

**Τ.Ε.Ι ΚΡΗΤΗΣ**



**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ & ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»**

**«Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση της  
Τριπλής Κρίσης Χρέους»**

Διπλωματική Εργασία  
Που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι ΚΡΗΤΗΣ ως μέρος  
των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος  
Ειδίκευσης στην Λογιστική και Ελεγκτική από τον

**ΛΑΜΠΡΑΚΗ ΧΑΡΑΛΑΜΠΟ Α.Μ.:133**

ΗΡΑΚΛΕΙΟ  
ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2015

## Δήλωση αυθεντικότητας

*« Ο μεταπτυχιακός φοιτητής που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη-κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικός-ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λπ.), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου ».*

Λαμπράκης Χαράλαμπος

## **Σελίδα Τριμελούς Εξεταστικής Επιτροπής**

*« Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή επιτροπή η οποία ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του τμήματος Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης , σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική».*

*Τα μέλη της επιτροπής ήταν*

- *ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Θ. ΣΤΑΜΑΤΟΠΟΥΛΟΣ (Επιβλέπων)*
- *ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ Ψιμάρνη-Βούλγαρη Φωτεινή (Μέλος)*
- *ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Φλώρος Χρήστος (Μέλος)*

*Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.»*

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ – ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα εργασία ασχολείται με τη Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση της Τριπλής Κρίσης Χρέους.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά όλους τους καθηγητές του Π.Μ.Σ. «Λογιστική και Ελεγκτική» του τμήματος Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης για την ουσιαστική συνεισφορά τους μέχρι και την ολοκλήρωση των σπουδών μου.

Οι θερμότερες ευχαριστίες μου εκφράζονται στον Κύριο Σταματόπουλο Θεόδωρο, ο οποίος ως επιβλέπων καθηγητής, μου πρόσφερε πολύτιμες γνώσεις, βοήθεια αλλά και αμέριστη συμπαράσταση για την εκπόνηση της παρούσας εργασίας.

Επιπλέον θα ήθελα να απευθύνω τις αυτονόητες ευχαριστίες μου στα μέλη της οικογένειάς μου τα οποία επέδειξαν πραγματική υπομονή και μου παρείχαν κάθε απαραίτητη ενθάρρυνση και υποστήριξη, προκειμένου να ολοκληρώσω τόσο το συγκεκριμένο μεταπτυχιακό πρόγραμμα, όσο και την ανά χείρας εργασία.

Περιτό, τέλος, να σημειωθεί ότι για κάθε παράλειψη ή άλλης μορφής ατέλεια της μελέτης αποκλειστικά βαρύνεται ο συγγραφέας και μόνο.

Στους Γονείς μου και τη σύντροφό μου....

## Περιεχόμενα

<b>Abstract.....</b>	<b>9</b>
<b>Περίληψη.....</b>	<b>10</b>
<b>Εισαγωγή.....</b>	<b>12</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 Η Ευρωπαϊκή Ένωση ως Θεσμός.....</b>	<b>16</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 Αιτίες τρέχουσας οικονομικής κρίσης.....</b>	<b>20</b>
2.1 Παράγοντες-αιτίες.....	20
2.2 Συνέπειες.....	24
2.3 Η περίπτωση της <i>Lehman Brothers</i> .....	25
2.4 Η οικονομική κατάσταση πριν από την κατάρρευση της <i>Lehman Brothers</i> .....	26
2.5 Η οικονομική κατάσταση μετά την κατάρρευση της <i>Lehman</i> .....	32
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 Κρίση του '29 και σύγκρισή της με την σημερινή.....</b>	<b>35</b>
3.1 Γενικά χαρακτηριστικά της κρίσης του '29.....	35
3.2 Ομοιότητες και διαφορές των δύο κρίσεων.....	37
3.3 Ανταπόκριση από την πολιτεία τότε και τώρα.....	40
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 Κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης με ιδιαίτερα οικονομικά προβλήματα.....</b>	<b>42</b>
4.1 Ιρλανδία.....	42
4.2 Πορτογαλία.....	43
4.3 Ιταλία.....	44
4.4 Ισπανία.....	46
4.5 Ελλάδα.....	48
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 Αποτελέσματα Δημοσιονομικής Πολιτικής.....</b>	<b>52</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 Η Τριπλή Φύση της Κρίσης στην Ευρωζώνη.....</b>	<b>57</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 Θεωρία Minsky και τρέχουσα οικονομική κρίση.....</b>	<b>61</b>
7.1 Θεωρία Minsky.....	61
7.2 Σταδία Bagnai.....	65
7.3 Εμπειρική Διερεύνηση των σταδίων Minskyan Cycle of peripheral country's crisis (Frenkel and Rapetti, 2009).....	68
7.4 Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης.....	78
7.4.1 Βιβλιογραφική ανασκόπηση για το ρόλο των οίκων αξιολόγησης.....	80
7.4.2 Εμπειρική διερεύνηση.....	82
7.4.3 Συμπεράσματα.....	89
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 Ο Άνθρωπος πίσω από την Κρίση.....</b>	<b>91</b>

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 Συμπεράσματα .....</b>	<b>98</b>
<b>Βιβλιογραφία .....</b>	<b>105</b>
<b>Παράρτημα .....</b>	<b>116</b>

## **ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ**

### **ΠΙΝΑΚΕΣ**

<b>Πίνακας 7.3.1.....</b>	<b>69</b>
<b>Πίνακας 7.3.2.....</b>	<b>70</b>
<b>Πίνακας 7.3.3.....</b>	<b>71</b>
<b>Πίνακας 7.3.4.....</b>	<b>72</b>
<b>Πίνακας 7.3.5.....</b>	<b>73</b>
<b>Πίνακας 7.3.6.....</b>	<b>74</b>
<b>Πίνακας 7.4.1.....</b>	<b>84</b>
<b>Πίνακας 7.4.2.....</b>	<b>85</b>
<b>Πίνακας 7.4.3.....</b>	<b>85</b>
<b>Πίνακας 7.4.4.....</b>	<b>86</b>
<b>Πίνακας 7.4.5.....</b>	<b>88</b>
<b>Πίνακας 7.4.6.....</b>	<b>88</b>

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Διαγράμματα 7.4.1.....	83
Διαγράμματα 7.4.2.....	87



# **Theoretical and Empirical Approach of the Triple Crisis in Europe**

## **Abstract**

### **Purpose**

The aim of the present survey was the study of the threefold crisis, which the European area has been experiencing for the past years.

### **Design/methodology/approach**

The methodology that was initially used was an approach of comparison between the current crisis and the crisis of '29, and then a research was conducted for the confirmation or not of the Minsky Theory for the less developed countries. In addition, a survey was made for the role of the rating agencies through an econometric model.

### **Findings**

It was concluded that the crisis, that is evolving today, is multi-dimensional with both economic and social aspects, while the fields that were effected were the banking sector, the sovereign debts and the economic growth. Also, we comprehended that drastic measures taken by the rating agencies are necessary, in order for the trust coming from the investors and the reliability of the agencies to be restored. Furthermore, the seven stages of Minsky Theory according to Frenkel and Rapetti was verified. Finally, the project indicates that an important part of the measures, which have been applied aiming to the improvement of the economic state of Europe, have been put on the wrong foot.

### **Research limitations/implications**

There were limitations as far as for the quantitative data, which were used for the econometric models for the rating agencies, are concerned. As a consequence, data of relatively few years were deployed. Moreover, the validity of the Minsky Theory could be expanded to economies outside Europe. Finally, more variables can be studied in order for the validity of the Minsky Theory to be examined

### **Practical implications**

Thus the findings could be used for the conformation of a new social frame in the country, while the conclusions of the survey can be used by the central designer of an economy. It is clear that the findings must be taken full advantage in order for mistakes, omissions and deficiencies not to be repeated both at times of economic rise and times of crisis or recession.

**Keywords:** threefold crisis, Europe, rating agencies, fiscal policy

## **Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση της Τριπλής Κρίσης Χρέους στην Ευρώπη**

### **Περίληψη**

#### **Σκοπός**

Σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν η μελέτη της τριπλής κρίσης, την οποία βιώνει ο ευρωπαϊκός χώρος τα τελευταία έτη.

#### **Σχεδιασμός/ Μεθοδολογία/ Προσέγγιση**

Η μεθοδολογία, που χρησιμοποιήθηκε ήταν αρχικά μία προσέγγιση σύγκρισης της τρέχουσας κρίσης με την κρίση του '29, ενώ στη συνέχεια πραγματοποιήθηκε μία διερεύνηση για το αν ισχύει η θεωρία του Minsky για τις λιγότερο αναπτυγμένες οικονομίες. Επιπλέον διεξήχθη μελέτη του ρόλου των οίκων αξιολόγησης μέσω οικονομετρικού υποδείγματος.

#### **Ευρήματα**

Συμπερασματικά, η κρίση που εκτυλίσσεται σήμερα είναι πολυδιάστατη με πτυχές τόσο οικονομικές όσο και κοινωνικές, ενώ οι τομείς που επηρεάστηκαν ήταν ο τραπεζικός, τομέας, τα κρατικά χρέη και η οικονομική μεγέθυνση. Επίσης, έγινε κατανοητό ότι τα δραστικά μέτρα από τους οίκους αξιολόγησης είναι αναγκαία προκειμένου να ανακτηθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών και η αξιοπιστία τους. Επιπροσθέτως, έγινε επαλήθευση των επτά σταδίων της θεωρίας του Minsky κατά

τους Frenkel and Rapetti Τέλος, το έργο καταδεικνύει ότι ένα σημαντικό μέρος των μέτρων, που έχουν παρθεί, με στόχο τη βελτίωση της οικονομικής κατάστασης της Ευρώπης, είναι τοποθετημένο σε λάθος βάση.

### **Περιορισμοί Έρευνας**

Υπήρξαν περιορισμοί όσον αφορά στην πρόσβαση των ποσοτικών δεδομένων, που χρησιμοποιήθηκαν στο οικονομετρικό μοντέλο, το οποίο αφορά στους ολικούς αξιολόγησης. Ως αποτέλεσμα μπόρεσαν να αξιοποιηθούν δεδομένα λίγων σχετικά ετών. Συν τοις άλλοις, η ισχύς της θεωρίας του Minsky μπορεί να μελετηθεί και σε οικονομίες που βρίσκονται εκτός Ευρώπης. Τέλος, περισσότερες μεταβλητές μπορούν να μελετηθούν προκειμένου να εξεταστεί η ισχύς της Θεωρίας του Minsky

### **Πρακτικές Εφαρμογές**

Τα ευρήματα θα μπορούσαν ώστε να χρησιμοποιηθούν για τη διαμόρφωση ενός νέου κοινωνικού πλαισίου στη χώρα, ενώ τα συμπεράσματα της εργασίας μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τον κεντρικό σχεδιαστή μίας οικονομίας Γίνεται σαφές ότι τα ευρήματα θα πρέπει να αξιοποιηθούν προκειμένου να μην επαναληφθούν λάθη, παραλήψεις και αστοχίες τόσο σε περίοδο οικονομικής ανόδου όσο και σε περίοδο κρίσης ή ύφεσης

**Λέξεις-κλειδιά:** τριπλή κρίση, Ευρώπη, οίκοι αξιολόγησης, δημοσιονομική πολιτική

## Εισαγωγή

Η ιστορία των οικονομικών συστημάτων έχει περάσει από πολλά στάδια. Με το πέρας των χρόνων η οικονομία γινόταν ολοένα και πιο περίπλοκη. Νέοι θεσμοί και διαδικασίες, καινούρια χρηματοοικονομικά προϊόντα και διαφορετικοί τύποι οικονομικών – χρηματοοικονομικών μονάδων έκαναν την εμφάνισή τους. Το καπιταλιστικό σύστημα, το τελευταίο εκ των συστημάτων, έχει χαρακτηριστεί ως το πιο επισφαλές σύστημα όσον αφορά τις οικονομικές κρίσεις. Ως βασικότερο επιχείρημα τίθεται ο έντονος ανταγωνισμός και η αδιάκοπη κερδοσκοπία. Συν τοις άλλοις, οι αγορές στο σύστημα αυτό τείνουν να γίνονται ολοένα και πιο περίπλοκες λόγω των καινοτόμων προϊόντων που επινοούνται για να καλύψουν την ακόρεστη επιθυμία για μεγιστοποίηση του κέρδους. Βασικό ζήτημα είναι επίσης και ο ρόλος της κρατικής παρέμβασης. Κατά πόσο το οικονομικό σύστημα μπορεί να εκκαθαριστεί από μόνο του και μέχρι ποιο βαθμό πρέπει ο παράγοντας κράτος να επιβάλλει περιορισμούς; Άλλοι αποδίδουν τις μεγάλες οικονομικές κρίσεις στους λεγόμενους οικονομικούς κύκλους, οι οποίοι λαμβάνουν χώρα, κάθε 50 περίπου χρόνια πράγμα που καθιστά αναπόφευκτα τέτοια φαινόμενα.

