλεται σε στοιχεία παραλογισμού των επενδυτών, όπως πανικός, αγελαία σκέψη και θετικές ανατροφοδοτήσεις στις εμπορικές συναλλαγές (feedback), όπου μπορούν να εξηγήσουν γιατί οι επενδυτές αποσύρονται γενικευμένα από πολλές αγορές χωρίς κάποιο χαρακτηριστικό διάκρισής τους μεταξύ διαφορετικών αγορών. Κατά τον L.H. Summers, η μετάδοση μπορεί να είναι έργο της «φήμης εξωτερικότητας» (“reputational externalities”). Η κρίση σε μια χώρα μπορεί να επηρεάσει τις προσδοκίες και τις κοινές αντιλήψεις των επενδυτών για τις δομικές καταστάσεις και ευπάθειες που επικρατούν και σε άλλες χώρες, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να αντιδράσουν σε αυτές τις πιθανές οικονομικές ευπάθειες αυτών των χωρών.

#### **4.2 Η τρέχουσα οικονομική κρίση στις Η.Π.Α. και στην Ευρωζώνη**

Σε αυτό το μέρος συγκρίνονται τα δεδομένα της τρέχουσας κρίσης στις ΗΠΑ και στην ζώνη του ευρώ με τις διαμέσους των επιλεγμένων μακροοικονομικών μεταβλητών στις απαρχές των έξι σημαντικών οικονομικών επεισοδίων και με τους μέσους αυτών των μεταβλητών σε όλα τα επεισόδια χρηματοοικονομικού πανικού που ακολούθησαν υφέσεις. Οι τρέχουσες ανισορροπίες και αναπροσαρμογές φαίνονται γενικά πολύ μικρότερες από εκείνες των έξι επεισοδίων, εκτός από τις επενδύσεις των ΗΠΑ στα ακίνητα και τις τρέχουσες συναλλαγές των ΗΠΑ. Τα πρότυπα της πίστωσης και οι τιμές των ακινήτων στις ΗΠΑ πριν από την τρέχουσα κρίση, είναι παρόμοιες με εκείνα μιας συνήθους χρηματοοικονομικού πανικού-ακολουθούμενης ύφεσης. Η «από-μοχλευτική» διαδικασία από τα νοικοκυριά στις

ΗΠΑ προχωρά γρηγορότερα απ' ότι στις τυπικές υφέσεις, αν και η διαδικασία αυτή από τις εταιρίες φαίνεται κάπως πιο αργή και από μια ισχυρότερη αρχική θέση. Τέλος, αν και τα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών παρέμειναν «γερά» και εύρωστα κατά τη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του 2007, ο λόγος της πίστωσης ως προς το ΑΕΠ μειώθηκε σημαντικά το πρώτο τρίμηνο του 2008, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο ρυθμός «από-μόχλευσης» μπορεί να είχε βελτιωθεί.

Η τρέχουσα κρίση, είναι διαφορετική για τις ΗΠΑ με σημαντικούς τρόπους από προηγούμενα επεισόδια. Οι εταιρικοί ισολογισμοί και η πίστη των επιχειρήσεων στην εξωτερική χρηματοδότηση ήταν σε μια πιο στερεά βάση κατά την είσοδο της τρέχουσας κρίσης, η οποία θα έπρεπε να παρέχει κάποια ανθεκτικότητα. Ωστόσο, το μέγεθος της αμερικάνικης αγοράς ενυπόθηκων δανείων, το οποίο είναι στο επίκεντρο της κρίσης, καθώς και ο ρόλος των οικιστικών επενδύσεων υποδηλώνουν ότι η αποταμιευτική και καταναλωτική συμπεριφορά των νοικοκυριών μπορεί να διαδραματίσει έναν πολύ μεγαλύτερο ρόλο στη σημερινή οικονομική ύφεση σε σχέση με το παρελθόν. Το θετικό είναι ότι η πολιτική τοποθέτηση στις ΗΠΑ είναι προορατική, όπως φαίνεται από τις επιθετικές περικοπές στα επιτόκια και τα μέτρα που λήφθηκαν για να υποστυλώσουν τη ρευστότητα και τις εμπορικές τράπεζες και στις τράπεζες επενδύσεων. Επιπλέον, οι τράπεζες έχουν εγείρει σημαντικά ποσά κεφαλαίων, αν και οι συνεχιζόμενες πτώσεις στην market-to-market αξία των περιουσιακών στοιχείων υποδεικνύουν ότι ουσιαστικά περισσότερα κεφάλαια θα απαιτηθούν προτού να μπορέσει το οικονομικό σύστημα να συνεχίσει το σημαντικό και χωρίς περιορισμούς δανεισμό.

Στην περιοχή του ευρώ, η προσαρμογή των τιμών κατοικίας και η πίστωση είναι μέχρι σήμερα ηπιότερη απ' ότι στις ΗΠΑ, αλλά υπάρχουν στοιχεία ότι η προσαρμογή «αποκτά φόρα». Ο τρόπος δανεισμού των εταιριών στην περιοχή του ευρώ είναι παρόμοιος με αυτόν στις ΗΠΑ: αρχίζοντας από μια ισχυρότερη βάση από τους χρηματοοικονομικούς πανικούς-ακολουθούμενους ύφεσης αλλά αποδυναμώνοντας. Εντούτοις, τα νοικοκυριά της ζώνης του ευρώ είναι σε αρκετά ισχυρότερη θέση και αυτό είναι ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό γνώρισμα των οικονομικών επεισοδίων πίεσης που δεν ακολουθούνται από υφέσεις.

Μέσα στη ζώνη του ευρώ, υπάρχουν σημαντικές διακρατικές διαφορές. Η πιστωτική αύξηση είναι σε μια εντονότερη προς τα κάτω πορεία στην Ιρλανδία και

την Ισπανία απ' ότι σε άλλες χώρες. Διάφορες χώρες έχουν δοκιμάσει κατά ασυνήθιστο τρόπο μεγάλες αυξήσεις στις τιμές κατοικιών και οικιστικές επενδύσεις και η δραστηριότητα σε αυτό τον τομέα ανακόπτεται εμφανώς. Τέλος, αν και η Γερμανία δοκιμάζεται από μεγάλα εξωτερικά πλεονάσματα, υπάρχουν μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα σε διάφορες χώρες, συμπεριλαμβανομένης της Ελλάδας, της Πορτογαλίας, της Ισπανίας και σε μια μικρότερη έκταση της Ιρλανδίας.

Συνολικά, αυτά τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι ο οικονομικός αντίκτυπος της οικονομικής πίεσης μπορεί να είναι μεγαλύτερος στις ΗΠΑ απ' ότι στην περιοχή του ευρώ. Η αμερικάνικη οικονομική ύφεση μπορεί να γίνει αυστηρότερη και θα μπορούσε να εξελιχθεί σε μια υποχώρηση. Τα στοιχεία για την περιοχή του ευρώ είναι πιο συνεπή με το πρότυπο για μια επιβράδυνση από μια υποχώρηση και η δυναμική εξελίσσεται επίσης με κάποια καθυστέρηση.

#### **4.3 Ο απόηχος των κρίσεων**

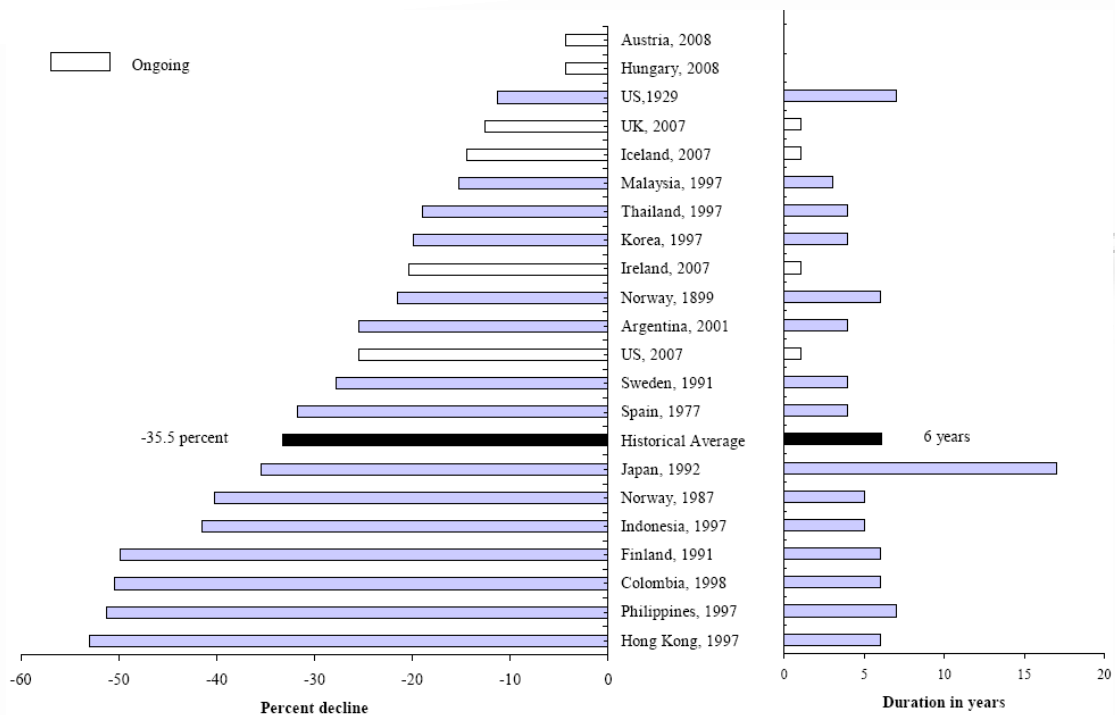
Όπως θα δούμε και παρακάτω πιο αναλυτικά, οι οικονομικές κρίσεις είναι παρατεταμένες υποθέσεις. Τις περισσότερες φορές, τα επακόλουθα μεγάλων οικονομικών κρίσεων μοιράζονται τρία χαρακτηριστικά. Πρώτον, οι καταρρεύσεις της αγοράς περιουσιακών στοιχείων είναι βαθιές και παρατεταμένες. Οι πραγματικές πτώσεις τιμών κατοικίας υπολογίζονται κατά μέσο όρο 35 τοις εκατό που απλώνονται πάνω από έξι έτη, ενώ οι τιμές μετοχών καταρρέουν με μέσο όρο 55 τοις εκατό κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής ύφεσης περίπου τρισήμιση ετών. Δεύτερον, το επακόλουθο των τραπεζικών κρίσεων συνδέεται με βαθιές πτώσεις στην παραγωγή και την απασχόληση. Ο δείκτης της ανεργίας αυξάνεται κατά μέσο όρο 7 ποσοστιαίων μονάδων μετά από την κάτω φάση του κύκλου, ο οποίος διαρκεί κατά μέσο όρο πάνω από τέσσερα έτη. Η παραγωγή πέφτει (από την κορυφή στο χαμηλότερο σημείο) κατά μέσο όρο πάνω από 9 τοις εκατό, αν και η διάρκεια της ύφεσης, που υπολογίζει κατά μέσο όρο κατά προσέγγιση δύο έτη, είναι αρκετά πιο σύντομη απ' ότι για την ανεργία. Τρίτον, η πραγματική αξία του δημοσίου χρέους τείνει να εκτιναχθεί, αυξάνοντας με ένα μέσο όρο 86 τοις εκατό στην πλειοψηφία των επεισοδίων μετά το 2<sup>ο</sup> παγκόσμιο πόλεμο. Κατά τρόπο ενδιαφέροντα, η κύρια αιτία των εκρήξεων χρέους δεν είναι οι ευρέως αναφερόμενες δαπάνες διάσωσης και

κεφαλαιακής ενίσχυσης των τραπεζών. Κατά γενική ομολογία, οι δαπάνες διάσωσης είναι δύσκολο να μετρηθούν και υπάρχει ιδιαίτερη απόκλιση μεταξύ των εκτιμήσεων από ανταγωνιστικές μελέτες. Αλλά ακόμη και αυτές οι εκτιμήσεις «χλωμιάζουν» δίπλα στις πραγματικές μετρημένες ανόδους στο δημόσιο χρέος. Στην πραγματικότητα, οι μεγάλες αιτίες των αυξήσεων του δημόσιου χρέους είναι η αναπόφευκτη κατάρρευση στα φορολογικά έσοδα, που οι κυβερνήσεις υφίστανται αμέσως μετά τις βαθιές και παρατεταμένες συστολές της παραγωγής, καθώς επίσης και οι συχνά φιλόδοξες «αντικυκλικές» οικονομικές πολιτικές που στοχεύουν να μετριάσουν την οικονομική ύφεση.

#### **4.4 Η ύφεση μετά την κρίση**

Η αθροιστική πτώση στις πραγματικές τιμές κατοικίας (σχήμα 4.1), από την κορυφή έως το μικρότερο σημείο, υπολογίζεται κατά μέσο όρο 35,5 τοις εκατό, μη συμπεριλαμβανομένης της τρέχουσας οικονομικής κρίσης. Οι περισσότερο δριμείς πραγματικές πτώσεις τιμών κατοικίας βιώθηκαν από τη Φιλανδία (1991), τις Φιλιππίνες (1997), την Κολομβία (1998) και το Χονγκ Κονγκ (1997). Η συντριβή τους ήταν από 50 έως 60 τοις εκατό, που μετρήθηκαν από την κορυφή έως το μικρότερο σημείο. Η πτώση στις τιμές κατοικίας που χρονολογούνται στις ΗΠΑ μέχρι σήμερα, κατά τη διάρκεια του τρέχοντος επεισοδίου (σχεδόν 28 τοις εκατό σύμφωνα με το δείκτη Case-Shiller) είναι ήδη περισσότερο από δύο φορές από αυτό που καταχωρήθηκε στις ΗΠΑ κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης των ΗΠΑ.

Ειδικότερα, η διάρκεια της μείωσης των τιμών κατοικίας, είναι αρκετά μεγάλης διάρκειας, υπολογίζεται κατά μέσο όρο περίπου έξι έτη. Ακόμη και αποκλείοντας την εξαιρετική εμπειρία της Ιαπωνίας (με 17 διαδοχικά έτη πτώσης των τιμών), ο μέσος όρος παραμένει πάνω από πέντε έτη.

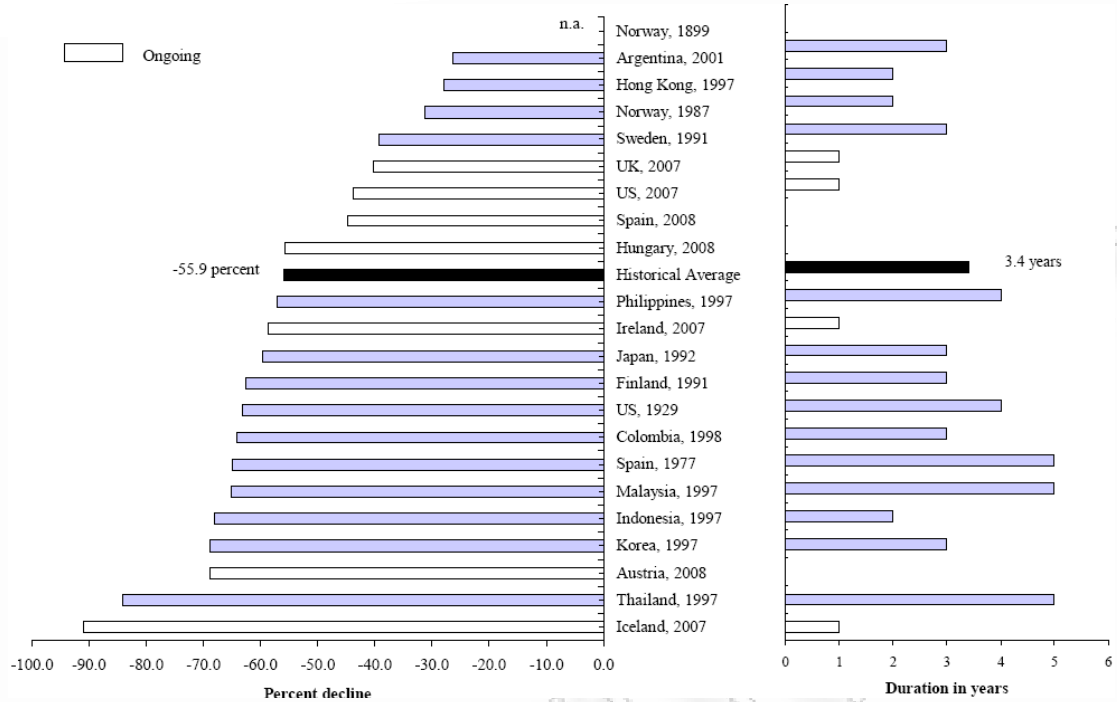


Σχήμα 4.1: Προηγούμενοι και τρέχοντες πραγματικοί κύκλοι τιμής κατοικίας και τραπεζικές κρίσεις: οι πτώσεις τιμών μέγιστο-ελάχιστο (αριστερή στήλη) και διάρκεια ετών της μείωσης (δεξιά στήλη)

Πηγή: Reinhart και Rogoff (2008c)

Σημείωση: οι δείκτες τιμών καταναλωτή χρησιμοποιούνται για να αποπληθωρίσουν τις ονομαστικές τιμές κατοικίας.

Οι πτώσεις τιμών μετοχών που συνοδεύουν τις τραπεζικές κρίσεις είναι πολύ πιο απότομες από τις πτώσεις των τιμών κατοικίας, εάν και κάπως μικρότερες σε διάρκεια (σχήμα 4.2). Η πιο σύντομη διάρκεια της μείωσης σε σύγκριση με τις τιμές ακινήτων είναι σύμφωνη με την παρατήρηση ότι οι τιμές μετοχών είναι πολύ λιγότερο αδρανείς. Η μέση ιστορική πτώση στις τιμές μετοχών είναι 55,9 τοις εκατό, με τη φάση μείωσης του κύκλου να διαρκεί 3,4 έτη. Ειδικότερα, κατά τη διάρκεια του τρέχοντος κύκλου, η Ισλανδία και η Αυστρία έχουν δοκιμάσει ήδη πτώσεις τιμών μετοχών (μέγιστο-ελάχιστο) που υπερβαίνουν κατά πολύ το μέσο όρο της ιστορικής ομάδας σύγκρισης.



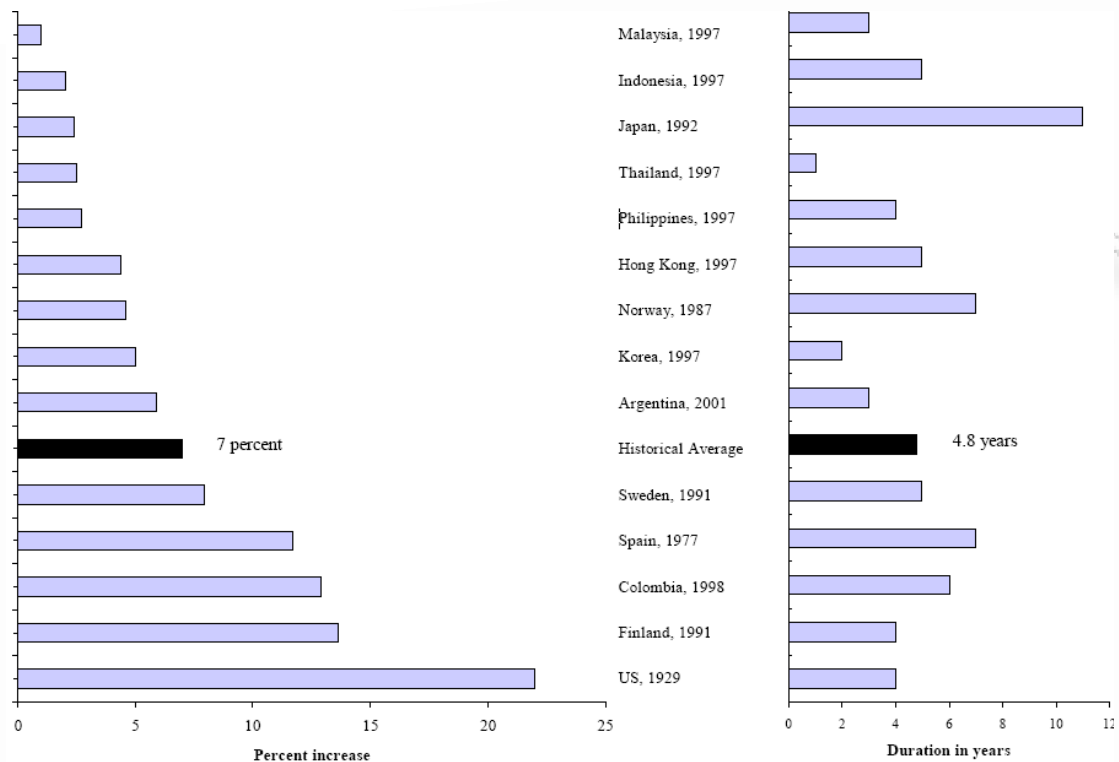
Σχήμα 4.2: Προηγούμενοι και τρέχοντες πραγματικοί κύκλοι τιμών μετοχών και τραπεζικές κρίσεις: οι πτώσεις τιμών μέγιστο-ελάχιστο (αριστερή στήλη) και διάρκεια ετών της μείωσης (δεξιά στήλη)

Πηγή: Reinhart και Rogoff (2008c)

Σημείωση: οι δείκτες τιμών καταναλωτή χρησιμοποιούνται για να αποπληθώρουν τις ονομαστικές τιμές κατοικίας.

