



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ:
ΘΕΣΜΙΚΗ ΑΛΛΑΓΗ ΣΤΗΝ ΕΕ ΚΑΙ ΕΛΛΑΔΑ

ΤΟΥ

Νεκτάριου Βασιλάκη

A.M 7689

Επιβλέπων καθηγητής: κ. Σταματόπουλος Θεόδωρος

Απρίλιος 2013

Ένα μεγάλο ευχαριστώ στους γονείς μου για την συμπαράσταση τους, στους καθηγητές για τις γνώσεις που μου προσέφεραν και ιδιαίτερα στον κ. Σταματόπουλο Θεόδωρο, καθηγητή του τμήματος Λογιστικής, για την καθοδήγηση του κατά την διάρκεια εκπόνησης της παρούσας πτυχιακής εργασίας.

Πίνακας περιεχομένων

<u>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</u>	3
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</u>	6
<u>ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ</u>	6
<u>1.1. Ιστορικό της κρίσης</u>	6
<u>1.2. Τα αίτια της κρίσης</u>	11
<u>1.3. Συνέπειες της κρίσης</u>	19
<u>1.4. Χαρακτηριστικά κρίσεων</u>	23
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</u>	26
<u>2.1. ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΣΕ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΝΩΣΗ ΚΑΙ ΕΛΛΑΔΑ</u>	26
<u>2.1.1. Εισαγωγή</u>	26
<u>2.2. ΘΕΣΜΟΙ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΥΦΕΣΗ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΝΩΣΗ</u>	27
<u>2.2.1. Η διάσωση των ευρωπαϊκών τραπεζών</u>	29
<u>2.3. ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΚΑΙ ΠΟΙΟΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΘΕΣΜΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ</u> <u>ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΝΩΣΗ</u>	34
<u>2.3.1. Ευρωπαϊκός μηχανισμός σταθερότητας (ESM)</u>	34
<u>2.3.2. Ευρωπαϊκός οργανισμός χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (EFSF)</u>	36
<u>2.4. ΘΕΣΜΟΙ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΥΦΕΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ</u>	38
<u>2.5. ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΚΑΙ ΠΟΙΟΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΘΕΣΜΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ</u> <u>ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ</u>	41
<u>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</u>	47
<u>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</u>	49
<u>Έντυπη</u>	49
<u>Ηλεκτρονική</u>	50

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας θα ασχοληθούμε με το θέμα της παγκόσμιας κρίσης, τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στην Ελλάδα, καθώς και τις θεσμικές αλλαγές τους.

Τα τελευταία χρόνια, η παγκόσμια κοινότητα αντιμετωπίζει μια μεγάλης έντασης οικονομική κρίση, η οποία, αν και εκδηλώθηκε αρχικά στις Ηνωμένες Πολιτείες με επίκεντρο τις τραπεζικές επισφάλειες και ειδικότερα την αδυναμία εξυπηρέτησης των στεγαστικών δανείων, σύντομα έλαβε διαστάσεις επιδημίας. Η χρηματοπιστωτική κρίση επεκτάθηκε ταχύτατα στις αναπτυγμένες χώρες και στη συνέχεια σε ολόκληρο τον κόσμο, με δραματικές επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα και τις επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η κρίση μεταφέρεται με σφοδρότητα στην πραγματική οικονομία, με αποτέλεσμα την ύφεση και την πτώση της απασχόλησης (Birdsall, 2009). Η αντίδραση των χωρών ήταν άμεση σ' ό,τι αφορά στη λήψη μέτρων για την αντιμετώπιση της κρίσης. Τα μέτρα αυτά, αν και διέφεραν από χώρα σε χώρα, ωστόσο είχαν έναν κοινό στόχο, τη βελτίωση της ρευστότητας, την κινητοποίηση των επενδύσεων με σκοπό την αναθέρμανση της οικονομίας και τη συγκράτηση της απασχόλησης.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, το σχέδιο για την αντιμετώπιση της κρίσης, τη στήριξη και την ανάκαμψη της οικονομίας κατατέθηκε το Δεκέμβριο του 2008. Η ανάπτυξη κοινών στρατηγικών σε συνδυασμό με την προώθηση των μακροπρόθεσμων στόχων της Ευρωπαϊκής Ένωσης ήταν το βασικό χαρακτηριστικό αυτού του σχεδίου. Στόχος ήταν η τόνωση της αγοράς και η λήψη μέτρων για τη στήριξη των επιχειρήσεων και της απασχόλησης. Οι βασικοί άξονες για την αντιμετώπιση της κρίσης είναι η εισαγωγή ρευστότητας στην οικονομία ώστε να τονωθεί η ζήτηση και η προώθηση των επενδύσεων με μακροπρόθεσμο στόχο την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της Ευρώπης, πάντα όμως λαμβάνοντας υπόψη τους περιορισμούς του Συμφώνου Σταθερότητας, το οποίο δίνει έμφαση στη δημοσιονομική πειθαρχία και τη νομισματική σταθερότητα (European Commission, 2009).

Η ιστορία της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι μια ιστορία διαχείρισης κρίσεων. Μέχρι πρότινος, η αντιμετώπιση της εκάστοτε κρίσης συνέβαλε θετικά στην ολοκλήρωση. Ωστόσο, μια τόσο βαθιά κρίση, όπως η κρίση χρέους και η ευρω-κρίση του 2011 είναι κάτι που η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν είχε βιώσει ποτέ ξανά. Το ενδεχόμενο κατάρρευσης του ευρώ απειλεί ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Με τη σημερινή δομή τα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της ευρωζώνης μπορούν να διαχειριστούν την κρίση μόνο με τη σύμφωνη γνώμη όλων των εθνικών κυβερνήσεων. Η αδυναμία της μακροχρόνιας λειτουργίας αυτής της ομοφωνίας είναι προφανής. Για το λόγο αυτό έχει έρθει για την Ευρώπη η ώρα των μεγάλων αποφάσεων. Μια ευρωπαϊκή οικονομική κυβέρνηση φαίνεται αναπόφευκτη. Μια τέτοιου είδους κυβέρνηση θα αποτελούσε την απαρχή της δημιουργίας κράτους της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αν θα είχε, βέβαια, αυτό το κράτος τη δυνατότητα να συμβάλει αποφασιστικά στη διόρθωση των συστημικών λαθών του παγκοσμιοποιημένου καπιταλισμού, που έρχονται στο φως μέρα με την ημέρα και προκαλούν ανησυχία όχι μόνο στους Ευρωπαίους πολίτες αλλά στους πολίτες ολόκληρου του κόσμου, είναι ένα άλλο ζήτημα.

Το 2007- 2008, μετά το σκάσιμο της φούσκας στην αμερικανική αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου, η διάσωση πολυάριθμων «συστημικά σημαντικών» τραπεζών κατέστη δυνατή μόνο μέσω της παροχής κρατικής βοήθειας. Αυτό επηρέασε αρνητικά το δημόσιο χρέος πολλών χωρών, προκαλώντας την ανεξέλεγκτη εξάπλωση της κρίσης, καθώς δεν ήταν επιτακτική μόνο η ανάγκη διάθεσης σημαντικών ποσών για τη διάσωση των πιστωτικών ιδρυμάτων, που αντιμετώπιζαν τον κίνδυνο κατάρρευσης αλλά και η διάθεση «κρατικών πακέτων διάσωσης» για τη στήριξη της «πραγματικής οικονομίας», η οποία απειλούνταν με ύφεση εξαιτίας της τραπεζικής κρίσης.

Οι οικονομίες των περισσότερων κρατών της ΕΕ συγκλονίστηκαν από την παγκόσμια χρηματοοικονομική και οικονομική κρίση που ενέσκηψε από το 2008. Για να αντιμετωπίσει την κρίση, η Ευρωπαϊκή Ένωση πήρε βιαστικά ορισμένα μέτρα απαραίτητα για να διαφυλάξει τη νεαρή οικονομική και νομισματική ένωση: ένα ευρωπαϊκό σχέδιο για την ανάκαμψη της οικονομίας, έναν Ευρωπαϊκό μηχανισμό οικονομικής σταθεροποίησης (EFSM), ένα Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) και ένα Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοοικονομικής Εποπτείας (ΕΣΧΕ).

Σε μια εποχή που η ελληνική κρίση έχει πυροδοτήσει μια κρίση εμπιστοσύνης σε ολόκληρη την ευρωζώνη οι χώρες επιχειρούν να την περιορίσουν με αυστηρά μέτρα περιορισμού των ελλειμμάτων, όπου βρίσκεται και η καρδιά της νέας (δημοσιονομικής) φάσης της ευρωπαϊκής κρίσης. Κανείς, ούτε οι καταναλωτές, ούτε οι επιχειρήσεις, ούτε οι εξειδικευμένοι διεθνείς αναλυτές μπορούν να προβλέψουν με βεβαιότητα τη διάρκεια της εγχώριας κρίσης. Η κρίση της ελληνικής οικονομίας συνδέεται εν μέρει με την κρίση της στρατηγικής του ευρώ. Παρά την αρχική ανατιολόγητη αισιοδοξία, οι οικονομικές εξελίξεις στις διεθνείς χρηματαγορές έπληξαν τον πυρήνα του ευρώ και οδήγησαν σε κρίση τις στρατηγικές εξουσίας που συνδέονται με αυτό (Busch, 1986).

Η συμβίωση χωρών με διαφορετικά επίπεδα ανάπτυξης κάτω από τη «στέγη» του ίδιου νομίσματος οδήγησε σε πολύ διαφορετικούς ρυθμούς μεγέθυνσης και κερδοφορίας. Η ταχεία ανάπτυξη στις χώρες της «περιφέρειας» και η σχετική στασιμότητα του «κέντρου» μείωσε δραστικά την αναπτυξιακή «ψαλίδα» μεταξύ τους. Την ίδια στιγμή, οι υψηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης στις πρώτες συνοδεύτηκαν τόσο από ραγδαία μείωση στο κόστος του εγχώριου δανεισμού όσο και από εισροή ξένων «αποταμιεύσεων», γεγονός που δημιούργησε τις προϋποθέσεις για την εμφάνιση σταθερών πλεονασμάτων στο ισοζύγιο των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών. Παρά την αρχική αμηχανία και τις άστοχες αμφιταλαντεύσεις, η κρίση αντιμετωπίζεται ως αφορμή για την ενίσχυση των νεοφιλελεύθερων στρατηγικών που συνδέονται με το σχέδιο του ευρώ (Busch, 1986).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

1.1. Ιστορικό της κρίσης

Η τρέχουσα κρίση στις διεθνείς αγορές ξεκίνησε το 2007 στην αγορά στεγαστικής πίστης μειωμένης εξασφάλισης (subprime mortgage market) των ΗΠΑ, μετατράπηκε άμεσα σε κρίση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και μεταφέρθηκε στην πραγματική οικονομία επηρεάζοντας τις περισσότερες περιοχές του κόσμου. Η αναταραχή που προκλήθηκε στον τομέα στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ και η ταχεία επέκταση της κρίσης σε διεθνές επίπεδο αποδεικνύει ότι έχουμε να κάνουμε με μια κρίση βαθιά, πολύ διαφορετική από άλλες, προηγούμενων ετών, η οποία αναδεικνύει διάφορα συστημικά προβλήματα (Aiginger, 2009).

Από τα τέλη της δεκαετίας του '90 και μέχρι το ξέσπασμα της κρίσης, η ακίνητη περιουσία θεωρούνταν από τις πιο κερδοφόρες και ασφαλέστερες επενδύσεις. Ως αποτέλεσμα οι τιμές των κατοικιών σε ολόκληρη την χώρα αυξάνονταν συνεχώς με σύνθετο ετήσιο ποσοστό της τάξεως του 8%, ενώ μέχρι το '06 το μέσο κόστος ενός ακινήτου ήταν περίπου τέσσερις φορές μεγαλύτερο από το εισόδημα μιας μέσης οικογένειας (Reavis, 2009). Παρόλο που το εισόδημα των νοικοκυριών παρέμενε σταθερό κατά την διάρκεια εκείνης της περιόδου, όλο και περισσότεροι ήταν εκείνοι που ήταν σε θέση να αποκτήσουν ένα ακίνητο λόγω της χαλάρωσης των πιστωτικών κανόνων που ξεκίνησε από την κυβέρνηση Κλίντον και συνεχίστηκε από εκείνη του Μπους.

Δάνεια υψηλού κινδύνου-στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης χορηγούνταν σε όλο και λιγότερους φερέγγυους οφειλέτες, ενώ η σχέση του χρέους αμερικανικών νοικοκυριών προς ΑΕΠ αυξήθηκε από 50% τη δεκαετία του '80 στο 100% μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '00 (Aiginger, 2009).

Επίσης, το περιβάλλον χαμηλών πραγματικών επιτοκίων ευνόησε τη δημιουργία χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αυξημένων κινδύνων παραχωρώντας δανεισμό σε αφερέγγυους δανειολήπτες. Οι επιθετικές πολιτικές χορήγησης δανείων σε συνδυασμό με την εκρηκτική αύξηση της μόχλευσης των νοικοκυριών συνέβαλλαν στην αύξηση των τιμών των ακινήτων. Την ίδια πορεία ακολουθούσε και η αξία του

ενεχύρου σε ένα στεγαστικό δάνειο ως το '06 και συνεπώς ο κίνδυνος πτώχευσης ενός νοικοκυριού δεν ενείχε αναμενόμενες απώλειες και για τις τράπεζες. Η ανάπτυξη αυτή στην αγορά των ακινήτων, έδωσε ώθηση στην οικονομία των ΗΠΑ, αυξάνοντας την κατανάλωση και δημιουργώντας νέες θέσεις εργασίας στον κατασκευαστικό χώρο και στον χώρο των κτηματομεσιτικών υπηρεσιών.

Εφαρμόζοντας το επιχειρηματικό μοντέλο <<originate and distribute>> ο κίνδυνος για τις τράπεζες μειώθηκε, ήταν μια στρατηγική που χρησιμοποιούσαν οι τράπεζες τις τελευταίες δύο δεκαετίες με την οποία δημιουργούσαν και διέθεταν τιτλοποιημένες απαιτήσεις δανείων. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας συγκέντρωνε τα υποθηκευμένα δάνεια με την μορφή δεξαμενής (pool), τα χώριζε με κριτήρια κινδύνου και στη συνέχεια τα διένειμε υπό μορφή νέων χρηματοπιστωτικών μέσων στους επενδυτές.

Σημαντικό ρόλο σε αυτήν την διαδικασία είχαν τα οχήματα ειδικού σκοπού (Special purpose vehicle- SPV) τα οποία διεξήγαγαν την διαδικασία τιτλοποίησης. Εξέδιδαν χρεόγραφα που βασίζονταν στα δάνεια, τα λεγόμενα ABS (Asset backed security) και τα διένειμαν σε θεσμικούς επενδυτές, συνταξιοδοτικά ταμεία, Hedge Funds, ασφαλιστικούς οργανισμούς και μεγάλες επιχειρήσεις.

Η πρακτική αυτή της τιτλοποίησης αποτελούσε τρόπο μετατροπής των δανείων σε εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία και ταυτόχρονα έναν τρόπο να μεταβιβάσουν τις απαιτήσεις τους οι τράπεζες εκτός ισολογισμού, απαλλασσόμενες από την υποχρέωση να τηρούν επιπλέον αποθεματικά για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου. Εν συνεχεία συνεργάζονταν με εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης (Moody's, S&P, Fitch) για να βαθμολογήσουν τα δάνεια και αποτέλεσμα των υψηλών βαθμολογιών τους ήταν η απαίτηση από τους επενδυτές μικρής ποσότητας εγγυήσεων για την κάλυψη του κινδύνου που αναλάμβαναν και ως εκ τούτου να υπάρχει μεγάλη ζήτηση της συγκεκριμένης κατηγορίας αξιογράφων.

Ως αποτέλεσμα του πληθωρισμού, το '06 τα επιτόκια άρχισαν να αυξάνονται, η νομισματική πολιτική έγινε πιο περιοριστική και η αγορά περιήλθε σε κορεσμό, τότε άρχισε να γίνεται φανερή η πρώτη φούσκα που έσπασε στην αγορά ακινήτων στις ΗΠΑ. Η άνοδος των τιμών των ακινήτων σταμάτησε στα μέσα του '06 και σταθεροποιήθηκε τον Απρίλη του '09.

Η πτώση των τιμών εκείνης της περιόδου είχε ως αποτέλεσμα τις καθυστερήσεις πληρωμών των δανείων στις τράπεζες, κάτι το οποίο είχε πολλαπλάσιες επιπτώσεις για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Πολλοί δανειολήπτες

είχαν εισέλθει στην φάση των υψηλότερων αποπληρωμών και επιτοκίων που δεν γινόταν πλέον να αντικατασταθούν ή να εξυπηρετηθούν από φθηνότερα δάνεια και άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι η αξία της κατοικίας που είχαν αγοράσει έπεφτε κάτω από την αξία του δανείου τους με συμφέρον τελικά να την παραδώσουν πίσω στην τράπεζα. Καθώς λοιπόν όλο και περισσότερα νοικοκυριά χρεοκοπούσαν, τόσες περισσότερες ήταν οι κατοικίες που εισέρχονταν στην κτηματομεσιτική αγορά προκαλώντας μείωση των τιμών, συμπαρασύροντας τις εγγυήσεις των δανείων.