Τον καιρό αυτό, γίνονται εκτενείς συζητήσεις ως προς το ποιες είναι οι αιτίες της σημερινής κρίσης, ενώ οι συνέπειες μένουν ακόμα να εκτυλιχθούν. Το γεγονός ότι το φαινόμενο δεν έχει ακόμα εκδηλωθεί πλήρως και ενώ οι οικονομίες των χωρών βρίσκονται ακόμα στην διαδικασία αντιμετώπισής του, κάνει ακόμα πιο δύσκολο το έργο μας όσον αφορά στον εντοπισμό των βαθύτερων αιτιών του. Ενδεικτικό είναι πως ακόμα και για την κρίση του '29, η επιστημονική οικονομική κοινότητα δεν έχει ακόμα αποφανθεί ομοφώνως για το τι την προκάλεσε.

Το 2008 το ξέσπασμα της κρίσης μετασημάτισε τις μέχρι τότε ισορροπίες, και δημιούργησε νέες συνθήκες για την οικονομία σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι επιστήμονες του οικονομικού κλάδου έπρεπε να διαχειριστούν δεδομένα που είχαν μελετήσει σε θεωρητική βάση. Αν και η τεχνολογική και κοινωνική εξέλιξη ήταν μεγάλη κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών, η διάρθρωση των θεμάτων και οι συνέπειες της τρέχουσας κρίσης φέρουν κάποια κοινά σημεία με το κραχ του '29. Βάσει αρκετά μεγάλης κοινής αποδοχής η οικονομική κρίση, που άρχισε στις Η.Π.Α. και οξύνεται πλέον στο χώρο της Ευρώπης, δε φαίνεται να είναι προσωρινή, ενώ σχετίζεται με τη βάση του καπιταλιστικού συστήματος, που είναι το κέρδος.

Ρίζες της της τρέχουσας κρίσης μπορούμε να ανακαλύψουμε και μέχρι σαράντα περίπου έτη πριν. Κατά τη δεκαετία του 1970 ξεκίνησαν να εισρέουν στην Αμερική κεφάλαια, και μάλιστα σε συνεχή βάση, από άλλες καπιταλιστικές και ευημερεύουσες χώρες. Αυτό συνέβη λόγω αύξησης της ανταγωνιστικότητας των εταιριών στις Η.Π.Α., λόγω των υψηλών επιπέδων των επιτοκίων, εξαιτίας του πιο μειωμένου πληθωρισμού μισθών και τιμών, καθώς και εξαιτίας των αμερικανικών δημοσιονομικών δαπανών υπέρ εταιριών, οι οποίες προσέφεραν αγαθά αμυντικού εξοπλισμού.

Ταυτόχρονα, οι άλλες χώρες υποστήριζαν με εθελοντικό τρόπο τα συνεχώς μεγεθυμένα ελλείματα των Η.Π.Α. Η τελευταία αξιοποιώντας τις τεράστιες εισροές κεφαλαίου δεν διέθετε κίνητρο για περιορισμό των δημοσιονομικών της δαπανών ή της μεγάλης ιδιωτικής κατανάλωσης. Η Wall Street συγκέντρωνε κεφάλαια με τις τράπεζες να μην επιθυμούν να μείνουν εκτός. Η αγορά επενδυτικών προϊόντων ξεκίνησε να δημιουργεί καινούριο ιδιωτικό χρήμα μέσω παραγώγων, δομημένων ομολόγων και άλλων μέσων. Ωστόσο αυτά τα μέσα, που αρχικός τους σκοπός ήταν η διασπορά και η διαχείριση κινδύνου με ταυτόχρονη επίτευξη μεγάλου κέρδους, έστρωσαν το δρόμο προς την κρίση. Παράλληλα οι ιδιώτες στις Η.Π.Α. ξεκίνησαν να λαμβάνουν δάνεια με εγγύηση τα ακίνητά τους. Το 2007 η αγορά των ακινήτων είχε εκτιναχθεί με τα εισοδήματα των Αμερικανών όμως να παραμένουν σταθερά. Το δραματικό είναι ότι οι δημιουργοί των «τοξικών» επενδυτικών αγαθών, έπειτα από την πώλησή τους, έτρεχαν να στοιχηματίσουν στην αποτυχία τους. Το 2007 όμως τα επενδυτικά προϊόντα, που είχαν δημιουργηθεί, άρχισαν να μοιάζουν αναξιόπιστα. Ξαφνικά οι τιμές των ακινήτων άρχισαν να μειώνονται επιφέροντας την κρίση στην αγορά του ενυπόθηκου δανεισμού υψηλού κινδύνου και κατ' επέκταση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι οίκοι αξιολόγησης δεν είχαν φροντίσει για την έγκαιρη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού για τα «τοξικά» αυτά προϊόντα, ενώ ο αποδυναμωμένος ρόλος των εποπτικών μηχανισμών των Η.Π.Α. απέτρεψε την πρόβλεψη της κρίσης και τη διαχείρισή της.

Τα προβλήματα στην Ευρώπη δεν άργησαν να φανούν. Οι τράπεζες αντιμετώπισαν μεγάλα ζητήματα, ενώ κάποιες από αυτές κρατικοποιήθηκαν για να αποφευχθεί η χρεοκοπία τους. Έτσι ένα νέο καθεστώς δημοσιονομικού παρεμβατισμού άρχισε να εδραιώνεται. Εντωμεταξύ η κρίση επεκτάθηκε και στην πραγματική οικονομία, αφού τα πιστωτικά ιδρύματα έπαψαν να διοχετεύουν ρευστότητα μέσω δανείων και άρα η επιχειρηματική δραστηριότητα μειώθηκε. Την

ίδια στιγμή η αγοραστική δύναμη μειώθηκε. Η απόφαση των κυβερνήσεων στην Ευρώπη ήταν η λήψη μέτρων λιτότητας. Η αναξιοπιστία του όλου συστήματος ώθησε πολλούς καταθέτες τραπεζών να αποσύρουν τις καταθέσεις τους. Το 2009 η κρίση ήταν πλέον στην Ευρώπη και κρίση χρέους κι αυτό γιατί οι εθνικές οικονομίες προσπάθησαν να εξασφαλίσουν τη βιωσιμότητα των τραπεζών. Το 2011 η πιθανότητα κατάρρευσης του ευρώ και της Ευρωπαϊκής Ένωσης έγινε εμφανής: ο πληθωρισμός στη Γερμανία αυξήθηκε, η Γερμανία επέδειξε διστακτικότητα στο να προβεί σε δραστηριές ενέργειες εντός του Ευρωπαϊκού χώρου, η Πορτογαλία και η Ισπανία βρέθηκαν σε δεινή θέση, η Ελλάδα και η Ιρλανδία απευθύνθηκαν στο μηχανισμό στήριξης, οι γαλλικές και βρετανικές αρχές εξήγγειλαν μέτρα λιτότητας.

Η πτώση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις Η.Π.Α. ήταν αυτή που βοήθησε να αποκαλυφθούν οι ανισορροπίες που υφίσταντο επί σειρά δεκαετιών στην Ευρώπη. Είναι γεγονός ότι οι διαφορετικές παράμετροι που επικρατούσαν και επικρατούν ακόμα στην Ευρωζώνη καθιστούν το ζήτημα πιο περίπλοκο. Η νομισματική πολιτική της Ευρώπης χρειάζεται πιο συντηρητικά μέτρα, αφού το ευρώ εν αντιθέσει με το δολάριο δεν είναι παγκόσμιο νόμισμα, οπότε και αδυνατεί να λαμβάνει αξία από τις οικονομικές συναλλαγές που πραγματοποιούνται σε κάθε μέρος της παγκόσμιας οικονομίας. Αυτό σημαίνει ότι μία αύξηση ή μείωση της προσφερόμενης ποσότητας χρήματος θα πρέπει να διεξάγεται ελεγχόμενα και βαθμιαία προκειμένου να περιορίζονται μεταβολές στην ευρωπαϊκή οικονομία. Επιπροσθέτως, η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν έχει κάποιο αυτόματο μηχανισμό εσωτερικής ανανέωσης των πλεονασμάτων, μέσω του οποίου τα κέρδη των πλεονασματικών οικονομιών θα μπορούσαν να επενδύονται στις ελλειμματικές οικονομίες. Γι' αυτό και η Ευρωζώνη δεν έχει καταφέρει μέχρι τώρα να λειτουργήσει σε συνθήκες πραγματικής σύγκλισης. Οι εθνικές οικονομίες που την απαρτίζουν είναι υπεύθυνες για τα χρέη τους, τα έσοδά τους και τα έξοδά τους, ενώ παράλληλα βρίσκονται σε πλαίσιο νομισματικής σύγκλισης. Το αποτέλεσμα είναι η έλλειψη ευελιξίας του δικού τους νομίσματος και η αδυναμία αύξησης της ανταγωνιστικότητάς τους. Έτσι οι διαφορές μεταξύ των χωρών γίνονται εντονότερες. Ενδεικτικό φαινόμενο όλων αυτών ήταν ότι τα γερμανικά πλεονάσματα των εξαγωγών αυξάνονταν ραγδαία, ενώ οι μη ανταγωνιστικές οικονομίες αντιμετώπιζαν δυσκολίες λόγω της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Στις οικονομίες της Γερμανίας και της Ολλανδίας η εγχώρια ζήτηση διατηρήθηκε σε χαμηλά επίπεδα με συνέπεια τη βελτίωση των πλεονασμάτων τους. Η βελτίωση των τελευταίων αξιοποιήθηκε ως

δανεισμό προς τις άλλες χώρες-μέλη ενισχύοντας τον πληθωρισμό και επιδεινώνοντας τα ελλείματά τους και το χρέος τους.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## Η Ευρωπαϊκή Ένωση ως Θεσμός

Με το πέρας του δευτέρου Παγκοσμίου πολέμου, αναγνωρίστηκε η ανάγκη για ενισχυμένη συνεργασία με σταθερά βήματα προς την ενοποίηση των Ευρωπαϊκών κρατών, η οποία θα επέφερε συνθήκες ειρήνης, οικονομικής ευρωστίας, ανάπτυξης και θεσμικής εξέλιξης στα ευρωπαϊκά κράτη. Στις 5 Μαΐου του 1949 ιδρύθηκε το Συμβούλιο της Ευρώπης, ο πρώτος μεταπολεμικός φορέας ευρείας διακυβερνητικής συνεργασίας ανάμεσα στα κράτη της Ευρώπης, ο οποίος είχε ως στόχο την επιβολή της κοινοβουλευτικής δημοκρατίας, του δικαίου και του σεβασμού των ανθρωπίνων δικαιωμάτων και των θεμελιωδών ελευθεριών. Παρόλα αυτά ο οργανισμός δεν ενσωμάτωνε κοινές πολιτικές και διαδικασίες ενοποίησης. Καθώς υφίστατο ανάγκη για άμεση, ομοσπονδιακής μορφής, πολιτική ενοποίηση των Ευρωπαϊκών κρατών, παρατάθηκε η σταδιακή δημιουργία της ενωμένης Ευρώπης. Τα γεγονότα της δεκαετίας του '50 έκαναν φανερό ότι η ιδέα της άμεσης πολιτικής ενοποίησης δε θα μπορούσε να υλοποιηθεί. Στις 9 Μαΐου του 1950, ο Robert Schuman διατυπώνει τη 'Διακήρυξη της 9<sup>ης</sup> Μαΐου 1950', η οποία βασίστηκε στην πρόταση του Jean Monnet για τη βήμα προς βήμα δημιουργία της ενωμένης Ευρώπης. Ο Schuman απευθυνόταν στις ευρωπαϊκές χώρες για συνεργασία και διαμόρφωση της ομοσπονδιακής Ευρώπης μέσω της κοινής αξιοποίησης του άνθρακα και του χάλυβα της Γαλλίας και της Ομοσπονδιακής Δημοκρατίας της Γερμανίας, με την ανάπτυξη ενός συν οργανισμού που θα υπερίσχυε των εθνικών κυβερνήσεων από τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες. Η πρόταση συνυπογράφηκε από τη Γαλλία, την Ιταλία, την Ομοσπονδιακή Γερμανία (Δυτικής Γερμανίας), το Βέλγιο, την Ολλανδία και το Λουξεμβούργο τον Απρίλιο του 1951 στο Παρίσι. Έτσι προέκυψε η πρώτη εκ των τριών Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, η Ευρωπαϊκή Κοινότητα Άνθρακα και Χάλυβα (ΕΚΑΧ). Στις 25 Μαρτίου 1957, υπεγράφη η Συνθήκη της Ρώμης, η οποία ίδρυσε την Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ), καθώς και η Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας Ατομικής Ενέργειας (ΕΚΑΕ). Μέσω των τριών κοινοτήτων έλαβε θεσμική μορφή προσπάθεια ενοποίησης. Παράλληλα σε μεγάλο βαθμό στο πεδίο της οικονομικής λειτουργίας δίνοντας έμφαση στη δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς μεταξύ των κρατών μελών. Ο σκοπός των κοινοτήτων δεν συμπεριελάμβανε ακόμα κοινές δράσεις στον τομέα της πολιτικής, στον τομέα της εξωτερικής πολιτικής και στο πεδίο της άμυνας. Το Φεβρουάριο του 1952 υπογράφηκε η Συνθήκη του Μάαστριχτ



η φημισμένη ‘Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση’. Έτσι διαμορφώθηκε μία ένωση με νέους κανόνες για Κοινή Εξωτερική Πολιτική και Πολιτική Ασφάλειας ‘ΚΕΠΠΑ’, για Συνεργασία σε θέματα Δικαιοσύνης και Εσωτερικών Υποθέσεων ‘ΣΔΕΥ’, για Ιθαγένεια της Ευρωπαϊκής Ένωσης, για Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) και την υιοθέτηση κοινού νομίσματος κτλ.