Δεδομένου ότι ο δείκτης ανεργίας έχει ταξινομηθεί ως δείκτης υστέρησης, δεν περιλαμβάνεται η τρέχουσα κρίση. Κατά μέσο όρο, η ανεργία αυξάνεται για σχεδόν πέντε έτη, με άυξηση στο δείκτη ανεργίας περίπου 7 ποσοστιαίων μονάδων. Ενώ κανένα από τα μεταπολεμικά επεισόδια δε συναγωνίζονται την άυξηση της ανεργίας, περισσότερο από 20 ποσοστιαίες μονάδες που «δοκιμάστηκαν» από τις ΗΠΑ κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης, οι συνέπειες των οικονομικών κρίσεων στην απασχόληση είναι εντούτοις ιδιαίτερα μεγάλες σε πολλές περιπτώσεις (σχήμα 4.3)



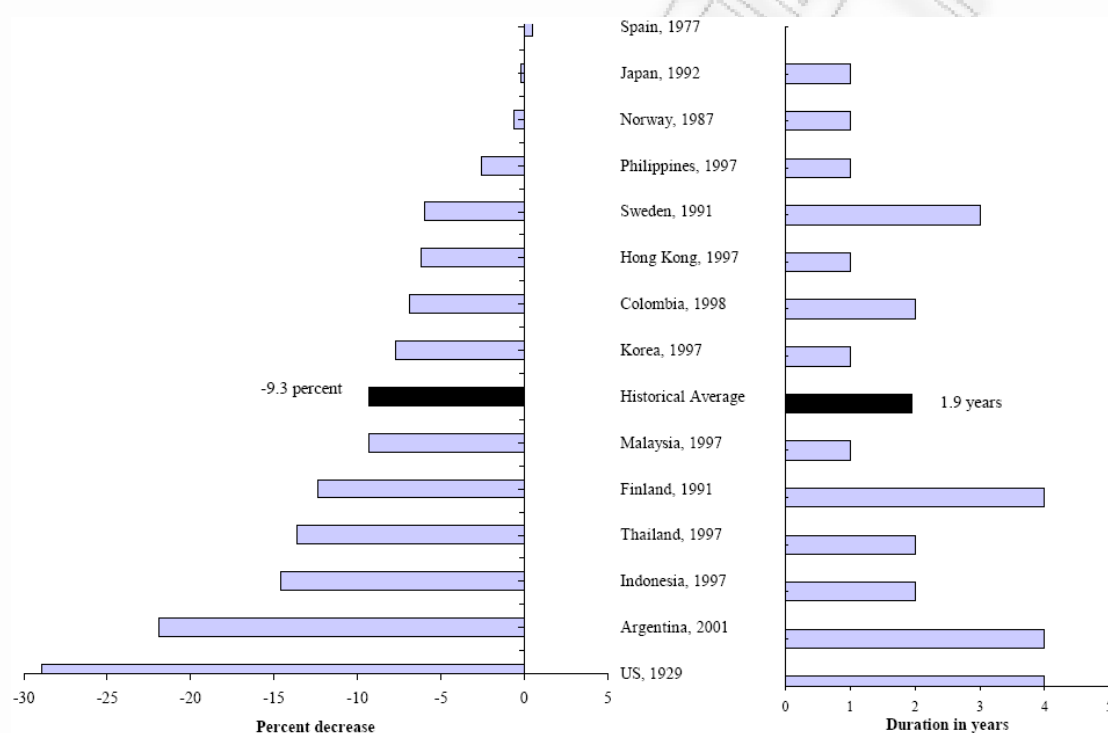


Σχήμα 4.3: Προηγούμενοι κύκλοι ανεργίας και τραπεζικές κρίσεις: κορυφή-ελάχιστο. Αύξηση τοις εκατό στο δείκτη ανεργίας (αριστερή στήλη) και διάρκεια ετών της μείωσης (δεξιά στήλη)

Πηγή: Reinhart και Rogoff (2008c)

Είναι ενδιαφέρον να σημειωθεί, ότι στις τραπεζικές κρίσεις, οι αναδυόμενες αγορές, ιδιαίτερα εκείνες της Ασίας, φαίνονται να πηγαίνουν καλύτερα από την άποψη της ανεργίας σε σχέση με τις προηγούμενες οικονομίες. Ενώ υπάρχουν πολύ γνωστά στοιχεία για συγκρίσεις δεικτών ανεργίας στις χώρες γενικά, (να σημειωθεί ότι η υποαπασχόληση σε πολλές αναδυόμενες αγορές δεν προσμετρείται στα επίσημα στατιστικά στοιχεία ανεργίας), η σχετικά χαμηλή απόδοση των προηγούμενων χωρών δείχνει ότι η δυνατότητα μεγαλύτερης (προς τα κάτω) ευελιξίας των αμοιβών στις ανερχόμενες αγορές μπορεί να βοηθήσει να ομαλοποιηθεί η απασχόληση κατά τη διάρκεια περιόδων αυστηρής οικονομικής συντριβής. Οι διαφορές στην κοινωνική ασφάλιση στις οικονομίες ανερχόμενων αγορών, συγκρινόμενη με τις βιομηχανικές χώρες, πιθανώς να καθιστά τους εργαζόμενους πιο ανήσυχους, ώστε να αποφύγουν την ανεργία.

Το μέσο μέγεθος της πτώσης του πραγματικού κατά κεφαλήν ΑΕΠ (σχήμα 4.4), σε σχέση με τις τραπεζικές κρίσεις, ανέρχεται στο εκπληκτικό 9,3 τοις εκατό. Κατά γενική ομολογία, για την περίοδο μετά τον 2<sup>ο</sup> Παγκόσμιο Πόλεμο, οι πτώσεις στο πραγματικό ΑΕΠ είναι μικρότερες για τις ανεπτυγμένες οικονομίες σε σχέση με τις οικονομίες των αναδυόμενων αγορών. Μια πιθανή εξήγηση για τις μεγαλύτερες συστολές στις οικονομίες αναδυόμενων αγορών, είναι ότι είναι επιρρεπείς σε απότομες μεταστροφές στη διαθεσιμότητα ξένων πιστώσεων. Όταν τα ξένα κεφάλαια έρχονται σε μια «ξαφνική στάση» η οικονομική δραστηριότητα κατευθύνεται σε μια αναστάτωση.



Σχήμα 4.4: Προηγούμενοι πραγματικοί κατά κεφαλήν κύκλοι ΑΕΠ και τραπεζικές κρίσεις: (μέγιστο-ελάχιστο)

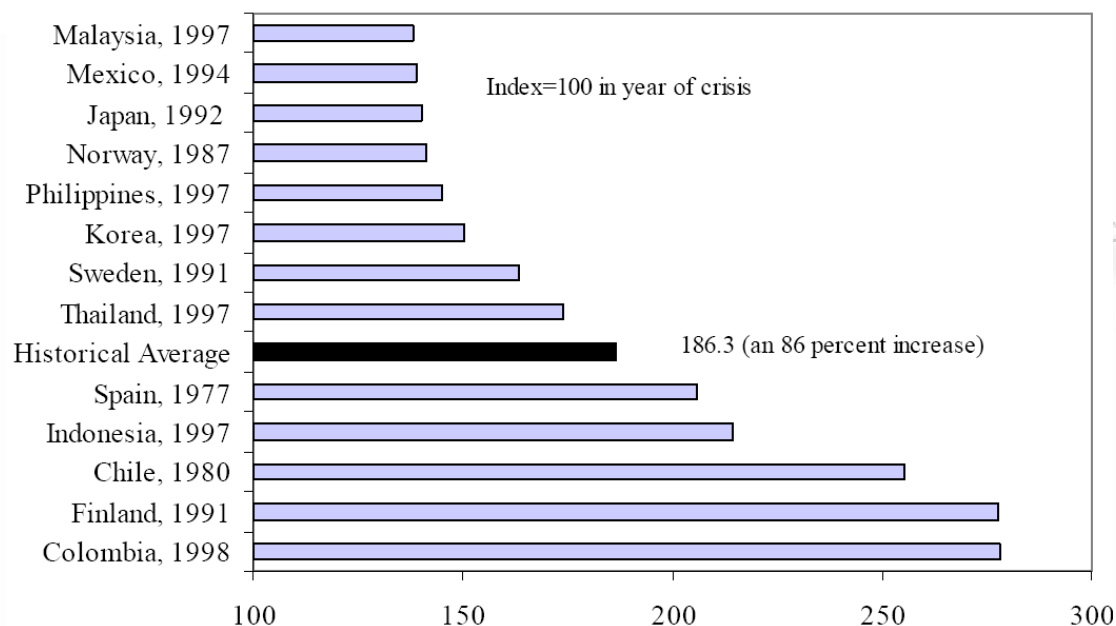
Πτώση τοις εκατό στο πραγματικό ΑΕΠ (αριστερή στήλη) και διάρκεια ετών της μείωσης (δεξιά στήλη)

Πηγή: Reinhart και Rogoff (2008c)

Σε σύγκριση με την ανεργία, ο κύκλος από την κορυφή στο ελάχιστο, στο ΑΕΠ είναι πολύ πιο σύντομος, μόνο δύο έτη. Προφανώς, αυτό συμβαίνει εν μέρει, επειδή η

δυναμική άξηση ΑΕΠ είναι θετική και μετρούνται μόνο οι απόλυτες μεταβολές στο εισόδημα και όχι οι διαφορές στη δυναμική παραγωγή. Ακόμη κι έτσι, οι υφέσεις που περιβάλλουν τις οικονομικές κρίσεις πρέπει να θεωρηθούν ασυνήθιστα μακροχρόνιες έναντι των κανονικών υφέσεων που διαρκούν λιγότερο από ένα έτος. Πράγματι, πολυετείς υφέσεις συνήθως εμφανίζονται μόνο στις οικονομίες που απαιτούν βαθιά αναδιάρθρωση, όπως η Μεγάλη Βρετανία στη δεκαετία του '70 (πριν την Θάτσερ), η Ελβετία στη δεκαετία του '90 και η Ιαπωνία μετά το 1992 (η τελευταία όχι μόνο λόγω της οικονομικής κατάρρευσής της, αλλά και λόγω της ανάγκης να αποπροσανατολιστεί η οικονομία υπό το πρίσμα της ανόδου της Κίνας). Οι τραπεζικές κρίσεις, φυσικά απαιτούν συνήθως επώδυνες αναδιαρθρώσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος και είναι έτσι ένα σημαντικό παράδειγμα αυτής της γενικής αρχής.

Τέλος, αναλύεται η άνοδος στο πραγματικό δημόσιο χρέος στα τρία έτη μετά από μια τραπεζική κρίση (σχήμα 4.5). Η επιδείνωση των δημόσιων οικονομικών είναι εντυπωσιακή, με μια μέση άνοδο του χρέους πάνω από 86 τοις εκατό. Οι Reinhart και Rogoff (2008), εκμεταλλευόμενοι πρόσφατα ιστορικά δεδομένα, όσον αφορά το εγχώριο χρέος, δείχνουν ότι αυτή η ίδια συγκέντρωση στο κυβερνητικό χρέος, είναι ένα καθοριστικό χαρακτηριστικό της συνέπειας των τραπεζικών κρίσεων για πάνω από έναν αιώνα. Σύμφωνα με τους Reinhart και Rogoff (2008) εξετάζεται η ποσοστιαία άξηση στο χρέος και όχι ο λόγος χρέους-ΑΕΠ, επειδή μερικές φορές οι απότομες πτώσεις στην παραγωγή θα περιέπλεκαν την ερμηνεία των λόγων χρέους-ΑΕΠ. Οι χαρακτηριστικές τεράστιες συγκεντρώσεις στο κυβερνητικό χρέος, οφείλονται κυρίως στις δριμείς πτώσεις των φορολογικών εσόδων και σε πολλές περιπτώσεις, στη μεγάλη μάζα των δημόσιων δαπανών ώστε να αντιμετωπίσουν την ύφεση.



Σχήμα 4.5: Αθροιστική αύξηση στο πραγματικό δημόσιο χρέος στα τρία έτη μετά από την τραπεζική κρίση

Πηγή: Reinhart και Rogoff (2008c)

## 5 ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ

### 5.1 Πρόληψη και αντίδραση σε εθνικό και διεθνές επίπεδο

Πολλές χώρες δοκιμάζουν σημαντικούς κλονισμούς στους τομείς του εμπορίου, στην εμπιστοσύνη των επενδυτών ή μέσα στα εγχώρια χρηματοπιστωτικά συστήματά τους. Σχετικά λίγες χώρες από αυτές δοκίμασαν σημαντικές οικονομικές κρίσεις. Σε σχέση με τις κρίσεις των αναδύμενων χωρών (Βραζιλία 1998-99, Ινδονησία, Νότια Κορέα, Μεξικό, Ταϊλάνδη, Ρωσία) της δεκαετίας του '90 και των διαφόρων παραγόντων που προηγήθηκαν αυτών, προκύπτουν αρχικά τα παρακάτω συμπεράσματα κατά τον Summers (2008).

Σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις, οι σοβαρές τραπεζικές και του χρηματοπιστωτικού τομέα αδυναμίες, διαδραμάτισαν έναν σημαντικό ρόλο. Οι

σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν ακολουθήθηκαν από την ανάληψη νομισματικών πολιτικών που θα έπρεπε και προηγήθηκαν των κρίσεων σε όλες τις περιπτώσεις. Παραδοσιακές μακροοικονομικές βασικές αρχές, με τη μορφή υπερβολικά πληθωριστικών νομισματικών πολιτικών, μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα ή ακόμα και τα μεγάλα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών, ήταν παρόντα σε μερικές από αυτές τις περιπτώσεις αλλά δεν είναι απαραίτητες προγενέστερες καταστάσεις της κρίσης σε όλα τα επεισόδια. Αδυναμίες εθνικών συναλλαγών, συμπεριλαμβανομένων των μεγάλων βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων είτε του δημόσιου είτε του ιδιωτικού τομέα, ήταν σημαντικά στοιχεία σε κάθε μια από τις κρίσεις.

Κατ' αρχάς, θα πρέπει να δοθεί έμφαση στην προσπάθεια διατήρησης ισχυρών εγχώριων χρηματοπιστωτικών συστημάτων και οργάνων. Όταν καλά κεφαλαιοποιημένες και εποπτευόμενες τράπεζες, μια αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση, αποτελεσματικοί πτωχευτικοί κώδικες και αξιόπιστα μέσα επιβολής συμβάσεων, μαζί με άλλα στοιχεία ενός ισχυρού χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι παρόντα, σημαντικές ποσότητες χρέους θα είναι βιώσιμες. Στην απουσία τους, ακόμη και μια μικρή ποσότητα χρέους μπορεί να είναι προβληματική.

Το δεύτερο στοιχείο είναι η επιλογή του κατάλληλου καθεστώτος συναλλαγματικών ισοτιμιών, το οποίο, για τις οικονομίες με πρόσβαση στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου, σημαίνει όλο και περισσότερο μια απομάκρυνση από τη μέση λύση του συνδεδεμένου αλλά ρυθμιζόμενου καθεστώτος συναλλαγματικών ισοτιμιών, έναντι είτε μιας κυμαινόμενης είτε μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας που υποστηρίζονται, εφόσον είναι αναπόφευκτο, από μια υποχρέωση να εγκαταλείψουν μια ανεξάρτητη νομισματική πολιτική.

Τρίτον, απαιτείται ένα υγιές και σταθερό περιβάλλον μακροοικονομικής πολιτικής, όπου ευπάθειες της νομισματικής και της δημοσιονομικής πολιτικής να ελαχιστοποιούνται, συμπεριλαμβάνοντας ειδικά την αποφυγή των δημοσιονομικών ελλειμμάτων που είναι ουσιαστικά πέρα από τη βιώσιμη εγχώρια ικανότητα χρηματοδότησης μιας χώρας. Αυτό το επίπεδο ελλείμματος θα εξαρτηθεί από τη συμπεριφορά αποταμίευσης μιας χώρας και την ποιότητα των κεφαλαιαγορών της.

Τέταρτο, οι χώρες πρέπει να μειώσουν τις ευπάθειές τους στον κίνδυνο ρευστότητας/αναχρηματοδότησης και στον κίνδυνο ισολογισμών. Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα πρέπει να συγκριθούν με τις βαρυσήμαντες ποσότητες των υποχρεώσεων που μπορούν να διεκδικηθούν ενάντια στα αποθεματικά της χώρας. Έτσι ο λόγος των αποθεματικών προς τις εισαγωγές, ο οποίος συχνά είναι ο στόχος για τις χώρες, ώστε να ελέγχουν την επάρκεια των αποθεμάτων τους, έχει μικρή χρησιμότητα. Επίσης, πολιτικές προκατάληψης προς τα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια είναι ανάγκη να αποφευχθούν.

Αυτό το τελευταίο σημείο αξίζει έμφαση, επειδή έχουμε δει αυτό το είδος προκατάληψης κατ' επανάληψη στις πρόσφατες κρίσεις. Το είδαμε στο Μεξικό, με την αυξανόμενη καταφυγή στην έκδοση βραχυπρόθεσμων αξιογράφων (tesobonos), στην πορεία μέχρι την κρίση, για την βραχυπρόθεσμη αποπληρωμή του εξωτερικού χρέους του Μεξικού. Στην Ταϊλάνδη, στις μειώσεις των φόρων στον παράκτιο ξένο δανεισμό και την κυβερνητική απόφαση να υποθηκεύσει όλα του τα αποθεματικά στις προθεσμιακές αγορές και στη Νότια Κορέα, όπου οι διορατικοί έλεγχοι κράτησαν το μακροπρόθεσμο κεφάλαιο μέσα στη χώρα.

Φυσικά δεν πρέπει να αντιμετωπίζουμε τον έλεγχο των βραχυπρόθεσμων εισροών κεφαλαίου ως μέτρο αποφυγής των κρίσεων. Ωστόσο, η προτεραιότητα σχετικά με τις ροές κεφαλαίων πρέπει να είναι να μην προκαλούν βλάβες, δηλαδή να αποφύγουμε πολιτικές που καταλήγουν σε υπερβολικά υψηλές ποσότητες βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων.

Ένα μέτρο υγιούς διαχείρισης των βραχυπρόθεσμων ροών είναι αυτονόητο σε οποιοδήποτε προνομιακό κανονισμό ή εποπτεία τραπεζών. Να συνεκτιμηθεί, ότι όπου οι έλεγχοι είναι σε ισχύ, είναι λάθος να θεωρείται απολύτως σωστή η αφαίρεση τους, αλλά η εμπειρία δείχνει ότι τέτοιοι έλεγχοι τείνουν να γίνουν πιο ατελέσφοροι με την πάροδο του χρόνου, να δημιουργούν δαπάνες και διαστρεβλώσεις και να αποθαρρύνουν την ολοκλήρωση χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που μπορούν να είναι μια σημαντική πηγή σταθερότητας. Δεν είναι πανάκεια και μπορούν πράγματι να υποβαθμίσουν την απόδοση της ίδιας της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ακόμα, οι πολιτικές που οδηγούν σε μια υπερβολική συσσώρευση του βραχυπρόθεσμου χρέους ή σε υπερβολική εξάρτηση του χρέους σε σχέση με την χρηματοδότηση των ίδιων κεφαλαίων, πρέπει να περιοριστούν. Φυσικά, υπανάπτυκτες κεφαλαιαγορές, όπου οι μακροπρόθεσμες μορφές χρηματοδότησης δεν είναι ευρέως διαθέσιμες, θα δημιουργήσουν μια «τάση» υπέρ των βραχυπρόθεσμων ροών κεφαλαίου στο σωστό περιβάλλον. Όταν εξετάζουμε τον αναγνωρισμένο ρόλο που οι αποδοτικές κεφαλαιαγορές μπορούν να διαδραματίσουν στην παροχή χρηματοδότησης για την μακροπρόθεσμη ανάπτυξη, είναι σαφές ότι πρέπει να δοθεί προτεραιότητα στη διαδικασία της εγχώριας και διεθνούς ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών αυτών των αγορών.