Η κατάρρευση της αγοράς ακινήτων προκάλεσε αδυναμία εξόφλησης των υποχρεώσεων στην αγορά των ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Τον Ιούνιο του '07 δύο κεφάλαια επένδυσης υψηλού κινδύνου (Hedge Funds) της πέμπτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ, της Bear Stearns, κατέρρευσαν, έτσι η Bear Stearns παρείχε \$3,2 δις σε δάνεια για να κρατήσει τα Hedge funds ζωντανά. Η ζημιά όμως είχε γίνει και τον επόμενο μήνα τα κεφάλαια είχαν απώλειες άνω του 90% της αξίας τους. Αυτό ήταν μόνο η κορυφή του παγόβουνου που είχε ήδη δημιουργηθεί.

Η κατάρρευση της Bear Stearns αποκάλυψε τον συνδυασμό δύο γεγονότων τα οποία προηγούνταν των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, την πιστωτική επέκταση η οποία αυξάνει την μόχλευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και τη φούσκα στην αγορά ενός χρηματοοικονομικού κεφαλαιακού αγαθού που συνεπάγεται ασυνήθιστα υψηλές τιμές όπως συνέβη στην αγορά κατοικίας (*Acharya et al, 2009-Carmassi et al, 2009*).

Τον Αύγουστο του '07, η γαλλική τράπεζα BNP Paribas ανέστειλε προσωρινά την εξαγορά μεριδίων τριών δομημένων επενδυτικών οχημάτων (SIVs) και αυτό έφερε την αναστάτωση στο επενδυτικό κοινό ότι στο χαρτοφυλάκιο της τράπεζας βρίσκονται χρηματοπιστωτικά μέσα αμφιβόλου ποιότητας και μειωμένης εξασφάλισης. Η ανακοίνωση της πάγωσε την αγορά και έφερε το επόμενο στάδιο της κρίσης.

Σημείο κορύφωσης αποτέλεσε η πτώχευση της τέταρτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας στις ΗΠΑ αυτή της Lehman Brothers. Οι Αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών, αφού διέσωσαν πρώτα ορισμένες τράπεζες, μετά έκριναν σκόπιμο, κυρίως, με ιδεολογικά κριτήρια ότι δεν θα ήταν πρόβλημα να αφήσουν την Lehman Brothers να καταρρεύσει, για παραδειγματισμό πειθαρχίας και ευθύνης των μετόχων και πιστωτών. Η τέταρτη, όμως τράπεζα, σε μέγεθος των ΗΠΑ είχε \$600 δις υποχρεώσεις στις κεφαλαιαγορές σε χιλιάδες επενδυτές σε όλο τον κόσμο,

συμμετείχε ως μέλος σε 30 διεθνή συστήματα πληρωμών, διακανονισμού και φύλαξης τίτλων και είχε συνάψει 900.000 συμβάσεις παραγωγών με τρίτους, αξίας τρις δολαρίων, κυρίως με διεθνείς τράπεζες και θεσμικούς επενδυτές. Αποτέλεσμα, η πτώχευσή της δημιούργησε αμέσως παγκόσμιο χάος, με την επικράτηση της ψυχολογίας του ποιά θα είναι η επόμενη τράπεζα στη λίστα της κατάρρευσης, εξέλιξη που μετέφερε με ταχύτητα φωτός την κρίση σε όλες τις κεφαλαιαγορές παγκοσμίως.

Τα παραπάνω οδήγησαν τους επενδυτές σε επαναξιολόγηση των επενδύσεων τους, ενώ συνειδητοποίησαν ότι δεν είχαν καταλάβει την φύση και το μέγεθος των κινδύνων, με αποτέλεσμα την γρήγορη πτώση των τιμών των αγορών τιτλοποιημένων απαιτήσεων υψηλού κινδύνου. Μέχρι τότε ένας μεγάλος αριθμός δομημένων προϊόντων διαπραγματεύονταν σε μη οργανωμένες αγορές (over the counter), δεν υπήρχε σωστή πληροφόρηση σχετικά με αυτά τα προϊόντα τα οποία επέτρεπαν στους επενδυτές να αναλάβουν κινδύνους οι οποίοι δεν τιμολογούνταν σωστά και πολλά νέα στην αγορά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ήταν αδιαφανή και λειτουργούσαν χωρίς ρυθμιστικά εμπόδια.

Οι ιδιωτικές χρηματαγορές όμως, λειτουργούν σωστά μόνο αν υπάρχει η απαραίτητη και σωστή πληροφόρηση, τόσο για τους συμμετέχοντες στην αγορά όσο και για τις εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές. Όταν οι επενδυτές δεν μπορούν να υπολογίσουν σωστά τις τιμές των σύνθετων προϊόντων δεν μπορούν να αξιολογήσουν ούτε και τις συνολικές απώλειες που αντιμετωπίζουν τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, το οποίο συνεπάγεται σε γενικευμένη αβεβαιότητα. Αποτέλεσμα η αυξημένη αποστροφή προς τον κίνδυνο, η έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των αντισυμβαλλομένων και η μαζική παροχή ρευστότητας στις αγορές (Acharya et al, 2009).

Η αυξημένη αβεβαιότητα στην πορεία των αγορών έφερε την αυξημένη μεταβλητότητα στις χρηματιστηριακές τιμές και από τις αρχές του '08 τα χρηματιστήρια ξεκίνησαν να έχουν καθοδική πορεία. Οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί που είχαν επιλέξει πολιτικές δημιουργίας και διάθεσης τιτλοποιημένων απαιτήσεων δανείων, διαπίστωναν την αδυναμία πώλησής τους. Οι εταιρείες δομημένων επενδύσεων βρέθηκαν αντιμέτωπες με εκτεταμένη αποχή επενδυτών με συνέπεια να ήταν εξαιρετικά δύσκολο να συνάψουν νέα δάνεια αναχρηματοδότησης.

Το πρόβλημα για τις τράπεζες διογκώθηκε όταν άδειες κατοικίες στην κατοχή των τραπεζών άρχισαν να χάνουν κι άλλο την αξία τους, ακόμα και τμήματα της τιτλοποίησης που θεωρούνταν σχετικά ασφαλή πραγματοποιούσαν ζημιές. Στην

προσπάθεια τους οι τράπεζες να κρατήσουν σταθερό τον λόγο ίδια κεφάλαια/ ενεργητικό όπως επέβαλλαν οι εποπτικές αρχές, προχωρούσαν στην πώληση στοιχείων του ενεργητικού τους σε υπερβολικά χαμηλές τιμές. Η ασφυξία στην διατραπεζική αγορά χρήματος, λόγω της κρίσης εμπιστοσύνης μεταξύ των πιστωτικών οργανισμών και ο περιορισμός της δυνατότητας αναχρηματοδότησης των υποχρεώσεων των τραπεζών, ήταν επόμενο για να αρχίσει να επηρεάζεται αρνητικά και η πραγματική οικονομία κάνοντας αδύνατο τους επιχειρηματίες και τους ιδιώτες να δανειστούν.

1.2. Τα αίτια της κρίσης

Τα αίτια της κρίσης έχουν συζητηθεί αρκετά και είναι σαφώς πολύπλοκα, πολλά ίσως θα πρέπει να περιμένουμε να ξεκαθαριστούν με το πέρας της κρίσης. Αναμφισβήτητα το κέντρο της καταιγίδας ήταν στις ΗΠΑ όπου μεταφέρθηκε κατευθείαν στην Ευρώπη έμμεσα μέσω των αναδύμενων αγορών. Το σίγουρο είναι ότι η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχει δημιουργήσει σημαντικές αλληλεξαρτήσεις σε βαθμό όπου τοπικές χρηματοοικονομικές κρίσεις μεταφέρονται με μεγάλη ταχύτητα στον διεθνή χρηματοπιστωτικό χώρο.

Στην τρέχουσα κρίση σχετικά ανεξάρτητοι παράγοντες προκάλεσαν ενδογενείς καταστάσεις. Η κρίση προήλθε από στρεβλώσεις και κίνητρα παλαιών πολιτικών ενεργειών (*Brundell- Wignall et al, 2008*). Τα αίτια της κρίσης μπορούν να αποδοθούν στην αλληλεπίδραση των εξής παραγόντων:

A) Οι μεγάλες παγκόσμιες μακροοικονομικές ισορροπίες

Τα πολύ χαμηλά επιτόκια που διατηρήθηκαν για πολύ καιρό κυρίως στις ΗΠΑ συντέλεσαν στη δημιουργία της φούσκας των ακινήτων. Σύμφωνα με τον Taylor(2009), οι νομισματικές υπερβολές αποτέλεσαν την κύρια αιτία της κρίσης αφού η Federal reserve στις αποφάσεις σχετικά με τον καθορισμό του βασικού επιτοκίου έπρεπε να είχε ακολουθήσει τον κανόνα που ο ίδιος είχε προτείνει το 1992, βασιζόμενος στην πολιτική που η Fed είχε ακολουθήσει κατά τη διάρκεια των προηγούμενων 20 χρονών. Ο κανόνας νομισματικής πολιτικής του Taylor είναι ένας κανόνας που σχεδιάστηκε για να προτείνει στις κεντρικές τράπεζες ένα τρόπο καθορισμού μιας συγκεκριμένης τιμής επιτοκίου συναρτήσει του πληθωρισμού και της μακροοικονομικής δραστηριότητας.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα της χαλάρωσης που υπήρχε εκείνη την περίοδο ήταν το επίπεδο πραγματικού επιτοκίου, όπου για μεγάλο χρονικό διάστημα έως το '04 ήταν κάτω του 1% και προκάλεσε ασυνήθιστα μεγάλη απόκλιση σε σχέση με τον κανόνα του Taylor. Είναι λοιπόν ξεκάθαρο ότι την περίοδο '00-'06 συνέβησαν τεράστιες νομισματικές υπερβολές που προκάλεσαν την φούσκα ακινήτων στις ΗΠΑ, γιατί οι τράπεζες μπορούσαν να έχουν φτηνή χρηματοδότηση και κατά συνέπεια να παρέχουν φτηνά δάνεια.

Λέγεται ακόμη ότι τα χαμηλά επιτόκια της περιόδου '02-'04 προκλήθηκαν από παγκόσμιους παράγοντες που δεν ήταν υπό τον έλεγχο των νομισματικών αρχών. Υπήρξε ένα παγκόσμιο πλεόνασμα αποταμίευσης, το οποίο ώθησε τα επιτόκια των ΗΠΑ προς τα κάτω. Πολλές ήταν οι ασιατικές χώρες που παρουσίαζαν υψηλά ποσοστά αποταμίευσης ως αποτέλεσμα της ταχείας εκβιομηχάνισής τους, των εξαγωγών βιομηχανικών αγαθών τους στις ΗΠΑ και του χαμηλού κόστους εργασίας.

Η αυξημένη αυτή αποταμίευση τοποθετήθηκε σε ομόλογα και άλλα αξιόγραφα των ΗΠΑ μεγαλώνοντας το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της. Οι παραπάνω ανισορροπίες είχαν σαν αποτέλεσμα φτηνό χρήμα, μεγάλη ρευστότητα και χαμηλά πραγματικά επιτόκια τα οποία εν συνεχεία έδωσαν ώθηση σε ήδη υπάρχουσες ανισορροπίες του χρηματοοικονομικού τομέα, όπως η φούσκα ακινήτων.

Σε ένα τέτοιο περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων όπου τα αμερικανικά ομόλογα δημοσίου είχαν καταστεί μη ελκυστικά, οι επενδυτές αναγκαστικά οδηγήθηκαν υψηλότερων αποδόσεων έναντι ανάληψης υψηλότερου κινδύνου (search for yield). Αυτή η επιθυμία υψηλότερων αποδόσεων δεν μπορούσε να ικανοποιηθεί, οδηγώντας στην αναζήτηση νέων επενδυτικών εργαλείων και προϊόντων υψηλότερου κινδύνου αλλά και αύξηση δανεισμού για την χρηματοδότηση τους. Σε αυτό το σημείο εισήχθησαν οι ενυπόθηκοι τίτλοι μειωμένης εξασφάλισης, που έγινε το αγαπημένο χρηματοπιστωτικό εργαλείο του κλάδου γιατί προσέφεραν αποδόσεις που κυμαίνονταν από 5% έως 9% (Reavis, 2009).

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί για να ικανοποιήσουν τους πελάτες τους και να βελτιστοποιήσουν την κερδοφορία τους, χαλάρωσαν τα κριτήρια στην χορήγηση πιστώσεων ειδικότερα στον τομέα των στεγαστικών δανείων, προσέφεραν πολύπλοκα δομημένα προϊόντα υψηλών αποδόσεων και δημιούργησαν νέες αγορές για μεταφορά κινδύνων σε τρίτους. Έτσι αν κάποιος αθετούσε την υπόσχεση του προς την τράπεζα για την αποπληρωμή του δανείου του, η τράπεζα προχωρούσε σε κατάσχεση της κατοικίας του της οποίας η αξία ήταν παραπάνω από την αξία του δανείου.

B) Η απορρύθμιση στον τραπεζικό τομέα και η ελλιπής εποπτεία

Η κατάργηση της Glass Steagall Act. το '99 από τις εποπτικές αρχές των ΗΠΑ, αποτέλεσε μια ρυθμιστική αλλαγή που έπαιξε τον ρόλο της στην πρόσφατη κρίση. Η πράξη αυτή γνωστή ως Banking Act., είχε ψηφιστεί το 1933 και απαγόρευε την παράλληλη άσκηση εμπορικής και επενδυτικής τραπεζικής από τα χρηματοπιστωτικά

ιδρύματα, ώστε να ελέγχεται το επίπεδο κινδύνου για τους επενδυτές και να αποφεύγεται η κατάχρηση από τα ιδρύματα.

Συνεπώς, με την κατάργηση της το '99 άρχισε ο ανταγωνισμός μεταξύ τραπεζών, χρηματιστηριακών εταιρειών και ασφαλιστικών οργανισμών. Επίσης, τροφοδότησε την ανάπτυξη (Shadow banking system), όπως είναι τα συλλογικά κεφάλαια επένδυσης υψηλού κινδύνου (Hedge funds). Τα Hedge funds υπήρξαν από τους μεγαλύτερους επενδυτές σε ριψοκίνδυνους ενυπόθηκους τίτλους, ωστόσο, κάποιιοι αναλυτές δεν τα κατηγορούν γιατί αντλήθηκαν από αυτά δεκάδες δις δολάρια από τα μέσα της δεκαετίας του '00 για επενδύσεις υποδομής στην Ινδία, στην Αφρική αλλά και Μέση Ανατολή (Reavis, 2009).

Άλλοι οικονομικοί αναλυτές κατηγορούν την επιτροπή κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ η οποία, τον Αύγουστο του '04 έκανε πιο ελαστικούς τους κανόνες μόχλευσης για τις επενδυτικές τράπεζες. Ως το '04 οι επενδυτικές τράπεζες εποπτεύονταν από πιο αυστηρούς κανόνες με αναλογία χρέους/ ίδια κεφάλαια, 15 προς 1. Σύμφωνα όμως με το νέο καθεστώς ο λόγος αυτός έφθανε σε ορισμένες περιπτώσεις έως και 40 προς 1 (Blundell-Wignall, 2008). Αξίζει να σημειωθεί ότι ενώ θεωρητικά η τροπολογία αυτή απαιτούσε μεγαλύτερο έλεγχο από την SEC, στην πράξη επέτρεψε στις μεγάλες επενδυτικές τράπεζες να αυξήσουν την μόχλευση τους όσο αυτές ήθελαν (Acharya et al, 2009).

Μια άλλη ενέργεια που επιτάχυνε την οικονομική κρίση ήταν Commodity Futures Modernization Act που υπογράφηκε το '00 και άφησε μεγάλο μέρος της αγοράς παραγώγων ανεξέλεγκτο. Τα CDS και οι ενυπόθηκοι τίτλοι ήταν δύο πολύ δημοφιλή παράγωγα όταν ξέσπασε η φούσκα των ακινήτων. Οι ενυπόθηκοι τίτλοι ήταν χαμηλού κινδύνου λόγω του ότι οι τιμές των ακινήτων ανέβαιναν σταθερά και είχαν υψηλές ετήσιες αποδόσεις, ενώ τα CDS ήταν έτσι δομημένα που υπόσχονταν κάλυψη ζημιών σε περίπτωση χρεοκοπίας.

Όμως κάποιιοι κερδοσκόποι αγόραζαν και πωλούσαν CDS χωρίς να έχουν σχέση με την συγκεκριμένη επένδυση και χωρίς οι εποπτικές αρχές να καθορίζουν την αξία τους ή να εγγυόνται ότι ο εκάστοτε πωλητής έχει τους πόρους και τα χρήματα να καλύψει τις ζημιές σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων .

Αποτέλεσμα αυτού του χαλαρού περιβάλλοντος ήταν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που λειτουργούσαν κερδοσκοπικά πλέον, έγιναν όπως καθιερώθηκε να λέγεται “too big to fail”. Έγιναν τόσο μεγάλα δηλαδή τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και απέκτησαν τέτοια υψηλή μόχλευση που οι ισολογισμοί τους πολλές φορές

ξεπερνούσαν ακόμα και το ΑΕΠ της χώρας τους, όπως στην Ισλανδία όπου η αξία των «τοξικών» προϊόντων που διέθετε ήταν μεγαλύτερη από ολόκληρη την οικονομία της χώρας. Τα παραπάνω συνέβαλλαν στο να πλουτίσει ο βιομηχανικός κλάδος. Σύμφωνα με τον Simon Jonson (2009) τα κέρδη του χρηματοπιστωτικού τομέα την περίοδο '73-'85 δεν είχαν ξεπεράσει ποτέ το 16% των εγχώριων εταιρικών κερδών, ενώ μέχρι τις αρχές του '00 έφτασαν το 41%.