Το αν η ευρωπαϊκή ένωση βρίσκεται στο σωστό δρόμο για την υλοποίηση των στόχων των οραματιστών της, είναι φυσικό ένα θέμα, που έχει απασχολήσει και συνεχίζει να απασχολεί κατά καιρούς, ένα μεγάλο κοινό. Πολλοί ειδικοί του είδους είχαν αναπτύξει θεωρίες για το ποιος θα ήταν αυτός ο σωστός δρόμος.

Η νέα προσέγγιση του λειτουργισμού έχει ως άξονα τη σταδιακή ευρωπαϊκή ολοκλήρωση. Ο βασικότερος εκπρόσωπος της είναι ο David Mitrany, ενώ η θεωρία βασίζεται στην απρόσκοπτη αφαίρεση εξουσιών-κυριαρχιών από το κράτος και τη μεταφορά τους σε έναν διεθνή οργανισμό (Rosamond, σελ. 46-47, 2006). Σημαντική εφαρμογή του λειτουργισμού ήταν η δημιουργία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, η οποία έχει αναλάβει την έκδοση νομισμάτων και γενικότερα τη νομισματική πολιτική. Σε αντίθεση με τη σκέψη του Coudenhove Kallergi, ο Mitrany δεν ενδιαφέρεται τόσο για το θεσμικό πλαίσιο, άλλα κυρίως για το ουσιαστικό κομμάτι. Για την ακρίβεια η ιδιομορφία της σκέψης του ήταν ότι έπρεπε να ιδρυθούν πολλοί διεθνείς οργανισμοί και όχι απλά ένας. Ο λειτουργισμός επικεντρώνεται στην εξειδίκευση διεθνών οργανισμών οι οποίοι αφορούν σε ένα ζήτημα τη φορά. Παράδειγμα ήταν η δημιουργία της ΕΚΑΧ. Η θεωρία λαμβάνει υπόψη της το σύστημα ως μια παγκόσμια εξέλιξη και δεν αναμένει σε μια ευρωπαϊκή ολοκλήρωση, ενώ την ίδια στιγμή τα βασικά στοιχεία της είναι η μεταφορά των κυριαρχιών και η νομιμοποίηση. Οι τεχνοκρατικοί οργανισμοί που θα διαχειρίζονταν ένα πρόβλημα θα έπρεπε να λαμβάνουν μιας στοιχειώδη αποδοχή και να επιτυγχάνουν άμεσα αποτελέσματα.

Η θεωρία των συναλλαγών έχει ως κυριότερο εκπρόσωπο τον Karl Deutsch. Ο Deutsch ισχυρίστηκε ότι για να ολοκληρωθεί η Ευρώπη θα έπρεπε να εξεταστεί ο εθνικισμός και η ολοκλήρωση των εθνικών κοινοτήτων. Σύμφωνα με αυτόν τον τρόπο σκέψης, η διεθνής ολοκλήρωση διαμορφώνεται ως η εφαρμογή της ασφάλειας σε σύνολο κρατών. Ο βασικότερος σκοπός είναι οι διαφορές να λύνονται ειρηνικά. Άμεση προϋπόθεση για μία τέτοια κοινότητα είναι τα μέλη να ενστερνίζονται αξίες ίδιες κατά τη λήψη αποφάσεων και επομένως η συμβατότητα των πολιτικών συστημάτων. Το σκεπτικό είναι ότι απ’ την κοινότητα μη πολέμου (χώρες που χωρίς

συνθήκες ειρήνης μεταξύ τους δε διεξάγουν προετοιμασίες πολέμου) μεταφερόμαστε στην κοινότητα ασφάλειας (ειρηνική επίλυση των διαφορών ως ελάχιστη προϋπόθεση). Μετά την κοινότητα ασφάλειας επέρχεται η ολοκλήρωση και μετά η ενοποίηση. (Rosamond, σελ. 62-65, 2006)

Η προσέγγιση του νεολειτουργισμού λογίζεται από πολλούς τεχνοκρατική και λειτουργική και κυρίως από τον Ernst Haas, τον σημαντικότερο εκπρόσωπό του. Εν ολίγοις η θεωρία προσπαθεί να καταλάβει ποια είναι τα συμφέροντα για την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση μελετώντας τι συμφέροντα υφίστανται σε κάθε κράτος. Οι ομάδες συμφερόντων (πχ κόμματα, συνδικάτα) κατέχουν βάσιμο ρόλο και ανάλογα με το συσχετισμό δυνάμεων ενισχύεται η ενοποίηση. Ενώ ως προϋπόθεση για την ολοκλήρωση οι περισσότεροι εξετάζουν τις εμπορικές σχέσεις ανάμεσα στα κράτη, ο Haas αναφέρει επιπρόσθετα απαραίτητα κριτήρια πλήρης εξάλειψης δασμών με συνέπεια την τελωνιακή ένωση, κατάργηση δικαιώματος της μονομερούς επανεφαρμογής δασμών, κοινή λειτουργία για διαχείριση συστημάτων που προκαλούνται από τη μη ύπαρξη των δασμών, ευελιξία και εναρμόνιση εθνικών πολιτικών και ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων και εργασίας. Ο νεολειτουργισμός δίνει έμφαση στον οικονομικό τομέα, ενώ υπάρχουν στάδια που πρέπει να έρχονται το ένα μετά το άλλο με μια δεδομένη σειρά μέσω της διαδικασίας της διάχυσης (spill-over) (Rosamond, σελ. 75-77, 2006). Προκειμένου να υλοποιηθεί η διάχυση είναι απαραίτητη η κατάλληλη επιτάχυνση, ενώ για να έρθει το επόμενο στάδιο θα πρέπει να έχει ολοκληρωθεί το προηγούμενο. Η βασική ιδέα είναι ότι θα πρέπει να υφίστανται κοινή αγορά (κοινό συμφέρον), ήτοι ελεύθερη κίνηση των αγαθών. Ταυτόχρονα θα πρέπει να διαμορφώνεται κοινωνική πολιτική ούτως ώστε να μην υφίστανται διαφορές μισθών στα κράτη μέλη, ενώ απαραίτητη θεωρείται και μια πολιτική ανταγωνισμού, η οποία θα μετριάξει την ύπαρξη των καρτέλ. Η διαδικασία του νεολειτουργισμού επιβάλλει κοινή νομισματική και δημοσιονομική πολιτική, με ταυτόχρονα κοινό στρατό και εξωτερική πολιτική. Το σκεπτικό είναι ότι η οικονομική ολοκλήρωση έχει τη δυνατότητα να προκαλέσει διάχυση στην πολιτική ολοκλήρωση. Η οικονομική ολοκλήρωση αποτελείται από ποικίλα στάδια το ίδιο όμως και η πολιτική ολοκλήρωση. Ο Haas υποστήριξε την ύπαρξη του πλουραλισμού, ότι δηλαδή δεν υφίσταται ένα και μοναδικό εθνικό συμφέρον, αλλά υπάρχουν ειδικά συμφέροντα σε κάθε έθνος (πχ εργάτες, συνδικάτα κ.α.). Θα πρέπει λόγω χάρη οι βιομήχανοι και οι εργάτες να συγκρούονται ολικά (υπερκρατικά) και όχι μόνο στην Ιταλία. Είναι προφανές ότι η κεντρική ιδέα της σημαντικότητας του

οικονομικού πεδίου, η οποία προωθείται από τον νεολειτουργισμό είναι αυτή που επικράτησε κατά την πορεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Ο ομοσπονδισμός προσδοκά σε ένα κεντρικό σχήμα με σύνταγμα. Οραματίζεται μία κεντρική εξουσία και μια τοπική, οι οποίες θα κατέχουν διαφορετικές εξουσίες και αρμοδιότητες. Αν ένα θέμα έχει δύο σκοπιές, τότε σε μια τέτοια θα υπερισχύει η κεντρική εξουσία. Λόγου χάρη η κεντρική εξουσία θα διαχειρίζεται στρατιωτικές και αμυντικές αρμοδιότητες ενώ η τοπική εξουσία θα αναλαμβάνει την εκπαίδευση (Rosamond, σελ. 34-36, 2006). Τα τελευταία έτη η κεντρική εξουσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης λαμβάνει θέση συμπληρωματικά σε ζητήματα εθνικής σημασίας κάθε κράτους, ενώ λόγω της τελευταίας οικονομικής κρίσης, η κεντρική εξουσία παρενέβη ριζικά στις δραστηριότητες των κρατών μελών. Το Ευρωπαϊκό Σύνταγμα εντάσσεται στα πλαίσια του ομοσπονδιασμού απ' την ψήφιση του η μη. Σύμφωνα με τον ομοσπονδισμό, η συνθήκη του Μάαστριχτ θα έπρεπε να υπογραφεί έπειτα από δημοψήφισμα που θα διεξαγόταν σε κάθε χώρα. Ερμηνεύοντας το κατανοούμε ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση απέκλινε κατά την ίδρυση της από τις αρχές του ομοσπονδισμού. Ο ομοσπονδισμός μπορεί να υλοποιηθεί με δύο εναλλακτικές: συγκεντρωτικού και αποκεντρωτικού τύπου ομοσπονδία. Ωστόσο ο μόνος ομοσπονδισμός που μπορεί να εφαρμοστεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση είναι η αποκεντρωμένη ομοσπονδία (πχ η εκπαίδευση, ο πολιτισμός και άλλοι τομείς να διαχειρίζονται σε τοπικό επίπεδο). Ακόμη κι εκείνου του είδους η ομοσπονδία είναι δύσκολο να υλοποιηθεί στο χώρο της Ευρώπης λόγω των πολλών κρατών, που είναι δύσκολο να συντονιστούν.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Αιτίες τρέχουσας οικονομικής κρίσης

#### 2.1 Παράγοντες-αιτίες

Οι παράγοντες και τα αίτια μιας οικονομικής κρίσης δεν είναι πάντοτε εύκολο να διευκρινιστούν. Αυτό συμβαίνει γιατί σε ένα οικονομικό σύστημα ο οποιοσδήποτε παράγοντας μπορεί να επιδράσει την εξέλιξη παραπάνω του ενός στοιχείου, τα οποία με τη σειρά τους επιδρούν σε άλλα πολλές φορές με αντισταθμισμένα αποτελέσματα. Η τρέχουσα παγκόσμια κρίση αποδίδεται σε διάφορα αίτια με τους περισσότερους να συμφωνούν στο ότι σίγουρα δεν ήταν μόνο ένα. Κάτι τέτοιο φυσικά ισχύει σε όλες τις οικονομικές κρίσεις που λαμβάνουν χώρα σε καπιταλιστικά συστήματα αγορών, αφού χρειάζεται συνήθως ένα σύνολο γεγονότων για να οδηγηθούμε σε οικονομικό τέλμα.