Η συγκλονιστική συνεισφορά που μπορεί να έχει η διεθνής κοινότητα προς την παρεμπόδιση των κρίσεων είναι να επιτύχει στην ενθάρρυνση των υγιών εθνικών οικονομικών πολιτικών. Και το σημαντικότερο πράγμα που η διεθνής κοινότητα μπορεί να κάνει στην επίτευξη αυτού του στόχου είναι να προωθήσει την διαφάνεια.

Η διαφάνεια προωθεί την αποδοτική αντίδραση της αγοράς σε αλλαγές και υποστηρίζει τη σταθερότητα. Για μερικούς μάλιστα θεωρείται το πιο αποτελεσματικό μέσο για την προώθηση της αυτορρύθμισης και είναι απαραίτητο στοιχείο και για τις ανεπτυγμένες αλλά και για τις αναδυόμενες οικονομίες.

Υπάρχει επίσης ένας σημαντικός ρόλος για την καλύτερη διεθνή παρακολούθηση της ποιότητας των εθνικών πολιτικών. Οι διεθνείς συναντήσεις κορυφής των G-7, των G-20, οι υπουργοί οικονομικών του APEC και ούτω καθ' εξής, μπορούν επίσης να είναι χρήσιμες. Πράγματι, το σημαντικότερο επίτευγμά τους δεν είναι οι συγκεκριμένες αποφάσεις που λαμβάνουν όταν συναντιούνται, καμιά φορά δεν καταλήγουν καν σε κάποια απόφαση. Μάλλον, είναι η σταδιακή εξάπλωση των κοινών τρόπων σκέψης για την ανταπόκριση στις οικονομικές εξελίξεις. Η αξία της διάδοσης των βέλτιστων πρακτικών ή τουλάχιστον καλύτερων πρακτικών, δεν πρόκειται να αγνοείται. Με την πάροδο του χρόνου, αυτά τα «φόρουμ» παρέχουν σημαντικές ευκαιρίες να χρησιμοποιήσουν την πολιτική πίεση για την ώθηση των εθνικών πολιτικών στη σωστή κατεύθυνση.

Πέρα από την επιδοκιμασία των ομότιμών τους, οι χώρες πρέπει να παρακινηθούν, ώστε να επιδιώξουν ισχυρότερες πολιτικές, από το «προσωπικό» τους

συμφέρον. Η απώτερη ανταμοιβή για τις χώρες με βελτιωμένες πολιτικές θα έχουν καλύτερες οικονομικές εκβάσεις και υψηλότερα επίπεδα διαβίωσης για τους πολίτες τους. Το άμεσο κίνητρο μπορεί να είναι τα χαμηλότερα κόστη δανεισμού που προέρχονται από τις «ευηπόληπτες» αγορές.

Υπάρχουν μερικοί που προτείνουν ότι η συστηματική αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών, μέσω της διαθεσιμότητας γενικευμένων και χωρίς όρους χρηματοδότηση έκτακτης ανάγκης, θα έκανε τα ατυχήματα λιγότερο πιθανά μέσω της μείωσης κινδύνου των αυτο-εκπληρούμενων κρίσεων. Ενώ η ρυθμισμένη, προληπτική οικονομική ενίσχυση είναι επικοδομητική σε μερικές περιπτώσεις, ο κίνδυνος που εμπεριέχεται στη συστηματική διάθεση μη ρυθμισμένης πίστωσης στις χώρες, είναι ότι μπορεί να προκληθεί ηθικός κίνδυνος. Οι κρίσεις συνήθως χαρακτηρίζονται από τη σημαντική μείωση των αποθεματικών. Υπάρχει η πραγματική προοπτική ότι η αυτόματη διαθεσιμότητα των αποθεμάτων θα καθυστερούσε απλά τις απαραίτητες προσαρμογές και με αυτόν τον τρόπο θα αποδεικνυόταν ιδιαίτερα καταστρεπτική.

Ενώ οι καλύτερες προληπτικές πολιτικές ελαχιστοποιούν την πιθανότητα εμφάνισης των κρίσεων, δε θα τις απέβαλλαν ποτέ εξ' ολοκλήρου. Όταν εμφανίζονται, θα είναι σημαντικό να ακολουθηθούν οι πολιτικές που ελαχιστοποιούν την οξύτητα και τις συνέπειές τους.

Η απάντηση για τις κρίσεις, όπως και στην πρόληψη, έχει δύο διαστάσεις: εθνικές πολιτικές που μπορούν να αποκαταστήσουν την εμπιστοσύνη και τις διεθνείς προσπάθειες χρηματοδότησης μιας αξιόπιστης πορείας διαφυγής από την κρίση. Από αυτές η σημαντικότερη είναι η ανταπόκριση των εθνικών αρχών στις ενδιαφερόμενες χώρες. Εάν υπάρχει ένα συμπέρασμα που έχει διασαφηνιστεί από τα γεγονότα των κρίσεων, αυτό είναι ότι οι χώρες διαμορφώνουν οι ίδιες τον προορισμό τους και η διεθνής κοινότητα δε μπορεί να αντιδράσει με περισσότερο ζήλο για υγιείς πολιτικές ή την οικονομική σταθερότητα από την κυβέρνηση και τους ανθρώπους της ίδιας της χώρας. Η εμπειρία αποδεικνύει μερικά σημαντικά μαθήματα.

Η παροχή της εμπιστοσύνης στις αγορές και τους επενδυτές, ότι μια αξιόπιστη πορεία διαφυγής από την κρίση υπάρχει και θα ακολουθηθεί, είναι ουσιαστική. Αυτό απαιτεί διαφάνεια (παρέχοντας όλη τη σχετική πληροφορία στις αγορές έτσι ώστε οι



επενδυτές που αποστρέφονται να μην είναι αβέβαιοι για το πόσο βαθιά και σοβαρά είναι τα προβλήματα), μια συνεπή και αξιόπιστη δέσμευση για μια συνεκτική πολιτική προσαρμογή (έτσι ώστε η πολιτική αβεβαιότητα να μην υπονομεύει την εμπιστοσύνη των επενδυτών) και στενές διαβουλεύσεις με τους πιστωτές (έτσι ώστε η ξαφνική αρνητική πολιτική και οι πληροφοριακές εκπλήξεις να ελαχιστοποιούνται και έτσι οι πιστωτές να έχουν τη βεβαιότητα ότι οι προσεγγίσεις συνεργασίας για τη δύσκολη εξυπηρέτηση των δανείων θα συνεχιστεί).

Εάν η χαλαρή δημοσιονομική πολιτική είναι συντελεστής στην κρίση, τότε η ενίσχυση θα είναι ένα μέρος κλειδί της αποκατάστασης της εμπιστοσύνης, αλλά σε μια κατάσταση στην οποία είναι πιθανόν οι μεγάλης κλίμακας εκροές κεφαλαίων να έχουν περιοριστική επίδραση, δεν είναι ούτε απαραίτητο ούτε επιθυμητό να «σφιχτεί» η δημοσιονομική πολιτική αποκλειστικά σε απάντηση της κρίσης. Πράγματι, η δημοσιονομική πολιτική επιτράπηκε να χαλαρώσει σε διάφορες οικονομίες της Ασιατικής κρίσης στις αρχές του 1998.

Οι χώρες πρέπει να θέσουν τη σωστή νομισματική πολιτική για να καθιερώσουν την εμπιστοσύνη και σε μια κατάσταση στην οποία ένα νόμισμα είναι σε ελεύθερη πτώση είναι δύσκολο να θεωρηθεί ότι ο τρόπος για την αποκατάσταση της σταθερότητας είναι να ενισχυθεί η νομισματική πολιτική. Η σωστή νομισματική πολιτική σε περιόδους κρίσης πρέπει να είναι αυτή που θα ελαχιστοποιεί το μέσο επιτόκιο μεσοπρόθεσμα και όπου η εμπιστοσύνη θα είναι το ζήτημα, το οποίο μπορεί να υποδηλώνει μια σημαντική «σφίξη» βραχυπρόθεσμα. Με δεδομένη την ελεύθερη πτώση των νομισμάτων (και την επακόλουθη επιδείνωση των συσταλτικών αποτελεσμάτων των εθνικών ισολογισμών) σε περιπτώσεις όπως η Ινδονησία, όπου οι νομισματικές συνθήκες διατηρήθηκαν χαλαρές στην αρχή της κρίσης, το επιχείρημα ότι τα χαμηλότερα επιτόκια αρχικά θα είχαν ενισχύσει τα νομίσματα δε φαίνεται ούτε πειστικό, ούτε υποστηρίζεται από τα στοιχεία. Πράγματι, η νομισματική σταθεροποίηση και ανάκτηση στις οικονομίες της ασιατικής κρίσης έγινε μετά από μια περίοδο στερεής αποκατάστασης της εμπιστοσύνης του χρήματος, στις αρχές του 1998, προετοιμάζοντας το έδαφος για μια γρήγορη και σημαντική μείωση των επιτοκίων στο δεύτερο μέρος του έτους.

Άμεσα μέτρα πρέπει ληφθούν για να διατηρηθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, με τη γρήγορη κινητοποίηση για να υποστηριχθούν τα υγιή ιδρύματα

και με την επέμβαση στα μη υγειή. Η απώλεια εμπιστοσύνης στο οικονομικό σύστημα και τα επεισόδια των τραπεζικών πανικών επιδεινώθηκαν από την καθυστερημένη επέμβαση για την αντιμετώπιση του προβλήματος των μη εξυπηρετούμενων δανείων, τις «αυτονόητες» εγγυήσεις διάσωσης και τις «αυτονόητες» εγγυήσεις των καταθέσεων, τη στιγμή που δεν υπήρχε αξιόπιστο ποσό δημοσιονομικών πόρων για τέτοιες εγγυήσεις, καθώς επίσης και λόγω πολιτικών στρεβλώσεων την ώρα που οι παρεμβάσεις πραγματοποιούνταν.

Σαφώς, σε όλες αυτές τις αποφάσεις θα υπάρξουν δύσκολα ζητήματα ισορροπίας και είναι θέμα των εθνικών πολιτικών να εγγυηθούν ότι όλα θα γίνουν σωστά σε κάθε περίπτωση. Αλλά στόχος πρέπει να είναι να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη και η σταθερότητα όσο το δυνατό γρηγορότερα και έτσι να προετοιμάσουν το έδαφος για μια ανανεωμένη ανάπτυξη.

Χαρακτηριστικό στοιχείο της κρίσης, στην πιο έντονη φάση της, είναι οι πιστωτές μιας χώρας να εστιάσουν στο πώς θα βρεθούν οι επαρκείς πόροι για να χρηματοδοτήσουν τις ερχόμενες υποχρεώσεις τους. Η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης δε θα είναι δυνατή, απύσας αυτής της διαβεβαίωσης. Η διεθνής συμβολή, μέσω μιας σειράς συνεπών ενεργειών, μπορεί να αποκαταστήσει την εμπιστοσύνη, όπως και την κανονική ροή ιδιωτικών κεφαλαίων. Ο στόχος αυτός μπορεί να αντιμετωπιστεί με δύο τρόπους, στο πλαίσιο μιας αξιόπιστης πολιτικής προσαρμογής με την παροχή δημόσιας χρηματοδότησης, ή μέσω κάποιου συντονισμού των ιδιωτών πιστωτών για την μείωση των εκροών ή την επαναχρηματοδότηση των υποχρεώσεων που έχουν καταστεί ληξιπρόθεσμες.

Η παροχή χρηματοδότησης έκτακτης ανάγκης για την υποστήριξη μιας αξιόπιστης πολιτικής παρέμβασης, μπορεί στην πράξη να είναι ιδιαίτερα αποτελεσματική στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης. Αντίθετα από τη δεκαετία του '80 όταν τα Διεθνή Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα και οι διμερείς συμφωνίες παρείχαν μόνο σχετικά δευτερεύοντα ποσά στις χώρες που βρισκόταν σε κρίση, η παροχή μεγάλης κλίμακας, έκτακτης ανάγκης χρηματοδότηση, είναι ένα κεντρικό μέρος της απάντησης της διεθνούς οικονομικής κοινότητας στις κρίσεις της δεκαετίας του '90. Η ακολουθούμενη προσέγγιση, όπως υλοποιήθηκε από τη χρηματοδότηση του ΔΝΤ και η διαθεσιμότητα ουσιαστικών πόρων είχε συμβάλει στη σχετικά

γρήγορη ανάκαμψη από τις βαθιές κρίσεις σε χώρες όπως το Μεξικό και τη Νότια Κορέα, που πέτυχαν στην εκτέλεση υποχρεώσεων των πολιτικών τους.

Όμως, η παροχή ρυθμισμένης χρηματοδότησης, πρέπει να εξισορροπήσει την επιθυμία να εφαρμοστεί η τήρηση ορισμένων προϋποθέσεων ή όρων για την άσκηση της πολιτικής των χωρών με την επιθυμία να προστεθεί εμπιστοσύνη στην αγορά. Η πρώτη περιλαμβάνει την αβεβαιότητα ως προς τον ερχομό των πόρων αυτών, ενώ η τελευταία εξυπηρετεί καλύτερα την εμπιστοσύνη. Έτσι η μέση λύση που πρέπει να βρεθεί είναι περίπλοκη. Εν συνεχεία, θεωρείται ότι δεσμεύει τις χώρες για τον τρόπο αξιολόγησης των πόρων αυτών, ότι αυξάνει την εξάρτηση των χωρών και ότι ο δανεισμός και οι όροι αυτού, είναι μερικές φορές δυσβάσταχτες για τις χώρες που λαμβάνουν αυτές τις χρηματοδοτήσεις. Επίσης, υπάρχει το θέμα του ηθικού κινδύνου και τις πιθανές συστημικές επιπτώσεις των προσδοκιών για ενδεχόμενες διασώσεις και η αμφιβολία, καθώς οι κεφαλαιαγορές ολοκληρώνονται και οι ροές κεφαλαίου αυξάνονται, τουλάχιστο σε μερικές περιπτώσεις, μπορεί να είναι αδύνατο να καλυφθούν τα κενά εξ' ολοκλήρου ή να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη από την επίσημη χρηματοδότηση.

Αυτές οι εκτιμήσεις οδηγούν στον συντονισμό του ιδιωτικού τομέα ως εναλλακτική απάντηση στην κρίση. Ο συντονισμός των πιστωτών των τραπεζών διαδραμάτισε έναν κρίσιμο ρόλο στην επίλυση της νοτιοκορεάτικης οικονομικής κρίσης και έναν σημαντικό ρόλο στην Βραζιλία. Η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα ως προσέγγιση στην επίλυση της κρίσης, έχει το πλεονέκτημα της αποφυγής της ανάγκης για τα χρήματα του δημόσιου τομέα και της μείωσης του ηθικού κινδύνου. Αλλά υπάρχουν επίσης, δυσκολίες στο θέμα του συντονισμού. Οι μεμονωμένοι πιστωτές έχουν λίγα κίνητρα για να συνεργαστούν ώστε να επαναπρογραμματίσουν ή να μειώσουν τα χρέη τους και εάν επιδιώκονται προσεγγίσεις, αυτές βασίζονται στον εθελοντισμό. Έτσι λοιπόν, πρέπει να δοθεί από τις πολιτικές ιδιαίτερη έμφαση σε αυτό το σημείο.

## **5.2 Μετάδοση της τρέχουσας κρίσης**

Στο παρελθόν, οι κρίσεις των ανεπτυγμένων οικονομιών έχουν μεταφερθεί στις αναπτυσσόμενες οικονομίες γρήγορα και με έναν υψηλό «ρυθμό διέλευσης».

Σύμφωνα με αυτή τη διάρθρωση, το πρωτοφανές πλήγμα στην οικονομική πίεση στις προηγμένες οικονομίες το τρίτο τρίμηνο του 2008 είχε μία σημαντική επίδραση στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Στο τέταρτο τρίμηνο, η οικονομική πίεση σε όλες τις αναδυόμενες περιοχές, κατά μέσον όρο, υπερέβη τα επίπεδα που παρουσιάστηκαν κατά τη διάρκεια της ασιατικής κρίσης.

Οι χρηματοοικονομικοί δεσμοί εμφανίζονται να είναι ένας κύριος αγωγός της μετάδοσης: οι αναπτυσσόμενες οικονομίες με ψηλότερες ξένες υποχρεώσεις προς τις προηγμένες οικονομίες έχουν επηρεαστεί περισσότερο από τη χρηματοοικονομική πίεση στις προηγμένες οικονομίες σε σχέση με τις αναπτυσσόμενες που συνδέονται λιγότερο. Στην πιο πρόσφατη περίοδο, οι δεσμοί δανεισμού τραπεζών είναι ένα σημαντικό μέσο της μετάδοσης, με τις δυτικοευρωπαϊκές τράπεζες να είναι η κύρια πηγή πίεσης.

Στο παρελθόν, οι αναπτυσσόμενες οικονομίες ήταν σε θέση να λάβουν κάποια προστασία ενάντια στην οικονομική πίεση από τα χαμηλότερα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών και τα δημοσιονομικά ελλείμματα κατά τη διάρκεια των ήρεμων περιόδων στις προηγμένες οικονομίες. Εντούτοις, κατά τη διάρκεια των περιόδων διαδεδομένης οικονομικής πίεσης στις προηγμένες οικονομίες, αυτό το καθεστώς δεν απέτρεψε τη μετάδοση. Χαμηλότερα ελλείμματα μπορούν να περιορίσουν τις πραγματικές επιπτώσεις της οικονομικής πίεσης, (για παράδειγμα, η χρησιμοποίηση των αποθεματικών αμβλύνει τις συνέπειες από μία πτώση στις εισροές κεφαλαίου) και τη διάρκεια της κρίσης. Επιπλέον, τα χαμηλότερα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών και τα δημοσιονομικά ελλείμματα έχουν επίσης σημασία μόλις υποχωρήσει η οικονομική σταθερότητα και οι ξένες εισροές κεφαλαίων.

### **5.2.1 Οι επιπτώσεις στην τρέχουσα κρίση**

Η τρέχουσα κρίση στις προηγμένες οικονομίες είναι μοναδική στο βάθος, το εύρος και τον αντίκτυπό της σε όλα τα τμήματα των οικονομικών συστημάτων των προηγμένων οικονομιών. Σε σύγκριση με τα επεισόδια πίεσης στην προηγούμενη δεκαετία, η τραπεζική πίεση είναι ιδιαίτερο χαρακτηριστικό γνώρισμα και έχει εξαπλωθεί από τις Ηνωμένες Πολιτείες στη δυτική Ευρώπη και από εκεί σε άλλα οικονομικά κέντρα και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Αν και η κρίση είναι ακόμα σε εξέλιξη, μερικά συμπεράσματα μπορούν να συνταχθούν.

Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες που έχουν μεγάλες εκθέσεις στον τραπεζικό δανεισμό είναι πιο πιθανό να δοκιμάσουν γεγονότα πίεσης. Επιπλέον, ο βαθμός τρεχουσών συναλλαγών και δημοσιονομικών ελλειμμάτων θα καθορίσει πιθανώς πόσο γρήγορα οι οικονομίες μπορούν να αποκαταστήσουν την οικονομική σταθερότητα, μόλις υποχωρήσει η πίεση στις προηγμένες οικονομίες. Σύμφωνα με την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, οι αναδυόμενες χώρες της Ευρώπης παρουσιάζονται να βρίσκονται σε μεγαλύτερο κίνδυνο να δοκιμαστούν από γεγονότα πίεσης σε σχέση με άλλες χώρες της λατινικής Αμερικής ή αναδυόμενες χώρες της Ασίας. Οι χώρες αυτές της Ευρώπης είναι περισσότερο εκτεθειμένες και στον τραπεζικό δανεισμό αλλά και σε ελλείμματα δημοσιονομικά και τρεχουσών συναλλαγών, με αποτέλεσμα να περιορίζεται η δυνατότητά τους να αμβλύνουν τις συνέπειες χρηματοοικονομικού πανικού ή πίεσης στην πραγματική οικονομία.

Οι τραπεζικές ροές προς στις αναπτυσσόμενες οικονομίες είναι πιθανό να πάρουν ένα αυστηρό χτύπημα, όπως αποδεικνύεται από την εμπειρία των νότιων ασιατικών οικονομιών κατά τη διάρκεια της ιαπωνικής τραπεζικής κρίσης στη δεκαετία του '90. Από τότε, η τραπεζική παγκοσμιοποίηση έχει συνεχιστεί και οι κίνδυνοι που συνδέονται με τις επιδράσεις των κοινών δανειστών έχουν αυξηθεί. Κατά συνέπεια, οι τραπεζικές κρίσεις στις προηγμένες οικονομίες είναι πιθανό να προμηνύσουν μία παρατεταμένη πτώση στις τραπεζικές ροές στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, ειδικά στην αναδυόμενη Ευρώπη.