Οι οργανισμοί ενυπόθηκων τίτλων Fannie Mae και Freddie Mac, οι οποίοι ιδρύθηκαν από την αμερικανική κυβέρνηση για να δημιουργήσουν μια δευτερογενή αγορά επί των ακινήτων, έχουν σημαντικό μερίδιο στη δημιουργία της φούσκας των ακινήτων. Οι Fannie Mae και Freddie Mac χρηματοδοτούνταν με χαμηλά επιτόκια. Το κογκρέσο στα μέσα της δεκαετίας του '90 πίεζε τους οργανισμούς αυτούς να αυξήσουν τις χορηγήσεις σε δανειολήπτες με χαμηλά εισοδήματα, με αποτέλεσμα να χαμηλώσουν τα πιστωτικά κριτήρια και να εγγυόνται στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης.

Ένας άλλος παράγοντας που γονάτισε τον χρηματοπιστωτικό κλάδο των ΗΠΑ σύμφωνα με τον (Reavis, 2009) ήταν οι στενές σχέσεις που είχαν δημιουργηθεί ανάμεσα σε Ουάσιγκτον και τράπεζες της Wall Street. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Wall Street αντλούσαν δύναμη από το γεγονός ότι ήταν υπερβολικά μεγάλα για να αποτύχουν και επωφελήθηκαν από το ότι η Ουάσιγκτον πίστευε ότι όλα αυτά σε συνδυασμό με την ελεύθερη ροή κεφαλαίων στις αγορές της ήταν από τους σημαντικότερους παράγοντες που καθόριζε την θέση των ΗΠΑ στον κόσμο. Μέχρις ότου ξεσπάσει η κρίση το 90% των καταθέσεων των ΗΠΑ βρίσκονταν σε 20 τράπεζες. Δεν αποτελούσε μυστικό άλλωστε το γεγονός ότι οι τράπεζες της Wall Street ασκούσαν μεγάλη πολιτική επιρροή. Η βιομηχανία επενδύσεων και χρεογράφων, στην οποία συγκαταλέγονται η Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman και Bear Stearns, παρείχαν 97,7 εκ. δολάρια σε ομοσπονδιακούς πολιτικούς υποψηφίους στις εκλογές του '04 και 70,5 εκ. δολάρια για την εκλογή του Κογκρέσου το '06.

Πέρα από τις χρηματικές συναλλαγές τους υπήρχε και διαπλοκή μεταξύ των δύο. Χαρακτηριστικά στην Goldman Sachs είχε δοθεί το παρατσούκλι «Government Sachs» για τον τεράστιο αριθμό των στελεχών της που αποκτούσαν θέσεις στον δημόσιο τομέα, όπως ο Χενρι Πόλσον ο οποίος ήταν διευθύνων σύμβουλος της Goldman από το '98 μέχρι το '06 και διορίστηκε υπουργός οικονομικών των ΗΠΑ από τον Τζορτζ Μπους, ο Ρομπερτ Ρουμπιν ο οποίος είχε καθήκοντα του

αναπληρωτή προέδρου της Goldman όταν κλήθηκε να υπηρετήσει ως υπουργός οικονομικών των ΗΠΑ υπό τον Μπιλ Κλιντον και ο Τζον Κορζιν κυβερνήτης του Νιου Τζερσευ που διετέλεσε διευθύνων σύμβουλος της Goldman Sachs στο μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας του '90 (Reavis, 2009).

Γ) Η αλλαγή επιχειρηματικής στρατηγικής και η άνοδος της επιχειρηματικής δραστηριότητας στον τομέα της χρηματοοικονομικής καινοτομίας

Σύμφωνα με τους Blundell- Wignall, Atkinson και Lee(2008), η αναζήτηση των αιτιών της κρίσης πρέπει να κατευθυνθεί στην εκρηκτική ανάπτυξη μετά το 2004 των τιτλοποιημένων απαιτήσεων στεγαστικών δανείων, καθώς αυτή η κατηγορία χρεογράφων βρέθηκε στο επίκεντρο της κρίσης. Ο χρηματοοικονομικός τομέας λόγω της αυξημένης ζήτησης από επενδυτές για νέα καινοτομικά προϊόντα υψηλής απόδοσης προχώρησε στην υιοθέτηση ενός νέου επιχειρηματικού μοντέλου του «originate and distribute» με στόχο τη δημιουργία και τη διάθεση εξειδικευμένων χρηματοπιστωτικών μέσων υψηλότερης απόδοσης έναντι υψηλότερου κινδύνου.

Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του '90 το επιχειρηματικό μοντέλο των τραπεζών κινήθηκε προς την ανάπτυξη μιας νέας κερδοσκοπικής κουλτούρας, με έμφαση στην ταχύτερη αύξηση στην τιμή της μετοχής και στη δημιουργία κερδών εις βάρος της παραδοσιακής μεσολαβητικής δραστηριότητας της λήψης καταθέσεων και της χορήγησης πιστώσεων με περιθώριο. Έτσι οι στόχοι των τραπεζών μετατοπίστηκαν από την χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας στην κερδοσκοπία, στα χρηματοοικονομικά στοιχήματα και στην χρηματοοικονομική καινοτομία που έγιναν αυτοσκοπός για ορισμένες μεγάλες τράπεζες, οδηγώντας τις σε τεράστια κέρδη. Εφόσον μπορούσαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αυξήσουν τα έσοδα τους μέσω αυτών των επενδυτικών συναλλαγών μειώνοντας παράλληλα τα ελάχιστα απαιτούμενα ίδια κεφάλαια, ήταν επόμενο ότι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων και η χρηματιστηριακή τιμή τους θα αυξανόταν.

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις δίχως να υπολογίζουν σωστά τον κίνδυνο. Εκείνοι που χορηγούσαν στεγαστικά δάνεια πουλούσαν τα ενυπόθηκα πλέον δάνεια σε οργανισμούς τιτλοποίησης και τα διέθεταν σε νέα μορφή επενδυτικών τίτλων σε διάφορες κατηγορίες επενδυτών. Καθοδηγούμενη από τον ανταγωνισμό και τον κερδοσκοπικό παροξυσμό προέβαιναν σε επιπόλαιες προσπάθειες αξιολόγησης της ικανότητας των δανειοληπτών να

αποπληρώσουν τα δάνεια τους, αφού με την τιτλοποίηση πετύχαιναν τη μεταφορά των απαιτήσεων εκτός ισολογισμού τους και συνεπώς εκτός εποπτικών κεφαλαιακών υποχρεώσεων. Σύμφωνα με το Simon Johnson (2009), η σημερινή κρίση προήλθε από ισχυρές ελίτ, στις οποίες απέδωσε τον όρο τραπεζική «ολιγαρχία», των οποίων τα συμφέροντα διαδραμάτισαν κεντρικό ρόλο στη δημιουργία της κρίσης αναλαμβάνοντας πάρα πολλούς κινδύνους, έχοντας την έμμεση υποστήριξη της κυβέρνησης μέχρι την κατάρρευση.

Η διαδικασία της τιτλοποίησης των χρηματοοικονομικών απαιτήσεων ήταν τεχνική μετασηματισμού απαιτήσεων που περιλάμβανε το πακετάρισμα των επενδύσεων και εν συνεχεία την ανακατασκευή τους σε κατηγορίες επενδυτικών τίτλων διαφοροποιημένου κινδύνου, οι οποίοι πωλούνταν μέσω της κεφαλαιαγοράς σε διάφορες κατηγορίες επενδυτών με τη βοήθεια διαβάθμισης κινδύνου από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (credit rating agencies- CRAs). Οι συναλλαγές διενεργούνταν μέσω αξιογράφων επί υποκείμενων χρηματοπιστωτικών μέσων (asset-backed securities- ABS) που παρείχαν απόδοση στη βάση επιστροφής μετρητών από τις υποκείμενες επενδύσεις. Μια ειδική κατηγορία ABS που έπαιξε σημαντικό ρόλο στην κρίση ήταν οι υποχρεώσεις εγγυημένου χρέους (credit default obligations- CDOs) που διαχώριζαν τον πιστωτικό κίνδυνο πακετάροντας και πουλώντας τίτλους διαφορετικών κατηγοριών διαβάθμισης.

Η διαδικασία τιτλοποίησης υποστηριζόταν από πολλούς μεσάζοντες φορείς σε όλα της τα στάδια έναντι αδρής αμοιβής και τελικά ο πιστωτικός κίνδυνος μεταφερόταν σε μια δομή η οποία ήταν τόσο αδιαφανή, όπου ακόμα και ο πιο εξειδικευμένος επενδυτής δεν είχε την πραγματική ιδέα για το τι είχε υπό την κατοχή του. Ανάμεσα στους φορείς αυτούς ήταν και οι εταιρείες- οχήματα ειδικού σκοπού (SPV), στις οποίες μεταφέρονταν οι χρηματοοικονομικές απαιτήσεις από τους δημιουργούς των χρηματοπιστωτικών μέσων, οι οποίοι στη συνέχεια τις πακέταραν σε διαφορετικές κατηγορίες κινδύνου με σκοπό την πώληση τους στους τελικούς επενδυτές.

Η αδιαφάνεια που χαρακτήριζε την δόμηση των καινοτόμων χρηματοπιστωτικών προϊόντων συνέβαλε στην αστάθεια του συστήματος. Σύμφωνα με τον Taylor (2009), οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας υποτίμησαν τον κίνδυνο των νέων επενδυτικών εργαλείων λόγω της έλλειψης ανταγωνισμού τους, της ανευθυνότητας τους και της αδυναμίας εκτίμησης του κινδύνου, λόγω της πολυπλοκότητας των νέων προϊόντων. Οι οίκοι βαθμολόγησης κατηγορήθηκαν για

ανεπάρκεια και για μεροληψία, που πιθανόν να πήγαζε από το γεγονός ότι οι εκδότες των τίτλων ήταν εκείνοι που πλήρωναν για την αξιολόγηση. Δεδομένου ότι η αξιολόγηση γινόταν έναντι αμοιβής, οι οργανισμοί αυτοί είχαν το δικαίωμα να προβαίνουν σε υπεραισιόδοξες εκτιμήσεις που καθυσύχαζαν τους δυνητικούς αγοραστές των τίτλων οδηγώντας σε τεράστια αύξηση των πωλήσεων τους.

Χιλιάδες τράπεζες και επενδυτές, τα τελευταία χρόνια στηρίχτηκαν στην αξιοπιστία αυτών των βαθμολογήσεων για να τοποθετήσουν τρισεκατομμύρια σε κινητές αξίες που νόμιζαν ότι ήταν χαμηλού κινδύνου, αλλά αποδείχτηκαν «τοξικά» προϊόντα. Τα νέα τιτλοποιημένα και πακεταρισμένα προϊόντα ήταν τόσο αδιαφανή και σύνθετα στην κατανόηση τους, που οι εκδότες τους και κυρίως οι επενδυτές τους έχασαν την αίσθηση του κινδύνου, μέχρι που το ξέσπασμα της κρίσης τους έφερε αντιμέτωπους με την πραγματικότητα.

Η τιτλοποίηση βέβαια των απαιτήσεων από μόνη της δεν αποτελεί αρνητική εξέλιξη αφού διαχωρίζει τα χρηματοπιστωτικά μέσα από τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου και αφερεγγυότητας, που ενδεχομένως χαρακτηρίζει τους εκδότες τους, προς όφελος των επενδυτών και εξασφαλίζει ρευστότητα στην αγορά. Το νόημα της τιτλοποίησης είναι ακριβώς ότι μεταφέροντας τον πιστωτικό κίνδυνο από τους δανειστές στους επενδυτές, οι κίνδυνοι θα διαχέονται στο σύνολο της οικονομίας με την ελάχιστη συστημική αντίδραση. Στην πραγματικότητα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είχαν εκτεθεί σε ενυπόθηκα δάνεια CDOs και MBSs κρατώντας το κομμάτι με το μεγαλύτερο ρίσκο απωλειών αλλά και την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση. Αν είχαν τηρήσει και ακολουθήσει πιστά όμως το επιχειρηματικό μοντέλο «originate and distribute» θα μεταβιβαζόταν πλήρως ο πιστωτικός κίνδυνος των ενυπόθηκων δανείων προς τους επενδυτές της κεφαλαιαγοράς και οι τράπεζες θα είχαν αποφύγει ζημιές εκατοντάδων δισεκατομμυρίων δολαρίων (Acharya, 2009).

Από τα παραπάνω λοιπόν φαίνεται ότι δεν είχε γίνει κατανοητό από τις εποπτικές αρχές και από τα διοικήσεις των τραπεζών το μέγεθος των κινδύνων από την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών καινοτομιών, τη χρηματοοικονομική μόχλευση και τη χρηματοδότηση των τραπεζών από τις κεφαλαιαγορές.

Δ) Η ανθρώπινη αδυναμία, οι συμπεριφορές αγέλης από τους επενδυτές (herd behavior) και η απληστία

Πολλοί αναλυτές συμφωνούν στο γεγονός το ότι ο ανθρώπινος παράγοντας είχε καθοριστικό ρόλο στη δημιουργία της τρέχουσας κρίσης. Επιστημονικές προσεγγίσεις σχετικά με τα όρια του ανθρώπινου ορθολογισμού, το ρόλο της ψυχολογίας και της αβεβαιότητας στην οικονομική δραστηριότητα, υποβαθμίστηκαν. Σύμφωνα με την συμπεριφορική χρηματοοικονομική (Behavioral finance) οι επενδυτές δεν κάνουν πάντα τις καλύτερες επιλογές γιατί μπορεί να καθορίζονται από φραγμένο ορθολογισμό (bounded rationality) ή περιορισμένο αυτοέλεγχο. Οι Thaler και Sunstein (2008) υποστηρίζουν ότι δεν μπορούμε να προστατευτούμε έναντι μελλοντικών κρίσεων αν δεν γίνουν κατανοητές οι δυνητικά καταστροφικές συνέπειες του φραγμένου ορθολογισμού και του περιορισμένου αυτοέλεγχου.

Παρατεταμένοι περίοδοι οικονομικής ευημερίας μπορεί να προκαλέσουν ένα συλλογικό αίσθημα ευφορίας στους επενδυτές, το οποίο όπως έχουν αποδείξει και οι επιστήμονες δεν διαφέρει καθόλου από την νάρκη που προκαλείται σε έναν εξαρτημένο από ναρκωτικές ουσίες. Έτσι λοιπόν πολλοί από τους επενδυτές πιθανόν αγοράζοντας τους πολύπλοκους τίτλους να γνώριζαν και να αψηφούσαν τον κίνδυνο που θα αντιμετώπιζαν. Επομένως οι «σπόροι» αυτής της κρίσης αναπτύχθηκαν κατά την διάρκεια της μακράς περιόδου ευημερίας που προηγήθηκε, όπου οι άνθρωποι έγιναν πιο ανεκτικοί στον κίνδυνο. Έπειτα η απληστία μετατράπηκε σε φόβο και όλα άρχισαν να καταρρέουν (Lo, 2008).

Η ανησυχία για το ποιος κρατά τα απαξιωμένα χρεόγραφα παρέλυσε τις αγορές, με τις τράπεζες να αρνούνται να δανείσουν η μία στην άλλη, λόγω του φόβου ότι οι δανειολήπτες μπορεί να χρεοκοπήσουν ή να έχουν δανείσει σε άλλες τράπεζες που να αντιμετώπιζαν κίνδυνο, με αποτέλεσμα να προκύψουν προβλήματα ρευστότητας στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, ακόμα και σε εκείνα που ήταν πολύ μεγάλα για να αποτύχουν (too big to fail).

1.3. Συνέπειες της κρίσης

Η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες στην παγκόσμια οικονομία που έχει μεταφερθεί με σφοδρότητα στην πραγματική οικονομία προκαλώντας ύφεση και ανεργία σε παγκόσμια κλίμακα. Επεκτάθηκε ταχύτατα στις ανεπτυγμένες χώρες και εν συνεχεία σε ολόκληρο τον κόσμο με δραματικές επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα και στις επιχειρήσεις. Καθώς όμως η κρίση βρίσκεται ακόμα σε εξέλιξη είναι πολύ πρόωρο να προβεί κανείς σε λεπτομερή ανάλυση των συνεπειών της` για το λόγο αυτό κρίνεται σκόπιμη μια γενική αναφορά στις επιπτώσεις που έχει προκαλέσει.

Τον Αύγουστο του '07, στο ξέσπασμα της κρίσης, επηρεάστηκαν αρχικά στις ΗΠΑ η αγορά ακινήτων, οι εργολάβοι και δανειστές υποθηκών που βρέθηκαν στο επίκεντρο, αλλά πολύ γρήγορα μεταφέρθηκε και σε όλες τις ευρωπαϊκές χώρες και στην Κίνα και εξελίχθηκε σε γενική κρίση ρευστότητας που επηρέασε διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων.

Ακολούθησε πανικός στις αγορές και το πιστωτικό σύστημα πάγωσε διαταράσσοντας έτσι τη ροή των κεφαλαίων στην οικονομία. Οι τράπεζες αρνούνταν να δανείσουν η μία την άλλη περιορίζοντας παράλληλα τις πιστώσεις και θεσπίζοντας αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια. Οι επενδυτές έγιναν πλέον προσεκτικοί κατά την αγορά ομολόγων και χρεογράφων, στρέφοντας την προσοχή τους σε ασφαλέστερες επενδύσεις, όπως είναι τα κρατικά ομόλογα με αποτέλεσμα οι αποδόσεις των βραχυπρόθεσμων έντοκων γραμματίων να μειωθούν κάτω από το μηδέν.