Η πλειοψηφία συναινεί στο ότι οι εξελίξεις στην αγορά ακινήτων, κυρίως των Η.Π.Α. και κατά δευτερευούσης των άλλων χωρών, έπαιξαν κεντρικό ρόλο στην εκδήλωση της κρίσης. Ανατρέχοντας στην περίοδο 2002-2007 διαπιστώνουμε ότι η αγορά ακινήτων στις Η.Π.Α. εμφάνισε ταχύτατη μεγέθυνση. Χαρακτηριστικό είναι ότι το Σεπτέμβρη του 2002 τα νούμερα άγγιζαν τα 5.833 τρισεκατομμύρια δολάρια, ενώ στις αρχές του καλοκαιριού του 2007 ξεπερνούσαν τα 10.000 τρισεκατομμύρια. Παράλληλα διαπιστώνεται και ραγδαία αύξηση στον αριθμό των εμπλεκόμενων εταιριών στην επικείμενη αγορά. (William V. Rapp, σ.139). Το φαινόμενο αυτό οφείλεται στον προσβάσιμο χαρακτήρα των δανείων που οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί εξέδιδαν. Αυτό που συνέβη και οι εκδότες διέθεταν τόσα πολλά δάνεια ήταν μια χρηματοπιστωτική καινοτομία, την οποία το επινόησαν. Ξεκινώντας τη δεκαετία του '80 και εντεινόντας αυτήν την πρακτική στη δεκαετία του '90, οι τράπεζες χρησιμοποιούσαν πλέον τα δάνεια αυτά όχι απλώς για την είσπραξη των τόκων που παραδοσιακά προσέφεραν, αλλά ως ελκυστικά επενδυτικά προϊόντα, που προσέφεραν σταθερές ταμειακές ροές στον επενδυτή. Με τον τρόπο αυτό οι τράπεζες μετακύλυσαν τον κίνδυνο των προϊόντων αυτών στους αγοραστές τους. Με τον καιρό οι τράπεζες δεν ήταν οι μόνες οικονομικές μονάδες που επιδίδονταν στην έκδοση δανείων, καθώς και άλλες χρηματοπιστωτικές εταιρίες (επενδυτικές, χρηματιστηριακές κλπ.) ανακάλυψαν το κέρδος που κρύβονταν πίσω από τέτοιες οικονομικές δραστηριότητες. Αυτό που έχει επιπλέον σημασία είναι ότι τα προϊόντα αυτά διαθέτονταν σε ποικίλες προδιαγραφές και χαρακτηριστικά, αφού ο εκδότης

μπορούσε να διαθέσει ως ένα προϊόν κάποιο πακέτο ενυπόθηκων δανείων ή ακόμα και να διατμήσει ένα δάνειο συνδυάζοντάς το με άλλα, που συνηθέστερα είχαν εκδοθεί σε άλλη πόλη ή και χώρα με σκοπό τη διαφοροποίηση του κινδύνου. Σε τέτοιες περιπτώσεις δεν υπήρχε ιδιοκτήτης ολόκληρης της υποχρέωσης και φυσικά κανείς δεν εμπλέκονταν στη διαχείριση του δανείου. Σύμφωνα με τον William V. Rapp (σ.139-140), αφού οι εκδότριες εταιρίες των δανείων δεν αναγκάζονταν να περιμένουν την αποπληρωμή του δανείου για να αποκομίσουν κέρδη, μπορούσαν να επιδίδονται συνεχώς στην παραγωγή δανείων με άμεσο αντίκρισμα στα αποτελέσματα χρήσεως και στα οφέλη των μετόχων τους. Από την πλευρά τους οι αγοραστές ήταν έντονα πρόθυμοι να αγοράσουν πακέτα που προέρχονταν από διάφορες περιοχές της χώρας ή και του πλανήτη, βασιζόμενοι στη λογική ελαχιστοποίησης του ρίσκου. Όπως επισημαίνει και ο Sholarin (σ.18-20), οι εκδότες των πιστώσεων αυτών παρέβλεψαν τις όποιες συνήθεις διαδικασίες και χορηγούσαν δάνεια σε καταναλωτές μικρής σχετικά πιστοληπτικής ικανότητας-σε κάποιες περιπτώσεις άνεργους και χωρίς περιουσιακά στοιχεία, συνήθως μέσω των ενυπόθηκων δανείων αυξημένου κινδύνου (subprime mortgages). Μάλιστα αρκετά συχνά οι εκδότες τέτοιων τίτλων προσέφεραν κίνητρα επιστροφής μετρητών ή παράδοξα χαμηλά επιτόκια σε δανειολήπτες. Αξιοσημείωτο είναι πως κάποια στιγμή σε Ευρώπη και Η.Π.Α. μπορούσε κανείς να βρει δάνειο που έφθανε σε αξία το 125% της αξίας ενός ακινήτου. Την ίδια στιγμή προσφέρονταν στην αγορά δάνεια που αφορούσαν ακίνητα με παράλληλη εξυπηρέτηση των συνοδευτικών αναγκών τους (επίπλωση, αυτοκίνητα κλπ.) κάνοντας κάποιες φορές το δάνειο να αγγίζει το 150% της αρχικής αξίας της ακίνητης περιουσίας! Ακόμη κι όταν η αγορά ακινήτων πλησίαζε τον κορεσμό, μεγάλες τράπεζες από την Ευρώπη και την Αμερική δε δίστασαν να επεκτείνουν περαιτέρω τις πρακτικές αυτές στα νέα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης από το ανατολικό μπλοκ, των οποίων οι αγορές αποδείχθηκε αργότερα ότι δε διέθεταν τα απαραίτητα χαρακτηριστικά για να υποστηρίξουν τέτοιου είδους πιστώσεις. Ωστόσο, η εύκολα διαθέσιμη πίστωση δεν επέδρασε μόνο στην αγορά ακινήτων. Υπερβολικά μεγάλη άνθηση γνώρισαν επίσης οι μετοχές και τα ομόλογα. Οι αγορές της Ελλάδας, της Ουκρανίας, της Ισπανίας, της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας έμελε να υποφέρουν κατά την κρίση λόγω της απότομης απόσυρσης των δανείων προερχόμενων από το εξωτερικό.

Και ενώ πρακτικές του είδους άνοιγαν το δρόμο προς την κρίση, η χρηματοπιστωτική καινοτομία δεν έφθανε απλώς στην ενσωμάτωση ενυπόθηκων

δανείων σε χαρτοφυλάκια που απευθύνονταν σε έναν αρχικό επενδυτή. Οι υποχρεώσεις αυτές πωλούνταν από τον ένα επενδυτή στον άλλο μετασχηματίζοντάς τες σε δομημένες δανειακές υποχρεώσεις και άλλα «εξωτικά» δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα αυξάνοντας έτσι τον κίνδυνο με την κάθε μεταπώληση. (Franklin & Carletti, σ.3-4). Ο Sholarin (σ.21) επισημαίνει τρία βασικά λάθη των εμπλεκομένων σε αυτές τις διαδικασίες. Καταρχάς τα διάφορα μέρη είχαν τη λάθος εντύπωση ότι οι αξίες των ακινήτων πάνω στα οποία βασιζόνταν τα δομημένα αυτά προϊόντα θα παρέμεναν υψηλές στο διηνεκές. Το δεύτερο λάθος έγκειται στο ότι οι επενδυτικές και εμπορικές τράπεζες λανθασμένα υπέθεσαν ότι το φθινό και προσβάσιμο χρήμα που υποστήριζε την αγορά θα εξακολουθούσε να υπάρχει. Τέλος, σύμφωνα με το συγγραφέα, τα ιδρύματα αυτά θέλησαν να αγνοήσουν μια πιθανή αύξηση των επιτοκίων λόγω του αυξημένου κινδύνου του subprime δανεισμού.

Το ρόλο τους έπαιξαν και τα πρακτορεία αξιολόγησης επενδυτικών προϊόντων, τα γνωστά ως «rating agencies», τα οποία δεν ξέφυγαν όπως φαίνεται από την κερδοσκοπική τροχιά που χάραζαν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί. Το επενδυτικό κοινό κατηγορεί τις εταιρίες αυτές, διότι φαίνεται ότι είχαν αξιολογήσει ως ασφαλείς τις αμφιλεγόμενες επενδύσεις χωρίς στην πραγματικότητα να βασιζονται οι ίδιες σε κάποια τεκμηριωμένη θέση. (Sholarin, σ.21) Τον ισχυρισμό αυτό επιβεβαιώνουν οι Franklin και Carletti (σ.4) επισημαίνοντας πώς τα προϊόντα αυτά είχαν αρχίσει να αποτελούν ένα αξιοσέβαστο ποσοστό επί του εισοδήματος των εταιριών αυτών. Χαρακτηριστικό είναι πως τα rating agencies με την εμφάνιση των συμπτωμάτων της κρίσης, άρχισαν να αξιολογούν τα ίδια «τοξικά» προϊόντα ως προϊόντα υψηλού κινδύνου! Οι εναλλαγές αυτές επέδρασαν στην ψυχολογία των επενδυτών με άμεση συνέπεια την μείωση ρευστότητας, η οποία με τη σειρά της ανέστειλε και το διατραπεζικό δανεισμό. Πίσω από την περίεργη δράση των επικείμενων εταιριών κρύβεται η λογική της απόδοσης υψηλού βαθμού σε προϊόντα αμφιβόλων αποτελεσμάτων με αντάλλαγμα υψηλές αμοιβές από τους εκδότες. Γεγονός που έμελε να αποδειχθεί εξαιρετικά ζημιογόνο και άμεσα για τις τράπεζες, αφού και οι ίδιες είχαν την τάση να επενδύουν σε τέτοια χαρτοφυλάκια (Sholarin, σ.22, 25-26)

Η άποψη των Franklin και Carletti (σ.2, 5, 6) ενισχύει την απόδοση ευθυνών στη «φούσκα» της αγοράς ακινήτων, η οποία προκλήθηκε λόγω των χαμηλών επιτοκίων που είχαν υιοθετηθεί από την Κεντρική Τράπεζα των Η.Π.Α., καθώς και άλλες κεντρικές τράπεζες άλλων χωρών. Ο χαλαρός δανεισμός συνέβαλε έκδηλα στη ραγδαία αύξηση των ακινήτων σε Η.Π.Α. Ισπανία, Ιρλανδία και άλλες χώρες. Στις

χώρες, στις οποίες εμφανίστηκε τέτοια αύξηση, εφαρμοζόταν ελάχιστη νομισματική πολιτική από τη μεριά του κράτους. Ωστόσο το 2006 η αγορά ακινήτων στις Η.Π.Α. και αλλού άγγιξε τα όριά της με φυσικό επακόλουθο την πτώση στις τιμές των εν λόγω αγαθών. Η πτώση αυτή ήταν που παρέσυρε μαζί της τα τιτλοποιημένα ενυπόθηκα αυξημένου κινδύνου δάνεια. Τον Αύγουστο του 2007 οι συνθήκες ήταν τόσο τραγικές όσον αφορούσε τις διατραπεζικές αγορές, ώστε οι κεντρικές τράπεζες αρκετών χωρών αναγκάστηκαν να προβούν σε παροχή ρευστού προς τις τράπεζες. Παρά τις όποιες παρεμβάσεις από μέρους των κεντρικών τραπεζών οι τιμές των χρηματοοικονομικών προϊόντων, που είχαν συνάφεια με δάνεια υψηλού κινδύνου, συνέχιζαν να πέφτουν το φθινόπωρο του ίδιου έτους. Παρόλα αυτά οι ίδιοι συγγραφείς αναφέρουν πως η ύπαρξη των ενυπόθηκων δανείων αυξημένου κινδύνου φαίνεται να βαραίνει αρκετά τις πολιτικές που ακολούθησε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. το διάστημα 2003-2004. Σε μια προσπάθεια να αποφευχθεί η ύφεση που θα δημιουργούταν από τη χρηματιστηριακή «φούσκα» του 2000 και τις τρομοκρατικές επιθέσεις του 2001, η τράπεζα διατήρησε τα επιτόκια σε πολύ χαμηλά επίπεδα έως και 1%. Συν τοις άλλοις, το κράτος εφάρμοσε φορολογικές νομοθεσίες που καθιστούσαν την αγορά ακινήτων πιο συμφέρουσα από την πληρωμή ενοικίου, καθώς και άλλες πολιτικές που βοηθούσαν τα φτωχότερα κοινωνικά στρώματα να αποκτήσουν κατοικία. Ακόμα κι όταν τα επιτόκια άρχισαν να αυξάνονται το 2004, η επένδυση σε ακίνητα εξακολουθούσε να είναι ελκυστική. Ανάλογες πολιτικές επικρατούσαν και σε άλλα μέρη του κόσμου, ενώ η Γερμανία και η Γαλλία απέφυγαν την υπερβολική αύξηση στην αγορά ακινήτων λόγω της αυστηρής νομισματικής πολιτικής που ακολουθούσαν με στόχο τη διατήρηση συγκεκριμένων επιπέδων πληθωρισμού και άλλων οικονομικών δεικτών. Στην ίδια άποψη εμμένουν και οι Guillén και Suárez (σ.258-259), που δε μένουν όμως εκεί. Υποστηρίζουν πως τα χαμηλά επιτόκια οφείλονται και σε άλλους παράγοντες, όπως την εξέλιξη στην οικονομία της Κίνας και την οικονομική της τακτική. Δείχνει λοιπόν πώς η χώρα αυτή εκμεταλλεύτηκε στο μεγαλύτερο βαθμό τους περιορισμούς, που το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο είχε επιβάλει σε αναδυόμενες οικονομίες λόγω των προβλημάτων της περιόδου 1997-1999 και φρόντισε να επενδύσει σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία άλλων χωρών και κυρίως των Η.Π.Α. Η συνέπεια ήταν η ανάδειξη της Κίνας ως το μεγαλύτερο εξαγωγέα κεφαλαίων και των Η.Π.Α. ως το μεγαλύτερο εισαγωγέα, γεγονός που συμπιέζε τα επιτόκια της τελευταίας προς τα κάτω.