### **5.3 Πολιτικές για την έξοδο από την τρέχουσα κρίση**

Επειδή είναι πάρα πολύ αργά για να αποτραπεί η μετάδοση αυτής της κρίσης, οι πολιτικές πρέπει να εστιάσουν στον περιορισμό του κινδύνου περαιτέρω κλιμάκωσης της οικονομικής πίεσης. Η γρήγορη «απο-μόχλευση» των χρηματοοικονομικών οργανισμών στις προηγμένες οικονομίες και η ραγδαία επιδείνωση της παγκόσμιας οικονομικής προοπτικής, έχουν επιβάλει σφιχτούς περιορισμούς ρευστότητας στις αναπτυσσόμενες. Ορισμένες από αυτές, έχουν ωφεληθεί κατά την αντιμετώπιση αυτών των κλονισμών από την πρόσφατη ισχυρή αύξηση της επίδοσής τους και με τις ευρείες πολιτικές προστασίας τους. Αλλά πολλές οικονομίες έχουν υποφέρει από αυστηρές πιέσεις.

Καθώς οι κρίσεις στις ανεπτυγμένες οικονομίες συνεχίζουν να «βαθαίνουν» και οι εμπορικές και κεφαλαιακές ροές μειώνονται περαιτέρω, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και τα οικονομικά συστήματα στις αναπτυσσόμενες οικονομίες θα μπορούσαν να υποστούν αυστηρότερη πίεση. Στη συνέχεια, μία σε ευρεία βάση οικονομική και χρηματοοικονομική κατάρρευση στις αναδυόμενες οικονομίες θα ασκούσε σημαντική αρνητική επίδραση στα χαρτοφυλάκια των αναπτυγμένων οικονομιών. Αυτό θα μπορούσε να επιδεινώσει την οικονομική απο-μόχλευση στις ώριμες αγορές (ειδικά στις οικονομίες με τις μεγάλες εκθέσεις σε κινδύνους, όπως η Αυστρία και το Βέλγιο) και να οδηγήσει στην περαιτέρω μετάδοση της πίεσης σε εκροές κεφαλαίων και οικονομικά κατακυλίσματα.

Λαμβάνοντας υπόψη τέτοιες ανώμαλες επεκτάσεις πέρα των κανονικών ορίων, υπάρχει ένα ισχυρό επιχείρημα για μία συντονισμένη προσέγγιση σε μία σειρά πολιτικών. Οι ανεπτυγμένες οικονομίες θα πρέπει να αναγνωρίσουν, ότι η δυσμενής ανατροφοδότηση, που θα τεθεί από τις δευτερογενείς επιδράσεις, προκαλούνται από τη μείωση της ροής κεφαλαίων στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Από τη σταθεροποίηση των εγχώριων χρηματοπιστωτικών συστημάτων, οι προηγμένες οικονομίες μπορούν να συμβάλουν στη μείωση της πίεσης στις αναπτυσσόμενες. Η υποστήριξη για τις τράπεζες των προηγμένων οικονομιών, ειδικότερα εκείνων που έχουν μια μεγάλη παρουσία στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, θα πρέπει να συμβάλει, υπό την προϋπόθεση ότι δεν έρχεται με τους όρους που αποθαρρύνουν τον ξένο δανεισμό. Γενικότερα, ο ενισχυμένος συντονισμός και η συνεργασία μεταξύ των χρηματοπιστωτικών εποπτικών αρχών των εσωτερικών και της χώρας υποδοχής θα είναι ζωτικής σημασίας για την αποφυγή αρνητικών διασυννοριακών επιπτώσεων από εγχώριες δράσεις.

Επιπλέον, καθώς η οικονομική κρίση διαδραματίζεται, υπάρχει η ανάγκη να ενισχυθεί η δημόσια στήριξη, για την πρόσβαση των αναδυόμενων οικονομιών στην εξωτερική χρηματοδότηση, προκειμένου να περιοριστεί δυσμενής ανατροφοδότηση που προκλήθηκε από δευτερογενείς επιδράσεις. Τα παραδείγματα περιλαμβάνουν ανοιχτά πλαίσια συμβάσεων ανταλλαγής με τις διάφορες αναπτυσσόμενες οικονομίες από την Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, την επέκταση της Πρωτοβουλίας Τσιανγκ Μάι και την αύξηση στους διαθέσιμους πόρους του ΔΝΤ και άλλων πολυμερών οργανισμών.

Σύμφωνα με αυτές τις προσπάθειες, οι αναπτυσσόμενες οικονομίες χρειάζεται να προστατεύουν τα οικονομικά συστήματά τους και να ακολουθήσουν συνετές μακροοικονομικές πολιτικές που παρέχουν αντικυκλική υποστήριξη στο μέτρο του δυνατού, αλλά πρέπει να υποστηρίζουν την εμπιστοσύνη στην στήριξη των πολιτικών τους. Για πολλές χώρες που πλήττονται στην αναδυόμενη Ευρώπη, η συμμετοχή τους στην Ευρωπαϊκή Ένωση και ο σταθεροποιητικός ρόλος της υιοθέτησης του ευρώ, έχει προσφέρει κάποια σταθερότητα. Αλλά, τέτοιες πολιτικές πρέπει να συμπληρωθούν από σχέδια για αμοιβαία συνδρομή για να ενισχύσουν μια γρήγορη και στοχοθετημένη απάντηση σε τυχόν νέες αναδυόμενες κρίσεις.

Γενικότερα, η αυξανόμενη χρηματοοικονομική ολοκλήρωση, είναι ένα βασικό μέρος μιας εφήμερης παγκόσμιας οικονομίας. Εντούτοις, καθώς οι διεθνείς χρηματοοικονομικοί σύνδεσμοι αυξάνονται, αυξάνουν την πιθανότητα της μετάδοσης της οικονομικής πίεσης. Είναι επομένως, επιθυμητό να προσφέρει ενισχυμένη πολύπλευρη ασφάλεια ενάντια στις εξωτερικές κρίσεις στις καλά κυβερνημένες χώρες, που ανοίγουν τις οικονομίες τους στον υπόλοιπο κόσμο.

Η δύσκολη και ιδιαίτερα αβέβαιη βραχυπρόθεσμη προοπτική, υπογραμμίζει την ανάγκη για τους σχεδιαστές πολιτικής να ενεργήσουν αποφασιστικά για να αντιμετωπίσουν την αυστηρή ύφεση που έχει πάρει επικίνδυνες διαστάσεις παρά τις εκτεταμένες προσπάθειες. Η άμεση επιτακτική ανάγκη είναι να κινηθούμε θαρραλέα με αξιόπιστα σχέδια, ώστε να αντιμετωπίσουμε τη χρηματοπιστωτική κρίση που βρίσκεται στον πυρήνα της παγκόσμιας ύφεσης. Τα προηγούμενα επεισόδια των χρηματοοικονομικών κρίσεων έχουν δείξει ότι καθυστερήσεις στην αντιμετώπιση των προβλημάτων που έχουν τονιστεί, σημαίνει μία πιο παρατεταμένη οικονομική ύφεση και τελικά μία μεγαλύτερη επιβάρυνση στους φορολογούμενους. Συγχρόνως, οι μακροοικονομικές πολιτικές πρέπει να συνεχίσουν να είναι προσανατολισμένες, στο μέτρο του δυνατού, στην υποστήριξη της ζήτησης, ώστε να ελαχιστοποιηθούν περαιτέρω οι διαβρωτικές ανατροφοδοτήσεις από την αποδυνάμωση της δραστηριότητας στο χρηματοοικονομικό τομέα. Αυτός ο στόχος θα γίνει όλο και μεγαλύτερη πρόκληση, δεδομένου ότι τα συμβατικά όπλα έχουν ήδη χρησιμοποιηθεί και η εμβάθυνση της ύφεσης μπορεί να αποδυναμώσει τις περαιτέρω δράσεις σε πολλές χώρες.

Αυτές οι πολιτικές προκλήσεις ενισχύονται και δίνουν άμεση προτεραιότητα δεδομένης της παγκόσμιας φύσης της κρίσης. Οι οικονομίες δε θα είναι σε θέση να στηριχθούν στις εξαγωγές ως δρόμο διαφυγής, όπως μπόρεσαν στην ασιατική κρίση ή όπως έκανε η Ιαπωνία στη δεκαετία του '90. Επιπλέον, οι σχεδιαστές πολιτικής πρέπει να έχουν επίγνωση των διασυννοριακών επιπτώσεων των πολιτικών επιλογών. Πρωτοβουλίες που υποστηρίζουν τις εμπορικές και χρηματοοικονομικές συνεργασίες –συμπεριλαμβανομένων των φορολογικών κινήτρων και της επίσημης υποστήριξης για τη διεθνή χρηματοδότηση ροών- θα συμβάλει στην ενίσχυση της παγκόσμιας ζήτησης με κοινά οφέλη. Αντιθέτως, μια στροφή προς το εμπορικό και χρηματοπιστωτικό προστατευτισμό θα ήταν εξαιρετικά επιζήμια για όλους, μία σαφής προειδοποίηση από την εμπειρία των πολιτικών προάσπισης των ιδίων συμφερόντων με ζημία των ανταγωνιστών της δεκαετίας του '30.

Οι πολιτικές πρέπει, επίσης, να διέπονται από ένα μεσοπρόθεσμο προσανατολισμό. Θα είναι κρίσιμο να βρεθούν οικονομικές λύσεις που ενθαρρύνουν ένα υγιές χρηματοπιστωτικό σύστημα που είναι λιγότερο επιρρεπές σε κύκλους ανάπτυξης και αποτυχιών, αλλά ακόμα ικανό του αρχικού στόχου αποδοτικής μεσολάβησης στην αποταμίευση και την επένδυση. Επιπλέον, η βραχυπρόθεσμη αποτελεσματικότητα των μακροοικονομικών πολιτικών θα εξαρτηθεί από τη μεσοπρόθεσμη αξιοπιστία. Οι στρατηγικές εξόδου θα χρειαστούν να μετατρέψουν τις δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές από τη βραχυπρόθεσμη υποστήριξη σε βιώσιμα μεσοπρόθεσμα πλαίσια.

### **5.3.1 Πολιτικές του Χρηματοπιστωτικού τομέα**

Σημαντική πρόοδος προς την αποκατάσταση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα και της εμπιστοσύνης της αγοράς, είναι κρίσιμη προϋπόθεση για να περιοριστεί η πτωτική ορμή της παγκόσμιας οικονομίας και για να προετοιμάσουν το έδαφος για μια διαρκή ανάκαμψη. Συστηματικές και δυναμικές προσεγγίσεις έχουν αρχίσει να υποσκελίζουν ειδικές παρεμβάσεις, αλλά οι αγορές παραμένουν αμετάπειστες, ότι οι πολιτικές του χρηματοπιστωτικού τομέα θα είναι αποτελεσματικές, το οποίο υπονομεύει τον αντίκτυπο των κινήτρων της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής. Επιπλέον, στο βαθμό που οι πιέσεις των χρηματοοικονομικών αγορών είναι παγκόσμιες και οι πολιτικές ενέργειες έχουν



διασυννοριακές επιπτώσεις, η διεθνής πολιτική συνεργασία είναι ζωτικής σημασίας για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης της αγοράς.

Υπάρχουν τρία στοιχεία κλειδιά μιας στρατηγικής για να αποκαταστήσουν την υγεία στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα: (1) Η διασφάλιση ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν πρόσβαση στη ρευστότητα, (2) ο προσδιορισμός και η αντιμετώπιση των επισφαλών περιουσιακών στοιχείων και (3) η επανακεφαλαιοποίηση των αδυνάτων αλλά βιώσιμων ιδρυμάτων. Ο πρώτος τομέας επιλαμβάνεται αποφασιστικά, αλλά οι πολιτικές πρωτοβουλίες στις άλλες δύο περιοχές πρέπει να προχωρήσουν πιο πειστικά.

Η κρίσιμη υποστήριξη μιας διαρκούς λύσης, πρέπει να είναι αξιόπιστη αναγνώριση των απωλειών. Η αβεβαιότητα για την αποτίμηση των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων συνεχίζει να προκαλεί ανησυχίες για τη βιωσιμότητα των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, συμπεριλαμβανομένων και εκείνων που έχουν λάβει κεντρική υποστήριξη. Οι σχεδιαστές πολιτικής πρέπει να απαιτήσουν ότι τα περιουσιακά στοιχεία θα αποτιμώνται διαφανώς και με συνέπεια σε όλους τους οργανισμούς. Αν και η έλλειψη ρευστότητας και η σύνθετη δομή τους καθιστά δύσκολο να αποτιμηθούν επακριβώς πολλά επισφαλή περιουσιακά στοιχεία, οι κυβερνήσεις χρειάζεται να καθιερώσουν μεθοδολογίες για μια ρεαλιστική αποτίμηση των μη ρευστοποιήσιμων τιτλοποιήσιμων πιστωτικών πράξεων, που θα είναι βασισμένες σε ρεαλιστικές προσδοκίες μελλοντικών εισοδηματικών ροών. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η εν λόγω αποτίμηση πρέπει στην ιδανική περίπτωση να εφαρμοστεί με συνέπεια στις χώρες, για να αποφευχθεί ρυθμιστικό αρμπιτράζ ή ανταγωνιστικές στρεβλώσεις.

Ο περαιτέρω περιορισμός των απωλειών από τα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία μπορεί να επιτευχθεί με διαφορετικούς τρόπους, αλλά είναι πιθανό να απαιτήσει την ουσιαστική δημόσια υποστήριξη και πρέπει να είναι διαφανής, για να είναι πειστική. Ο διαχωρισμός των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων στους ισολογισμούς και η παροχή επι μέρους δημοσίων εγγυήσεων, μπορούν να γίνουν γρήγορα με ελάχιστες αρχικές δημοσιονομικές δαπάνες, αλλά οι προσπάθειες τους τελευταίους μήνες για να γίνει αυτό, δεν έχουν βελτιώσει την εμπιστοσύνη στην αγορά και αυτή η προσέγγιση είναι απίθανο να άρει την ευρύτερη αβεβαιότητα που καλύπτει τα χαρτοφυλάκια των τραπεζών.

Μια εναλλακτική λύση είναι να αφαιρεθούν τα επισφαλή περιουσιακά στοιχεία από τους ισολογισμούς του χρηματοοικονομικού τομέα, μετακινώντας τα σε δημόσιες επιχειρήσεις διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων (επίσης γνωστές ως «κακές τράπεζες»). Οι αγορές από δημόσιες-ιδιωτικές «συμπράξεις», όπως στις Ηνωμένες Πολιτείες, θα μπορούσαν επίσης να χρησιμοποιηθούν ως μέσα για να αφαιρεθούν αυτά τα περιουσιακά στοιχεία κατά τρόπο διαφανή, αλλά αυτές πρέπει να κτιστούν με τέτοιο τρόπο που να ενθαρρύνεται η συμμετοχή και από τους αγοραστές και από τους πωλητές, υπό όρους σύμφωνους με τους διαθέσιμους πόρους, στο πλαίσιο του προγράμματος. Σε γενικές γραμμές, διαφορετικές προσεγγίσεις μπορούν να λειτουργήσουν, ανάλογα με τις περιστάσεις των χωρών και η προτεραιότητα είναι να επιλεγεί μία προσέγγιση, η οποία να εξασφαλίζει, ότι χρηματοδοτείται επαρκώς και να εφαρμόζεται κατά τρόπο διαφανή και συνεπή.

Οι προσπάθειες επανακεφαλαιοποίησης, πρέπει να βασιστούν σε μια προσεκτική αξιολόγηση της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, λαμβάνοντας υπόψη μια ρεαλιστική εκτίμηση των πιθανών απωλειών στα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία, την ποιότητα του κεφαλαίου και της διαχείρισης και τις επιχειρησιακές προοπτικές. Λαμβάνοντας υπόψη την εμβάθυνση της κρίσης, οι κυβερνήσεις πρέπει να είναι έτοιμες για την παροχή κεφαλαίων με τη μορφή κοινών μετοχών, ως το καλύτερο μέσο για να βελτιωθεί η εμπιστοσύνη και οι προοπτικές χρηματοδότησης, ακόμα κι αν αυτό υπονοεί την προσωρινή ιδιοκτησιακή πλειοψηφία του δημοσίου. Αν και η μόνιμη κρατική ιδιοκτησία βασικών τραπεζικών ιδρυμάτων είναι ανεπιθύμητη από πολλούς, υπήρξαν πολλές προτάσεις μιας περιόδου δημόσιας ιδιοκτησίας, που θα χρησιμοποιηθεί για να καθαρίσει τους ισολογισμούς και θα αποτελέσει την αφετηρία για τη μεταπώληση αυτών των τραπεζών στον ιδιωτικό τομέα. Μη βιώσιμοι οργανισμοί, θα μπορούσε να οδηγούνται σε ομαλή επίλυση μέσω διακοπής εργασιών ή της συγχώνευσης. Οι οργανισμοί που λειτουργούν με δημόσια κεφάλαια, πρέπει να είναι προσεκτικά ελεγχόμενοι, με περιορισμούς στις πληρωμές μερισμάτων και γενικότερο έλεγχο των πολιτικών που εφαρμόζονται. Το ποσό της δημόσιας χρηματοδότησης που απαιτείται, πιθανό να είναι αρκετά μεγάλο. Περισσότερο από ότι έχει συζητηθεί μέχρι σήμερα, αλλά οι απαιτήσεις για τη δημόσια υποστήριξη είναι πιθανό να συνεχίσουν να αυξάνονται όσο περισσότερο η λύση αυτή καθυστερεί.

Η μεγαλύτερη διεθνής συνεργασία απαιτείται ώστε να αποφευχθούν διασυννοριακές πιέσεις. Οι ανομοιότητες στο βαθμό στήριξης που διατίθενται στα οικονομικά όργανα στις διαφορετικές χώρες έχουν δημιουργήσει πρόσθετες πιέσεις και διαστρεβλώσεις. Είναι σημαντικό να παρασχεθεί μεγαλύτερη σαφήνεια και συνέπεια στους κανόνες που εφαρμόζονται για την αποτίμηση των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων, των εγγυήσεων και της επανακεφαλαιοποίησης, προκειμένου να αποφευχθούν ανεπιθύμητες συνέπειες και ανταγωνιστικές στρεβλώσεις, με τις οποίες τα εγχώρια ιδρύματα ή η τοπική παροχή πιστώσεων ευνοούνται εις βάρος άλλων.

Η ανάγκη για μια ευρύτερη διεθνή προσέγγιση, έχει ιδιαίτερη σημασία για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Οι αναπτυσσόμενες ευρωπαϊκές οικονομίες, είναι ιδιαίτερα τρωτές σε διαταραχές στις πιστωτικές ροές, λόγω των μεγάλων αναγκών της εξωτερικής χρηματοδότησής τους και μπορεί να επηρεαστούν αρνητικά από τα μέτρα οικονομικής ενίσχυσης στη δυτική Ευρώπη, που στοχεύουν στην προστασία της θέσης των εγχώριων τραπεζών.

Εκεί είναι επείγουσα η ανάγκη να καθοριστούν σαφείς οδηγίες για τη διασυννοριακή διαχείριση των κρίσεων και τον επιμερισμό των βαρών, για να υποστηριχθεί η συνεχής διαθεσιμότητα των πιστώσεων και για να παρασχεθεί η αναγκαία εξωτερική χρηματοδότηση έκτακτης ανάγκης. Παράλληλα, οι μεταρρυθμίσεις που έχουν γίνει για να αυξηθεί η ευελιξία του δανεισμού των ιδρυμάτων που έχουν καλές αποδόσεις αλλά αντιμετώπισαν κακές συγκυρίες, μαζί με τα σχέδια της συνόδου των G20, που προωθούνται να αυξηθούν οι διαθέσιμοι πόροι στο ΔΝΤ, ενισχύει την ικανότητα της διεθνούς οικονομικής κοινότητας, να αντιμετωπίσει τους κινδύνους που σχετίζονται με ξαφνικές στάσεις των ιδιωτικών ροών κεφαλαίων.

Οι τρέχουσες ενέργειες, πρέπει να είναι σύμφωνες με ένα μακροπρόθεσμο όραμα ενός υγιούς, αποδοτικού και δυναμικού οικονομικού συστήματος. Η επίτευξη αυτών των στόχων, απαιτεί βήματα για να περιοριστεί ο ηθικός κίνδυνος και για να αναπτυχθούν στρατηγικές εξόδου από τις μεγάλης κλίμακας δημόσιες παρεμβάσεις, που περιλαμβάνουν την εξασφάλιση μιας ομαλής μετάβασης προς την ιδιωτική τώρα μεσολάβηση στις εξαρθρωμένες αγορές. Η χαμηλότερη μόχλευση κι ένας μικρότερος χρηματοπιστωτικός τομέας, ίσως είναι αναπόφευκτοι και οι τρέχουσες ενέργειες δεν

πρέπει να εμποδίσουν τις απαραίτητες αναδιαρθρώσεις του συστήματος στο σύνολό του. Τα ρυθμιστικά πρότυπα πρέπει να είναι ενισχυμένα, αλλά οι αλλαγές πρέπει να εισαχθούν βαθμιαία, αφότου η ανάκαμψη εξασφαλίσει την αποφυγή της επιδείνωσης των δυσμενών ανατροφοδοτήσεων με την πραγματική οικονομία.