Το πρόβλημα ήταν τόσο μεγάλο και έτσι μερικοί από τους παγκόσμιους χρηματοπιστωτικούς φορείς κατέρρευσαν, εξαγοράστηκαν σε πολύ χαμηλές τιμές, κρατικοποιήθηκαν ή ζήτησαν τη βοήθεια από τις κυβερνήσεις για να επιβιώσουν. Τα χρήματα που ξόδεψαν συνολικά οι κυβερνήσεις για τη διάσωση των τραπεζών εκτινάχθηκαν στα ύψη, ενώ κάποιες άλλες καθυσύχασαν τους καταθέτες και τους επενδυτές ότι τα χρήματα τους δεν κινδυνεύουν (Seneviratne, 2009).

Η μετάδοση των οικονομικών προβλημάτων διεθνώς ήταν εμφανής το 2008, με τη μεγάλη αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου παγκοσμίως, που προέκυψε από την αύξηση της αποστροφής προς τον κίνδυνο και των τεράστιων απωλειών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων λόγω της υπερβολικής μόχλευσης. Οι δείκτες της αποστροφής κινδύνου εκτινάχθηκαν στα τέλη του '08, αντανακλώντας τον κίνδυνο

αντισυμβαλλομένου και τον κίνδυνο υπερημερίας από τις μεγάλες απώλειες των περιουσιακών στοιχείων (Duca et al,2010).

Η απομόχλευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, διαδικασία κατά την οποία πωλούσαν στοιχεία του ενεργητικού τους για την αποπληρωμή των υποχρεώσεων τους που δεν μπορούσαν πλέον να χρηματοδοτήσουν, επιτάχυνε περαιτέρω την κρίση ρευστότητας και προκάλεσε μείωση του διεθνούς εμπορίου. Η κατάσταση αυτή οδήγησε νοικοκυριά και επιχειρήσεις σε συρρίκνωση των δραστηριοτήτων τους, κάτι που σήμαινε μείωση του προσωπικού, αύξηση της ανεργίας, μειωμένη παραγωγή, λιγότερο εισόδημα και επιμήκυνση της ύφεσης. Η έλλειψη πιστώσεων μαζί με την πτώση της καταναλωτικής και επιχειρηματικής εμπιστοσύνης συνέβαλλαν στην κατάρρευση του παγκόσμιου εμπορίου.

Η μείωση των προοπτικών ανάπτυξης οδήγησε σε δραματική πτώση των τιμών των μετοχών και των τιμών στις αγορές ενέργειας σε όλο τον κόσμο. Οι επενδύσεις μειώθηκαν αρχικά στον κατασκευαστικό κλάδο και έπειτα αυτές στη βιομηχανία εξοπλισμού και στις αγορές όπου τεχνολογικές εξελίξεις είχαν παραμεληθεί, όπως η αυτοκινητοβιομηχανία (Aiginger, 2009).

Η τρέχουσα κρίση σε γενικές γραμμές επηρέασε από το '08 ολόκληρη την οικονομία μέσω τριών καναλιών μετάδοσης που είναι τα εξής :

1. Το ίδιο το χρηματοπιστωτικό σύστημα: Παρόλο που οι απώλειες αρχικά προέρχονταν από τις ΗΠΑ, εκτιμάται ότι οι απομειώσεις των τραπεζών είναι μεγαλύτερες στην Ευρώπη κυρίως στο Ηνωμένο Βασίλειο και στη ζώνη του Ευρώ. Με την απομόχλευση οι τράπεζες μείωσαν δραστικά την έκθεση τους στις αγορές με το κλείσιμο των πιστωτικών γραμμών και την ανακεφαλαιοποίησή τους.
2. Το παγκόσμιο εμπόριο: Το παγκόσμιο εμπόριο το τελευταίο τρίμηνο του 2008 κατέρρευσε καθώς σημειώθηκε δραματική μείωση στις επενδύσεις και στη ζήτηση αγαθών. Η συρρίκνωση αυτή του εμπορίου ήταν μεγαλύτερη από ότι αναμενόταν λόγω του συνδυασμού του σοκ από την πλευρά της ζήτησης, της παγκοσμιοποίησης και της δημιουργίας διεθνών αλυσίδων παραγωγής.
3. Τον πλούτο: Τα κριτήρια δανεισμού έγιναν πιο αυστηρά, ο πλούτος των νοικοκυριών μειώθηκε αισθητά μαζί με τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων,

με αποτέλεσμα οι αποταμιεύσεις να αυξηθούν και η ζήτηση για διαρκή καταναλωτικά αγαθά καθώς και οι επενδύσεις σε ακίνητα να πέσουν κατακόρυφα.

Η αντίδραση των κυβερνήσεων όσον αφορά τη λήψη μέτρων για την αντιμετώπιση της κρίσης ήταν άμεση. Τα μέτρα αυτά αν και διέφεραν από χώρα σε χώρα, είχαν στόχο τη βελτίωση της ρευστότητας, την κινητοποίηση των επενδύσεων με σκοπό την αναθέρμανση της οικονομίας και τη συγκράτηση της απασχόλησης. Οι κεντρικές τράπεζες δημιούργησαν διευκολύνσεις ρευστότητας στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και στους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων. Η αρχική αντίδραση της Federal Reserve ήταν να μειωθεί το Σεπτέμβριο του '07 το βασικό επιτόκιο με την ελπίδα ότι εμπορικές τράπεζες θα μπορούσαν να παρέχουν κεφάλαια σε επιχειρήσεις που αποκόπηκαν από την αγορά. Το επιτόκιο αυτό ήταν στο 5,25% από τον Ιούνιο του '06 μέχρι τον Αύγουστο του '07 και παρά το γεγονός ότι η Fed άλλαζε συνήθως το στόχο επιτοκίου κατά είκοσι πέντε μονάδες βάσης κάθε φορά, η πρώτη μείωση τον Σεπτέμβριο ήταν κατά πενήντα μονάδες βάσης.

Καθώς η οικονομία αποδυναμωνόταν συνεχώς η Fed συνέχισε να μειώνει το επιτόκιο φθάνοντας στο 3% στα τέλη του Ιανουαρίου του '08. Τον Μάρτιο του '08 και μετά τη διάσωση της τράπεζας Bear Stearns, η Fed μειώνει το επιτόκιο κατά εβδομήντα πέντε μονάδες βάσης, δηλαδή, στο 2,25% ενώ τον Απρίλη αυτό φτάνει το 2% όπου διατηρείται μέχρι το Σεπτέμβριο του ίδιου έτους κατά τον οποίο η Lehman Brothers κηρύττει πτώχευση. Μια ημέρα μετά από την πτώχευση της Lehman, η Fed διασώζει το μεγάλο ασφαλιστικό κολοσσό American International Group (AIG) και τον Οκτώβριο θα μειώσει το επιτόκιο στο 1%. Το διάστημα Νοέμβριου- Δεκεμβρίου του '08 η μέση απόδοση των εντόκων γραμματίων φτάνει και μένει στο μηδέν για μερικές μέρες. Ήταν εκείνο το σημείο όπου στο οποίο η οικονομική δραστηριότητα μειώθηκε σημαντικά συμπαρασύροντας την απασχόληση και την παραγωγή σε παγκόσμιο επίπεδο (Poole,2010). Η ΕΚΤ προχώρησε πολύ διστακτικά στη μείωση επιτοκίων, καθώς περιοριζόταν από τον βασικό της στόχο που ήταν η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού. Έτσι ξεκίνησε την μείωση τον Οκτώβριο του '08 από το 4,25%, στο 1% τον Ιούνιο του '09.

Σημάδια ανάκαμψης υπήρξαν στις παγκόσμιες οικονομίες και συγκεκριμένα αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Ειδικότερα από το δεύτερο εξάμηνο του '10 οι παγκόσμιες οικονομικές συνθήκες βελτιώθηκαν, υπήρξε πρόοδος στις αγορές του

χρηματιστηρίου και οι συνθήκες δανεισμού σε αναπτυγμένες οικονομίες έγιναν λιγότερο αυστηρές ειδικά σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Η παγκόσμια δραστηριότητα κινήθηκε σε ρυθμούς πάνω από 3,5% προς τα τέλη του '10. Η παγκόσμια παραγωγή αυξήθηκε κατά 7% μέχρι τα τέλη του '12 στις προηγμένες οικονομίες, ενώ στις αναπτυσσόμενες οικονομίες η αύξηση παραμένει ανοδική στο 6,5% αφού οι χώρες της Ασίας συνεχίζουν να αναπτύσσονται με ταχύτατους ρυθμούς και να παρουσιάζουν ισχυρή ανάκαμψη.

Συνεπώς, ενώ το '09 η παγκόσμια οικονομία είχε έρθει αντιμέτωπη με αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης και με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, οι τελευταίες ενδείξεις του ΔΝΤ για τον παγκόσμιο ρυθμό ανάπτυξης εμφανίζονται σχετικά αισιόδοξες, χωρίς αυτό να σημαίνει βέβαια ότι έπαψαν να υπάρχουν προβλήματα στα εισοδήματα των νοικοκυριών, στις αγορές ακινήτων και στην ανεργία που τα ποσοστά της έχουν εκτοξευτεί σε πολύ μεγάλες τιμές παγκοσμίως.

Η κρίση ανέδειξε την υποχρέωση που έχουν οι διοικήσεις να αναπτύξουν επιχειρηματικά μοντέλα που θα είναι βιώσιμα, χωρίς αυτό να αποκλείει την αξιοποίηση βραχυπρόθεσμων επιχειρηματικών ευκαιριών ούτε την είσοδο σε νέα εγχειρήματα που υπόσχονται μελλοντική ροή εσόδων στο μεταβαλλόμενο περιβάλλον της αγοράς. Εάν όμως τα κέρδη προέρχονται από δραστηριότητες που είναι βιώσιμες μόνο υπό ευνοϊκές συνθήκες της αγοράς και συνεπάγονται δυσανάλογα επίπεδα κινδύνου, τότε αυτές θα πρέπει να είναι αποτρεπτικές (Ackerman,2008).

1.4. Χαρακτηριστικά κρίσεων

Η φύση της τρέχουσας κρίσης είναι πολύ ασυνήθιστη. Έκανε την εμφάνιση της σε ένα περιβάλλον το οποίο χαρακτηρίστηκε από έξι έτη σημαντικής οικονομικής ανάπτυξης και μια δεκαετία σταθερότητας.

Κατά το παρελθόν οι περισσότερες κρίσεις χαρακτηρίζονταν από υπερβολική πιστωτική επέκταση, αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων, πανικό απόσυρσης καταθέσεων και σημαντικές κεφαλαιακές απώλειες στους λογαριασμούς απαιτήσεων από χορηγηθείσες πιστώσεις. Ωστόσο, τόσο η πηγή όσο και το μέγεθος των προβλημάτων ήταν εύκολο να προσδιοριστούν, επιτρέποντας τη λήψη διορθωτικών ενεργειών.

Η τρέχουσα κρίση είναι ποσοτικά αλλά και ποιοτικά διαφορετική από οποιαδήποτε άλλη του παρελθόντος. Ξεκίνησε σε συγκεκριμένα κράτη ως χρηματοοικονομική κρίση και μετατράπηκε γρήγορα σε παγκόσμια οικονομική κρίση. Η ύπαρξη της αποκάλυψε βασικές αδυναμίες στο εσωτερικό κάποιων κρατών, που βασιζόνταν στον συνδυασμό χρέους και μόχλευσης, χρηματοοικονομικού πολλαπλασιασμού και τιτλοποίησης, με αποτέλεσμα να δημιουργηθούν ανισορροπίες στο εμπόριο, στις επενδύσεις και στην κατανάλωση (Morgan, 2009).

Σύμφωνα με τον Soros (2008) είναι η πρώτη φορά ύστερα από την μεγάλη ύφεση που το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα έφτασε κοντά στην κατάρρευση και αυτή είναι η καθοριστική διαφορά της τρέχουσας κρίσης με τις προηγούμενες.

Η κρίση του '29 έχει περισσότερα κοινά στοιχεία με την πρόσφατη κρίση. Μετά το χρηματιστηριακό κραχ του '29 η οικονομία των ΗΠΑ βυθίστηκε σε ύφεση που διήρκεσε δέκα χρόνια έως το '33 με το πραγματικό εισόδημα να μειώνεται κατά 36%. Ακολούθησε σειρά πτωχεύσεων από τις τράπεζες, μέχρι το κλείσιμο τους από τον πρόεδρο Ρούζβελτ (Lastra, Wood 2010). Και στις δύο περιπτώσεις κρίσεων είχε προηγηθεί μακροχρόνια φάση πιστωτικής επέκτασης, μόχλευσης και οικονομικής άνθισης. Υπό αυτές τις συνθήκες δημιουργήθηκαν οι λεγόμενες φούσκες, που όταν έσπασαν μεγάλες τράπεζες πτώχευσαν, το διεθνές εμπόριο μειώθηκε και η ανεργία αυξήθηκε.

Σύμφωνα με τους Lastra και Wood (2010), υπάρχουν δύο είδη κρίσεων, οι τραπεζικές οι οποίες δημιουργούνται από έλλειψη κεφαλαίων ή από έλλειψη ρευστότητας και οι χρηματοοικονομικές κρίσεις οι οποίες μπορούν να καταστρέψουν τον πλούτο αλλά δεν θέτουν σε κίνδυνο την οικονομία στο σύνολο της. Στη μελέτη

τους τονίζεται ότι η κρίση του '07-'09 ήταν τραπεζική κρίση που ξέσπασε από έλλειψη κεφαλαίων ενώ εκείνη του '29 προκλήθηκε από έλλειψη ρευστότητας.

Οι κύριες ομοιότητες μεταξύ της τρέχουσας κρίσης και των κρίσεων του παρελθόντος είναι: η απότομη αύξηση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων σε πολλές χώρες πριν την κρίση, η έλλειψη εποπτείας του ρυθμιστικού πλαισίου λειτουργίας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού χώρου, και η ανεξέλεγκτη πιστωτική επέκταση σε κάποιες βασικές οικονομίες πριν την κρίση. Η πιστωτική επέκταση δεν αντανάκλα μόνο μακροοικονομικές συνθήκες αλλά και διάφορες διαρθρωτικές αδυναμίες, όπως είναι η συμπεριφορά αγέλης από τους επενδυτές, οι ελαστικές δανειοδοτικές πρακτικές, ο ανταγωνισμός και οι ασυμμετρίες στην πληροφόρηση. Αντίθετα ο White(2008) υποστηρίζει ότι αυτή τη φορά η χρηματοοικονομική απελευθέρωση και οι εξελίξεις στις αγορές, όπως η διεύρυνση της αγοράς ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, η ανάπτυξη νέων πολύπλοκων δομημένων προϊόντων, η εξάρτηση από τα δομημένα οχήματα εκτός ισολογισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων και η εμπιστοσύνη στους οίκους αξιολόγησης, παρατηρήθηκαν σε διαφορετικό βαθμό από προηγούμενες κρίσεις. Αυτά τα νέα στοιχεία ουσιαστικά μείωσαν την ποιότητα των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και οδήγησαν στην αύξηση της αδιαφάνειας, με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί μεγάλη αβεβαιότητα τόσο για το μέγεθος των ζημιών όσο και για το ποιες τράπεζες παρουσίαζαν σημαντικές απώλειες.

Ο Marer(2010) υποστήριξε ότι η παγκόσμια κρίση του '07-'09 μπορεί να θεωρηθεί ως τρεις αλληλεξαρτώμενες κρίσεις: χρηματοπιστωτική, κρίση ρευστότητας και κρίση στην πραγματική οικονομία. Η ουσία της πραγματικής κρίσης ήταν η εμφάνιση τεράστιου όγκου μη εξυπηρετούμενων δανείων και άλλων περιουσιακών στοιχείων στις τράπεζες. Αυτό προκάλεσε μεγάλες ζημιές και μειώσεις στην αξία της καθαρής θέσης των ιδρυμάτων, κάτι που περιόρισε την προθυμία τους και την ικανότητα τους να χρηματοδοτήσουν τον ιδιωτικό τομέα δημιουργώντας έτσι την χρηματοπιστωτική κρίση η οποία είχε πολλαπλές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία. Αποτέλεσμα αυτών των προβλημάτων ήταν να εξασθενήσει η ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Το πρόβλημα ρευστότητας επιδεινώθηκε σημαντικά τον Σεπτέμβριο του '08 με την απρόσμενη απόφαση του υπουργείου οικονομικών των ΗΠΑ και της Fed να αφήσουν την Lehman να πτωχεύσει αμέσως μετά την διάσωση της Bear Stearns και της AIG. Η απόφαση αυτή δημιούργησε τέτοια αβεβαιότητα, που οι ιδιωτικές

πιστωτικές αγορές πάγωσαν και κανένας πλέον δεν ήθελε να δανείσει στις τράπεζες ή να επενδύσει. Έτσι η κατάρρευση της Lehman δημιούργησε παγκόσμια κρίση ρευστότητας επιδεινώνοντας το πρόβλημα που αντιμετώπιζαν οι δανειολήπτες σε παγκόσμιο επίπεδο.