Ενδιαφέρουσα είναι και η τοποθέτηση των Guillén και Suárez (σ.261-262) όσον αφορά στη μαζική έλλειψη πληροφόρησης που ήταν διάχυτη στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Όπως επισημαίνουν οι υπάλληλοι δεν ενημέρωναν πλήρως τα ανώτερα στελέχη σχετικά με τις δραστηριότητές τους<sup>1</sup>, ενώ οι τελευταίοι φαίνεται να μην έδιναν την καθαρή εικόνα της κατάστασης στους διευθύνοντες. Την ίδια στιγμή αρμόδιοι και αξιολογητές επιβεβαίωναν τους μετόχους και τους επενδυτές ότι όλα πήγαιναν καλά. Αξιοσημείωτο είναι πως κι όταν οι επενδύσεις άρχισαν να αξιολογούνται ως επισφαλή, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο καθησύχαζε το κοινό ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διέθεταν επαρκές κεφάλαιο και πως σε περίπτωση άμεσων ζημιών θα ήταν ικανά να ανταπεξέλθουν.

## 2.2 Συνέπειες

Οι συνέπειες της κρίσης ήταν άμεσες, τόσο στο χώρο των Η.Π.Α. όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Ξεκίνησαν ως χρηματοπιστωτικές, ενώ δεν άργησαν να εμφανιστούν και στην πραγματική οικονομία. Οι δυσκολίες που αντιμετωπίζει το ευρώ των 27 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι γεγονός, ενώ ήδη έχουν χρησιμοποιηθεί πάνω από 11,6 τρισεκατομμύρια δολάρια ως ενέσεις ρευστότητας μεταξύ χωρών σε μια προσπάθεια τόνωσης της παγκόσμιας αγοράς. Χαρακτηριστικό παράδειγμα ήταν η απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας να χορηγήσει 95 εκατομμύρια ευρώ στις ευρωπαϊκές τράπεζες στις 9 Αυγούστου του 2007. Υιοθετώντας την ίδια αντίδραση η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. έθεσε στη διάθεση των χρηματοπιστωτικών αγορών της 24 δισεκατομμύρια δολάρια, ενώ ταυτόχρονα μείωσε το προεξοφλητικό επιτόκιο κατά 50 μονάδες βάσης φτάνοντάς το στο 5,25%. Λίγες μέρες πριν την μείωση του επιτοκίου των Η.Π.Α., η Τράπεζα της Αγγλίας στις 6 Σεπτεμβρίου του 2008 αποφάσιζε να διατηρήσει το επιτόκιο στο 5,75%. Οι μειώσεις των επιτοκίων επηρέασαν άσχημα χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που βασίζονταν αρκετά στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση. (Sholarin, σ.16,24).

Οι γενικότερες εξελίξεις της οικονομικής κρίσης έφεραν μαζί τους εθνικοποιήσεις τραπεζικών και άλλων ιδρυμάτων, πτωχεύσεις καθώς και εξαγορές σε μαζικό επίπεδο. Οι ζημιές που κατέγραψαν τα χρηματιστήρια από τα μέσα Σεπτεμβρίου έως και αρχές Οκτωβρίου του 2008, σύμφωνα με τον Sholarin (σ.24), άγγιζαν τα 19

---

<sup>1</sup> Βλ. περίπτωση υπαλλήλου Jérôme Kerviel της γαλλικής τράπεζας Société Générale



τρισεκατομμύρια δολάρια. Δεχόμενοι τα νούμερα αυτά μπορούμε να κατανοήσουμε την επίδραση που είχαν στην ψυχολογία των επενδυτών.

Οι άμεσα ζημιωμένοι λόγω της κρίσης ήταν οι χορηγοί ενυπόθηκων δανείων, οι δανειστές τους που αναλάμβαναν τα δάνεια, επενδυτικοί οίκοι, που κατασκεύαζαν τα περίπλοκα επενδυτικά προϊόντα και φυσικά οι αγοραστές σπιτιών που έχασαν ή είναι στα πρόθυρα να χάσουν την περιουσία τους. Οι αμέσως επόμενοι ήταν όσοι είχαν επενδύσει σε τέτοια προϊόντα-σημαντικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια χάθηκαν συν τοις άλλοις. Απόρροια της κρίσης, τόσο λόγω κλεισίματος των διαφόρων χρηματοοικονομικών εταιριών όσο λόγω των συμπτωμάτων και στην πραγματική οικονομία, ήταν και η αύξηση της ανεργίας σε παγκόσμια κλίμακα. Την ίδια στιγμή υποψήφιοι αγοραστές σπιτιών έχουν αποκλειστεί από πιθανή δανειοδότηση παρά τις όποιες προϋποθέσεις, που ίσως πληρούν, αφού η στρόφιγγα των δανείων έχει κλείσει. Επιπλέον, εταιρίες δυσκολεύονται να αντλήσουν κεφάλαια παρά τον τρόπο, που χρησιμοποιούν, αφού οι πρόθυμοι επενδυτές έχουν εκλείψει. Και φυσικά ούτε λόγος για νεοεισερχόμενους στην αγορά εργασίας, οι οποίοι βρίσκονται αντιμέτωποι με υπερβολικά δύσκολες οικονομικές συνθήκες. (Palmer & Maher, σ.241-242). Σημαντική παράμετρος είναι και η αβεβαιότητα που περιβάλλει το οικονομικό σύστημα. Καταναλωτές και επενδυτές δύσκολα μπορούν να προβλέψουν το πώς θα κινηθεί η αγορά και αυτό τους κάνει να αναβάλουν ή και να ακυρώνουν οικονομικές αποφάσεις με αποτέλεσμα τη στασιμότητα των αγορών σε εθνικό και διεθνές πλαίσιο.

### 2.3 Η περίπτωση της *Lehman Brothers*

Στις 15 Σεπτεμβρίου, 2008 στις 1:45 πμ, η *Lehman Brothers Holdings Inc* ( “LBHI”), η τέταρτη σε μέγεθος επενδυτική τράπεζα των Η.Π.Α, κήρυξε πτώχευση, κάτι το οποίο σχεδόν προκάλεσε την κατάρρευση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αξίζει να αναφερθεί η διάσημη δήλωση του *Brenanke*<sup>2</sup> που λίγες μέρες αργότερα δηλώνει :«ίσως δεν έχουμε οικονομία τη Δευτέρα». Σχολιαστές συμφωνούν ότι η πτώση της *Lehman Brothers* άλλαξε τα πάντα. Τι έκανε όμως ένα χρηματοπιστωτικό γίγαντα (158 χρόνων), που ήταν ηγέτης στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, να κηρύξει πτώχευση και πώς η πτώχευση αυτή είχε τέτοιες τεράστιες επιπτώσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα;

---

<sup>2</sup> 14ος Πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α.

Πώς θα μπορούσε αυτό το (μεμονωμένο) συμβάν να ενεργοποιήσει μια οικονομική κρίση και έναν ανελέητο χρηματοπιστωτικό πανικό; Στο κεφάλαιο αυτό θα αναλύσουμε την οικονομική κατάσταση πριν την κατάρρευση της Lehman Brothers αλλά και μετά την πτώχευση αυτής.

#### *2.4 Η οικονομική κατάσταση πριν από την κατάρρευση της Lehman Brothers*

Καταρχάς η οικονομική “κατάσταση” του οικονομικού συστήματος έχει αλλάξει κατά πολύ, καθώς οι σταθερές εθνικές αγορές, οι οποίες ελέγχονταν αυστηρά από τις κεντρικές τράπεζες, έχουν σήμερα αντικατασταθεί από τα διεθνή συστήματα με έντονο ανταγωνισμό, κερδοσκοπία και σταθερή ροή χρηματοπιστωτικών καινοτομιών ( Strang, 1997, Eatwell & Taylor, 2000). Η ιδέα ότι οι συντηρητικές και με σύνεση στις πράξεις τους, τράπεζες έχουν πλέον αντικατασταθεί από την έννοια των τραπεζών ως κερδοσκοπικές επιχειρήσεις, οι οποίες επιδιώκουν υψηλά κέρδη σε σύντομο χρονικό διάστημα. Έτσι λοιπόν από τις «παραδοσιακές» τράπεζες, περνάμε σε ολοένα και μεγαλύτερο αριθμό μη-τραπεζών και άλλων χρηματοδοτικών πρωταγωνιστών που αρχίζουν να ασκούν δραστηριότητες, που παλαιότερα περιορίζονταν μόνο στις τράπεζες. Θα πρέπει επίσης να τονιστεί ότι στις Ηνωμένες Πολιτείες είναι γνωστές ως « σκιές του τραπεζικού συστήματος» ( the shadow banking system ). Το τραπεζικό σύστημα σκιά συνίσταται στην αρχή ότι οι «μη-τράπεζες» λειτουργικά κάνουν ακριβώς ό τι κάνει μια τράπεζα. (Akerlof & Shiller, 2009, σ. 82). Με άλλα λόγια μπορούμε να πούμε ότι ο παραδοσιακός τύπος τραπεζών έχει αντικατασταθεί από ένα σύγχρονο σύστημα τραπεζών – το οποίο είναι διαρθρωτικά πολύ παρόμοιο με τα παραδοσιακά. Παραδείγματα τέτοιων ιδρυμάτων που ανήκουν στα σκιώδη τραπεζικά συστήματα είναι τα ακόλουθα: επενδυτικές τράπεζες, monoline insurers, structured investment vehicles (SIVs), hedge funds, αλλά και offshore banking γενικά .( Geithner, 2008- Κρούγκμαν, 2008. Zandi, 2009b,σ.119–121). Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι το τραπεζικό σύστημα σκιά, είναι συνήθως κακής ποιότητας σχετικά με την ανάγκη διατήρησης αποθεμάτων σε περίπτωση ζημιών, αφού απουσιάζουν. Ως αποτέλεσμα, η εμπιστοσύνη είναι αρκετά ασταθής και ευάλωτη στο τραπεζικό σύστημα σκιά. Ο Krugman (2010) σημειώνει ότι « πριν από την κρίση... οι ρυθμιστές απέτυχαν να επεκτείνουν τους κανόνες [για τις τράπεζες] για τον περιορισμό της αυξανόμενης ισχύς του τραπεζικού συστήματος

«σκιά», που αποτελείται από ιδρύματα όπως την Lehman Brothers που λειτουργεί ως τράπεζα, παρόλο που δεν προσφέρει τραπεζικές καταθέσεις.

Το 2001 στις Η.Π.Α., όπως έχουμε αναφέρει παραπάνω, ήταν η απαρχή της δημιουργίας της πιστωτικής φούσκας. Τεράστια ποσά κεφαλαίων μετακινούνται στη χώρα, προς αναζήτηση υψηλότερου κέρδους μέσω των χαμηλών επιτοκίων που επικρατούσαν εκείνη την χρονική περίοδο. Η αγορά ακινήτων ήταν στενά συνδεδεμένη με τη πιστωτική φούσκα μέσω της διαδικασίας της τιτλοποίησης τόσο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ όσο και στο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα. Υποθήκες, παραδοσιακές δραστηριότητες των τραπεζών, παρατηρείται όλο και περισσότερο να ομαδοποιούνται και να μετατρέπονται σε ομολογίες και δομημένες δανειακές υποχρεώσεις [collateralized debt obligations (CDOs)] που είχαν πωληθεί σε επενδυτές των Ηνωμένων Πολιτειών αλλά και σε όλο τον κόσμο. Αυτό ακριβώς συνέβη και το 2007, όταν η παρακμή της αγοράς ακινήτων των ΗΠΑ άρχισε να έχει σοβαρή επίπτωση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η οικονομική κρίση, είναι γενικώς αποδεκτό, πως ξεκίνησε τον Αύγουστο του 2007 και η αποτυχία “των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου” (subprime mortgages) ήταν αυτό που πήγε στραβά. Από τον Αυγούστο του 2007, το ποσό των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου εκτιμάται ότι ήταν στα 2 τρισεκατομμύρια \$.

Η Lehman Brothers μέχρι και το 2006, είχε περίπου 700 δισεκατομμύρια δολάρια σε στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού, από τα οποία τα 25 δισεκατομμύρια δολάρια ήταν τα κεφάλαια. Τα περιουσιακά της στοιχεία ήταν κυρίως μακροπρόθεσμα και οι υποχρεώσεις της βραχυπρόθεσμες, οι οποίες χρηματοδοτούνταν με δανεισμό δεκάδων έως εκατοντάδων δισεκατομμυρίων δολαρίων σε καθημερινή βάση στην αγορά βραχυπρόθεσμων συμφωνιών επαναγοράς (repos). Όπως λοιπόν κάθε τράπεζα επενδύσεων, έτσι και η Lehman εξαρτιόταν από την εμπιστοσύνη που θα της έδειχναν οι πελάτες της.