Το δύσκολο έργο της αποκατάστασης της υγείας του οικονομικού συστήματος, πρέπει να υποστηριχθεί από ενέργειες που θα διευκολυνθεί η «αναδόμηση» των οφειλετών, ώστε να μετριαστεί η καταστροφή της αξίας που συνδέεται με τις άτακτες εκκαθαρίσεις. Μια βασική πρόκληση ήταν, να βρεθούν τρόποι, ώστε να διευκολυνθούν οι τροποποιήσεις υποθηκών στις ΗΠΑ, για να περιορίσουν το επιβλαβές κύμα των κατασχέσεων, που έχει προστεθεί στην προς τα κάτω δυναμική, στην αμερικανική στεγαστική αγορά. Πρόσφατες πρωτοβουλίες που δεσμεύουν δημόσια κονδύλια για να βελτιώσουν τα κίνητρα και για τους οφειλέτες και για τους δανειστές, ώστε να συμμετέχουν και να διευκολύνουν τις απαξιώσεις των κεφαλαίων των δανείων, μέσω των «προσωπικών» διαδικασιών πτώχευσης, θα πρέπει να βοηθήσουν να αντιμετωπιστεί αυτό το πρόβλημα και παρόμοιες προσεγγίσεις ενδέχεται να απαιτούνται και σε άλλες χώρες.

Ένας άλλος τομέας της πίεσης είναι το κύμα των πιθανών εταιρικών αποτυχιών κατά την προσεχή περίοδο, ειδικά στις αναπτυσσόμενες οικονομίες όπου οι επιχειρήσεις εκτίθενται στους υψηλούς κινδύνους εξωτερικής χρηματοδότησης, έχουν περιορισμένες εγχώριες εναλλακτικές λύσεις και όπου το νομικό πλαίσιο και η ικανότητα για αναδιάρθρωση μπορεί να είναι περιορισμένη. Οι αρχές σε ορισμένες χώρες έχουν ήδη λάβει μέτρα για την υποστήριξη των ροών μέσω πιστωτικών εγγυήσεων και χρηματοδοτικών διευκολύνσεων και η άμεση κυβερνητική υποστήριξη για τον εταιρικό δανεισμό μπορεί να επιτραπεί. Επιπλέον, τα σχέδια θα πρέπει να είναι έτοιμα για μεγάλης κλίμακας αναδιάρθρωση, σε περίπτωση που οι περιστάσεις επιδεινωθούν περαιτέρω. Η εμπειρία από τα επακόλουθα της ασιατικής κρίσης προτείνει, ότι μια συνολική παρά αποσπασματική προσέγγιση για τις διευθετήσεις των χρεών μπορεί να συμβάλλει στη διασφάλιση, ότι θα συντελεστεί μιας μεγάλης κλίμακας εταιρική αναδιάρθρωση με τακτικό τρόπο, μεταξύ άλλων, μέσω μιας συναινετικής ιδιωτικής συμμετοχής.

### **5.3.2 Νομισματική πολιτική**

Οι κεντρικοί τραπεζίτες σε όλο τον κόσμο, είναι στις πρώτες γραμμές στον αγώνα για τη στήριξη της ζήτησης, εν όψει των οικονομικών διαταραχών. Στις ανεπτυγμένες οικονομίες, ο στόχος αυτός ενισχύεται υπό την αυξανόμενη απειλή του αποπληθωρισμού και τον περιορισμό των μηδενικών επιπέδων επιτοκίων. Υπό τέτοιες συνθήκες, είναι ζωτικής σημασίας για την πράξη να αντιμετωπιστούν επιθετικά οι κίνδυνοι αποπληθωρισμού. Αν και τα επίσημα επιτόκια είναι ήδη κοντά σε μηδενικά επίπεδα σε πολλές χώρες, τα περιθώρια της πολιτικής παραμένουν ακόμα (όπως και στη ζώνη του ευρώ) και πρέπει να χρησιμοποιηθούν γρήγορα. Φαίνεται να υπάρχει λίγος κίνδυνος να μεγαλοποιηθεί η νομισματική διευκόλυνση στις τρέχουσες περιστάσεις.

Η ικανότητα από τα συμβατικά μέσα της πολιτικής, είναι δύσκολο να είναι επαρκής. Τα μηδενικού επιπέδου επιτόκια περιορίζουν τα περιθώρια για περαιτέρω μείωση και ο αντίκτυπος των χαμηλότερων επιτοκίων μειώνεται από τις διαταραχές στην πιστωτική αγορά. Σε αυτές τις περιστάσεις, η μείωση των επιτοκίων θα πρέπει να υποστηρίζεται από την αυξανόμενη καταφυγή σε λιγότερο συμβατικές προσεγγίσεις, χρησιμοποιώντας και το μέγεθος και τη σύνθεση των ισολογισμών της κεντρικής τράπεζας, για τη στήριξη της πιστωτικής διαμεσολάβησης. Πολλές κεντρικές τράπεζες έχουν ήδη εισάγει μια σειρά νέων μέτρων, συμπεριλαμβανομένων της αγοράς μακροπρόθεσμων δημοσίων τίτλων και αμεσότερα μέτρα για να υποστηριχθεί η διαμεσολάβηση. Στις τρέχουσες περιστάσεις, τέτοιες προσεγγίσεις μπορούν να είναι ιδιαίτερα αποτελεσματικές, εάν βοηθούν να «κινητοποιηθούν» οι μη ρευστές ή οι αποδιοργανωμένες αγορές. Μια τέτοια στρατηγική επεκτείνει την «ποσοτική διευκόλυνση», που χρησιμοποιήθηκε από την Τράπεζα της Ιαπωνίας το 2001-06, όπου δόθηκε έμφαση στην ενίσχυση των αποθεμάτων των Εμπορικών Τραπεζών, μέσω της αγοράς κρατικών ομολόγων.

Για την επιδίωξη της «πιστωτικής διευκόλυνσης», οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να συγκροτήσουν τις δραστηριότητές τους με τέτοιο τρόπο, που να μεγιστοποιεί την ανακούφιση στις εξαρθρωμένες αγορές (π.χ. αυξάνοντας την πιστωτική διαθεσιμότητα και χαμηλώνοντας τα spread), ελαχιστοποιώντας την πιθανή πιο μακροπρόθεσμη ζημιά των εγγυήσεων (εξασφαλίσεων). Στο μέτρο του δυνατού, οι αποφάσεις κατανομής των πιστώσεων πρέπει να αφεθούν στους ιδιωτικούς

χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές, παρά να αναληφθεί από την κεντρική τράπεζα. Επιπλέον, όπως προτείνει το ΔΝΤ, ο πιστωτικός κίνδυνος, που δεν άπτεται στον ιδιωτικό τομέα, πρέπει να καλυφθεί από τα εθνικά Υπουργεία Οικονομικών, παρά να διακινδυνευθούν οι ισολογισμοί των κεντρικών τραπεζών. Προσοχή πρέπει, επίσης, να δοθεί, στο πώς οι έκτακτες πιστωτικές διαδικασίες θα εξελιχθούν. Η στήριξη που παρέχεται υπό μορφή βραχυπρόθεσμων ταμειακών διευκολύνσεων, μπορεί να αναστραφεί γρήγορα, όταν ομαλοποιηθούν τελικά οι συνθήκες στην αγορά, αλλά οι διαδικασίες που περιλαμβάνουν πιο μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία, θα μπορούσε να είναι πιο δύσκολο να εξελιχθούν.

Αυτά τα σημεία αφορούν επίσης τις κεντρικές τράπεζες στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Ωστόσο, σε πολλές από αυτές τις οικονομίες, ο στόχος της κεντρικής τράπεζας περιπλέκεται περαιτέρω από την ανάγκη να στηριχθεί η εξωτερική σταθερότητα, παρά τις ιδιαίτερα εύθραυστες ροές χρηματοδότησης. Σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό σε σχέση με τις ανεπτυγμένες οικονομίες, η χρηματοδότηση των αναπτυσσόμενων αγορών, υπόκειται σε δραματικές αναταραχές –ξαφνικό σταμάτημα- εν μέρει λόγω των μεγαλύτερων ανησυχιών για την πιστοληπτική ικανότητα του δημοσίου. Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες επίσης, τείνουν να δανείζονται σε μεγαλύτερο βαθμό σε ξένο νόμισμα, έτσι η πτώση της αξίας της συναλλαγματικής ισοτιμίας, μπορεί να προκαλέσει μεγάλες ζημιές στα ισοζύγιά τους.

Κατά συνέπεια, αν και οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες σε αυτές τις οικονομίες έχουν χαμηλώσει τα επιτόκια ενώπιον της παγκόσμιας ύφεσης, ήταν προσεκτικές με αυτόν τον τρόπο, προκειμένου να διατηρηθούν τα κίνητρα για τις εισροές κεφαλαίων και να αποφεύγονται οι άτακτες κινήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών ή μια κρίση κεφαλαιακών μεταβιβάσεων. Μέχρι ενός ορισμένου βαθμού, η διαμάχη των διεθνών αποθεμάτων έχουν παράσχει τα «πολεμοφόδια» για να αντιμετωπίσουν οι άστατες μετακινήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας και να στηρίξουν την διαθεσιμότητα της χρηματοδότησης ξένου νομίσματος. Αλλά δεδομένου ότι ο χρόνος έχει περάσει, τα αποθέματα έχουν μειωθεί, αφήνοντας λιγότερα περιθώρια για να χρησιμοποιηθούν επιδέξια. Οι χώρες που αντιμετωπίζουν ιδιαίτερα δύσκολες εξωτερικές συνθήκες –συμπεριλαμβανομένου των μεγάλων δημοσιονομικών ελλειμμάτων, ώστε να είναι χρηματοδοτούμενες με μεγάλες απαιτήσεις χρηματοδότησης, με μια στήριξη σε εύθραυστες διατραπεζικές ροές και

με μειωμένα αποθέματα- ίσως πρέπει να διατηρήσουν μια «σφιχτή» νομισματική πολιτική, για να διατηρήσουν την εξωτερική σταθερότητα, παρά τις δυσμενείς συνέπειες για την εγχώρια δραστηριότητα. Η πρόσβαση στην επίσημη χρηματοδότηση, μπορεί να διαδραματίσει ένα σημαντικό ρόλο στη μείωση τέτοιων επώδυνων αντισταθμίσεων ή να επιλύσουν αυτό το πρόβλημα της επιλογής.

Όσον αφορά τον, μετά την περίοδο της κρίσης, κόσμο, μια βασική πρόκληση θα είναι, να βαθμολογηθεί ο ρυθμός, στον οποίο θα αποσύρεται η έκτακτη νομισματική βοήθεια που παρέχεται τώρα. Ενεργώντας πάρα πολύ γρήγορα, θα διακινδυνευόταν να υποσκαφθεί αυτό που είναι επίφοβο να είναι μια εύθραυστη ανάκαμψη, αλλά ενεργώντας πάρα πολύ αργά, θα μπορούσε να διακυβευτεί μια επιστροφή στην «υπερθέρμανση» και σε νέες φούσκες των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Σε μερικές περιπτώσεις, η επίτευξη μιας ομαλής μετάβασης, μπορεί να απαιτήσει νέα μέσα, όπως το να επιτραπεί οι κεντρικές τράπεζες να εκδίδουν δικά τους αξιόγραφα, ώστε να απορροφούν την πλεονάζουσα ρευστότητα.

Αυτές οι επιλογές θα προκύψουν στα πλαίσια του ευρύτερου ζητήματος, εάν η προσέγγιση στη νομισματική πολιτική πρέπει να επεκταθεί, ώστε να καλύψει πιο ρητά τη μακροοικονομική σταθερότητα, καθώς επίσης και τη σταθερότητα τιμών και σε αυτή την περίπτωση, πως αυτό πρέπει να γίνει. Είναι πλέον οδυνηρά σαφές, ότι οι ραγδαίες αυξήσεις στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων τροφοδοτήθηκαν από μια μοχλευμένη χρηματοδότηση και η συμμετοχή χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών πρέπει να εξεταστεί δυναμικά. Η νομισματική πολιτική δε μπορεί να παραμελεί τις ραγδαίες αυξήσεις στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και την πίστωση και πρέπει να ανταποκρίνεται στις ασυνήθιστα γρήγορες μεταβολές των τιμών ή σε σημάδια υπέρβασης της αγοράς περιουσιακών στοιχείων, ιδιαίτερα στα πλαίσια των απότομων αυξήσεων των πιστώσεων. Μέτρα προληπτικής εποπτείας, που παρέχουν μια πιο στοχευμένη και λιγότερο δαπανηρή πολιτική λύση από τις αλλαγές του επιτοκίου και αυτό πρέπει να είναι ένα κεντρικό στοιχείο της πολιτικής απάντησης.

### **5.3.3 Δημοσιονομική πολιτική**

Λαμβάνοντας υπόψη την έκταση της ύφεσης και τα όρια για την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής, η δημοσιονομική πολιτική πρέπει να διαδραματίζει ζωτικό ρόλο στην παροχή βραχυπρόθεσμης στήριξης για την

παγκόσμια οικονομία. Πράγματι, ένα βασικό συμπέρασμα του ΔΝΤ είναι, ότι στο πλαίσιο της οικονομικής κρίσης, η δημοσιονομική πολιτική μπορεί να είναι ιδιαίτερα αποτελεσματική στη μείωση της διάρκειας της ύφεσης, ενώ ο αντίκτυπος της νομισματικής πολιτικής μειώνεται. Εντούτοις, τα περιθώρια που παρέχει μια τέτοια δημοσιονομική υποστήριξη θα περιοριστούν, αν τέτοιες προσπάθειες «διαβρώνουν» την αξιοπιστία, ελλείψει ενός μακροπρόθεσμου πλαισίου. Κατά συνέπεια, οι κυβερνήσεις αντιμετωπίζουν μια δύσκολη εξισορρόπηση παράδοσης βραχυπρόθεσμων επεκτατικών πολιτικών, αλλά και διαβεβαίωσης για τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές.

Αυτό το έργο γίνεται περισσότερο δύσκολο, καθώς η ύφεση επεκτείνεται σε βάθος και διάρκεια. Αν οι κυβερνήσεις έχουν ενεργήσει, ώστε να παρέχουν σημαντικά κίνητρα για το 2009, είναι τώρα προφανές ότι η προσπάθεια θα πρέπει τουλάχιστο να συνεχιστεί, εάν όχι να αυξηθεί τον επόμενο χρόνο και οι χώρες με δημοσιονομικά περιθώρια πρέπει να σταθούν έτοιμες να θεσπίσουν νέα μέτρα κινήτρων, όπως απαιτούνται για να υποστηρίξουν την ανάκαμψη. Στο μέτρο του δυνατού, αυτό θα πρέπει να είναι κοινή προσπάθεια, δεδομένου ότι μέρος του αντίκτυπου των μέτρων μιας μεμονωμένης χώρας θα διαρρεύσει από τα σύνορα, αλλά φέρνει οφέλη στην παγκόσμια οικονομία.

Ο στόχος για τη διατήρηση των κινήτρων, γίνεται περισσότερο δύσκολος για μερικές χώρες, που αντιμετωπίζουν αυξανόμενους περιορισμούς στα δημοσιονομικά τους περιθώρια, από τις ανησυχίες της αγοράς σχετικά με τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών τους. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες με τα λιγότερο ανεπτυγμένα δημοσιονομικά όργανα, τη λιγότερο εξασφαλισμένη χρηματοδότηση και τις υποβιβασμένες μεσοπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης. Αλλά ισχύει επίσης και για ένα αυξανόμενο εύρος ανεπτυγμένων οικονομιών, όπου οι τροχιές για τους δημόσιους απολογισμούς παρουσιάζουν σημαντική συσσώρευση του χρέους, ιδιαίτερα εκείνες που αντιμετωπίζουν επίσης βαριούς λογαριασμούς για την εξυγίανση των οικονομικών τομέων.

Τα σωστά ερεθίσματα μπορούν να συνδυαστούν με τη βιωσιμότητα. Χαρακτηριστικά, στην έκθεσή του το ΔΝΤ προτείνει μέτρα που αυξάνουν τις δαπάνες σε συγκεκριμένα έργα και χρονικά προσδιορισμένες φορολογικές περικοπές, που εστιάζουν στη βελτίωση των ταμειακών ροών των πιστωτικά δεσμευμένων



νοικοκυριών. Είναι, επίσης, επιθυμητό, να στοχευθούν μέτρα που φέρνουν μακροπρόθεσμα οφέλη στην παραγωγική δυνατότητα μιας οικονομίας (και ως εκ τούτου την αύξηση της φορο-εισπρακτικής ικανότητας). Για τους δύο αυτούς λόγους, πρωτοβουλίες για την ενίσχυση των δαπανών για έργα υποδομής, είναι ιδιαίτερα χρήσιμα στην παρούσα συγκυρία. Σε γενικές γραμμές, αυτό μπορεί να γίνει με την προώθηση των ήδη προγραμματισμένων προγραμμάτων, αφήνοντας κατά συνέπεια την καθαρή παρούσα αξία των εξόδων αμετάβλητη.

Δεύτερον, οι κυβερνήσεις πρέπει να ολοκληρώσουν πρωτοβουλίες για την παροχή βραχυπρόθεσμων κινήτρων με μεταρρυθμίσεις που ενισχύουν τα μεσοπρόθεσμα δημοσιονομικά πλαίσια. Οι σχετικές περιοχές περιλαμβάνουν τη φορολογική μεταρρύθμιση για να μειώσουν την εξάρτηση των φορολογικών εσόδων, που είναι συνδεδεμένα με τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, μέτρα για να βελτιωθεί η διαφάνεια και η εποπτεία των δημοσίων δαπανών και βήματα για να παρέχουν γερά μεσοπρόθεσμα δημοσιονομικά πλαίσια, για να παραδώσουν τη σταθεροποίηση σε περιόδους ισχυρής ανάπτυξης, καθώς επίσης και περιθώρια διευκολύνσεων κατά τη διάρκεια των υφέσεων. Οι μεταρρυθμίσεις σε αυτούς τους τομείς θα ήταν πολύτιμες στις προηγμένες οικονομίες, όπου τα συστήματα δημοσιονομικής διαχείρισης είναι κατά πολύ λιγότερο αναπτυγμένα.

## **6. Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ**

### **6.1 Οι τράπεζες**

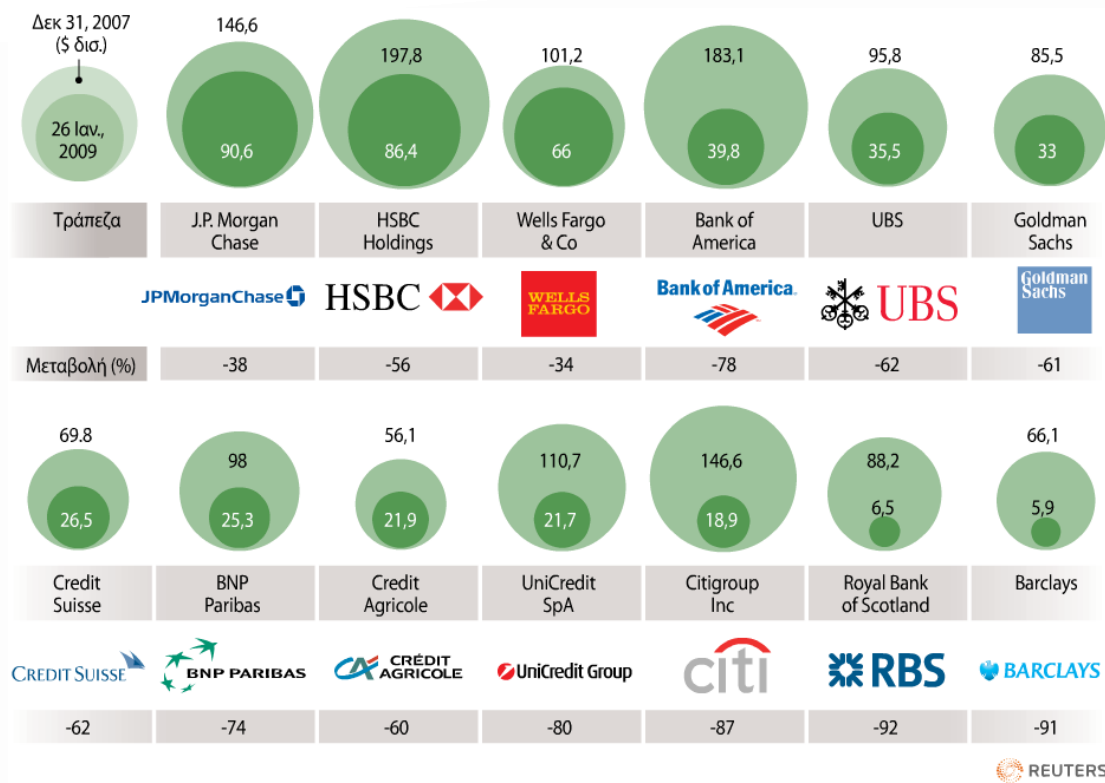
Οι τράπεζες διαδραμάτισαν πρωταγωνιστικό ρόλο στην τρέχουσα κρίση, όχι μόνο συμβάλλοντας στο να ξεσπάσει η κρίση μέσω των σύνθετων προϊόντων που είχαν δημιουργήσει, αλλά και λόγω των μεγάλων επιδράσεων που δέχτηκαν στα αποτελέσματά τους. Όταν εκείνα τα σύνθετα προϊόντα εισήχθησαν πίσω στους ισολογισμούς, οι τράπεζες καταχώρησαν κεφαλαιακές απώλειες, ως αποτέλεσμα της αποτίμησης στην εύλογη αξία και δήλωσαν απομειώσεις. Οι τράπεζες βρέθηκαν υπο-

κεφαλαιοποιημένες και πούλησαν τα περιουσιακά στοιχεία, ώστε να μειώσουν τη μόχλευση, θέτοντας έτσι σε κίνηση ένα φαύλο κύκλο εκκαθάρισης περιουσιακών στοιχείων και πτώση τιμών σε ένα ευρύ φάσμα περιουσιακών στοιχείων.