Στο βαθμό που η δανειοδότηση συνεχιζόταν, τα κριτήρια γίνονταν αυστηρότερα και το κόστος υπερβολικά υψηλότερο. Αυτός είναι ένας τρόπος μέσω του οποίου εξαπλώθηκε η κρίση στην παγκόσμια πραγματική οικονομία. Ένας άλλος τρόπος μέσου του οποίου εξαπλώθηκε η κρίση ήταν η τεράστια απώλεια πλούτου που υπέστη ο ιδιωτικός τομέας καθώς οι τιμές ακινήτων υποχώρησαν δραματικά και χρηματιστηριακές αγορές κατέρρευσαν. Ο συνδυασμός των παραπάνω προκάλεσε κατακόρυφη μείωση στην κατανάλωση, στις επενδύσεις, στο ΑΕΠ, ενώ τα ποσοστά ανεργίας αυξήθηκαν δραματικά δημιουργώντας την παγκόσμια οικονομική κρίση. Οι τρεις παραπάνω κρίσεις· η χρηματοοικονομική, η κρίση ρευστότητας και η οικονομική, ενίσχυσαν η μία την άλλη προκαλώντας τη σοβαρότερη παγκόσμια οικονομική δυσπραγία των τελευταίων έξι δεκαετιών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2.1. ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΣΕ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΝΩΣΗ ΚΑΙ ΕΛΛΑΔΑ

2.1.1. Εισαγωγή

Η ικανότητα μίας κοινωνίας να επιβιώνει και να ανταπεξέρχεται σε προκλήσεις και προβλήματα είναι άμεσα συνδεδεμένη με την θεσμική υποδομή της. Όταν το περιβάλλον αλλάζει ραγδαία οι θεσμοί ξεπερνούν την χρησιμότητά τους και η κοινωνία μπαίνει σε τροχιά παρακμής, εκτός αν καταφέρει να τους μετασχηματίσει ώστε να ανταπεξέλθει με επιτυχία στις νέες συνθήκες.

Οι θεσμοί όμως αντικατοπτρίζουν την κουλτούρα του κοινωνικού συνόλου, δεν δημιουργούνται εν κενώ. Συνεπώς, μία κοινωνία που αλλάζει, ή που θέλει να αλλάξει, βρίσκεται στο εξής δίλημμα: πως θα μπορέσει να κάνει υπερβάσεις χωρίς απλώς να αναπαράγει παλιές καταστάσεις με νέο προσωπείο.

Για την Ελλάδα αυτό είναι ζήτημα βαρύνουσας σημασίας. Όλοι διατείνονται ότι θέλουν αλλαγή, αλλά πολύ λίγοι κάνουν λόγο για θεσμική αλλαγή με συγκεκριμένες προτάσεις. Όσοι, λοιπόν, μιλάνε για αλλαγή, χωρίς να εξηγούν λεπτομερώς πως θα αλλάξει ο θεσμικός μηχανισμός της χώρας, υπόσχονται τελικά να φέρουν νέα πρόσωπα που θα ανδρώσουν παλιούς μηχανισμούς και συνεπώς θα αναπαράγουν παλιές καταστάσεις.

Το πολιτικό καθήκον μίας ικανής και φιλόδοξης ηγεσίας είναι να δημιουργήσει ζυμώσεις και να ενημερώσει τους πολίτες ώστε να μπορέσει να πετύχει συστημική αλλαγή προς όφελος της χώρας.

2.2. ΘΕΣΜΟΙ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΥΦΕΣΗ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΝΩΣΗ

Η οικοδόμηση αποτελεσματικών και μακράς διαρκείας θεσμών οι οποίοι χαρακτηρίζονται από υψηλό επίπεδο κοινωνικής εμπιστοσύνης χρειάζονται ειδικές μεθόδους που αντιστοιχούν στη λογική ενός τεχνοοικονομικού προτύπου μιας ορισμένης χρονικής περιόδου, νομικές και πολιτικές ρυθμίσεις και χρειάζονται να είναι ευπροσάρμοστες τόσο στις συνθήκες του διεθνούς συστήματος όσο και στις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων. Κοιτάζοντας στην όχη και τόσο σύντομη ιστορία της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης κάποιος μπορεί να παρατηρήσει ότι η πρώτη της περίοδος τελειώνει με το 1989, όπου και ξεκίνησε η κατάρρευση της διπολικής λογικής του παγκόσμιου πολιτικού και στρατιωτικού συστήματος και μια διαδικασία μεταμόρφωσης η οποία έληξε το 2004/2005 με την ανατολική διεύρυνση και κατά σημαδιακό τρόπο, αμέσως μετά την κατάρρευση της διαδικασίας της ψήφισης ευρωπαϊκού Συντάγματος λόγω των διπλών αρνητικών ψηφοφοριών στην Ολλανδία και τη Γαλλία. Κατά την Τρίτη, και μάλλον σύντομη περίοδο, η διαδικασία ολοκλήρωσης ή καλύτερα της οικοδόμησης έχει φτάσει σε ένα κομβικό σημείο, όπου οι πρωτότερα εν μέρει κρυμμένες αδυναμίες και αντιγνώμιες της, πρώτα από όλα η εξάντληση της μεθόδου των κοινοτήτων, έχουν καταστεί φανερές.

Η κρίση στην Ευρώπη μετατράπηκε από μια δημοσιονομική κρίση χρέους σε μια κρίση της Ευρωζώνης και σύντομα στην περίπλοκη κοινωνική και πολιτική κρίση, της οποίας το τέλος και οι συνέπειες δεν είναι ακόμη προβλέψιμες. Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση χτύπησε την ΕΕ σε μια στιγμή αυξανόμενης διαφορετικότητας, αποπροσανατολισμού και τοπικών ανισοτήτων, όταν η πολωτική της ενιαία αγορά δεν ήταν ισορροπημένη και συνδυασμένη με κοινές ή συγχρονισμένες οικονομικές πολιτικές. Ούτε ήταν επεκταμένη λόγω της εκ των πραγμάτων αλληλεγγύης από το κέντρο προς την περιφέρειά της. Υποφέροντας από έλλειμμα νομιμοποιημένης και υπεύθυνης υπερεθνικής κυβέρνησης, ικανής ηγεσίας και ικανότητες διαχείρισης κρίσεων, η ΕΕ βρίσκεται σε μια φάση αυτοκαταστροφής.

Κάθε περαιτέρω προσπάθεια και συγχρονισμένη φιλοδοξία να συνεχιστεί το ευρωπαϊκό οικοδόμημα θα εξαρτηθεί από την ικανότητα των ευρωπαϊκών δημοκρατιών, των κοινωνικών οικονομικών και πολιτικών δρώντων να συμφωνήσουν για το ευρωπαϊκό δημόσιο συμφέρον, να επαναπροσδιορίσουν το

πεδίο δράσης, την ταχύτητα και τη μέθοδο της ολοκλήρωσης. Το ευρωπαϊκό οικοδόμημα έχει φτάσει σε ένα σημείο κλειδί. Η Ευρώπη είναι ένα περίπλοκο σύστημα που απαιτεί την ταυτοποίηση νέων τρόπων και μεθόδων, πολύπλοκο σκεπτικό, κατανόηση και ανάλυση. Υπεραπλοποιημένες, μονόπλευρες και επιφανειακές «λύσεις», όπως περισσότερα μέτρα λιτότητας, τροποποιήσεις των συνθηκών ή η εισαγωγή νέων δημοσιονομικών πολιτικών, δεν θα είναι σε θέση να λειτουργήσουν ως πραγματικές θεραπείες αλλά μπορεί αντιθέτως να επιδεινώσουν περαιτέρω και να επιταχύνουν την ήδη τρομαχτικά γρήγορη καθοδική πορεία.

Δεν υπάρχει τίποτα φυσικό σχετικά με το ευρωπαϊκό κατασκεύασμα. Ούτε οι αγορές, ούτε ανεξάρτητα εθνικά κράτη θα μπορέσουν να δώσουν αυτόματες λύσεις. Αντιθέτως, αυτές οι επονομαζόμενες «λύσεις» αντικατοπτρίζουν ιδιαίτερα κατεστημένα συμφέροντα εναντίον του παραμελημένου και εξαφανιζόμενου ευρωπαϊκού κοινού καλού. Αυτές είναι μάλλον οι αιτίες των προβλημάτων αντί βιώσιμες θεραπείες. Το νέο πρότυπο ή «μοντέλο ανάπτυξης», με ορολογία του Delors, απαιτεί την κατανόηση της αυξημένης ανεξαρτησίας και την αποδοχή της πολλαπλής αβεβαιότητας της εποχής μας. Εναλλακτικές λύσεις μπορούν να αποφασιστούν και να νομιμοποιηθούν από τους κύριους εμπλεκόμενους του ευρωπαϊκού προγράμματος μόνο με ανοιχτό διάλογο και διαβουλεύσεις.

2.2.1. Η διάσωση των ευρωπαϊκών τραπεζών

Όταν ξέσπασε το Κραχ του 2008 οι Ευρωπαίοι ηγέτες, παρά το φόβο που τους δημιούργησε το θέαμα και το άκουσμα της κατάρρευσης της Wall Street και του City, δεν μπόρεσαν να αποφύγουν ένα χαιρέκακο συναίσθημα ικανοποίησης. Δεν θα πέρναγαν όμως μερικές βδομάδες όταν θα μάθαιναν ότι οι δικές τους, οι ευρωπαϊκές τράπεζες, βρίσκονταν σε ίδιο τέλμα, μπορεί και χειρότερο, με εκείνο που περιέβαλλε τις αμερικανικές, τις βρετανικές και τις ιρλανδικές τράπεζες.¹

Αυτό που διαπίστωσαν οι Ευρωπαίοι ηγέτες ήταν ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες όχι μόνο δεν είχαν μείνει αλώβητες από τη μανιώδη παραγωγή ιδιωτικού χρήματος (μέσω δανεισμού εξωφρενικών διαστάσεων) του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, που θύμιζε τον πυρετό του χρυσού του 19^{ου} αιώνα, αλλά πως είχαν επιδοθεί σε αυτή ακόμα πιο πολύ απ' ό,τι οι Αγγλοκέλτες συνάδελφοί τους. Εκεί που η Wall Street είχε λόγο leverage [μόχλευσης] 1 προς 35 (δηλαδή, για κάθε 1 δικό τους δολάριο το οποίο είχαν στοιχηματίσει είχαν «παίξει» άλλα 35 τα οποία είχαν δανειστεί), οι ευρωπαϊκές (συμπεριλαμβανομένων και των ελβετικών) τράπεζες έφτασαν να έχουν λόγο leverage 1 προς 55. Ακόμα και οι συντηρητικές και αξιόπιστες τοπικές τράπεζες, όπως οι Landesbanken των γερμανικών κρατιδίων, αποδείχτηκαν βαρέλια δίχως πάτο για το Γερμανό φορολογούμενο. Από την άλλη όχθη του Ρήνου οι γαλλικές τράπεζες υποχρεώθηκαν να παραδεχτούν ότι είχαν επενδύσει τουλάχιστον 33 δις ευρώ σε CDO. Σε αυτό το ποσό πρέπει να προστεθεί η έκθεση των ευρωπαϊκών τραπεζών στις χρεωμένες χώρες της ευρωζώνης (849 δις ευρώ), στις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης (περισσότερα από 150 δις ευρώ), στις χώρες της Λατινικής Αμερικής (περισσότερα από 300 δις ευρώ) και στα χρέη της Ισλανδίας που ανέρχονταν σε περίπου 70 δις ευρώ.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τα κράτη- μέλη έσπευσαν να προσφέρουν στις ευρωπαϊκές τράπεζες, ό,τι είχε προσφέρει η κυβέρνηση των Ηνωμένων Πολιτειών στην Wall Street: πακτωλούς ρευστότητας. Ωστόσο, υπήρχαν δύο ουσιαστικές διαφορές. Η πρώτη διαφορά είναι πως το ευρώ δεν είναι σαν το δολάριο. Για όσο διάστημα το δολάριο παραμένει το παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα η Ομοσπονδιακή Τράπεζα και το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ μπορούν, ουσιαστικά, να κόβουν λευκές επιταγές εκ μέρους της Wall Street,

¹ Η τράπεζα IKB, αλλά και η μητρική της KfW, ήταν οι πρώτες που «κάηκαν» από τις απάτες της Wall Street. Οι δύο τράπεζες έσπευσαν να ζητήσουν κρατική βοήθεια από το Βερολίνο. Ο λογαριασμός ανήλθε σε 1,5 δις ευρώ.

γνωρίζοντας ότι οι συνέπειες για την αξία του δολαρίου θα είναι αμελητέες, τουλάχιστον μεσοπρόθεσμα. Τα στατιστικά στοιχεία του ΔΝΤ δείχνουν ότι στα τέλη του 2009 το 62% των παγκόσμιων αποθεματικών ήταν σε δολάρια και, έκτοτε, η αναλογία αυτή αυξάνεται, εξαιτίας και της ευρωπαϊκής κρίσης τραπεζών- χρέους που εκδηλώθηκε το 2010.

Η δεύτερη διαφορά σχετίζεται με την προβληματική αρχιτεκτονική της ευρωζώνης, και ιδίως με το γεγονός ότι ενώ τα κράτη- μέλη δεσμεύονται από ένα κοινό νόμισμα, το δημόσιο χρέος τους είναι ρητά διαχωρισμένο, τα κράτη- μέλη είναι αποκλειστικά υπεύθυνα για τις τράπεζες τους και λείπει ο Μηχανισμός Ανακύκλωσης Πλεονασμάτων που θα απέτρεπε τη διόγκωση των ενδοευρωζωνικών ανισοροπιών (δηλαδή των όλο και αυξανόμενων ανισοροπιών στο εμπορικό ισοζύγιο μεταξύ των χωρών- μελών της ευρωζώνης).

Για να δούμε την ιδιαιτερότητα της ευρωπαϊκής τραπεζικής κρίσης, σε αντιδιαστολή με την κρίση της Wall Street, φανταστείτε τι θα είχε συμβεί το 2008 αν στη «ζώνη του δολαρίου», στις ΗΠΑ, κάθε πολιτεία (π.χ. η πολιτεία της Νέας Υόρκης, η Καλιφόρνια ή η Νεβάδα) έπρεπε να διασώσει τις τράπεζες που έδρευαν στο έδαφος της, και μάλιστα υπό μια ρήτρα που απαγορεύει τη χρηματοδότηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων των πολιτειών από την Washington. Πολύ απλά η Wall Street και οι πολιτείες θα είχαν βουλιάξει μαζί.

Σε αυτό το προβληματικό θεσμικό πλαίσιο η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προσπάθησαν να αναχαιτίσουν την τραπεζική κρίση. Μεταξύ 2008 και 2009 «κοινωνικοποίησαν» τις απώλειες των τραπεζών και τις μετέτρεψαν σε δημόσιο χρέος. Εν τω μεταξύ, η οικονομία της Ευρώπης έμπαινε σε ύφεση, όπως ήταν αναμενόμενο. Σε ένα μόνο χρόνο (2008- 2009) το ΑΕΠ της Γερμανίας μειώθηκε κατά 5%, της Γαλλίας κατά 2,6%, της Ολλανδίας κατά 4%, της Σουηδίας κατά 5,2%, της Ιρλανδίας κατά 7,1%, της Φινλανδίας κατά 7,8%, της Δανίας κατά 4,9%, της Ισπανίας κατά 3,5%.

Εκείνη την εποχή, τα hedge funds, αλλά και οι διευθύνοντες των «κανονικών» τραπεζών (ιδίως όσων διέθεταν ή ίδρυσαν παρατράπεζες στις οποίες καταχώνιαζαν τις πιο «ιδιαιτερες» συναλλαγές τους) είχαν μια επιφοίτηση: «Γιατί να μην χρησιμοποιήσουμε», σκέφτηκαν, «το δημόσιο χρήμα που μας δόθηκε από τα κράτη και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για να στοιχηματίσουμε ό,τι αργά ή γρήγορα, οι δημοσιονομικές πιέσεις (οι οποίες οφείλονταν τόσο στην ύφεση που μείωνε τα φορολογικά έσοδα των κυβερνήσεων όσο και στη σημαντική αύξηση του δημόσιου

χρέους για την οποία ευθύνονταν οι ίδιες οι τράπεζες) θα προκαλέσουν τη χρεοκοπία ενός ή περισσότερων κρατών της ευρωζώνης;»

Όσο περισσότερο το σκέφτονταν τόσο περισσότερο ενθουσιάζονταν με την ιδέα. Καθώς η συμμετοχή στην ευρωζώνη απαγόρευε στις περισσότερες χρεωμένες χώρες (π.χ. στην Ελλάδα) τη διαφυγή από την Κρίση μέσω της υποτίμησης (όπως έκανε η Βρετανία και σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό η Ισλανδία), οι τραπεζίτες έβαλαν στο στόχαστρό τους αυτές τις χώρες. Πράγματι, αποφάσισαν να στοιχηματίσουν (στην αρχή με μικρά ποσά) ότι ο πιο αδύναμος κρίκος σε αυτή την αλυσίδα, η Ελλάδα, θα χρεοκοπούσε. Καθώς ούτε τα πιο διάσημα γραφεία στοιχημάτων του Λονδίνου δεν μπορούσαν να καλύψουν στοιχήματα αξίας πολλών δισεκατομμυρίων, στράφηκαν στα δοκιμασμένα CDs, στα ασφαλιστικά συμβόλαια που πληρώνουν προσυμφωνημένα ποσά αν κάποιος χρεοκοπήσει.

Φυσικά, όσο περισσότερο αυξανόταν ο όγκος των συναλλαγών με αυτή τη νέα μορφή ιδιωτικού χρήματος τόσο περισσότερο επιδειωνόταν η Κρίση. Αυτό οφειλόταν σε δύο λόγους: πρώτον, η άνοδος της τιμής των CDs για μια ενδεχόμενη χρεοκοπία της Ελλάδας ή της Ιρλανδίας αύξανε τα επιτόκια που έπρεπε να καταβάλουν η Αθήνα και το Δουβλίνο για να δανειστούν, με συνέπεια οι δύο αυτές χώρες να εξωθούνται ολοένα και περισσότερο προς την ουσιαστική χρεοκοπία. Δεύτερον, όσο περισσότερο αυξάνονταν τα ποσά που διατίθεντο για να αγοραστούν τα CDs τόσο περισσότερο στέρευαν τα κεφάλαια τα οποία θα μπορούσαν να διατεθούν στις εταιρείες που ήθελαν να δανειστούν για να επενδύσουν σε παραγωγικές δραστηριότητες, αλλά και στα κράτη που προσπαθούσαν να αναχρηματοδοτήσουν το χρέος τους.