Το 2005 και το 2006 η Lehman ήταν ο μεγαλύτερος εκδότης χρεογράφων που βασίζονται σε υψηλού κινδύνου υποθήκες (subprime mortgages). Η Lehman ήταν ένας από τους ηγέτες στη αγορά χρεογράφων υποθηκών και σε αυτήν ανήκαν επίσης δύο ενυπόθηκες επιχειρήσεις, η BNC και η Aurora Loan Services που εδράζονταν στην Καλιφόρνια. Σύμφωνα με το Wall Street Journal, “ Η Lehman θα εδραιωθεί [κατά τη δεκαετία του 1990] ως ηγέτης στην αγορά τίτλων που εξασφαλίζονται με subprime-υποθήκη”. Όμως όταν ξέσπασε η κρίση που συσχετιζόταν άμεσα με τις υψηλού κινδύνου υποθήκες (subprime mortgages), η Lehman άρχισε να εμφανίζει

απώλειες. Από το 2006 έως τα μέσα του 2007, η Lehman ακολούθησε μια πολύ επιθετική (νέα) στρατηγική που συνίστατο στο να χρησιμοποιεί τα δικά της κεφάλαια για την επέκταση των εμπορικών ακινήτων, του μετοχικό κεφαλαίου, και του δανεισμού. Ο Fuld, ο οποίος ήταν ο πρόεδρος της, δεν πίστευε ότι τα προβλήματα στην αγορά των subprime υποθηκών θα εξαπλωθούν, νομίζοντας ότι παρείχαν στην Lehman την ευκαιρία να κινηθεί επιθετικά όταν οι ανταγωνιστές της έκαναν πίσω. Η στρατηγική αυτή τερματίστηκε στα μέσα του 2007, καθώς ζημίες άρχισαν να εμφανίζονται και η Lehman άρχισε να χάνει τον έλεγχο. Ωστόσο, η Lehman προσπάθησε να αυξήσει τα ίδια κεφάλαια ή να πωλήσει περιουσιακά στοιχεία, κάτι που δεν κατάφερε ούτε κατά τη διάρκεια του τελευταίου τριμήνου του 2007 αλλά και ούτε κατά το πρώτο τρίμηνο του 2008. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, επίσης χρησιμοποιεί ένα λογιστικό τέχνασμα για να αποκρύψει 50 δισεκατομμύρια δολάρια από τα βιβλία ("Repo 105"). Αυτή τη φορά, η Lehman εξαρτάται από την επαναγορά βραχυπρόθεσμων συμφωνιών (repos) όπου και είχαν αυξηθεί δραματικά και ήταν σχεδόν στο 26% (Valukas, 2010, σ. 1407). Η κατάρρευση όμως της Bear Stearns στα μέσα Μαρτίου αλλάζει δραματικά την κατάσταση της Lehman. Συγκεκριμένα οι μετοχές, οι οποίες πωλούνταν \$ 62.19 στις 2 Ιανουαρίου, μειώθηκαν κατά 19%, δηλ \$ 31.75 την ημέρα μετά από την κατάρρευση της Bear Stearns (Onaran, 2008, σ. 61. Valukas, 2010, σ. 11). Πολλοί στη Wall Street πίστευαν ότι Lehman ήταν η επόμενη Τράπεζα που θα κατέρρεε. Ακόμα και ο τότε υπουργός Οικονομικών Henry Paulson<sup>3</sup> ήταν ένα από τα πρόσωπα που άρχισε τώρα να συνεδριάζει τακτικά με τον Fuld και να τονίζει στον Fuld ότι η Lehman ήταν σε μια πολύ δύσκολη οικονομική κατάσταση και έπρεπε να βρεθεί αγοραστής. "Τον πιάσαμε να βρει έναν αγοραστή [μετά τον Ιούνιο]," είπε αργότερα ο Paulson (Nocera & Andrews, 2008).

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και της Νέας Υόρκης άρχισαν να βοηθούν τη Lehman με τεράστια δάνεια και το έκαναν μέχρι και τις 15 Σεπτεμβρίου. Όπως και με το λογιστικό τέχνασμα γνωστό ως "Repo 105", όπου η Lehman χρησιμοποίησε αυτά τα χρήματα για να κάνει τους επενδυτές να πιστέψουν ότι ήταν σε καλύτερη κατάσταση (από ότι ήταν). Ο Fuld, φαίνεται, δεν καταλάβαινε τη σοβαρότητα της κατάστασης, ούτε ότι του έλεγε ο Paulson ή γενικά την κατάσταση. Από το Μάρτιο μέχρι το Σαββατοκύριακο (13 έως 14) Σεπτεμβρη, ο Fuld απέρριψε επίσης αρκετές ευκαιρίες για πώληση της Lehman, καθώς και για ανάμειξη κεφαλαίου με την Warren

---

<sup>3</sup> Ο 71ος Γραμματέας του Υπουργείου Οικονομικών των Η.Π.Α.

Buffett. Ενώ φαίνεται ότι ο Fuld πίστευε ότι η Lehman μπορούσε να ανταπεξέλθει, αντιμετώπισε κατά την άνοιξη και το καλοκαίρι του 2008 τους επενδυτές που γίνονταν ολοένα και πιο νευρικοί καθώς πολλές τράπεζες είχαν υποστεί μεγάλες απώλειες (ζημίες), ενώ η Lehman δεν ήταν μια από αυτές. Στην πραγματικότητα, η Lehman είχε δηλώσει κέρδος αρκετών εκατοντάδων εκατομμυρίων δολαρίων το πρώτο τρίμηνο του 2008.<sup>4</sup> Ωστόσο, επικρατούσαν ισχυρές φήμες ότι τα έσοδα της Lehman ίσα που κάλυπταν τις ζημίες της. Παρόλα αυτά, ορισμένοι επενδυτές άρχισαν να αναζητούν πληροφορίες σχετικά με την κατάσταση της Lehman. Ένας από αυτούς ήταν ο David Einhorn, επικεφαλής ενός hedge fund που ονομάζεται Greenlight Capital. Σε μια διάσκεψη για τους επενδυτές τον Απρίλιο, ο Einhorn έδωσε μια ομιλία στην οποία ισχυριζόταν ότι οι τράπεζες επενδύσεων ήταν επικίνδυνες για μια σειρά λόγων. Ολοκλήρωσε την ομιλία με μια ανελέητη επίθεση κατά της Lehman. Εάν μπορείτε να υπολογίσετε τη μόχλευση σωστά, ήταν 44:1. Αυτό σημαίνει, εξήγησε, ότι εάν τα περιουσιακά στοιχεία της Lehman μειωθούν κατά 1%, η επιχείρηση θα είχε χάσει σχεδόν το ήμισυ του μετοχικού κεφαλαίου. Οι συνέπειες της εν λόγω ομιλίας ήταν δραματική.<sup>5</sup> (Einhorn, 2008a, σ. 9).

Ο Einhorn ωστόσο δεν τελείωσε με τη Lehman. Στα τέλη Μαΐου, που έκανε μια δεύτερη δημόσια επίθεση κατά της Lehman όπου και τελείωσε με την ακόλουθη σημείωση: " Ελπίδα μου είναι ότι ο κ. Cox, ο κ. Bernanke και ο κ. Paulson θα δώσουν προσοχή στον κίνδυνο του χρηματοπιστωτικού συστήματος, τον οποίο προκάλεσε η Lehman και ότι θα καθοδηγήσουν την Lehman προς αναδιάρθρωση του κεφαλαίου και αναγνώριση των απωλειών της " (Einhorn, 2008b, σ. 9). Ο Einhorn είχε μια πολύ καλή κατανόηση των οικονομικών καταστάσεων της Lehman, πράγμα που κατέστη σαφές στις αρχές Ιουνίου, όταν η Lehman ανακοίνωσε μια εκπληκτική απώλεια 2,8 δισεκατομμυρίων δολαρίων για το δεύτερο τρίμηνο. Αλλά ακόμα και αυτό δεν ηρέμησε τους επενδυτές, οι οποίοι ανησυχούσαν ότι η Lehman έκρυβε περισσότερες απώλειες. Οι φήμες αυξήθηκαν ότι η Lehman ήταν υπό κατάρρευση. Από εκείνη τη στιγμή, ο Fuld προσπαθούσε απεγνωσμένα να αντλήσει κεφάλαια και να βρει αγοραστή. Αυτός επικοινωνήσε με έναν αριθμό πιθανών επενδυτών, συμπεριλαμβανομένης της Citigroup, η οποία απέστειλε μια ομάδα να ελέγξει τα βιβλία της Lehman (McDonald, 2009, σ. 281). Οι τελευταίες πιθανότητες της Lehman

<sup>4</sup> Οι τρεις σημαντικότεροι οργανισμοί αξιολόγησης επενδυτικών προϊόντων συμφωνούν με της επιδόσεις της Lehman, κάτι το οποίο θα κάνουν έως το τέλος (πρακτική που ακολουθούσαν πολλοί οργανισμοί του είδους για διάφορα προϊόντα, όπως ήδη έχουμε επισημάνει παραπάνω).

<sup>5</sup> " ξαφνικά, 44 φορές μόχλευση γίνεται 80 φορές μόχλευση και η εμπιστοσύνη χάνεται "

να εξαγοραστεί εξαφανίστηκαν στις 10 Σεπτεμβρίου, όταν η Korea Development Bank ανακοίνωσε ότι είχε αποφασίσει να αποσυρθεί σε μια ενδεχόμενη απόκτηση. Την ίδια μέρα επίσης, η Lehman είχε μια απώλεια 3,9 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Με άλλα λόγια, το τέλος ήταν κοντά... Στις 12 Σεπτεμβρίου, τα πρόσωπα κλειδιά του διοικητικού συμβουλίου της Wall Street είχαν το καθένα μία κλήση από μέλη του προσωπικού της Fed λέγοντάς τους να παρακολουθήσουν μια επείγουσα συνεδρίαση στις 6 μμ. της Νέας Υόρκης. Η μοίρα της Lehman έμελε να αποφασιστεί.

### *Το μοιραίο σαββατοκύριακο του Σεπτέμβρη του 2008*

Το Σαββατοκύριακο από τις 13 έως τις 14 Σεπτεμβρη, λαμβάνει χώρα η αναποτελεσματική προσπάθεια διάσωσης της Lehman καθώς και οι σκέψεις για το πώς θα έπρεπε να κηρύξει πτώχευση κατά τις πρώτες πρωινές ώρες της 15 Σεπτεμβρίου. Ένα από τα θέματα στο Σαββατοκύριακο, ήταν για παράδειγμα, να προσδιοριστεί ακριβώς η πραγματική οικονομική κατάσταση της Lehman, σε σχέση με ότι ήταν επισήμως γνωστό. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι συνεδριάσεις ήταν αυστηρά απόρρητες και αναζητήθηκαν λύσεις υπό την καθοδήγηση του Fed. Δεν είχαν καταγραφεί καθόλου σημειώσεις ή πρακτικά και οι συμμετέχοντες υποτίθεται ότι δεν θα συζητούσαν τι ειπώθηκε. Περισσότερα από 20 διοικητικά στελέχη της Wall Street συναντήθηκαν την Παρασκευή 12ης Σεπτεμβρίου και το πρώτο πράγμα που τους είπε ο Paulson ήταν ότι δεν επρόκειτο να γίνει οποιαδήποτε εισφορά κεφαλαίου στην Lehman. " Δεν υπάρχει καμία πολιτική βούληση για ομοσπονδιακή εισφορά κεφαλαίου " (Wessel, 2009a, σ. 16). Ο Paulson πρόσθεσε επίσης ότι αυτός είχε βρει δύο πιθανούς αγοραστές για την Lehman: Την Bank of America και την Barclays. Μόλις τελείωσε το Σαββατοκύριακο, ο Paulson δηλώνει δημοσίως : « Έχουμε πει, όχι δημόσια χρήματα. Το επαναλάβαμε αυτό και στα παιδιά (διοικητικά στελέχη) που ήρθαν. Αλλά στους εαυτούς μας έχουμε πει, «Εάν υπάρχει πιθανότητα με δημόσια χρήματα να αποτραπεί μια καταστροφή, είμαστε ανοιχτοί σε αυτό». (Stewart, 2009, σ. 63)

Αφού ο Paulson συνάντησε τα διευθυντικά στελέχη την Παρασκευή 12ης Σεπτεμβρίου, ο Geithner<sup>6</sup> χώρισε τα μέλη σε τρεις ομάδες και σε κάθε μία από αυτές ανέθεσε μια εργασία για το Σαββατοκύριακο. Η μία ομάδα έπρεπε να εκτιμήσει τις απώλειες της Lehman. Η άλλη έπρεπε να προετοιμάσει την πτώχευση της Lehman,

---

<sup>6</sup> Ο 9ος Πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας αποθεματικών της Νέας Υόρκης

και η τρίτη να δει αν θα μπορούσε να σωθεί η Lehman. Το Σάββατο, η ομάδα που είχε οριστεί για την εκτίμηση της οικονομικής κατάστασης της Lehman, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι απώλειές ήταν πολύ μεγαλύτερες σε σχέση με αυτό που ήδη είχαν εκτιμήσει. Πέρα από τις υποθήκες που συνδέονται με απώλειες (ζημίες), τα οποία ήταν ήδη γνωστά, η Lehman είχε επίσης δεκάδες δισεκατομμύρια δολάρια ζημίες (χαρτοφυλακίου) εμπορικών ακινήτων. Συνολικά, οι απώλειες της Lehman – οι κρυφές μαζί με τις ήδη γνωστές απώλειες – ανήλθαν περίπου στα \$30–80 δις.