Ενδεικτικές είναι οι προβλέψεις του ΔΝΤ που εκτιμά ότι για να φτάσουμε σε επίπεδα μόχλευσης που επικρατούσαν κατά την περίοδο πριν την κρίση, απαιτούνται ενέσεις κεφαλαίων περίπου 275 δισεκατομμύρια δολάρια για τις τράπεζες των ΗΠΑ, περίπου 375 δισεκατομμύρια δολάρια για τις τράπεζες της ζώνης του ευρώ, περίπου 125 δισεκατομμύρια δολάρια για τις τράπεζες του Ηνωμένου Βασιλείου και περίπου 100 δισεκατομμύρια δολάρια για τις τράπεζες στην υπόλοιπη Ευρώπη. Τα ποσά αυτά σχεδόν διπλασιάζονται, εάν θέλουμε να φτάσουμε στα επίπεδα μόχλευσης που διατηρούνταν στα μέσα της δεκαετίας του '90.

Άλλη έρευνα αναφέρει, ότι στο διάστημα 19 μηνών, από Ιούλιο 2007 έως Φεβρουάριο 2009, ένα επιλεγμένο δείγμα μεγάλων τραπεζών στις ΗΠΑ, στη Δυτική Ευρώπη και την περιοχή του Ειρηνικού αναφέρει απώλειες \$3.000 δισεκατομμύρια από την κεφαλαιοποίηση. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες χτυπήθηκαν περισσότερο και οι αμερικανικές τράπεζες ήταν οι επόμενες. Ο μεγαλύτερος όγκος των απωλειών εμφανίστηκε μετά την αποτυχία της Lehman Brothers.

Η χρηματιστηριακή αξία των τραπεζών υπέστη μεγάλο πλήγμα. Παρακάτω, στον πίνακα 1, παρουσιάζεται η συρρίκνωση κεφαλαιοποίησης το 2008 σε μερικές από τις μεγαλύτερες τράπεζες στον κόσμο.



**Πίνακας 1: Χρηματιστηριακή Αξία Τραπεζών**

Πηγή: Reuters, [www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)

Τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι ευρωπαϊκές τράπεζες, δε σημαίνουν αναγκαστικά την επανάληψη μιας κρίσης αντίστοιχης αυτής που προκάλεσε η Lehman Brothers.

Οι τράπεζες διαθέτουν επαρκέστερη κεφαλαιοποίηση για να καλύψουν ζημιές. Επιπλέον, οι πολιτικοί είναι καλύτερα προετοιμασμένοι. Παρά το γεγονός ότι τα διατραπεζικά επιτόκια δανεισμού αυξήθηκαν σημαντικά το τελευταίο διάστημα, παραμένουν σημαντικά χαμηλότερα από τα εξωφρενικά επίπεδα που είχαν αγγίξει την περίοδο μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers.

Το ερώτημα δεν είναι πλέον αν αντιμετωπίζουμε μια παγκόσμια τραπεζική κρίση, αλλά πόσο μεγάλη ζημιά μπορούν να προκαλέσουν τα προβλήματα των ευρωπαϊκών τραπεζών στην παγκόσμια οικονομία.

## 6.2 Αυτοκινητοβιομηχανία

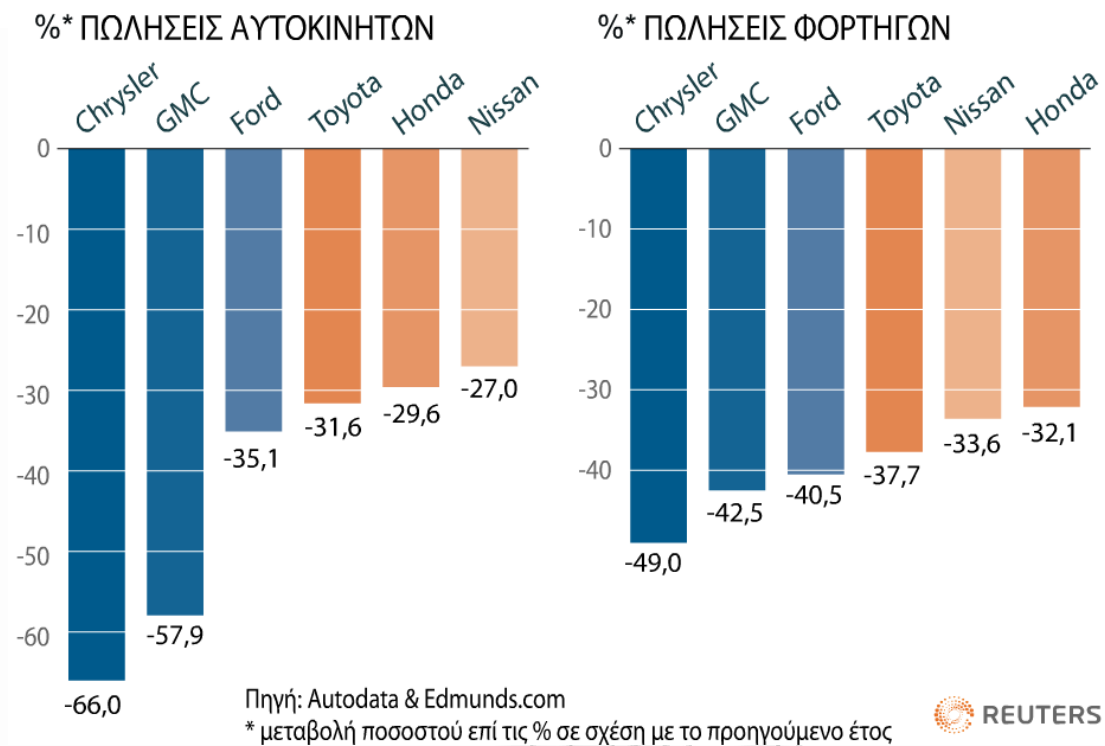
Ο κλάδος της αυτοκινητοβιομηχανίας βρέθηκε στο επίκεντρο των επιπτώσεων της κρίσης. Οι πωλήσεις αυτοκινήτων στην Ευρώπη κατέρρευσαν το πρώτο τρίμηνο του 2009, σύμφωνα με την ACEA, την Ένωση Ευρωπαϊών Κατασκευαστών Αυτοκινήτων. Οι πωλήσεις Μαρτίου μειώθηκαν κατά 8 τοις εκατό στα 1.43 εκατομμύρια αυτοκίνητα, παρά την άξηση 39,9 τοις εκατό που παρατηρήθηκε στη Γερμανία, τη μεγαλύτερη αγορά αυτοκινήτου στην Ευρώπη, ιδίως μετά το μέτρο της απόσυρσης, που έλαβε η κυβέρνηση της χώρας τον Ιανουάριο. Η συνολική μεταβολή πωλήσεων το Α' τρίμηνο του 2009, σε σχέση με το αντίστοιχο του 2008, είχε μείωση 17,2 τοις εκατό (από 4.154.800 σε 3.439.700 αυτοκίνητα). Στον πίνακα 2 φαίνεται η πτώση των πωλήσεων ανά κατασκευαστική εταιρία.

Εταιρία	Πωλήσεις '09	Πωλήσεις '08	%Μεταβολή
VW Group (Volkswagen, Audi, Seat, Skoda, Bentley, Bugatti & Lamborghini)	714.453	788.563	-9,4
PSA Group (Peugeot, Citroen)	433.442	536.318	-19,2
FORD Group (Ford, Volvo)	366.443	421.719	-13,1
FIAT Group (Fiat, Lancia, Alfa Romeo, Ferrari & Maserati)	308.150	337.286	-8,6
GM Group (Opel/Vauxhall, Chevrolet, Saab, GM Us)	307.294	411.507	-25,3
RENAULT Group	279.972	357.631	-21,7

(Renault, Dacia)			
<b>TOYOTA Group</b>	<b>186.562</b>	<b>228.314</b>	<b>-18,3</b>
(Toyota, Lexus)			
<b>DAIMLER</b>	<b>162.381</b>	<b>214.053</b>	<b>-24,1</b>
(Mercedes, Smart)			
<b>BMW Group (BMW, MINI)</b>	<b>159.204</b>	<b>216.248</b>	<b>-26,4</b>
<b>NISSAN</b>	<b>77.710</b>	<b>109.259</b>	<b>-28,9</b>
<b>HYUNDAI</b>	<b>81.888</b>	<b>72.821</b>	<b>+12,5</b>
<b>HONDA</b>	<b>71.393</b>	<b>87.003</b>	<b>-17,9</b>
<b>SUZUKI</b>	<b>64.673</b>	<b>69.453</b>	<b>-6,9</b>
<b>MAZDA</b>	<b>61.364</b>	<b>74.605</b>	<b>-17,7</b>
<b>KIA</b>	<b>55.625</b>	<b>69.734</b>	<b>-20,2</b>
<b>MITSUBISHI</b>	<b>27.540</b>	<b>40.062</b>	<b>-31,3</b>
<b>JAGUAR LAND ROVER</b>	<b>21.240</b>	<b>36.046</b>	<b>-41,1</b>
(Land Rover, Jaguar)			
<b>Group</b>			
<b>CHRYSLER</b>	<b>13.866</b>	<b>29.407</b>	<b>-52,8</b>
(Chrysler, Dodge And Jeep)			

#### **Πίνακας 2: Μεταβολή πωλήσεων ανά εταιρία**

Οι πωλήσεις οχημάτων στις ΗΠΑ μειώθηκαν κατά 37 τοις εκατό τον Ιανουάριο σε σχέση με τον ίδιο μήνα του 2008, σύμφωνα με στοιχεία των αμερικάνικων αυτοκινητοβιομηχανιών, όπως παρουσιάζονται στον πίνακα 3.



### Πίνακας 3: Πωλήσεις Οχημάτων στις ΗΠΑ

Πηγή: Reuters, [www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)

## 7. ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΑ ΑΠΟΨΕΙΣ, ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΜΕΤΡΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

### 7.1 Έναρξη της νέας χρονιάς 2010

#### 7.1.1 Τι πιθανότητες υπάρχουν να χρεοκοπήσει η Ελλάδα;

Στις αρχές του έτους, υπήρξαν έντονοι προβληματισμοί και ανησυχία για τις πιθανότητες να χρεοκοπήσει η Ελλάδα.

Αυτές οι πιθανότητες είναι μηδενικές για πολλούς διαφορετικούς λόγους. Οι κυριότεροι από αυτούς είναι ότι:

α) Η χώρα μας δεν έχει πρόβλημα δανεισμού κεφαλαίων από τις αγορές, απλά δανείζεται τους τελευταίους μήνες σε υψηλά ασφάλιστρα κινδύνου (spread), σε σχέση με άλλες χώρες της Ευρωζώνης. Το υψηλό ασφάλιστρο αυξάνει τις δαπάνες τόκων στον προϋπολογισμό και μειώνει την αποτελεσματικότητα των μέτρων. Μετά τα δημοσιονομικά μέτρα της 3<sup>ης</sup> Μαρτίου μπήκε οροφή στα περιθώρια αυτά και οι αγορές τα έχουν εκτιμήσει θετικά. Το ότι η Ελλάδα δεν έχει πρόβλημα δανεισμού, προκύπτει από το γεγονός, ότι τις δύο φορές, που βγήκαμε στις διεθνείς αγορές, οι εκδόσεις υπερκαλύφθηκαν σημαντικά, ενώ αντλήθηκαν πάνω από €12 δις.

Εξάλλου, με πρόσφατες δηλώσεις του στους Financial Times, ο κος Barroso (2010) ανέφερε, ότι “Η στήριξη της Ελλάδας για να έχει χρόνο να εφαρμόσει τα δραστικά μέτρα λιτότητας δεν αποτελεί “bail out” (οικονομική διάσωση). Αλλά το ότι δεν υπάρχει “bail out”, δε σημαίνει ότι δε θα υπάρξει στήριξη”.

β) Πιθανή διολίσθηση της Ελλάδας σε ρύθμιση χρεών, θα είχε αλυσιδωτές συνέπειες για τα άλλα μέλη της Ευρωζώνης και, ίσως, θα υπονόμει τη σταθερότητα της Ευρωζώνης για δύο, κυρίως, λόγους: πρώτον, μεγάλα ελλείμματα και χρέος έχουν πολλές χώρες της Ευρωζώνης και ο κίνδυνος για domino effects είναι σημαντικός και δεύτερον, ένα σημαντικό τμήμα του ελληνικού χρέους, γύρω στα €200 δις, βρίσκεται στα χαρτοφυλάκια Ευρωπαϊκών Θεσμικών Επενδυτών και Τραπεζών, που θα υποστούν σοβαρές ζημιές από την απομείωση της αξίας των ελληνικών ομολόγων. Το τελευταίο θα έχει, επίσης, ανυπολόγιστες συνέπειες για τη συνοχή της νομισματικής ένωσης.

γ) Υπάρχουν σημαντικές πολιτικές και χρηματο-οικονομικές εφεδρείες, τις οποίες διαθέτουμε ως χώρα, πολύ πριν φτάσει κανείς να εξετάσει το ενδεχόμενο ρύθμισης χρεών. Σε αυτές περιλαμβάνονται, η αύξηση των φορολογικών εσόδων (από τα χαμηλότερα της ζώνης του ευρώ ως ποσοστό του ΑΕΠ) με την ενσωμάτωση μέρους έστω της φοροδιαφυγής και της παραοικονομίας, η μείωση των δημοσίων δαπανών με την αναδιάρθρωση του Δημοσίου Τομέα και τη συγχώνευση εταιριών και, φυσικά, η παροχή χρηματοοικονομικής βοήθειας από την ΕΕ ή/και η προσφυγή στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ). Επιπλέον, το Ελληνικό Δημόσιο κατέχει σημαντική ακίνητη και κινητή περιουσία, που, αν την αξιοποιήσει, μπορεί να μειώσει το δημόσιο χρέος.

Όσον αφορά τις ελληνικές τράπεζες, διατηρούν ισχυρά αποθέματα ρευστότητας για ώρα ανάγκης, αποκτούν επιπρόσθετη ρευστότητα μέσω της έκδοσης καλυμμένων ομολογιών και της αξιοποίησης του Κυβερνητικού Προγράμματος Στήριξης της Ρευστότητας της Ελληνικής Οικονομίας, (έγιναν, ήδη, οι πρώτες εκδόσεις από Εθνική και Eurobank, ενώ η Eurobank προγραμματίζει δυο ακόμα εκδόσεις ύψους €1.5 δις τους επόμενους 3 μήνες), που ενεργοποιήθηκε ξανά και προσφέρει δυνητική ρευστότητα ύψους €17 δις στο τραπεζικό σύστημα, αν χρειαστεί. Επιπλέον, η ΕΚΤ παρέχει, έναντι ενεχυριασμένων δανείων και τίτλων μέσω ειδικών διαδικασιών, απεριόριστη ρευστότητα στις τράπεζες, όπως έπραξε και στην περίπτωση της Ιρλανδίας.

Σε πρόσφατη δήλωσή του στην Ευρωβουλή, ο κ. Trichet διαβεβαίωσε ότι: «δεν θα υπάρξει πρόβλημα με τα ελληνικά ομόλογα» και χαρακτήρισε αυτονόητη τη στήριξη του ελληνικού τραπεζικού συστήματος από την ΕΚΤ, τονίζοντας ότι «βεβαίως και θα εφαρμόσουμε όλους τους κανόνες, που πράξαμε και με την Ιρλανδία και με όλες τις χώρες της Ζώνης του Ευρώ».

#### **7.1.2. Υπάρχει σοβαρό ενδεχόμενο εξόδου της Ελλάδας από την ζώνη του Ευρώ;**

Δεν υπάρχει πιθανότητα εξόδου της Ελλάδας από την Ευρωζώνη, ούτε καν πρόβλεψη στη Συνθήκη του Μάαστριχτ για ένα τέτοιο ενδεχόμενο. Εξάλλου, στις 23/03/2010 ο Πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, κος Trichet, δήλωσε στους Financial Times, ότι η “Η ευρωζώνη δεν είναι a la carte. Μπαίνουμε στην ευρωζώνη για να μοιραστούμε ένα κοινό πεπρωμένο. Είναι νομικά «αδύνατο» να βγει κανείς από το ευρώ”. Επίσης, έδειξε ότι θα υπάρξει ευελιξία από την ΕΚΤ να δέχεται ελληνικά ομόλογα για αναχρηματοδότηση, ακόμα και σε περίπτωση υποβάθμισης της χώρας.

Αυτό που απαιτείται, είναι η αποτελεσματική υλοποίηση του Προγράμματος Σταθερότητας και Ανάπτυξης και η υλοποίηση διαρθρωτικών μέτρων μείωσης του Δημόσιου Τομέα και εξυγίανσης της Ελληνικής Οικονομίας.

Είναι απλά πιθανό κατά την διάρκεια μιας κρίσης να ακούγονται και κάποιες ακραίες απόψεις, οι οποίες αντανakλούν αγωνία, φόβο ή αγανάκτηση, αλλά παρόλα αυτά, κινούνται εκτός πραγματικότητας. Τονίζεται, ιδιαίτερα, ότι ο λόγος, που η Ελλάδα απασχολεί τα πρωτοσέλιδα ξένων και κυρίως Αγγλοσαξονικών εφημερίδων,



είναι το γεγονός ότι το δημοσιονομικό πρόβλημα της χώρας συσπείρωσε όλους όσους δεν είδαν ποτέ με καλό μάτι τη δημιουργία της Ζώνης του Ευρώ. Άλλα σενάρια δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα, μια και επιστροφή στην Δραχμή δεν αποτελεί καν επιλογή και είναι τεχνικά ανέφικτη με τη σημερινή δομή της Ελληνικής Οικονομίας.

### **7.1.3 Ποιες είναι οι διαφορές προσφυγής της Ελλάδας στο ΔΝΤ σε σχέση με αντίστοιχη πιθανή βοήθεια στα πλαίσια της Ευρωζώνης;**

Η άντληση χρηματοδότησης από το ΔΝΤ, τη Ζώνη του Ευρώ ή μέσω κάποιου συνδυασμού των δύο, αποτελούν εναλλακτικά σενάρια, τα οποία πιο πολύ αφορούν το πολιτικό σκέλος του ζητήματος παρά το χρηματο-οικονομικό.

Η Ελληνική Κυβέρνηση έχει, ήδη, ανακοινώσει και θέτει σταδιακά σε εφαρμογή μέτρα σημαντικής βελτίωσης των δημοσιονομικών μεγεθών της χώρας, τα οποία τόσο οι αγορές όσο και η Ευρωπαϊκή Ένωση έχουν κρίνει πολύ θετικά. Η εμπλοκή του ΔΝΤ προσθέτει έναν ακόμα επόπτη με μεγάλη εμπειρία και τεχνογνωσία στην εφαρμογή προγραμμάτων δημοσιονομικής εξυγίανσης, χωρίς απαραίτητα την προσθήκη νέων δημοσιονομικών μέτρων ή την μεταβολή των ήδη ανακοινωθέντων. Ίσως επιβληθούν σειρά μέτρων απελευθέρωσης της οικονομίας, ενίσχυσης του ανταγωνισμού και εύρυθμης λειτουργίας των αγορών. Αξίζει επίσης, να σημειωθεί ότι η συμμετοχή του ΔΝΤ στην χρηματοδότηση της Ελλάδας, δε σχετίζεται σε καμία περίπτωση με παρέμβαση στις εγχώριες καταθέσεις σε Ευρώ, ούτε στο καθεστώς της ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίων, όπως αυτό ισχύει σήμερα.