Εν ολίγοις, η ευρωπαϊκή εκδοχή της διάσωσης των τραπεζών έδωσε στο χρηματοπιστωτικό τομέα τη δυνατότητα να ξαναρχίσει να τυπώνει ιδιωτικό χρήμα. Χρήμα το οποίο ήταν το ίδιο επιρρεπές στην κατάρρευση όσο και εκείνο που παρήχθη από το τραπεζικό σύστημα προ του 2008. Μόνο που αυτή τη φορά η κατάρρευση συνέβη στο πεδίο του δημόσιου χρέους της ευρωζώνης, αρχής γενομένης από την Ελλάδα του 2010.

Η προσέγγιση της Ευρώπης απέτυχε επειδή παρέβλεψε τον τρόπο που η κρίση χρέους και η τραπεζική κρίση ενισχύουν αμοιβαία η μια την άλλη, αλλά και επειδή εθελοτυφλεί σε ό,τι αφορά τα βαθύτερα αίτια της Κρίσης: το γεγονός ότι λείπει από την ευρωζώνη ένας ουσιαστικός Μηχανισμός Ανακύκλωσης Πλεονασμάτων. Για να καταφέρει την ανατροπή της Κρίσης, πρέπει να αντιμετωπίσει ταυτόχρονα την κρίση

των τραπεζών και την κρίση χρέους και, την ίδια στιγμή, να ιδρύσει το Μηχανισμό Ανακύκλωσης Πλεονασμάτων που της λείπει. Κι όλα αυτά χωρίς να χρειαστεί αλλαγή στις Συνθήκες που διέπουν την ευρωζώνη και την Ευρωπαϊκή Ένωση, χωρίς δηλαδή κινήσεις ομοσπονδοποίησης κ.λπ. (που δεν είναι ούτε εφικτές στο χρόνο που απομένει ούτε και επιθυμητές σε αυτό το στάδιο της αποσύνθεσης της λεγόμενης «Ευρωπαϊκής Ιδέας»).

Υπάρχουν τρία βήματα που θα μπορούσαν να το καταστήσουν δυνατό:

1. Το πρώτο βήμα είναι η ενοποίηση του τραπεζικού συστήματος της ευρωζώνης, η ευρωπαϊκή πλέον επιτήρηση των τραπεζών και ο όρος, για να συνεχίσει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα να βοηθάει γενναιόδωρα τις τράπεζες, ότι οι τράπεζες θα αποδεχτούν να δεχτούν κεφάλαια από το EFSF (με αντάλλαγμα μετοχές τους) που θα τους καλύψουν τις «μαύρες τρύπες». Κι όταν οι τράπεζες εξυγιανθούν, κάλλιστα το EFSF μπορεί να πουλήσει τις μετοχές του σε ιδιώτες, επιστρέφοντας τα κεφάλαια (με τόκο) στους φορολογούμενους.
2. Το δεύτερο βήμα είναι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα να λειτουργήσει ως μοχλός που βοηθά την ευρωζώνη να μειώσει το *συνολικό* δημόσιο χρέος, θέτοντας έτσι το χρέος των υπερχρεωμένων κρατών- μελών σε βιώσιμη πορεία. Η βασική ιδέα δεν είναι να τυπώνει η ΕΚΤ χρήμα για να αγοράζει τα ομόλογα των κρατών- μελών,, αλλά να δανείζεται στις διεθνείς χρηματαγορές (εκδίδοντας η ίδια δικά της εικοσαετή ομόλογα) για να εξυπηρετεί το κατά Maastricht νόμιμο χρέος κάθε κράτους- μέλους. Εν συνεχεία το ίδιο το κράτος- μέλος θα αποπληρώσει αυτά τα ομόλογα που θα εκδώσει η ΕΚΤ, σε βάθος όμως χρόνου (εικοσαετία) και με επιτόκια που θα εξασφαλίσει εκ μέρους των κρατών- μελών η ΕΚΤ. Στην ουσία, η ΕΚΤ να λειτουργεί ως ο μεσάζων των κρατών- μελών στις διεθνείς χρηματαγορές.
3. Το τρίτο βήμα προσθέτει στην αρχιτεκτονική της ευρωζώνης το Μηχανισμό Ανακύκλωσης των Πλεονασμάτων που ως τώρα δεν διαθέτει. Το ρόλο αυτού του Μηχανισμού θα αναλάβει η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων. Σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή κεντρική Τράπεζα, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων θα εκπονεί ένα νέο New Deal για ολόκληρη την Ευρώπη όπου κεφάλαια της τάξης του 8% του ΑΕΠ της ευρωζώνης θα επενδύονται παραγωγικά ετησίως (σε επικερδή projects), με τη χρηματοδότηση να γίνεται 50% από την ίδια την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (η οποία εκδίδει δικά

της ομόλογα πολλά χρόνια τώρα) και 50% από επιπλέον ομόλογα έκδοσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας τα οποία (όπως και τα ομόλογα της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων) θα αποπληρώνονται από τις χρηματοδοτούμενες επιχειρηματικές δραστηριότητες. Εφόσον η διανομή των κεφαλαίων αυτών γίνει στη βάση της αρχής των παραγωγικών επενδύσεων σε ελλειμματικές περιοχές της ευρωζώνης, η ευρωζώνη θα έχει αποκτήσει το Μηχανισμό Ανακύκλωσης Πλεονασμάτων που της έλειπε εξ αρχής.

Συνοψίζοντας, τα δύο πρώτα βήματα θα αντιμετωπίσουν την κρίση τραπεζών και την κρίση χρέους αντίστοιχα, ενώ το τρίτο βήμα θα καταστήσει την ευρωζώνη βιώσιμη στη μετά το 2008 εποχή.

Ωστόσο, αν και τα παραπάνω βήματα θα διέσωζαν την ευρωζώνη, τίθενται ένα αμείλικτο ερώτημα: γιατί δεν εφαρμόζονται; Η απάντηση, εν συντομία, είναι απλή: γιατί τα κράτη- μέλη που έχουν την ισχύ να επιβάλουν μια τέτοια σωτήρια λύση για την ευρωζώνη, αν την χρησιμοποιήσουν, θα χάσουν το μεγαλύτερο ποσοστό της πολιτικής και διαπραγματευτικής εξουσίας που σήμερα έχουν στους κόλπους της ευρωζώνης.

Μια λύση στην Κρίση του Ευρώ, σαν αυτή των τριών βημάτων παραπάνω, θα σήμαινε την οριστική απώλεια της υπέρμετρης εξουσίας της Γερμανίας επί της Γαλλίας, της Ιταλίας, της Ισπανίας. Και αυτό επειδή τα πρώτα δύο βήματα (ενοποίηση τραπεζικών συστημάτων και ομογενοποίηση, μέσω της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ενός μεγάλου μέρους του δημόσιου χρέους όλης της ευρωζώνης) θα σημαίνουν πως καμιά χώρα δεν θα μπορεί, ακόμα και αν δεν υπάρχει νομικό κώλυμα, να φύγει από την ευρωζώνη. Η κοινή γνώση πως η Γερμανία δεν μπορεί πλέον να φύγει από την ευρωζώνη θα μειώσει σημαντικά την εξουσία της γερμανικής καγκελαρίας στη Σύνοδο Κορυφής. Αν υιοθετηθεί και το τρίτο βήμα και η Ευρώπη αποκτήσει Μηχανισμό Ανακύκλωσης Πλεονασμάτων, το γερμανικό simulacrum θα αποτελεί παρελθόν.

Επομένως, η Κρίση του Ευρώ, από καθαρά οικονομικής σκοπιότητας, στερείται λογικής και αυτό γιατί θα μπορούσε να λήξει πριν ακόμα αρχίσει, αλλά ακόμα και τώρα που έχει αφεθεί να ανελιχθεί υπέρ το δέον. Έτσι συνεχίζεται επειδή δεν εξυπηρετεί τα συμφέροντα της Γερμανίας η σειρά θεσμικών αλλαγών που, παρά το γεγονός ότι είναι καθ' όλα νόμιμες (σύμφωνα με τις ισχύουσες Συνθήκες), θα έθεταν τέλος στο ρόλο που απέκτησε η γερμανική οικονομία στην Ευρώπη.

2.3. ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΚΑΙ ΠΟΙΟΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΘΕΣΜΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΕΝΩΣΗ

Στην δυσχερή οικονομική κρίση που βιώνει η Ευρωπαϊκή Ένωση και συγκεκριμένα ο ευρωπαϊκός νότος, τα κράτη του οποίου δέχονται μία πρωτοφανή οικονομική πίεση που απειλεί με διάλυση το κοινωνικό πρόσωπο των κρατών, αλλά και με απόλυτη κατάρρευση της εσωτερικής τους οικονομίας, δημιουργήθηκαν δύο μηχανισμοί στήριξης προκειμένου να υπάρξει μία «αντίσταση» προς τις δυνάμεις εκείνες που φαίνεται πως βρήκαν τον τρόπο και έκαναν την κρίση ευκαιρία για να αποκομίσουν τεράστια κέρδη, αλλάζοντας όμως ριζικά το πρόσωπο της Ευρώπης.

2.3.1. Ευρωπαϊκός μηχανισμός σταθερότητας (ESM)

Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθεροποίησης (ESM), που είναι ακόμη στα σκαριά, είναι η «ομπρέλα» που σχεδιάζουν τα κράτη- μέλη της ευρωζώνης για τη μόνιμη αντιμετώπιση της κρίσης χρέους και εμμέσως μπορεί να λειτουργήσει και ως ένα είδος πτωχευτικού δικαίου για κράτη.

Το βασικό εργαλείο του ESM είναι πιστώσεις και εγγυήσεις για πιστώσεις που θα δίνονται σε υπερχρεωμένα κράτη- μέλη, με επιδοτούμενο επιτόκιο, από τα στιβαρότερα κράτη- μέλη. Στη συμφωνία για τον ESM αναγράφεται ότι κάθε κράτος- μέλος που προσφεύγει στο μηχανισμό είναι υποχρεωμένο αφενός να υλοποιεί ένα μακροπρόθεσμο πρόγραμμα προσαρμογής, αφετέρου να αναλύσει το αν το χρέος του είναι διαχειρίσιμο. Ο ESM θα εφοδιαστεί με βασικό κεφάλαιο 80 δισεκατομμυρίων ευρώ από τα κράτη- μέλη, που θα καταβάλουν όσα τους αναλογούν σε πέντε ετήσιες δόσεις. Επιπλέον, στα πρότυπα του προσωρινού μηχανισμού, θα μπορεί να εκδώσει ομόλογα αξίας έως 420 δισ. ευρώ, με εγγυητές τα κράτη- μέλη. Ο ESM θα μπορεί από την αρχή να παρεμβαίνει στη δευτερογενή αγορά ομολόγων, όπως κάνει σήμερα η EKT.

Μία από τις όψεις του ESM που έχουν υποστεί σφοδρή κριτική είναι η θεσμική του διάρθρωση. Ο αναλυτής Paolo Manasse² σημειώνει ότι οι αποφάσεις στον μηχανισμό ESM για την έγκριση χρηματοδοτικής βοήθειας, τον καθορισμό των επιτοκίων και των όρων (conditionality) παροχής της βοήθειας απαιτούν ομοφωνία

² «The Trouble with the ESM», <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6315>

των Υπουργών Οικονομικών της Ευρωζώνης. Αυτό συνεπάγεται ότι κάθε χώρα θα διαθέτει δικαίωμα βέτο στις αποφάσεις του Μηχανισμού.

Οι κίνδυνοι που εμπεριέχει το βέτο είναι πολλαπλοί:

- Αφενός μπορεί οποιαδήποτε χώρα να μπλοκάρει τη διαδικασία, λόγω π.χ. εσωτερικών της συσχετισμών (όπως η ανάδειξη στην κυβέρνηση μιας αντιευρωπαϊκής άκρας Δεξιάς, βλ. την περίπτωση της Φιλανδίας).
- Αφετέρου το βέτο μπορεί να γίνει εργαλείο εκβιασμού των ανίσχυρων χωρών από τις ισχυρές: μπορεί κάλλιστα μια χώρα σε οικονομική ευρωστία (π.χ. Γερμανία) να ανταλλάξει τη συναίνεσή της στην παροχή βοήθειας σε μια χώρα σε κρίση χρέους, με αντάλλαγμα την υιοθέτηση από τη δεύτερη μιας συγκεκριμένης πολιτικής (π.χ. την αύξηση της φορολογίας επιχειρήσεων στην περίπτωση της Ιρλανδίας ή τις εκτεταμένες ιδιωτικοποιήσεις στην Ελλάδα). Η κοινοτική αλληλεγγύη είναι σαφές ότι υπονομεύεται σοβαρά με την ύπαρξη μιας τέτοιας δυνατότητας.

2.3.2. Ευρωπαϊκός οργανισμός χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (EFSF)

Ο Ευρωπαϊκός Οργανισμός Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας ή αλλιώς, EFSF, πρακτικά είναι μια εταιρεία ειδικού σκοπού με έδρα το Λουξεμβούργο, την οποία ίδρυσαν οι 16 χώρες που ανήκαν στην ευρωζώνη τον Ιούνιο 2010. Σκοπός του EFSF είναι η διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας της ευρωζώνης, μέσω της παροχής προσωρινής οικονομικής βοήθειας σε δοκιμαζόμενα μέλη της.

Για την επίτευξη του σκοπού του, στον EFSF δόθηκε η δυνατότητα ευέλικτης έκδοσης ομολόγων και άλλων τίτλων, με την οικονομική εγγύηση των χωρών- μελών της ευρωζώνης. Μέχρι στιγμής, έχει εκδώσει δύο πενταετή ομόλογα συνολικής αξίας 8 δισ. ευρώ και ένα δεκαετές ομόλογο 5 δισ. ευρώ, στο πλαίσιο του προγράμματος οικονομικής στήριξης της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας.

Τα ομόλογα αυτά δεν είναι τα «ομόλογα ευρωζώνης», ή αλλιώς καταχρηστικά «ευρωομόλογα», που επιδιώκει η Ελλάδα και κάποιοι επιφανείς ξένοι φιλο-Ευρωπαϊστές, αφού κάθε χώρα της ευρωζώνης συνεχίζει, σήμερα, να εκδίδει τα δικά της ομόλογα για την κάλυψη των αναγκών της.

Ένα μεγάλο πλεονέκτημα του EFSF είναι η δυνατότητά του να δανείζεται με φθηνό επιτόκιο, περίπου μόλις 0,50% ακριβότερο σε σύγκριση με αυτό στο οποίο δανείζεται η Γερμανία, επειδή και οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης στον κόσμο έχουν αποδώσει στον EFSF την υψηλότερη δυνατή αξιολόγηση (AAA), λόγω των αμετάκλητων και άνευ όρων εγγυήσεων που συγκεντρώνει.

Ο EFSF μπορεί κατ' εξαίρεση, αν του ζητηθεί, να αγοράσει απ' ευθείας ομόλογα που εκδίδουν χώρες- μέλη της ευρωζώνης με οικονομικά προβλήματα. Όμως, μέχρι στιγμής τουλάχιστον, δεν μπορεί να αγοράσει κρατικά ομόλογα από την ελεύθερη αγορά, δηλαδή τη δευτερογενή αγορά.

Το ευρωπαϊκό μέρος της οικονομικής βοήθειας που λαμβάνει η Ελλάδα δεν προέρχεται από τον EFSF, αλλά από διμερή δάνεια που της παρέχουν χώρες της ευρωζώνης, με την τρόικα σε ρόλο διαχειριστή- ελεγκτή. Σε συνδυασμό με τον κοινοτικό Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης, τον EFSM, και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, ο EFSF έχει τη δυνατότητα να δημιουργήσει ένα «δίχτυ» οικονομικής βοήθειας προς τα μέλη της ευρωζώνης, συνολικής αξίας 750 δισ. ευρώ.

2.4. ΘΕΣΜΟΙ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΥΦΕΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η βελτίωση των θεσμών σε μία χώρα είναι ένας εξαιρετικά δύσκολος στόχος, επειδή οι θεσμοί είναι μακροπρόθεσμες μεταβλητές που συνήθως αλλάζουν πολύ αργά. Επίσης, η αδυναμία των θεσμών συχνά αποτελεί πολιτικοοικονομικό φαινόμενο. Ενώ η αδυναμία των θεσμών είναι επιβλαβής για τη γενική οικονομική ευημερία μιας χώρας μπορεί να είναι επωφελής για σχετικά μικρές, αλλά πολιτικά οργανωμένες, κοινωνικές ομάδες που αντιτάσσονται στη βελτίωση των θεσμών. Οπότε, η μεταβολή του θεσμικού πλαισίου μιας χώρας απαιτεί την ύπαρξη ισχυρών κοινωνικοπολιτικών συμμαχιών που θα πιέσουν προς αυτή την κατεύθυνση. Από αυτή την άποψη, σε χώρες με ανεπαρκείς θεσμούς, μια οικονομική ύφεση, δηλαδή μία προσωρινή αρνητική απόκλιση του ΑΕΠ από το δυνητικό ΑΕΠ μπορεί να αποτελέσει μία ευκαιρία για θεσμική βελτίωση.