Νωρίτερα στην εβδομάδα, είχαν ειπωθεί ορισμένες απώλειες της Lehman που αφορούσαν στα εμπορικά ακίνητα και ως εκ τούτου η Τράπεζα της Αμερικής (Bank of America) έχασε το ενδιαφέρον της για απόκτηση της Lehman. Όπου και έστρεψε την προσοχή της στη Merrill Lynch, η οποία έψαχνε να βρει κάποιον αγοραστή. Ο John Thain, διευθύνων Σύμβουλος της Merrill Lynch, ήταν πεπεισμένος ότι μόλις η Lehman πτωχεύσει, θα ερχόταν η σειρά της Merrill Lynch (Thain, 2009). Με τη συγκατάθεση του Paulson έγινε γρήγορα η συμφωνία με την Τράπεζα της Αμερικής, που θα αγόραζε την Merrill Lynch.

Όμως ένα νέο πρόβλημα εμφανίστηκε την ίδια μέρα (Σάββατο 13 Σεπτεμβρίου). Η AIG (ο γίγαντας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων) χρειαζόταν 6 δισεκατομμύρια δολάρια σε μία εβδομάδα για να επιβιώσει, και πολλά περισσότερα για τις επόμενες δύο εβδομάδες! Αργότερα το βράδυ, ο διευθύνων Σύμβουλος της AIG τηλεφώνησε και δήλωσε ότι χρειαζόταν 40 δισεκατομμύρια δολάρια.

Ωστόσο γινόταν σαφές ότι από το Σάββατο ενδιαφερόταν να αγοράσει τη Lehman η Barclays, αλλά πρώτα έπρεπε να εγκρίνουν τη συμφωνία οι χρηματοδοτικές αρχές της Αγγλίας. Την Κυριακή τις 14ης Σεπτεμβρίου, κατέστη προφανές ότι η έγκριση αυτή δεν θα έρθει, και αυτό γιατί η υπόθεση ήταν ακόμη ασαφής, αλλά ήταν πιθανό ότι και οι αγγλικές χρηματοδοτικές αρχές ανησυχούσαν ότι η Lehman ήταν αρκετά πιο εξασθενημένη από ότι νόμιζε η Barclays. Παρόλο που η κυβέρνηση ήταν διατεθειμένη να καλύψει ορισμένες από τις ζημίες της Lehman σε περίπτωση συμφωνίας με την Barclays. Στο σημείο αυτό ήταν που αποφασίστηκε ότι η Lehman έπρεπε να κηρύξει πτώχευση. Ο Harry Miller, επικεφαλής δικηγόρος της πτώχευσης έπρεπε τώρα να φροντίσει για την πτώχευσης της Lehman.

Υπερασπίστηκαν την απόφασή τους τόσο ο Bernanke, όσο και ο Paulson, που είχαν επιλέξει να μη σωθεί η Τράπεζα. Ο Paulson είπε ότι το κράτος των ΗΠΑ απλώς δεν είχε τη δύναμη για να αποτρέψει τη Lehman από την πτώχευση... και ότι θα ήταν αντιπαραγωγικό να πουν κάτι τέτοιο δημοσίως. (Wessel, 2009a, σ. 24).

Ενώ ο Bernanke αρχικά δήλωσε ότι το κράτος δεν παρενέβη επειδή η αγορά ήταν γνώστης του προβλήματος εδώ και πολύ καιρό σχετικά με τη Lehman και ως εκ τούτου, έπρεπε να είναι σε θέση να χειριστεί ότι προέκυπτε. Η πιθανή εξήγηση είναι ότι ο Bernanke απλώς δεν πίστευε ότι η πτώση της Lehman θα ξεκινούσε τον πανικό.

## *2.5 Η οικονομική κατάσταση μετά την κατάρρευση της Lehman*

Οι περισσότεροι σχολιαστές συμφωνούν πως με την πτώχευση της Lehman, ξεκίνησε ένας πανικός, που καταλήγει να απειλεί όχι μόνο το χρηματοπιστωτικό σύστημα των Η.Π.Α. αλλά και το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα. Πώς ακριβώς λειτούργησε η πτώχευση της Lehman; Ή ήταν η πτώχευση της Lehman η πρώτη από μια σειρά εκρήξεων;

Εξετάζοντας λοιπόν τις επιπτώσεις που προκλήθηκαν από την πτώχευσης της Lehman μπορούμε να πούμε ότι διαμορφώθηκαν άμεσες και έμμεσες επιπτώσεις. Οι άμεσες επιπτώσεις οφείλονταν στην αλληλεπίδραση με την Lehman, καθώς ορισμένα ιδρύματα είχαν ομόλογα της Lehman κτλ. Αλλά υπήρχαν επίσης και οι έμμεσες επιδράσεις ή επιδράσεις χωρίς άμεση αλληλεπίδραση σε σχέση με την Lehman. Όπως για παράδειγμα ο φόβος, που είχε προκληθεί για τυχόν εξάπλωση μετά την κατάρρευση της εταιρίας, από φήμες που άρχισαν να κυκλοφορούν. Εδώ πρέπει να τονίσουμε ότι οι έμμεσες συνέπειες είναι πιο επικίνδυνες από τις άμεσες.

Ξεκινώντας λοιπόν από το γεγονός ότι η πτώχευσης της Lehman ανήλθε σε 613 δισεκατομμύρια δολάρια, η μεγαλύτερη στην ιστορία των ΗΠΑ, μπορεί λοιπόν κανείς να αναλογιστεί της άμεσες επιπτώσεις, καθώς υπήρχαν σχεδόν 80 θυγατρικές εταιρείες στον κόσμο, οι οποίες είχαν στενούς δεσμούς με την αμερικανική μητρική εταιρεία (Lehman Brothers) . Αυτός ήταν και ένας λόγος που προκάλεσε τον φόβο ότι θα εξαπλωθεί σε όλο τον κόσμο, αφού εκατομμύρια συναλλαγές πάγωσαν αμέσως χάρη στην πτώχευση και περίπου 20.000 χιλιάδες μηνύσεις έχουν κατατεθεί εναντίον της Lehman στο πτωχευτικό Δικαστήριο (Hughes, 2009).

Δημοσιεύματα εφημερίδων και πληροφορίες που είναι διαθέσιμες για την πτώχευση επιβεβαιώνουν ότι η Lehman αμέσως προκάλεσε ζημιές σε παγκόσμια κλίμακα, σε χώρες όπως η Ισλανδία, η Σκωτία, και η Ιαπωνία. Στην Ιαπωνία, τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες ανήγγειλαν ότι έχασαν 2,4 δισεκατομμύρια δολάρια εξαιτίας των δεσμών που είχαν με τη Lehman, ενώ η Royal Bank of Scotland Group ανέφερε ένα άθροισμα απωλειών μεταξύ \$1.5 και 1,8 δισεκατομμυρίων



(Bloomberg.com, 2008. Reuters, 2008). Αλλά και πολλές άλλες χώρες συνδέονταν άμεσα με τη Lehman καθώς και στην Αγγλία, για παράδειγμα, 5,600 χιλιάδες επενδυτές είχαν αγοράσει διαρθρωμένα προϊόντα από τη Lehman έναντι 160 εκατομμυρίων δολαρίων (Ross, 2009). Και στο Χονγκ Κονγκ, 43.000 άτομα, πολλοί από αυτούς τους ηλικιωμένους, είχαν αγοράσει τα λεγόμενα minibonds σε συνολική τιμή των 1,8 δισεκατομμύρια δολαρίων, και που εξέδιδε η Lehman (Pittman, 2009). Είναι γνωστές, επίσης, και απώλειες που σημείωσαν συνταξιοδοτικά ταμεία, όπως της Νέα Υόρκης, το ταμείο συνταξιοδότησης καθηγητών ( Bryan-Low, 2009). Αλλά και σε άλλες πόλεις στις Ηνωμένες Πολιτείες χάθηκαν πάνω από 2 δισεκατομμύρια δολάρια χάρη στην Lehman (Carreyrou, 2010, Crittenden, 2009). Μία κρατική τράπεζα στη Γερμανία, η Sachsen Bank, είχε απώλειες περίπου μισό δισεκατομμύριο ευρώ (Kirchfeld & Simmons, 2008). Επίσης μεγάλο αριθμό αμοιβαίων κεφαλαίων, περίπου 12 δισεκατομμύρια δολάρια σε στοιχεία του ενεργητικού, είχε το Λονδίνο όταν η Lehman δήλωσε πτώχευση (Spector, 2009)

Το κράτος αλλά και το υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ φοβούνταν ότι η συμμετοχή της Lehman στο CDs θα προκαλούσε χάος στον οικονομικό κόσμο και, ως αποτέλεσμα, θα έπρεπε να κάνουν ότι μπορούσαν για να χειριστούν αυτό το πρόβλημα πριν από την πτώχευση.

Αυτό που απέτυχαν να συνειδητοποιήσουν, ωστόσο, το κράτος αλλά και το υπουργείο Οικονομικών, ήταν ότι αρκετές επιχειρήσεις είχαν επενδύσει στην αγορά χρήματος αρκετές εκατοντάδες εκατομμύρια δολάρια σε ομόλογα της Lehman. Όταν αυτό έγινε γνωστό ξέσπασε πανικός στην αγορά χρήματος των Η.Π.Α.. Το τελευταίο παράδειγμα δείχνει πόσο στενά συνδεδεμένες ήταν οι άμεσες και οι έμμεσες αιτίες, που προκλήθηκαν από την Lehman, μιας και η ύπαρξη επενδύσεων της αγοράς χρήματος σε ομόλογα της Lehman έκανε τους επενδυτές να πιστέψουν ότι επίσης άλλες επιχειρήσεις της αγοράς χρήματος μπορεί να είχαν ομόλογα της Lehman ή να σχετίζονται με τα περιουσιακά στοιχεία της Lehman («κρυφές απώλειες»). Ένα άλλο παράδειγμα των έμμεσων επιδράσεων-επιπτώσεων της πτώχευσης της Lehman ήταν οι φήμες πως υπάρχουν κρυφές απώλειες. Ένα παράδειγμα αυτού είναι η UBS AG, η οποία ξαφνικά χάνει 4 δισεκατομμύρια δολάρια, σύμφωνα με την έκθεση ενός αναλυτή στις 16 Σεπτεμβρίου. Το πραγματικό ποσοστό, αργότερα διαπιστώθηκε, ότι ανήλθε σε 300 εκατομμύρια δολάρια (Mollenkamp κτλ., 2008). Το γεγονός ότι ο Dow Jones έπεσε 500 πόντους ή 4,4% στις 15 Σεπτεμβρίου – η μεγαλύτερη πτώση μετά την επίθεση της 11ης Σεπτεμβρίου – είναι άλλο ένα παράδειγμα μιας έμμεσης

επίδρασης της πτώχευσης της Lehman. Έτσι έχουμε και την απώλεια εμπιστοσύνης στο κράτος των Η.Π.Α, αφού χάνει την ικανότητά ελέγχου, ιδιαιτέρως όταν έγινε γνωστό ότι δεν υποστήριξε τη Lehman. Ο Υπουργός Οικονομικών της Γαλλίας, καθώς και ο επικεφαλής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας αμέσως επέκριναν την απόφαση των Η.Π.Α. (Paulson,2010, σ. 348). Δύο από τις κύριες επενδυτικές τράπεζες είχαν ήδη εξαφανιστεί – Bear Stearns και η Lehman, η τελευταία εκ των οποίων δεν έτυχε βοήθειας από την κυβέρνηση των Η.Π.Α.. Οι επενδυτές στράφηκαν προς τις υπόλοιπες τράπεζες επενδύσεων, όπως αποδεικνύεται από μια απότομη άνοδο του κόστους ασφάλισής τους κατά προεπιλογή. Η τιμή αυξήθηκε αρκετές εκατοντάδες μονάδες, για Morgan Stanley, Goldman Sachs και Citigroup. (Onaran & Helyar, 2009, σ. 61).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3**

### **Κρίση του '29 και σύγκρισή της με την σημερινή**

Έχοντας παραθέσει στα παραπάνω κεφάλαια τα σημαντικότερα στοιχεία της σημερινής οικονομικής κρίσης καθώς και τις επιπτώσεις στους διάφορους οικονομικούς φορείς, σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι η ανάδειξη αρχικά της κατάστασης, που επικράτησε την περίοδο της οικονομικής κρίσης του 1929, έπειτα των ομοιοτήτων και των διαφορών με τη σημερινή κρίση. Στόχος της σύγκρισης αυτής είναι η εμβάθυνση και η περαιτέρω ανάλυση των 2 κρίσεων καθώς και να μας διδάξει για τα λάθη τους παρελθόντος .