Ο τελικός συνδυασμός στη λύση, που θα επικρατήσει, θα επηρεαστεί και από την ευρύτερη πολιτική, που θα ακολουθηθεί από την Ε.Ε., αφού δημοσιονομική κρίση κράτους-μέλους της Ευρωζώνης αντιμετωπίζεται ουσιαστικά για πρώτη φορά από την υιοθέτηση του Ευρώ. Να τονιστεί, ότι επί της ουσίας, δε χρειαζόμαστε βοήθεια από κανέναν, αρκεί να υλοποιήσουμε με συνέπεια το Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Οι αγορές, σταθερά και σταδιακά, θα εκτιμήσουν την προσπάθεια και τα spread θα μειωθούν.

## **7.2 Σύνοψη Οικονομικού και Μακροοικονομικού Περιβάλλοντος Α' Τριμήνου 2010**

### **7.2.1 Διαφορές στη νομισματική πολιτική κάθε χώρας**

Η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας διατήρησε αμετάβλητα τα επιτόκια αλλά αύξησε την δυνατότητα βραχυπρόθεσμου δανεισμού των τραπεζών. Η Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας άφησε τα επιτόκια αμετάβλητα στο 0,5%, όπως και η ΕΚΤ, που διατήρησε το βασικό επιτόκιο στο 1%. Όσον αφορά την Αμερική, η FED δεν έκανε αλλαγή στο επιτόκιο αναφοράς, αλλά βελτίωσε τις εκτιμήσεις της ελαφρώς για την αγορά εργασίας. Η Ινδία αύξησε δύο φορές τα επιτόκια μέσα σε έναν μήνα, συνολικά κατά 50 μβ στο 5,25% ενώ ζήτησε από τις τράπεζες να αυξήσουν τα ελάχιστα αποθεματικά τους, η Ρωσία μείωσε κατά 25 μβ στο 8,25% ενώ η Βραζιλία εξέπληξε την αγορά και δεν αύξησε επιτόκια (8,75%).

### **7.2.2 Ευνοϊκά μακροοικονομικά δεδομένα αλλά και ρίσκα**

Τα πιο πρόσφατα μακροοικονομικά στοιχεία που έχουν ανακοινωθεί στις μεγαλύτερες οικονομίες μπορούν να συνοψισθούν στα εξής: η ανεργία παραμένει σε υψηλά επίπεδα, χωρίς κάποια έντονα σημάδια αντιστροφής προς το παρόν, η βελτίωση στην ζήτηση συνεχίζεται, αλλά χωρίς ιδιαίτερη δύναμη, ενώ ο πληθωρισμός εξακολουθεί να μην αποτελεί απειλή.

Η περίπτωση της Ελλάδας και των προβλημάτων που αντιμετωπίζει λόγω υψηλού κρατικού δανεισμού, φέρνει στο προσκήνιο και άλλες χώρες που αντιμετωπίζουν παρόμοια δημοσιονομικά προβλήματα. Η Πορτογαλία φαίνεται να είναι το επόμενο «θύμα», καθώς η Fitch μείωσε κατά ένα επίπεδο την αξιολόγηση της χώρας στο AA-.

Το αμερικανικό νόμισμα έχει ενισχυθεί το τελευταίο διάστημα έναντι των περισσότερων νομισμάτων. Παρόλο που δεν αναμένεται αύξηση επιτοκίων στο δολάριο άμεσα, τα βελτιωμένα μακροοικονομικά μεγέθη των ΗΠΑ σε συνδυασμό με την αποδυνάμωση του ευρώ έχουν συντελέσει σε αυτή την κίνηση.

### **7.2.3 Μακροοικονομικό Περιβάλλον**

#### **ΗΠΑ**

Ο πληθωρισμός παραμένει σε επίπεδα χαμηλότερα από τις εκτιμήσεις της αγοράς (2,1%) και δεν αποτελεί απειλή. Τα στοιχεία από την αγορά εργασίας παραμένουν ανάμικτα, αλλά η Fed υποδηλώνει μια συγκρατημένη αισιοδοξία και για αυτό το μέτωπο. Οι λιανικές πωλήσεις είναι ισχυρές. Αναφορικά με την αγορά κατοικίας, τόσο ο αριθμός εκδόσεων νέων αδειών (+7,5%) όσο και η αύξηση νέων κατοικιών (+1,6%), ήταν οι υψηλότεροι από το φθινόπωρο του 2008.

Τα επιτόκια, όπως αναμενόταν, παρέμειναν στο εύρος 0-0.25% μέχρι το φθινόπωρο του 2010.

Οι εταιρικές ανακοινώσεις για το Q1 έχουν ξεκινήσει και προς το παρόν τα αποτελέσματα είναι θετικά και αποτελούν τον καταλύτη, στο να κινείται η αγορά σε υψηλότερα επίπεδα. Για τον S&P500 οι εκτιμήσεις είναι για EPS Q1 2010 +30% σε σχέση με το αντίστοιχο περσινό επίπεδο.

#### **ΕΥΡΩΠΗ**

Στη Γερμανία οι δείκτες οικονομικού κλίματος IFO και ZEW, δείχνουν τόσο βελτίωση των τρεχουσών οικονομικών συνθηκών όσο και βελτιωμένες προοπτικές, επιτυγχάνοντας υψηλά 7 μηνών.

Το αναθεωρημένο ΑΕΠ για το Q4 του 2009 ανακοινώθηκε στο -2,2%, ενώ οι πιέσεις συνεχίζονται τόσο στο μέτωπο της ανεργίας όσο και της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Η Ελλάδα βρίσκεται σε αναμονή του τελικού σχεδίου για το πακέτο χρηματοδότησης από ΔΝΤ και ΕΕ. Η Fitch υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας στο BBB-. Ο Jean-Claude Trichet ανακοίνωσε, ότι η περίοδος που η ΕΚΤ θα δέχεται σαν ενέχυρο για παροχή ρευστότητας ομόλογα πιστοληπτικής ικανότητας μέχρι και BBB- παρατείνεται μέχρι τα μέσα του 2011, αντί το τέλος του 2010.

Δεν υπάρχουν πληθωριστικές πιέσεις (+0,8%) ενώ τα δημοσιονομικά προβλήματα στα PIIGS κρατούν δεμένα τα χέρια της ΕΚΤ αναφορικά με άνοδο επιτοκίων που δεν αναμένεται πριν το 2011.

## **ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΕΣ ΧΩΡΕΣ**

Η Κίνα ανακοίνωσε άνοδο του ΑΕΠ 11,9%, ξεπερνώντας τις εκτιμήσεις της αγοράς, λόγω κατανάλωσης και επενδύσεων. Γίνονται εκτιμήσεις για ανάπτυξη 13-14% φέτος και κίνδυνος υπερθέρμανσης της οικονομίας. Υπάρχουν μέτρα περιορισμού του δανεισμού και οι αγορές αναμένουν ήπια ανατίμηση του νομίσματος της χώρας.

### **7.2.4 Αγορές Κεφαλαίων**

**ΜΕΤΟΧΕΣ :** Οι μετοχικές αγορές συνεχίζουν την ανοδική τους κίνηση (+12% από τα χαμηλά του Φεβρουαρίου, +78% από πέρυσι τον Μάρτιο), ευνοούμενες από τη διατήρηση των επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα και την αυξημένη διάθεση για ανάληψη ρίσκου. Τα μακροοικονομικά στοιχεία αναμένεται να συνεχίσουν να είναι θετικά και να υποδηλώνουν στροφή παγκοσμίως σε οικονομική ανάκαμψη. Φαίνεται όμως, ότι τα καλά νέα έχουν σε μεγάλο βαθμό προεξοφληθεί από τις αγορές. Τα εταιρικά αποτελέσματα Q1 θα αποτελέσουν το σημείο αναφοράς των επενδυτών, ενώ το ενδιαφέρον πλέον εστιάζεται περισσότερο στις πωλήσεις των επιχειρήσεων παρά στα εταιρικά κέρδη.

**ΟΜΟΛΟΓΑ:** Τα κρατικά ομόλογα συνεχίζουν τη θετική τους απόδοση, καθώς τα πολύ χαμηλά επιτόκια ευνοούν τις τιμές τους. Αναμένεται, ότι μακροπρόθεσμα η πιο περιοριστική νομισματική πολιτική από τις Κεντρικές Τράπεζες, ο υψηλός κρατικός δανεισμός, η αυξημένη προσφορά ομολόγων και τα βελτιωμένα μακροοικονομικά μεγέθη, θα οδηγήσουν σε πτώσεις στις τιμές των ομολόγων. Το spread μεταξύ Investment Grade και High Yield ομολόγων, έχει μειωθεί τους τελευταίους μήνες λόγω αυξημένης διάθεσης ανάληψης ρίσκου των επενδυτών. Το spread μεταξύ Ελληνικού-Γερμανικού 10ετούς, έχει φτάσει σε ιστορικά υψηλά, ξεπερνώντας τις 520 μβ εν αναμονή του αποτελέσματος των διαπραγματεύσεων της κυβέρνησης με το ΔΝΤ και την ΕΕ για την παροχή χρηματοδότησης με ευνοϊκούς όρους στη χώρα.

**ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ:** Η ισοτιμία EUR/USD έφτασε μέχρι το 1,3267, όταν υποβαθμίστηκε η πιστοληπτική ικανότητα της Πορτογαλίας από την Fitch και πλέον διαπραγματεύεται στην περιοχή του 1,34. Αναμένεται κίνηση στο εύρος 1,29-1,37. Το ελβετικό φράγκο ανατιμήθηκε σημαντικά έναντι του ευρώ. Παρόλο που η Τράπεζα της Ελβετίας δεν επιθυμεί ανατίμηση του νομίσματος, τα στοιχεία για το

ΑΕΠ και τον πληθωρισμό της Ελβετίας αλλά και η πιο επιθετική νομισματική πολιτική σε σχέση με την ΕΚΤ, ενισχύουν την ανοδική τάση του ελβετικού.

### **7.2.5 Επενδυτική Στρατηγική**

**Μετοχές:** Επικρατεί τήρηση ουδέτερης θέσης.

**Ανεπτυγμένες χώρες:** Υπάρχει προτίμηση στην αμερικανική αγορά, λόγω των βελτιωμένων μακροοικονομικών στοιχείων της οικονομίας, καθώς και μεγάλες ευρωπαϊκές αγορές, όπως Γαλλία και Γερμανία που έχουν εξαγωγική δραστηριότητα, ενώ Πορτογαλία, Ιταλία και Ελλάδα παραμένουν οι πιο επισφαλείς αγορές, λόγω των δημοσιονομικών τους προβλημάτων.

**Αναδυόμενες χώρες:** Προσφέρουν πολύ υψηλές προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης και ελκυστικά θεμελιώδη μεγέθη. Οι πληθωριστικές πιέσεις σε κάποιες αναδυόμενες χώρες όπως Ινδία και Τουρκία, η πιο σφικτή νομισματική πολιτική (Κίνα), αποτελούν παράγοντες που οδηγούν σε υποαπόδοση των εν λόγω αγορών. Από τα BRIC η πιο ελκυστικά αποτιμημένη χώρα είναι η Ρωσία, η οποία εκτιμάται ότι διαθέτει το μεγαλύτερο περιθώριο ανατίμησης ανάμεσα στις αναδυόμενες χώρες.

**Ομόλογα:** Επικρατεί μείωση θέσεων.

**Κρατικά ομόλογα:** Επικρατεί μείωση θέσεων, αλλά υπάρχει προτίμηση σε γερμανικά έναντι αμερικάνικων.

**Εταιρικά ομόλογα Investment Grade:** Επικρατεί μείωση θέσεων, αλλά υπάρχει προτίμηση σε high yield, λόγω κάποιων ελκυστικών νέων εκδόσεων. Η εν λόγω αγορά πάντως προσεγγίζει τις τιμές στόχους που είχαν τεθεί για το τέλος του χρόνου.

**Αναδυόμενων αγορών:** Επικρατεί τήρηση ουδέτερης θέσης και διατήρηση της ανοδικής πορείας τους τελευταίους μήνες.

## **7.3 Τελευταίες Εξελίξεις**

Στα τέλη Μαΐου κλιμακώθηκε η αρνητική δημοσιότητα για την πορεία της Ευρωπαϊκής και της Ελληνικής οικονομίας. Τα δημοσιεύματα επικεντρώθηκαν σε δύο κυρίως ισχυρισμούς: α) το ενδεχόμενο μη βιωσιμότητας του Ευρώ, β) την

υποτιθέμενη μη εκτέλεση του Προγράμματος Σταθερότητας στη χώρα μας και τη μεγάλη απόκλιση από τους στόχους του και γ) στον αποσταθεροποιητικό ρόλο των πρόσφατων εξελίξεων στην Ουγγαρία.

Τίθεται σε ισχύ το πρόγραμμα ενίσχυσης της Ευρωζώνης. Στις αρχές Ιουνίου οριστικοποιήθηκαν οι λεπτομέρειες του προγράμματος ύψους € 500 δισ κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης των υπουργών Οικονομικών των χωρών-μελών, το οποίο και με τη συνδρομή του ΔΝΤ, ανέρχεται σε συνολικά € 750 δισ . Το πρόγραμμα τίθεται σε εφαρμογή στα τέλη Ιουνίου και αποτελεί καίριο επίτευγμα για τη διασφάλιση της σταθερότητας των οικονομιών της Ευρωζώνης.

Σε αντίθεση με δημοσιεύματα, υπάρχει πρόοδος στην εκτέλεση του Προγράμματος Σταθερότητας της Ελληνικής Οικονομίας. Οι περισσότεροι από τους στόχους του Μνημονίου έχουν ήδη ικανοποιηθεί για το τέλος Ιουνίου, ενώ υπάρχει σχετική πρόοδος για τους στόχους που αφορούν το τέλος Σεπτεμβρίου. Η εφαρμογή των περισσότερων εκ των οικονομικών μέτρων ξεκίνησε πριν από έναν μόλις μήνα και ήδη αποφέρει θετικά αποτελέσματα:

-Δημοσιονομικό έλλειμμα: με βάση τα τελικά στατιστικά στοιχεία για την εκτέλεση του προϋπολογισμού τους τέσσερις πρώτους μήνες του έτους, το έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης παρουσιάζει μείωση 41,5 % σε ετήσια βάση, ποσοστό που ξεπερνά το στόχο για μείωση κατά 35,1 % για ολόκληρο το 2010.

-Έσοδα τακτικού προϋπολογισμού (κατόπιν επιστροφής φόρων): παρουσιάζουν ετήσια αύξηση 10 % στο 1<sup>ο</sup> τετράμηνο του 2010, έναντι στόχου 11,7 % για ολόκληρο το 2010, χωρίς όμως σε αυτά να αποτυπώνεται ακόμα η θετική επίπτωση από την αύξηση του ΦΠΑ κατά δύο μονάδες αλλά και η τελευταία αύξηση σε σειρά ειδικών φόρων κατανάλωσης.

-Το πρώτο τετράμηνο του 2010 εισπράχθηκε το 32,8 % των προβλεπόμενων εσόδων ΦΠΑ για το έτος, έναντι στόχου είσπραξης 31 %.

-Τα μέτρα είσπραξης έκτακτης εισφοράς από τις επιχειρήσεις δεν επηρεάζονται από τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς, καθώς η έκτακτη εισφορά που επιβλήθηκε το 2010 αφορά σε κέρδη του 2008, ενώ η έκτακτη εισφορά για το 2011 αφορά σε κέρδη του 2009.

-Δαπάνες τακτικού προϋπολογισμού: εμφανίζουν ετήσια μείωση 7,9 % την περίοδο Ιανουάριος-Απρίλιος 2010, έναντι στόχου μείωσης 4,8 % για το έτος.

Σύμφωνα με πρόσφατη συνέντευξη του Υπουργού Οικονομικών Γ. Παπακωνσταντίνου, τα έσοδα του τακτικού προϋπολογισμού παρουσίασαν ετήσια αύξηση 8 % τους πρώτους 5 μήνες του έτους, ενώ το έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης την αντίστοιχη περίοδο είναι μειωμένο πάνω από 40 % σε σχέση με πέρυσι. Ο κ. Παπακωνσταντίνου ισχυρίζεται ότι δε θα χρειαστούν πρόσθετα μέτρα, αρκεί να εφαρμοστεί το πρόγραμμα οικονομικής πολιτικής που περιγράφεται στο Μνημόνιο. Και το πρόγραμμα περιέχει τόσο άμεσα δημοσιονομικά μέτρα όσο και μέτρα διαρθρωτικά, που αντιστοιχούν σε βαθιές τομές στη δημοσιονομική διαχείριση, σε μεγάλες αλλαγές ενός συστήματος αδιαφανούς και πολύπλοκου, που σε μεγάλο βαθμό ευθύνεται για τον σημερινό εκτροχιασμό, αλλά και την ευκολία με την οποία πέφτουν έξω οι προϋπολογισμοί του κράτους. Όσο για το φετινό έλλειμμα, αναφέρει, ότι στους πρώτους πέντε μήνες είναι μειωμένο πάνω από 40% σε σχέση με πέρυσι και θεωρεί ότι ο στόχος θα επιτευχθεί.

## **8. ΕΠΙΛΟΓΟΣ**

### **8.1 Συμπεράσματα**

Πρώτα έρχονται οι αιτιολογήσεις. Αυτή τη φορά, πολλοί αναλυτές, που υποστήριζαν ότι η τεράστια κούρσα (άύξηση) στις αμερικάνικες τιμές κατοικίας δεν ήταν καθόλου μια φούσκα, αλλά μάλλον δικαιολογείται από την οικονομική καινοτομία (που περιλαμβάνει τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου -subprime mortgages), καθώς επίσης και από τη σταθερή εισροή κεφαλαίου από την Ασία και τους εξαγωγείς πετρελαίου. Η μεγάλη άύξηση στις τιμές των μετοχών, υποστηρίχτηκε ομοίως να είναι βιώσιμη, χάρη σε ένα κύμα άύξησης της αμερικάνικης παραγωγικότητας, μια πτώση στον κίνδυνο που συνόδευε τη «Μεγάλη Εξομάλυνση» στη μακροοικονομική αστάθεια. Όσον αφορά τα υπερμεγέθη αμερικανικά ελλείμματα, τα οποία στην κορυφή τους αποτελούσαν τα δύο τρίτα των

πλεονασμάτων ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, πολλοί αναλυτές υποστήριξαν ότι τα εν λόγω ελλείμματα, επίσης μπορούσαν να δικαιολογηθούν από τα νέα στοιχεία της παγκόσμιας οικονομίας. Χάρη στο συνδυασμό της ευέλικτης οικονομίας, της καινοτομίας και της τεχνολογικής άνθησης, οι ΗΠΑ θα μπορούσαν να προσδοκούν να απολαμβάνουν ανώτερη της άυξης της παραγωγικότητας για δεκαετίες, ενώ η ανώτερη τεχνογνωσία της Αμερικής, σήμαινε υψηλότερες αποδόσεις στις φυσικές και οικονομικές επενδύσεις, από αυτές που θα μπορούσαν να αναμένουν οι αλλοδαπές επενδύσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Ακολουθεί η πραγματικότητα. Από το καλοκαίρι του 2007, οι ΗΠΑ γνώρισαν εντυπωσιακή συρρίκνωση του πλούτου, την άυξη του κινδύνου στα spread και επιδείνωση στη λειτουργία της πιστωτικής αγοράς. Η sub-prime κρίση του 2007 στις ΗΠΑ, φυσικά έχει τις ρίζες της στην πτώση των αμερικάνικων κατοικιών, οι οποίες οδήγησαν στη συνέχεια σε πιο υψηλά επίπεδα αθέτησης, ιδιαίτερα μεταξύ των λιγότερο φερέγγυων οφειλετών. Ο αντίκτυπος αυτών των αθετήσεων στον χρηματοοικονομικό τομέα έχει ενισχυθεί πολύ, λόγω της πολυπλοκότητας των συσσωρευμένων αυτών υποχρεώσεων, που θεωρήθηκε ότι θα διέσπειρε τον κίνδυνο αποτελεσματικά. Δυστυχώς, εκείνη η καινοτομία κατέστησε επίσης τα προκύπτοντα στοιχεία εξαιρετικά μη «διαφανή» και μη ρευστοποιήσιμα στο αντίκρουσμα των μειωμένων τιμών κατοικίας.