Μία ύφεση και κυρίως μία μεγάλη ύφεση ή κρίση συχνά αδυνατίζει πολιτικά τις κοινωνικές ομάδες που αντιτίθενται σε θεσμικές αλλαγές (Johnson, 2009). Αυτό διευκολύνει τη δημιουργία κοινωνικοπολιτικών συμμαχιών που επιβάλλουν τη θεσμική βελτίωση. Παρόλο που οι κρίσεις είναι πολύ δυσάρεστα φαινόμενα, που οι κυβερνήσεις πρέπει να προσπαθούν να αποφεύγουν με όποιον τρόπο μπορούν, έχει παρατηρηθεί ότι ορισμένες φορές μία κρίση μπορεί να αποτελέσει εφαλτήριο για θεσμική βελτίωση σε μία χώρα με ανεπαρκείς θεσμούς (Bruckner and Ciccone).

Η κρίση που περνάει αυτή τη στιγμή η ελληνική οικονομία είναι ένα δυσάρεστο φαινόμενο που έχει αρνητικές επιπτώσεις για ένα μεγάλο μέρος του πληθυσμού. Ίσως, όμως, η κρίση θα μπορούσε να διευκολύνει θεσμικές αλλαγές στην ελληνική οικονομία. Βέβαια, ακόμα και σε αυτή την περίπτωση, αυτό το θετικό αποτέλεσμα είναι πιθανώς λιγότερο σημαντικό από τις μεγάλες αρνητικές επιπτώσεις της κρίσης στο βιοτικό επίπεδο των Ελλήνων.

Η βελτίωση του θεσμικού πλαισίου στην Ελλάδα θα αναβάθμιζε τη λειτουργία του κράτους και θα βοηθούσε στη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος ή στη μακροπρόθεσμη αποπληρωμή του χρέους. Όμως, μία θεσμική βελτίωση πιθανώς δεν θα συνεισέφερε στην αντιμετώπιση της ίδιας της οικονομικής κρίσης, δηλαδή στην προσωρινή ή κυκλική μείωση του ελληνικού ΑΕΠ.

Οι θεσμοί είναι μακροπρόθεσμες μεταβλητές που συνήθως αλλάζουν πολύ αργά, ενώ οι οικονομικές κρίσεις είναι συνήθως βραχυπρόθεσμα φαινόμενα. Γι' αυτό

τον λόγο, ακόμα και αν η Ελλάδα επιτύχει να αναβαθμίσει το θεσμικό της πλαίσιο, τα θετικά αποτελέσματα πιθανόν δεν θα γίνουν εγκαίρως εμφανή για να βοηθήσουν στην αντιμετώπιση της κρίσης (παρόλο που θα συνεισφέρουν σημαντικά στην μακροπρόθεσμη αύξηση του ελληνικού ΑΕΠ).

Τα πιο κρίσιμα και επικίνδυνα προβλήματα της Ελλάδας σήμερα είναι η έκρηξη της ανεργίας και η μη-βιωσιμότητα του χρέους. Και σε άλλες εποχές τα δύο αυτά ζητήματα απείλησαν την ελληνική κοινωνία και διάφορες κυβερνήσεις επιχείρησαν να τα αντιμετωπίσουν. Μερικές φορές μάλιστα με ακραίο τρόπο: Την δεκαετία του 1980, το πρόβλημα της ανεργίας επιχειρήθηκε να λυθεί με εκτίναξη του χρέους με αναπόφευκτες και δυσμενείς συνέπειες στην οικονομία. Σήμερα επιχειρείται να λυθεί το πρόβλημα του χρέους με την εκτίναξη της ανεργίας, πράγμα που επίσης αναπόφευκτα θα επιφέρει βαριές κακώσεις στην κοινωνία και το πολιτικό σύστημα.

Σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες οι δύο απειλές είχαν αντιμετωπιστεί καλύτερα από ποτέ την «χρυσή μεταπολεμική εποχή» - όπως την αποκάλεσε ο μαρξιστής και ιστορικός Έρικ Χόμπσμπωμ - που είχε καταφέρει να δημιουργήσει η σοσιαλδημοκρατία, τουλάχιστον μέχρι την δεκαετία του 1980. Στην Ελλάδα οι αναλογίες των προβλημάτων ανεβοκατέβαιναν σε διάφορες περιόδους, υπήρξε όμως μια περίοδος που και τα δύο προβλήματα ήταν σε πολύ χαμηλά επίπεδα: τα χρόνια της δικτατορίας.

Η μεγάλη πρόκληση για τον προοδευτικό κόσμο σήμερα είναι αν θα μπορέσει να επιλύσει και τα δύο προβλήματα ανεργίας και χρέους. Μοναδική μέθοδος που διασφαλίζει ταυτόχρονα την βιωσιμότητα του χρέους και την μείωση της ανεργίας είναι η ανάπτυξη. Ακόμα και οι μεταρρυθμίσεις που μπορούν να κάνουν πιο ανταγωνιστική και δίκαιη μια οικονομία, καρποφορούν μόνο σε περιβάλλον ανάπτυξης επειδή μόνο τότε δημιουργείται η αίσθηση ότι διευρύνονται οι ευκαιρίες χωρίς να μετακυλιέται το κόστος σε άλλες κατηγορίες.

Πρέπει λοιπόν η Ελλάδα να βρει ένα δραστικό τρόπο να βγει από την ύφεση, να γίνουν επενδύσεις και να δημιουργηθούν θέσεις εργασίας. Άμεσα διαθέσιμα χρηματοδοτικά εργαλεία ανάπτυξης είναι τα εξής:

(α) **Η Ευρωπαϊκή Ένωση** ενέκρινε κεφάλαια ύψους 16 έως 23 δις Ευρώ για έργα ανάπτυξης, με μειωμένες απαιτήσεις ελληνικής χρηματοδότησης. Μάλιστα σε πρόσφατο Eurogroup αποφάσισε η ελληνική συνδρομή να μειωθεί ακόμα

περισσότερο για να διευκολυνθεί η έναρξη των έργων χωρίς δημοσιονομική επιβάρυνση. Σήμερα τα έργα δεν έχουν ακόμη ξεκινήσει, ενώ οι δημόσιες Επενδύσεις το 2013 παραμένουν στα ίδια πενιχρά επίπεδα.

(β) **Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων** πριν ένα μήνα υποσχέθηκε αφειδώς δάνεια στις χειμαζόμενες ελληνικές επιχειρήσεις, αλλά μέχρι τώρα δεν έχει χορηγήσει ούτε ένα.

(γ) **Μεγάλο μέρος της δόσης** που εγκρίθηκε για την Ελλάδα, περίπου 15 δις από τα 24 δις Ευρώ που θα δοθούν στις τράπεζες, θα κατευθυνθούν σε χορήγηση νέων πιστώσεων σε επιχειρήσεις. Σήμερα δεν υπάρχει καμία λίστα αναμονής αναπτυξιακών επενδύσεων, ούτε καν επεξεργασμένα κριτήρια χορηγήσεων με κίνδυνο να κατανεμηθούν πρόχειρα και πελατειακά.

(δ) **Το Πρόγραμμα του Ε' ΚΠΣ** ύψους 11-15 δις Ευρώ. Στα προηγούμενα ΚΠΣ τα κριτήρια επιλογής έργων και περιφερειών αφορούσαν κυρίως την συνοχή και την στήριξη του υφιστάμενου δυναμικού, και λιγότερο την δημιουργία νέας παραγωγικής ικανότητας. Αυτό ήταν συμβατό με την αποκεντρωμένη δομή διοίκησης και συχνά κατέληγε σε μεγάλη διασπορά των έργων. Το νέο Πρόγραμμα βασίζεται εξ' ολοκλήρου σε κριτήρια ανταγωνιστικότητας, προστιθέμενης αξίας και εξωστρέφειας.

2.5. ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΚΑΙ ΠΟΙΟΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΘΕΣΜΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Προκειμένου οι Έλληνες πολίτες να έχουν πρόσβαση σε καλά αμειβόμενες θέσεις εργασίας και υψηλά εισοδήματα, και αυτό να συμβαίνει σε βιώσιμη βάση, η οικονομία πρέπει να είναι ανταγωνιστική. Αν η οικονομία δεν είναι ανταγωνιστική και τα εισοδήματα εξακολουθούν να είναι υψηλά, αυτό απαραίτητα σημαίνει ότι χρήματα εισρέουν από το εξωτερικό υπό μορφή μεταβιβάσεων (π.χ. από την ΕΕ) ή εξωτερικού δανεισμού. Και στις δύο περιπτώσεις, τα υψηλά εισοδήματα δεν είναι βιώσιμα: Οι μεταβιβάσεις της ΕΕ δεν θα υφίστανται για πάντα και ο εξωτερικός δανεισμός συνεπάγεται χαμηλά εισοδήματα στο μέλλον.

Οι επιδόσεις της Ελλάδας την τελευταία δεκαετία αποδεικνύουν τη σημασία της ανταγωνιστικότητας. Κατά τη χρονική περίοδο 2000-8, η Ελλάδα αύξησε το ΑΕΠ της με ρυθμό διπλάσιο του μέσου όρου των 27 χωρών της ΕΕ και μείωσε το ποσοστό της ανεργίας με επίσης διπλάσιο ρυθμό. Η ταχεία αύξηση του ΑΕΠ αντικατοπτρίστηκε και στα εισοδήματα, τα οποία αυξήθηκαν ταχύτερα στην Ελλάδα απ' ό,τι στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες. Όπως όμως έγινε σαφές κατά την πρόσφατη κρίση, αυτός ο ρυθμός ανάπτυξης δεν ήταν βιώσιμος, διότι δεν οφειλόταν σε βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. Πράγματι, η ανταγωνιστικότητα της Ελλάδας, η οποία ήταν ήδη χαμηλή εντός της ΕΕ στην αρχή της τελευταίας δεκαετίας, μειώθηκε ακόμη περισσότερο. Για παράδειγμα, το 2002, οκτώ χώρες στην ΕΕ των 27 μελών ήταν λιγότερο ανταγωνιστικές από την Ελλάδα. Το 2008, υπήρχε μόνο μία (η Βουλγαρία).

Η ανάπτυξη και η δημιουργία θέσεων εργασίας την περίοδο 2000-08 οφειλόταν κυρίως στα χρήματα που δανείζονταν οι κυβερνήσεις από το εξωτερικό και με τα οποία τροφοδοτούσαν την οικονομία. Για παράδειγμα, κάποια από τα χρήματα αυτά δαπανήθηκαν σε δημόσιες υποδομές, προκαλώντας έτσι αύξηση της δραστηριότητας και δημιουργία θέσεων εργασίας στον κατασκευαστικό κλάδο. Η ανάπτυξη και η δημιουργία θέσεων εργασίας μεταφέρθηκαν και σε άλλους τομείς της οικονομίας, καθώς όσοι απολάμβαναν αυξημένα εισοδήματα ξόδευαν περισσότερο σε άλλα αγαθά και υπηρεσίες. Για παράδειγμα, όσοι απασχολούνταν στον κατασκευαστικό κλάδο μπορούσαν να ξοδεύουν περισσότερα χρήματα σε διακοπές,

αυξάνοντας έτσι τη δραστηριότητα και δημιουργώντας θέσεις εργασίας στον τουριστικό κλάδο, και ούτω καθεξής.

Η μόνη λύση για την αποφυγή μιας παρατεταμένης κρίσης στην Ελλάδα και για την αύξηση των εισοδημάτων σε βιώσιμη βάση έγκειται στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Το μόνο πλεονέκτημα που προκύπτει από την απογοητευτικά χαμηλή ανταγωνιστικότητα της Ελλάδας είναι ότι υπάρχει μεγάλο περιθώριο βελτίωσης και ανάπτυξης.

Επισημαίνεται ότι μια οικονομία είναι ανταγωνιστική όταν επιτρέπει στις επιχειρήσεις και στους εργαζόμενους να είναι παραγωγικοί. Όταν η παραγωγικότητα είναι υψηλή, οι επιχειρήσεις μπορούν να πληρώνουν υψηλούς μισθούς, και έτσι τα εισοδήματα είναι υψηλά. Επιπλέον, η οικονομία είναι σε θέση να προσελκύσει επενδύσεις από ξένες επιχειρήσεις, γεγονός που δημιουργεί περισσότερες θέσεις εργασίας και αυξάνει περαιτέρω τα εισοδήματα.

Ο κύριος παράγοντας που καθορίζει την ανταγωνιστικότητα είναι το σύνολο των κανόνων που διέπουν τη λειτουργία των αγορών. Αυτοί οι κανόνες πρέπει να προωθούν τον ανταγωνισμό, τις επενδύσεις και την επιχειρηματικότητα. Κανόνες που έχουν σχεδιαστεί καλά και εφαρμόζονται αυστηρά μπορούν να καταστήσουν μία χώρα ανταγωνιστική και εύπορη.

Δεδομένου ότι η ελληνική οικονομία διέπεται από αυστηρές και αναποτελεσματικές ρυθμίσεις, η μεταρρύθμιση του ρυθμιστικού πλαισίου θα επιφέρει μεγάλα οφέλη. Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (Scarpetta και Tressel 2002) μία εκ βάθρων μεταρρύθμιση μπορεί από μόνη της να αυξήσει την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, και εν τέλει τα εισοδήματα των Ελλήνων πολιτών, σε ποσοστό μεγαλύτερο του 15%. Με αυτόν τον τρόπο μπορούν να αντιστραφούν πλήρως οι αρνητικές επιπτώσεις της κρίσης στα εισοδήματα.

Σε συνδυασμό με τη θέσπιση σωστών κανόνων λειτουργίας των αγορών, απαραίτητο συστατικό για την αύξηση της ανταγωνιστικότητας είναι ένα μορφωμένο εργατικό δυναμικό: με αυτόν τον τρόπο αυξάνεται η παραγωγικότητα των υπαρχουσών επιχειρήσεων και προσελκύονται νέες, ιδιαίτερα όσες απασχολούνται στον τομέα των προηγμένων τεχνολογιών και δραστηριοτήτων υψηλής ανάπτυξης. Η Ελλάδα πρέπει να βελτιώσει με δύο τρόπους την επίδοσή της στον τομέα της παιδείας: διαθέτοντας περισσότερους πόρους και διασφαλίζοντας ότι αυτοί οι πόροι χρησιμοποιούνται πιο παραγωγικά. Θα πρέπει επίσης να επενδύσει περισσότερο στον τομέα της έρευνας και ανάπτυξης (R&D), για τον οποίο διατίθενται προς το παρόν

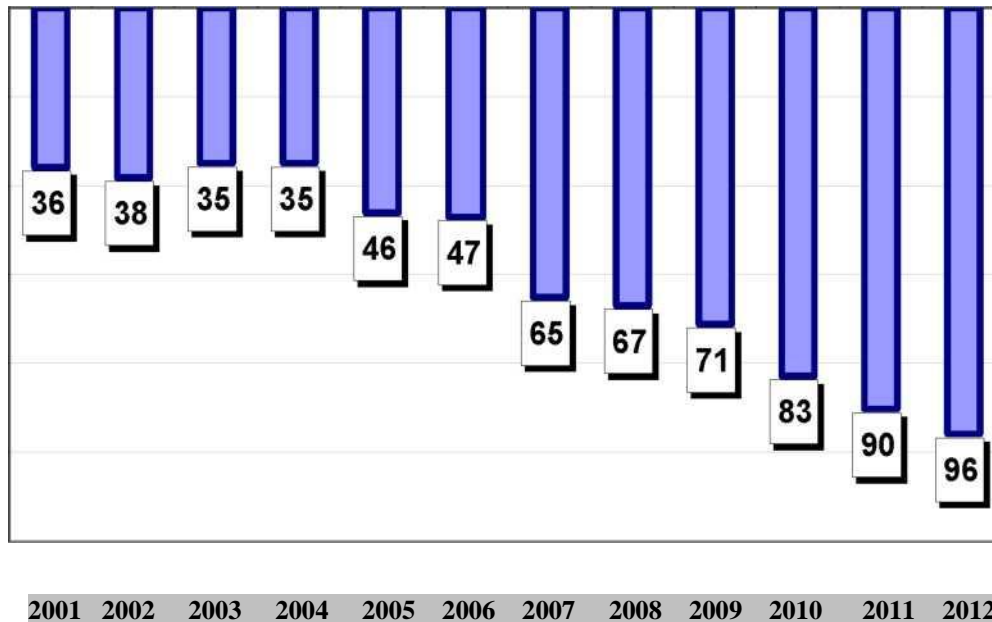
πολύ περιορισμένοι πόροι. Για παράδειγμα, η Ελλάδα επένδυσε μόνο το 0.6% του ΑΕΠ της στον τομέα της έρευνας και ανάπτυξης το 2007. Ο μέσος όρος στις 30 χώρες του ΟΟΣΑ ήταν 2%, και η Ελλάδα κατατάσσεται στην προτελευταία θέση.

Μία βελτίωση στην παιδεία θα αποφέρει καρπούς μόνο αν συνδυαστεί με μεταρρύθμιση του ρυθμιστικού πλαισίου που θα διευκολύνει τη λειτουργία επιχειρήσεων στην Ελλάδα. Σε διαφορετική περίπτωση, οι επιχειρήσεις προηγμένων τεχνολογιών και υψηλής ανάπτυξης δεν θα δραστηριοποιηθούν στην Ελλάδα αλλά αντί αυτού πολλοί Έλληνες που θα εργάζονταν σε τέτοιες επιχειρήσεις θα μεταναστεύσουν στο εξωτερικό. Η προσέλκυση επιχειρήσεων (μέσω της μεταρρύθμισης του ρυθμιστικού πλαισίου) θα εμποδίσει τη μετανάστευση εξειδικευμένου δυναμικού από την Ελλάδα, ενώ παράλληλα θα έχει ως αποτέλεσμα την επιστροφή μορφωμένων Ελλήνων που μετακινήθηκαν στο εξωτερικό αναζητώντας καλύτερες ευκαιρίες για την καριέρα τους.

Η ανάγκη θεσμικής ανασυγκρότησης στην Ελλάδα είναι διάχυτη. Σε πρόσφατη διεθνή κατάταξη ανταγωνιστικότητας η Ελλάδα παρουσιάζεται να κατρακύλησε ακόμα περισσότερο χάνοντας 60 θέσεις σε σύγκριση με δέκα χρόνια πριν. Τα τελευταία χρόνια εφαρμογής του Μνημονίου έχασε 25 θέσεις, παρά την βίαιη μείωση του κόστους εργασίας.

Ποιοι είναι όμως οι λόγοι της κατάρρευσης και κανείς δεν θέλει να επενδύσει πλέον στην Ελλάδα; Μείζων αιτία είναι προφανώς η μακροοικονομική κρίση. Εξίσου όμως δραματική είναι και η κατάρρευση της θεσμικής αξιοπιστίας, εξαιτίας της δυσλειτουργίας του πολιτικού συστήματος, της διοικητικής παράλυσης και της χαώδους αβεβαιότητας της δικαιοσύνης. Ο σχετικός δείκτης έπεσε κατά 70 θέσεις την προηγούμενη δεκαετία και κατά 41 την περίοδο 2009-2012. Εκεί ίσως βρίσκεται και το κλειδί για μια διαφορετική πορεία, καθώς ο πιο σύντομος δρόμος σταθεροποίησης της Ελλάδας μέσα στην Ευρωζώνη είναι ένα σχέδιο με θεσμικές αλλαγές στον τρόπο λειτουργίας του πολιτικού συστήματος, της διοίκησης και της δικαιοσύνης.

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΓΕΝΙΚΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ



Πηγή: World Economic Forum, διάφορα έτη

Τα θέματα είναι πολλά, άλλα εύκολα, άλλα περίπλοκα. Θα πρέπει όμως να εστιάσουμε σε ορισμένους μόνο τομείς με τα εξής κριτήρια:

- (α) Να έχουν πολλαπλασιαστικό χαρακτήρα, οδηγώντας σε νέες αλλαγές.
- (β) Οι αλλαγές να έχουν άμεση επίδραση στην ισονομία, την καλύτερευση των πιο ευάλωτων, στην μείωση των ανισοτήτων μεταξύ εργαζομένων ιδιωτικού και δημόσιου τομέα και τελικά περισσότερη οικονομική ανάπτυξη και δικαιότερη συμμετοχή.

Με βάση αυτά τα κριτήρια οι θεσμικές αλλαγές που πρέπει να ακολουθήσουν είναι οι εξής:

1. Οικοδόμηση ενός Ενιαίου Εθνικού Ασφαλιστικού Συστήματος.

Θα περιλαμβάνει δημόσιο και ιδιωτικό τομέα με τους ίδιους κανόνες εφεξής, χωρίς να καταργεί το κεκτημένο κλάσμα των ήδη θεμελιωμένων δικαιωμάτων. Προφανώς συμμετέχει με τους ίδιους κανόνες και όλο το πολιτικό προσωπικό, νυν και προγενέστερο.

2. Ανασχεδιασμός του κράτους, όχι όμως ισοπεδωτικά.

Αυτό είναι πλέον αναγκαίο, αλλά δεν πρέπει να γίνει με οριζόντια συνταγή και ισοπεδωτικές διαδικασίες. Στο δημόσιο δεν είναι ούτε όλοι άχρηστοι όπως φαντασιώνονται οι ζηλωτές του μηδενικού κράτους, ούτε όλοι χρήσιμοι όπως

διαλαλούν οι συνδικαλιστές. Η αυστηρή αξιολόγηση τους και η απομάκρυνση όσων δεν προσφέρουν τίποτα θα είναι μια έμπρακτη αποθάρρυνση για το πελατειακό σύστημα που τόσο εξόφθαλμα τους ευνόησε, ενώ οι πολλοί και άξιοι υπάλληλοι που θα παραμείνουν θα έχουν περισσότερα κίνητρα να δουλέψουν.

3. Ανασχεδιασμός περιφερειακής αποκέντρωσης

Πολλοί πίστευαν ότι η περιφερειακή αποκέντρωση θα επέλυε από μόνη της προβλήματα αποτελεσματικότητας, διαφάνειας, συμμετοχής και ανάπτυξης. Σήμερα ξέρουμε ότι σε πολλούς από τους στόχους αυτούς έχει αποτύχει δραματικά. Μάλιστα με τις αιρετές περιφέρειες, η κατάσταση έχει επιδεινωθεί ακόμα περισσότερο και επικρατεί πλήρης σύγχυση αρμοδιοτήτων. Το σύστημα είναι θεσμικά αλλόκοτο, οικονομικά σπάταλο και αναπτυξιακά αποτυχημένο. Χρειάζεται ένας συνολικός επανασχεδιασμός του συστήματος αποκέντρωσης με:

(α) Σαφώς λιγότερες περιφέρειες.

(β) Σαφώς λιγότερο πολιτικό προσωπικό και ανάλογες προσαρμογές της κοινοβουλευτικής εκπροσώπησης.

(γ) Εκλογίκευση αρμοδιοτήτων αλλά και ευθύνης μεταξύ κεντρικού κράτους και περιφέρειας.

Ταυτόχρονα με την ενεργοποίηση των αναπτυξιακών εργαλείων, το 2013 μπορεί να αναδειχθεί σε έτος θεσμικής ανασυγκρότησης, πολιτικών μεταρρυθμίσεων, ενίσχυσης της αξιοπιστίας της οικονομίας και επιδιόρθωσης του διαλυμένου και διασυρμένου κύρους της χώρας. Οι αλλαγές πρέπει αυτή την φορά να περιβληθούν με συνταγματικές εγγυήσεις για την διευκόλυνση των επενδύσεων και την απαγόρευση μελλοντικών ανεξέλεγκτων προϋπολογισμών. Μόνο έτσι θα αποκτήσουν διάρκεια και αξιοπιστία και δεν θα κινδυνεύσουν να ανατραπούν από τα κάθε λογής πελατειακά συστήματα.

Με δεδομένη την αναθεώρηση του Συντάγματος το 2014, υπάρχει ελάχιστος χρόνος προετοιμασίας, έγκρισης και εφαρμογής. Εάν όμως καταφέρουμε να δρομολογηθεί μια τέτοια πορεία, η Ελλάδα θα εμπεδώσει τα συγκριτικά της πλεονεκτήματα και θα προσελκύσει πολλές νέες επενδύσεις, ξαναμπαίνοντας σε τροχιά ανάπτυξης και απασχόλησης.

Διαφορετικά χωρίς ανάπτυξη και χωρίς επαναφορά της θεσμικής αξιοπιστίας, η χώρα τον επόμενο χρόνο ίσως αναγκαστεί να κηρύξει στάση πληρωμών. Μετά εν μέσω ανεξέλεγκτων κοινωνικών αναταραχών θα ζητήσει η ίδια να φύγει από το Ευρώ, χωρίς να χρειαστεί να την διώξει κανείς. Παρά τις ολέθριες συνέπειες που θα

έχει μια τέτοια εξέλιξη, βλέπουμε ότι κάθε μέρα όλο και περισσότεροι θεωρούν αυτό το ενδεχόμενο ως μια νέα ευκαιρία για την χώρα που μόνο έτσι θα μπορέσει να κάνει μεγάλη υποτίμηση για να αυξήσει τις εξαγωγές και την απασχόληση.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η ώθηση στις μεταρρυθμίσεις σε περιόδους κρίσεων μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι οι κρίσεις αποκαλύπτουν τις διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας, οι οποίες συγκαλύπτονταν κατά τη διάρκεια της ανοδικής φάσης του οικονομικού κύκλου, αυξάνουν την πολιτική πίεση στις κυβερνήσεις ώστε να δράσουν άμεσα και μειώνουν την αντίσταση στην αλλαγή. Στο πλαίσιο αυτό, η Ελλάδα γίνεται δέκτης συστάσεων (π.χ. πλέον πρόσφατα το Φεβρουάριο 2009 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και από την Τράπεζα της Ελλάδος) για επιτάχυνση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων σε τομείς όπως οι αγορές εργασίας και προϊόντων, στο ασφαλιστικό/συνταξιοδοτικό καθώς και στην ποιότητα άσκησης της δημοσιονομικής πολιτικής, ώστε να ενισχυθεί η ευρωστία (resilience) της οικονομίας και η μακροχρόνια βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών (fiscal sustainability).

Όμως, πρέπει να γίνει δεκτό ότι οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, ενώ ενισχύουν την ευρωστία της οικονομίας και τη μακροχρόνια δυναμική ανάπτυξη, ενδέχεται να έχουν και σημαντικές βραχυχρόνιες επιπτώσεις τόσο στην οικονομική δραστηριότητα όσο και στην αναδιανομή του παραγόμενου εισοδήματος. Υπό το φως της παρούσας παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, με δεδομένη την αδυναμία του εξωτερικού περιβάλλοντος (π.χ. πτώση εξωτερικής ζήτησης και επενδύσεων), είναι σημαντικό να προωθηθούν εκείνες οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις οι οποίες ενισχύουν την συνολική εσωτερική ζήτηση.

Οι οικονομικές πολιτικές των τριών τελευταίων δεκαετιών έφεραν την Ελλάδα στα πρόθυρα της χρεοκοπίας. Μεταρρυθμίσεις που εφαρμόστηκαν σε άλλες χώρες πολλά χρόνια νωρίτερα αναβάλλονταν συνεχώς στην Ελλάδα. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα η χώρα να μείνει πολύ πίσω, και να βρεθεί με ένα μη παραγωγικό δημόσιο τομέα, ένα άνισο και αναποτελεσματικό σύστημα συλλογής φόρων, ένα μη βιώσιμο συνταξιοδοτικό σύστημα, και ένα περιοριστικό και αναποτελεσματικό ρυθμιστικό πλαίσιο στην οικονομία, η ανταγωνιστικότητα της οποίας είναι χαμηλή και μειώνεται συνεχώς.

Η έλλειψη μεταρρυθμίσεων είναι ιδιαίτερα οδυνηρή για τη νέα γενιά. Η παιδεία που παρέχεται στους νέους υστερεί σε σύγκριση με τα διεθνή πρότυπα. Μετά

από την ολοκλήρωση των σπουδών τους, οι νέοι αντιμετωπίζουν δυσκολίες κατά την είσοδό τους στην αγορά εργασίας, καθώς το περιοριστικό ρυθμιστικό πλαίσιο αποθαρρύνει τις επενδύσεις και τη δημιουργία θέσεων εργασίας. Όταν τελικά οι νέοι βρουν δουλειά, οι φόροι που θα τους επιβληθούν θα είναι υψηλοί ώστε να αποπληρωθεί το χρέος που συσσωρεύτηκε από προηγούμενες κυβερνήσεις, ενώ οι κοινωνικές εισφορές τους θα είναι αυξημένες ώστε να καλύπτουν τις γενναιόδωρες συντάξεις. Αν η Ελλάδα δεν μεταρρυθμίσει άμεσα την οικονομία της, υπάρχει κίνδυνος ένα μεγάλο μέρος της νέας γενιάς να μεταναστεύσουν στο εξωτερικό.

Το μόνο θετικό στοιχείο σχετικά με την τρέχουσα οικονομική κατάσταση στην Ελλάδα είναι ότι υπάρχει μεγάλο περιθώριο βελτίωσης. Πράγματι, υπάρχουν συγκεκριμένες μεταρρυθμίσεις που θα επιτρέψουν στη χώρα να ανακτήσει το χαμένο έδαφος. Οι μεταρρυθμίσεις τις οποίες συμφώνησε η Ελλάδα με τους δανειστές της κινούνται προς τη σωστή κατεύθυνση και πρέπει να υποστηριχθούν.

Η σοβούσα κρίση απειλεί να λάβει παγκοσμίως διαστάσεις καταστροφής. Αυτή τη δύσκολη χρονική στιγμή θα πρέπει σε γενικές γραμμές όλο το «Σύστημα» να λειτουργήσει θετικά, φροντίζοντας να μετατρέψει τις απειλές που προκύπτουν από την παγκόσμια ύφεση σε ευκαιρίες Ανασύνταξης δυνάμεων, Επίλυσης προβλημάτων και τελικά επιθετικής πολιτικής Ανάπτυξης και Ποιοτικής Αναδιάρθρωσης των Προϊόντων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Εντυπη

1. Acharya V., Philippon T., Richardson M., and Roubini N., (2009), “The financial Crisis of 2007-2009: Causes and remedies”, New York University Salomon Center and Wiley periodicals, Inc.
2. Ackerman J., (2008), “The Subprime Crisis and its Consequences”, Journal of Financial Stability, Vol.4 329-337
3. Aiginger K., (2009), “The current Economic Crisis: Causes, Cures and Consequences” WIFO working papers, No.341.
4. Askenazy P. και D. Cohen, (2010), «Οικονομική κρίση: αίτια και προοπτικές», ΠΟΛΙΣ
5. Blundell-Wignall A., Atkinson P., and Lee S., (2008), “The current Financial Crisis: Causes and Policy Issues”, OECD Journal: Financial market Trends, Vol. 2009/1, No.96
6. Duca J. V., Muellbauer J., Murphy A., (2010), “Housing Markets and the Financial Crisis of 2007-2009: Lessons for the Future”, Journal of Financial Stability,6, 203-217
7. Lastra R.M., and Wood G., (2010), “The Crisis of 2007-2009: Nature, Causes and Reactions”, Journal of International Economic Law, Vol.13, No.3, 531-550.
8. Lo A.W.,(2008), “Hedge Funds, Systemic Risk and Financial Crisis of 2007-2008”, House Oversight Committee Testimony, Working paper, Cambridge, MA: MIT Sloan School of Management and National Bureau of Economic Research.
9. Marer P., (2010), “The Global Economic Crisis: Impacts on Eastern Europe”, Acta Oeconomica, Vol.60, No.1, 3-33.
10. Morgan J., (2009), “The Limits of Central Bank Policy: Economic Crisis and the Challenge of Effective Solutions”, Cambridge Journal of Economics, Vol.33, 581-608
11. Poole W.,(2010), “Causes and Consequences of the Financial Crisis of 2007-09”, Harvard Journal of Law & Public Policy, Vol.33, No.2, 421-441.

12. Taylor J., (2009), “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of what went wrong”, NBER Working Paper No.14631, National Bureau of Economic Research, Inc.
13. White W., (2008), “Past Financial Crisis, the current Financial Turmoil, and the need for a new Macrofinancial Stability Framework”, *Journal of Financial Stability*, Vol.4, 307-312
14. Βαρουφάκης Γ., (2012), «Παγκόσμιος Μινώταυρος», εκδόσεις Λιβάνη
15. Cappelen, A., F. Castellacci, J. Fagerberg, B. Verspagen, “The Impact of EU Regional Support on Growth and Convergence in the European Union”, *The Journal of Common Market Studies*, 41 (4), 2003, pp. 621-644.
16. Krugman P. and Maurice Obstfeld, (July 26, 2002) “INTERNATIONALECONOMICS”, 6 edition, Addison Wesley
17. Sklias P., Galatsidas G (2010)., “*The political economy of the Greek crisis – Roots, causes and perspectives for sustainable development*”, *Middle Eastern Finance and Economics*, Issue 7, pp. 166-177
18. Spanou C. (2008), “*State reform in Greece: responding to old and new challenges*”, *International Journal of Public Sector Management*, vol. 21, issue 2, pp.150 – 173
19. KOTIOS A., GALANOS G. & PAVLIDIS G. (2011). Greece and the Euro: ‘The Chronicle of an Expected Collapse’. *Intereconomics*, Vol. 46 (5), pp. 263-269
20. Ross, M. L., “The Political Economy of the Resource Curse”, *World Politics*, 51, 1999, pp. 297-322.
21. Θαλασσινός Ε. , Σταματόπουλος Θ.,(1998), «ΔΙΕΘΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ», Εκδόσεις Σταμούλη

Ηλεκτρονική

22. Reavis C., (2009), “The Global Financial Crisis Of 2008-2009: The role of Greed, Fear and obligarchs ”, MIT Sloan Management, Διαθέσιμο:[https://mitsloan.mit.edu/MSTIR/GlobalFinancialCrisis/Crisis-2008-2009/Documents/09-093The Financial Crisis of 2008-2009.pdf](https://mitsloan.mit.edu/MSTIR/GlobalFinancialCrisis/Crisis-2008-2009/Documents/09-093The%20Financial%20Crisis%20of%202008-2009.pdf)(22 Ιουλίου 2009)
23. <http://www.politicalanimal.gr/archives/1661>

24. Seneviratne D., (2009), “Global Financial Crisis- Lessons for the Future”, Διαθέσιμο:http://www.apbsrilanka.org/articales/21_ann/21_pdf_docs/09_Dimanthha_Senevirathne.pdf.
25. http://el.wikibooks.org/wiki/%CE%9F%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%AE_%CE%BA%CF%81%CE%AF%CF%83%CE%B7._%CE%91%CE%B9%CF%84%CE%AF%CE%B5%CF%82_%CE%BA%CE%B1%CE%B9_%CE%B1%CF%80%CE%BF%CF%84%CE%B5%CE%BB%CE%AD%CF%83%CE%BC%CE%B1%CF%84%CE%B1
26. <http://blogs.eliamep.gr/koutsiaras/i-ikonomiki-krisi-ke-i-politiki-stin-evropi-i-ora-ton-metrimenon-prosdokion-%E2%80%93-meros-i/>
27. <http://www.proeuro.gr/articles.php?artid=2705&lang=1&catid=1>
28. http://www.hardouvelis.gr/FILES/PROFESSIONAL%20WORK/Economy%20and%20Markets%20IV_8_DEC2009.pdf