Ενώ κάθε οικονομική κρίση, χωρίς αμφιβολία είναι ξεχωριστή, μοιράζονται επίσης εντυπωσιακές ομοιότητες, άυξη των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, στη συσσώρευση χρέους, στην ανάπτυξη και στα δημοσιονομικά ελλείμματα. Η πλειοψηφία των ιστορικών κρίσεων προηγήθηκαν από την οικονομική φιλελευθεροποίηση, όπως τεκμηριώνεται σε Kaminsky και Reinhart. Νέοι, ανεξέλεγκτοι ή ελαφριά ρυθμισμένοι και οργανωμένοι οικονομικοί φορείς, έχουν έρθει να διαδραματίσουν έναν πολύ μεγαλύτερο ρόλο στο οικονομικό σύστημα, αναμφισβήτητα, που ενισχύει τη σταθερότητα ενάντια σε μερικά είδη κλονισμών, αλλά ενδεχομένως που αυξάνει τις ευπάθειες ενάντια σε άλλες. Η τεχνολογική πρόοδος έχει προχωρήσει μπροστά, μειώνοντας το κόστος συναλλαγών στις χρηματοοικονομικές αγορές, διευρύνοντας τις επιλογές των οργάνων.

Παρ'όλο που υπάρχουν πολλές επιφανειακές ομοιότητες με μια τυπική κρίση μιας χώρας, μπορεί ακόμα να υποστεί μια πτώση ανάπτυξης, συγκρίσιμη μόνο με τις



ηπιότερες περιπτώσεις. Ίσως αυτή τη φορά να είναι διαφορετική, όπως τόσο πολλοί υποστηρίζουν. Ωστόσο, οι ποσοτικοί και ποιοτικοί παραλληλισμοί στις αυξήσεις, σε σχέση με προηγούμενες μεταπολεμικές χρηματοοικονομικές κρίσεις βιομηχανικών χωρών, είναι αξιοσημείωτες. Βεβαίως, ο πληθωρισμός είναι χαμηλότερος και καλύτερα ελεγχόμενος σήμερα παγκοσμίως και αυτό μπορεί να αποδειχθεί σε ένα σημαντικό μετριαστικό παράγοντα. Οι ΗΠΑ δεν υφίστανται το μειονέκτημα ενός μη σταθερού συστήματος συναλλαγματικής ισοτιμίας. Από την άλλη, η προφανής πτώση στην ανάπτυξη της αμερικάνικης παραγωγικότητας και στις τιμές κατοικίας δεν παρέχει ένα ιδιαίτερα ευνοϊκό σκηνικό για την αντοχή στην πίεση μιας πιστωτικής συρρίκνωσης.

Ένας παραλληλισμός που αξίζει να αναφερθεί, είναι ότι κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '70, το τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ στάθηκε ως διαμεσολαβητής μεταξύ των πλεονασμάτων των πετρελαιο-εξαγωγέων και των οφειλετών των αναπτυσσόμενων αγορών στη Λατινική Αμερική και αλλού. (Τα κατατεθειμένα πετροδολάρια των πετρελαιο-παραγωγών στις αμερικάνικες τράπεζες, χρησιμοποιούνταν για τον δανεισμό των χωρών της Λατινικής Αμερικής). Ενώ εγκωμιάστηκε πολύ τότε, η «ανακύκλωση» των πετροδολαρίων της δεκαετίας του '70, οδήγησε τελικά στην κρίση χρέους της δεκαετίας του '80, η οποία τοποθέτησε στη συνέχεια τεράστια πίεση στις κεντρικές τράπεζες. Είναι αλήθεια ότι αυτή την περίοδο, ένας μεγάλος όγκος πετροδολαρίων πάλι εισρέει στις ΗΠΑ, αλλά πολλές αναδυόμενες αγορές έχουν τρέξει πλεονασματικά ισοζύγια, έχουν δανείσει παρά έχουν δανειστεί. Αντίθετα, ένα μεγάλο μέρος των χρημάτων έχει πράγματι «ανακυκλωθεί» σε μια αναπτυσσόμενη οικονομία, που επικρατεί στο εσωτερικό των συνόρων των ΗΠΑ. Παραπάνω από ένα τρισεκατομμύριο δολάρια διοχετεύθηκε στην αγορά των ενυπόθηκων δανείων, η οποία αποτελείται από φτωχότερους και λιγότερο φερέγγυους οφειλέτες στις ΗΠΑ. Ο μηχανισμός είναι ο ίδιος.

Σημειώνουμε, ότι πολλοί παραλληλισμοί ισχύουν και για άλλες χώρες που άρχισαν να βιώνουν την απειλή των τιμών κατοικίας κατά τη διάρκεια του 2007, συμπεριλαμβανομένης της Ισπανίας, του Ηνωμένου Βασιλείου και της Ιρλανδίας. Πράγματι, λαμβάνοντας υπόψη και παλαιότερες κρίσεις, η παγκόσμια διάσταση της σημερινής κρίσης δεν είναι ούτε νέα, ούτε μοναδική, αν αναλογιστούμε για

παράδειγμα, ότι στο κραχ του 1929 επηρεάστηκαν αρκετές χώρες της Νότιας Αμερικής, αλλά ακόμα και της Ευρώπης.

Από την αρχή της τρέχουσας κρίσης, οι τιμές των ακινήτων έχουν πέσει στις ΗΠΑ και αλλού, κοντά σε ιστορικά προηγούμενα. Η ανάλυση των αποτελεσμάτων μετά την περίοδο της κρίσης για την ανεργία, την παραγωγή και για το δημόσιο χρέος, παρέχει απογοητευτικούς αριθμούς συγκριτικής αξιολόγησης, για το πώς η κρίση θα συνεχίσει να ξετυλίγεται. Πράγματι, αυτές οι ιστορικές συγκρίσεις βασίστηκαν στα επεισόδια τα οποία, με την αξιοσημείωτη εξαίρεση την Μεγάλη Ύφεση των ΗΠΑ, ήταν μεμονωμένα ή περιφερειακής φύσης. Η παγκόσμια φύση της κρίσης θα το καταστήσει πολύ δυσκολότερο για πολλές χώρες να διαφύγουν γρηγορότερα από την κρίση μέσω υψηλότερων εξαγωγών ή να ομαλοποιήσουν τα αποτελέσματα της κατανάλωσης μέσω του ξένου δανεισμού.

Πόσο σχετικές είναι οι ιστορικές συγκριτικές μετρήσεις επιδόσεων για την αξιολόγηση της πορείας της τρέχουσας παγκόσμιας οικονομικής κρίσης; Αφ' ενός, οι αρχές έχουν σήμερα, αναμφισβήτητα πιο ευέλικτα πλαίσια νομισματικής πολιτικής, ιδίως χάρη σε ένα λιγότερο άκαμπτο παγκόσμιο καθεστώς συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ορισμένες κεντρικές τράπεζες έχουν παρουσιάσει ήδη μια επιθετικότητα για να ενεργήσουν, που ήταν ιδιαίτερα απύσες στη δεκαετία του '30 ή στην ιαπωνική εμπειρία πιο πρόσφατα. Αφ' ενός, κάποιος θα ήταν σοφός να μην ωθήσει πολύ μακριά την αλαζονεία, ότι είμαστε εξυπνότεροι από τους προκατόχους μας. Λίγα χρόνια πίσω, πολλοί θα ήταν αυτοί που θα είχαν πει, ότι οι βελτιώσεις στη χρηματοοικονομική μηχανική (financial engineering) είχαν κάνει πολλά για να εξημερώσουν τον επιχειρηματικό κύκλο και να περιοριστεί ο κίνδυνος μετάδοσης/εξάπλωσης των οικονομικών προβλημάτων.

Η παγκόσμια οικονομία, αρχίζει να απέρχεται μιας πρωτοφανούς υποχώρησης στην μετά τον 2<sup>ο</sup> Παγκόσμιο Πόλεμο εποχή, αλλά η σταθεροποίηση είναι ανώμαλη και η αποκατάσταση αναμένεται να είναι υποτονική. Η οικονομική ανάπτυξη κατά τη διάρκεια του 2009-10 είναι υψηλότερη από τις προβλέψεις του Απριλίου του 2009, σύμφωνα με πρόσφατα στοιχεία του ΔΝΤ, φθάνοντας σε 2,5% το 2010. Οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες έχουν βελτιωθεί περισσότερο από το αναμενόμενο, κυρίως λόγω της δημόσιας παρέμβασης και τα πρόσθετα στοιχεία δείχνουν ότι το ποσοστό πτώσης στην οικονομική δραστηριότητα έχει περιοριστεί, αν και σε

διαφορετικό βαθμό μεταξύ των περιοχών. Παρά τα εν λόγω θετικά σημάδια, η παγκόσμια υποχώρηση δεν έχει τελειώσει και η ανάκαμψη αναμένεται ακόμα να είναι αργή, καθώς τα χρηματοπιστωτικά συστήματα παραμένουν με «φθορές», η υποστήριξη από τις δημόσιες πολιτικές θα μειωθεί βαθμιαία και τα νοικοκυριά στις χώρες που υπέστησαν αποτυχίες στις τιμές των ακινήτων, θα ανοικοδομήσουν την αποταμίευση. Η κύρια πολιτική προτεραιότητα παραμένει η αποκατάσταση της «υγείας» του χρηματοπιστωτικού τομέα. Συγχρόνως, οι μακροοικονομικές πολιτικές πρέπει να παραμείνουν ενθαρρυντικές, προετοιμάζοντας το έδαφος για την ομαλή χαλάρωση της εξαιρετικών επιπέδων δημόσιας παρέμβασης.

## **8.2 Περιορισμοί κατά τη διάρκεια της εκπόνησης αυτής της διπλωματικής**

Η έννοια της κρίσης ίσως να είναι σχετικά εύκολο να προσδιοριστεί. Το ιδιαίτερα περίπλοκο με την έννοιά της είναι ότι σχεδόν ποτέ δεν έχει την ίδια μορφή. Κάθε οικονομία βιώνει με τον δικό της τρόπο την κρίση. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να χρησιμοποιήσει πολιτικές αντιμετώπισης και να τις προσαρμόσει στις ιδιαιτερότητές της. Εδώ εμφανίζεται και η δυσκολία στο να βγάλει κανείς συμπεράσματα για τις αντιδράσεις, τη διάδοση, τις επιπτώσεις και την εξέλιξη της κάθε οικονομίας.

Άλλη μία ιδιαιτερότητα είναι το εύρος του θέματος. Η οικονομική κρίση εξαπλώνεται σε πολλούς κλάδους και μπορεί να πάρει τεράστια έκταση. Χρειάζεται αρκετά εκτεταμένη έρευνα, για να αποκτηθεί μια σφαιρική εικόνα επί του θέματος. Αυτός είναι και ο λόγος που υπάρχει πλήθος υποθέσεων από ερευνητές, πολλές απόψεις για το πώς εξελίχθηκαν τα γεγονότα, και στη μεγάλη κρίση του 1929 και στην πρόσφατη. Γι' αυτό και στην εργασία συμπεριλήφθηκαν εκείνες οι απόψεις που επαληθεύτηκαν, ή τουλάχιστον προέβλεψαν εν μέρει τα αποτελέσματα.

Όσον αφορά την τρέχουσα κρίση, η οποία βρίσκεται σε εξέλιξη, έχει σαν αποτέλεσμα τα δεδομένα και οι καταστάσεις συνεχώς να αλλάζουν. Δηλαδή, κάποιες υποθέσεις που έγιναν μέσα στην εργασία, έχουν ήδη πραγματοποιηθεί ή γενικά μετατραπεί, λόγω των συνεχών εξελίξεων.

Επίσης, είναι δύσκολο να εκτιμηθεί η διάρκεια και το βάθος της τρέχουσας παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Τα γεγονότα βρίσκονται σε εξέλιξη και κάθε χώρα

έρχεται σε επαφή και αντιδρά τελείως διαφορετικά στην κρίση, ανάλογα με το τί πολιτικές ακολουθούσε, το βαθμό που την επηρεάζει η κρίση, τις δυνατότητες που έχει για να αντιδράσει και φυσικά τους μηχανισμούς που θα επιλέξει για να αντιμετωπίσει τη συγκεκριμένη κατάσταση.

### **8.3 Προτάσεις για μελλοντικές μελέτες**

Αναμφισβήτητα, το 2008 μας κληροδότησε μια βαθειά χρηματοοικονομική κρίση. Με την έναρξη του 2009 άρχισαν να φαίνονται και οι πρώτες επιπτώσεις στην οικονομία, να παρατηρούνται φαινόμενα όπως η αύξηση της ανεργίας και η μεγάλη δυσκολία επιβίωσης των επιχειρήσεων. Σίγουρα υπάρχει ανάγκη για περαιτέρω έρευνα γύρω από την τρέχουσα κρίση, για να μπορέσει να υπάρξει και καλύτερη προετοιμασία για το μέλλον.

Ιδιαίτερη ανησυχία προκαλεί η εξέλιξη της τρέχουσας κρίσης. Σε ποιο σημείο θα σταματήσει, ποιες θα είναι οι τελικές επιπτώσεις της, αλλά και ποια θα είναι τα ενδιάμεσα « θύματα ». Το χρονικό διάστημα που θα χρειαστεί κάθε χώρα για την έξοδό της αποτελεί ένα μεγάλο ερωτηματικό.

Ενδιαφέρον ακόμα παρουσιάζει και η μελέτη των μέτρων και πολιτικών που θα χρησιμοποιήσουν οι χώρες απέναντι στην κρίση και συγκεκριμένα από την πλευρά της χώρας μας. Τα βήματα που ξεκίνησε να κάνει ενάντια στην κρίση από την εμφάνιση μέχρι και το τέλος της, κατά πόσο έλαβε σωστές αποφάσεις και ποιες από αυτές τις πολιτικές τελικά απέδωσαν πραγματικά και κρίνονται απαραίτητες. Σημαντικό επίσης, θα ήταν να γίνει και μία σύγκριση αυτών των μηχανισμών με κάποιους που χρησιμοποιήθηκαν σε παλαιότερες κρίσεις και να δοθεί κάποια εικόνα για την αποτελεσματικότητά τους.

Άμεσο προβληματισμό, φυσικά, αποτελεί η κατάσταση των χωρών μετά την κρίση. Σίγουρα, όλες οι οικονομίες θα περάσουν κάποια στιγμή σε ένα επόμενο στάδιο. Το μεγάλο ζήτημα είναι αν θα επιλέξουν κάποια μέτρα και πόσο αποτελεσματικά θα είναι, για να πετύχουν τον υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Allen F., Gale D., (2007). "Understanding financial crisis", Oxford University Press, USA.

Bank of England, (2007). Financial Stability Review.

Barrell Ray and Dawn Holland, (2007). "Banking Crisis and Economic Growth", National Institute Economic Review, vol. 202, issue 1.

Barrell R., (2008). "Financial crises and global prospects", National Institute Economic Review, vol. 204, issue 1, pp. 9–13.

Bebchuk L. A., Fried J. M., (2005). "Pay without Performance-The Unfulfilled Promise of Executive Compensation", Journal of Applied Corporate Finance, vol. 17, issue 4, p. 8-23.

Bernanke S. Ben, (1983). "Nonmonetary Effects of the Banking Crisis in the Propagation of the Great Depression.", American Economic Review, vol. 73, p. 57-276.

Bernanke S. Ben, (2005). "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond.

Bordo Michael, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel, Maria Soledad Martinez-Peria and Andrew K. Rose, (2001). "Is the Crisis Problem Growing More Severe?", Centre for Economic Policy Research, vol. 16, issue 32, p. 53-82.

Caprio Gerard and Daniela Klingebiel, Luc Laeven and Guillermo Noguera, (2005). "Banking Crisis Database", Cambridge University Press, Systemic Financial Crises, p. 307-340.

Cecchetti G. Stephen, (2008). "Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008", CEPR policy insight no.21.

Cecchetti G. Stephen, (2008). "Money, Banking and Financial Markets", 2<sup>nd</sup> edition, New York, N.Y.: McGraw Hill-Irwin.

Crotty James, (2009). "Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'." , Cambridge Journal of Economics, vol. 33, issue 4, p. 563-580.

Demyanyk Yuliya, (2010). "Financial crises and bank failures: A review of prediction methods." , vol. 38, issue 5, p. 315-324.

Dent S. Harry, (2008). "The Great Depression Ahead", p. 17-40, 71-136.

Diamond Douglas, Phillip Dybvig, (1983). "Bank runs, liquidity and deposit insurance", Journal of Political Economy, vol. 91, issue 3, p. 401-419.

Duska F. Ronald, (2009). "Corruption, Financial Crises and the Financial Planner." , Journal of Financial Service Professionals, vol. 63, issue 2, p. 14-16.

Edwards Sebastian, (1998). "The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?" , World Economy, vol. 21, issue 1, p. 1-30.

Eichengreen Barry, Rose Andrew, (1998). "The Empirics of Currency and Banking Crises", University of California–Berkeley.

Fisher Irving, (1933). "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions." Economica, Journal of the Econometric Society, vol. 1, issue 4, p. 337-357.

Frankel A. Jeffrey and Rose K. Andrew, (1996). "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment." , Journal of International Economics, vol. 41, p. 351-366.

Friedman M, Schwartz A.J., (1963). "A Monetary History of the United States, 1867-1960", Princeton University Press, p. 299-492, 507-529.

Goldfajn Ilan and Valdes Rodrigo O., (1998). "The Twin Crises and the Role of Liquidity", Washington.

Goodhart Charles, (2007). "Liquidity Risk Management", Banque de France, Financial Stability Review n.11.

Goodhart Charles, (2008). "The background to the 2007 financial crisis", *International Economics and Economic Policy*, vol. 4, issue 4, p. 331-346.

Hon T. Mark, Strauss Jack, Soo-Keong Yong, (2004). "Contagion in financial markets after September 11: myth or reality?", *Journal of Financial Research*, vol. 27, issue 1, p. 95-114.

Jameson A. Daphne, (2009). "Economic Crises and Financial Disasters.", *Journal of Business Communication*, vol. 5, n. 5.

Jürgen Von Hagen, Tai-Kuang Ho (2007). "Money Market Pressure and the Determinants of Banking Crises.", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.39, issue 5, p. 1037-1066.

Kaminsky L. Graciela and Carmen M. Reinhart, (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems.", *American Economy Review* vol. 89, issue 3, p. 473-500.

Kindleberger C. P., (1978). "Manias, Panics and Crashes", MacMillan, London.

Krugman Paul, (1979). "A model of balance of payments crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, issue 3, p. 311-325.

Krugman Paul, (1999). "Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises", *International Tax and Public Finance*, vol. 6, issue 4, p. 459-472.

Mishkin S. Frederic, (1991). "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective", In *Financial Markets and Financial Crises*, edited by R. Glenn Hubbard, University of Chicago Press, p. 69-108.

Mishkin S. Frederic, (1992). "Anatomy of a financial crisis", *Journal of Evolutionary Economics*, vol. 2, p. 115-130.

Poole William, (2010). "Causes and Consequences of the Financial Crisis of 2007-2009", *Harvard Journal of Law & Public Policy*, vol. 33, issue 2.

Reinhart M. Carmen and Kenneth S. Rogoff, (2008a). "Is the 2007 U.S. Sub-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", *American Economic Review*, vol. 98, issue 2, p. 339-344.

Reinhart M. Carmen and Kenneth S. Rogoff, (2008c). "The Aftermath of Financial Crises.", *American Economic Review*, vol. 99, issue 2, p. 466-472.

Sachs D. Jeffrey, Aaron Tornell and Andres Velasco, (1996a). "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?", *Economic Policy* 22, vol. 11, pp. 13-63.

Schwert G. William, (2010). "Bank lending during the financial crisis of 2008", *Journal of Financial Economics*, vol. 97, issue 3, p. 319-338.

Schwert G. William, (2011). " Bank CEO incentives and the credit crisis.", *Journal of Financial Economics*, vol. 99, issue 1, p. 11-26.

Soros George, (2008). "The new paradigm for financial markets: the credit crisis of 2008 and what it means.", *PublicAffairs*, p. 145-160.

Wade Robert, (2008). "The First-World Debt Crisis of 2007-2010 in Global Perspective", *Challenge*, vol. 51, no. 4, pp. 23-54.

Wright, Robert E, (2009). "Financial crisis and reform: Looking back for clues to the future.", issue 1, p. 98-101.

Wyplosz Charles, (1986). "Capital Controls and Balance of Payments Crises.", *Journal of International Money and Finance*, vol. 5, p. 167-179.

Zhou Guofu Zhu Yingzi, (2010). "Is the Recent Financial Crisis really a 'Once-in-a-Century' Event?", *Financial Analysts Journal*, vol. 66, issue 1, p. 24-27.