### *3.1 Γενικά χαρακτηριστικά της κρίσης του '29*

Η παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929 ή αλλιώς (Great Depression) αποτελούσε μέχρι σήμερα τη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση της σύγχρονης ιστορίας, η οποία διήρκεσε από ένα έως 10 χρόνια και αποτελεί παράδειγμα ως προς το πόσο οδυνηρή μπορεί να είναι μια οικονομική καταστροφή, ενώ εκδηλώθηκε μετά το Χρηματιστηριακό Κραχ στις 29 Οκτωβρίου του 1929. Η σημαντικότητά της δεν έγκειται μόνο στην οικονομική εξαθλίωση που προκάλεσε, αλλά και στην εξάπλωσή της.

Η κρίση του '29 άρχισε να εκδηλώνεται με την αιφνίδια κατάρρευση των τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Πολλοί αναλυτές θεωρούν ότι το αρχικό αίτιο της κρίσης ήταν η περιοριστική νομισματική πολιτική, που είχε ασκηθεί κατά το προηγούμενο έτος προκειμένου να αντιμετωπιστεί η χρηματιστηριακή κερδοσκοπία.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο έχει συνοψίσει πρόσφατα τις αναλύσεις αυτές . Βλ. IMF, World Economic Outlook – October 2009, Box 4.1 “A Historical Perspective on International Financial Crises”, σελ. 128-130. Επίσης: IMF, IMF, World Economic Outlook – April 2009, Chapter 3 “From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?” και ιδίως Box 3.1 “How Similar is the Current Crisis to the Great Depression?”, σελ. 97-132. Παραδοσιακά δύο είναι οι τρόποι με τους οποίους μπορεί να ελεγχθεί η προσφορά χρήματος: η πολιτική της ανοικτής αγοράς (μέσω αγοροπωλησίας χρεογράφων) και η αυξομείωση του προεξοφλητικού επιτοκίου. Πολλοί κατηγόρησαν τη μείωση του επιτοκίου από το Fed ως τον κυριότερο παράγοντα της κρίσης. Ωστόσο όπως αναφέρει ο Galbraith (1961, σελ.) 39), το να θεωρήσουμε την παράμετρο αυτή ως βασικότερη για τα δεινά αποτελεί λανθασμένη περπατημένη. Σε προηγούμενες περιόδους με περισσότερη ευκολία δανεισμού δεν εντοπίστηκε ανάλογη κερδοσκοπία.

Η κρίση όμως εξαπλώθηκε με γοργούς ρυθμούς κυρίως λόγω της επισφαλούς οικονομικής πολιτικής η οποία υιοθετήθηκε για την αντιμετώπισή της αλλά και του ανεπαρκούς θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των αγορών.

Η πανικόβλητη συμπεριφορά των καταθετών ήταν το κύριο χαρακτηριστικό της κρίσης αυτής, γεγονός το οποίο οδήγησε σε μαζική απόσυρση των καταθέσεων τους, σε πτωχεύσεις τραπεζών και την πολύ μεγάλη μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης εξαιτίας της αυξημένης αβεβαιότητας για τις προοπτικές της παραγωγής και των εισοδημάτων. Η καταβράθρωση της ζήτησης είχε ως αποτέλεσμα τη μεγάλη και απότομη πτώση του πληθωρισμού αλλά και του γενικού επιπέδου του προϊόντος, καθώς και τη δραματική αύξηση της ανεργίας. Είναι αξιοσημείωτο ότι στις Η.Π.Α. την τετραετία 1930-1933 το προϊόν μειώθηκε συσσωρευτικά κατά 31% και οι τιμές υποχώρησαν κατά 33%, ενώ την περίοδο 1930-1938 το μέσο ποσοστό ανεργίας έφθασε στο 26%. Την ίδια στιγμή, ήταν εμφανή τα φαινόμενα της «αρνητικής ανατροφοδότησης» μεταξύ του χρηματοπιστωτικού τομέα και της πραγματικής οικονομίας. Με λίγα λόγια, η πτώση των τιμών είχε ως αποτέλεσμα να αυξηθεί το πραγματικό βάρος του χρέους των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών και να μειωθεί η πιστοληπτική τους ικανότητα, να αυξηθεί δηλαδή ο πιστωτικός κίνδυνος για τις τράπεζες και, τελικά, να υποχωρήσουν ακόμη περισσότερο η ζήτηση και ο πληθωρισμός. Η μείωση των εκροών των κεφαλαίων από τις ΗΠΑ ουσιαστικά αποτέλεσε δίοδο για την περαιτέρω μετάδοση της κρίσης σε όλο τον κόσμο. Σημαντικό στοιχείο της πορείας προς την κρίση υπήρξε η επαναφορά του κανόνα του χρυσού από τον υπουργό οικονομικών, Τσόρτσιλ, το 1925. Έτσι η αυξημένη ζήτηση χρήματος και οι επακόλουθες σημαντικές εισροές χρυσού στις ΗΠΑ οδήγησαν, σχεδόν αυτόματα, σε περιοριστικές νομισματικές συνθήκες στις άλλες χώρες. Εκείνη την περίοδο το φαινόμενο του προστατευτισμού και των ανταγωνιστικών υποτιμήσεων ήταν έντονο, πράγμα που αποσκοπούσε στη στήριξη των εθνικών οικονομιών. Όμως τα φαινόμενα αυτά οδήγησαν σε συρρίκνωση του παγκόσμιου εμπορίου και σε περαιτέρω υποχώρηση της διεθνούς οικονομικής δραστηριότητας.(Προβόπουλος, 2009)

Κατά τη διάρκεια της κρίσης αλλά και μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο έγιναν προσπάθειες αντιμετώπισης της κρίσης οι οποίες ανέτρεψαν την οικονομική πολιτική και το θεσμικό πλαίσιο των αγορών. Άλλοτε με την απευθείας άρση της μετατρεψιμότητας των νομισμάτων σε χρυσό και άλλοτε με ενδιάμεσο στάδιο τη μεταβολή των ισοτιμιών τους σε χρυσό, πολλές χώρες εγκατέλειψαν τον κανόνα του

χρυσού. Από τις αρχές του 1933 άρχισαν να εφαρμόζονται πολιτικές ενεργού διαχείρισης της ζήτησης οι οποίες θεμελιώθηκαν θεωρητικά από τον Κέυνς το 1936. Αλλά το σημαντικότερο είναι ότι άλλαξαν οι αντιλήψεις για τις δυνατότητες, τους περιορισμούς και τον ενδεδειγμένο προσανατολισμό της νομισματικής πολιτικής και αναμορφώθηκε το πλαίσιο εποπτείας και λειτουργίας των τραπεζών. Στις Η.Π.Α. η αναμόρφωση αυτή έγινε το 1933 με το νόμο Glass-Steagall και με την ίδρυση του Οργανισμού Εγγύησης Καταθέσεων (Federal Deposit Insurance Corporation). Η νομοθεσία αυτή διέκρινε τις τράπεζες σε εμπορικές- καταθετικές και σε επενδυτικές (μη καταθετικές). Για τις πρώτες προβλεπόταν ένα αυστηρό κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας, που περιλάμβανε τον περιορισμό των κινδύνων τους οποίους μπορούσαν να αναλάβουν, με αντάλλαγμα την άμεση πιστωτική διευκόλυνσή τους από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ στην περίπτωση που θα αντιμετώπιζαν προβλήματα ρευστότητας. Την ίδια στιγμή, οι καταθέσεις των αποταμιευτών σε εμπορικές τράπεζες θα ήταν εφεξής εγγυημένες από το κράτος, κάτι που δεν ίσχυε όταν ξέσπασε η κρίση. Αντίθετα, οι επενδυτικές τράπεζες υπόκειντο σε λιγότερο αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο, αφού από τη φύση τους δεν κινδύνευαν από πανικό καταθετών. Τέλος, τον Ιούλιο του 1944, διαρκούντος ακόμη του πολέμου, οι 44 συμμαχικές χώρες που αποτελούσαν τότε τα Ηνωμένα Έθνη υπέγραψαν τις συμφωνίες του Bretton Woods και έθεσαν τις βάσεις για το μεταπολεμικό διεθνές νομισματικό σύστημα. (Προβόπουλος, 2009)

### *3.2 Ομοιότητες και διαφορές των δύο κρίσεων*

Η Μεγάλη Ύφεση του 1929 και η Μεγάλη Πιστωτική Κρίση του 2008 έχουν σημαντικές ομοιότητες αλλά και αξιοσημείωτες διαφορές, που αφορούν τόσο στα βασικά τους χαρακτηριστικά όσο και στις πολιτικές για την αντιμετώπισή τους.

Ο παραλληλισμός και η σύγκριση των δύο κρίσεων έχει εκτενώς σχολιαστεί. Πολλοί συγγραφείς και σχολιαστές, συγκαταλέγοντας τον Paul Krugman <sup>8</sup> και τον Justin Fox <sup>9</sup>, έδωσαν τις ερμηνείες τους μελετώντας την πορεία των Ηνωμένων Πολιτειών τότε και σήμερα. Αυτό όμως μας δίνει μία παραπλανητική εικόνα καθώς, αν οι δύο προέρχονταν από τις Ηνωμένες Πολιτείες υπό κάποια έννοια, παρ' όλα

---

<sup>8</sup> Όπως αναφέρει στο σύγγραμμά του 'the Great recession versus Great Depression

<sup>9</sup> Όπως αναφέρει στο σύγγραμμά του 'On the Job Front this is No Great Depression'

αυτά αποτελούν παγκόσμια φαινόμενα.<sup>10</sup> Συγκεκριμένα, η Μεγάλη Ύφεση του '29 μεταδόθηκε σε διεθνές επίπεδο μέσω των εμπορικών ροών, των ροών κεφαλαίου και των τιμών των εμπορευμάτων, ενώ η Μεγάλη Πιστωτική Κρίση η οποία εκδηλώθηκε την Άνοιξη του 2008, πήρε μια ακόμη πιο σοβαρή στροφή έξω από τις Ηνωμένες Πολιτείες, σε άλλες χώρες στις οποίες παρατηρούνταν ακόμη μεγαλύτερες πτώσεις στη βιομηχανική παραγωγή, τις εξαγωγές, και τις τιμές των μετοχών.

Το βασικό ερώτημα είναι κατά πόσον οι διαφορετικές πολιτικές αντιμετώπισης είναι στην πραγματικότητα υπεύθυνες για τα διάφορα μακροοικονομικά αποτελέσματα. Υπάρχουν πολλά που διακυβεύονται. Σε αυτό μπορούν να ρίξουν φως οι όποιες συγκρίσεις με τη δεκαετία του 1930.

Παρακάτω αναφέρονται οι κύριες ομοιότητες και διαφορές των δύο κρίσεων οι οποίες αναλύονται με τη βοήθεια των αντίστοιχων σχημάτων, που παρατίθενται στο παράρτημα :

Το *σχήμα 1* αποτυπώνει την πορεία της βιομηχανικής παραγωγής σε παγκόσμιο επίπεδο κατά τη διάρκεια και των δύο κρίσεων. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η μείωση της παραγωγής σε παγκόσμιο επίπεδο, στους 12 μήνες που ακολούθησαν μετά από την αιχμή της βιομηχανικής παραγωγής τον Απρίλιο του 2008 , ήταν τόσο σοβαρή όσο και στους 12 μήνες που ακολούθησαν έπειτα από την αντίστοιχη αιχμή το 1929. Όπως μπορούμε να δούμε κατά το 1<sup>ο</sup> έτος της κρίσης, η παγκόσμια βιομηχανική παραγωγή μειώθηκε σχεδόν τόσο γρήγορα όσο στο πρώτο έτος της Μεγάλης Ύφεσης του '29. Στη συνέχεια φαίνεται ότι στο τέλος της Άνοιξης και μετά αρχίζει να ανακάμπτει, επίτευγμα της πολιτείας το οποίο αξίζει να αναγνωριστεί. Πρέπει όμως να σημειώσουμε ότι παρ' όλα αυτά το επίπεδο της βιομηχανικής παραγωγής εξακολουθεί να είναι κατά 6% χαμηλότερα από το προηγούμενο σημείο αιχμής.<sup>11</sup> Αυτό είναι σε αντίθεση με την κρίση του '29 γιατί ενώ υπήρξαν δύο περίοδοι ανάκαμψης ( η δεύτερη η οποία ήταν αρκετά σημαντική), η παραγωγή μειώθηκε κατά μέσον όρο για τρία συναπτά έτη.

Όπως μπορεί να διαπιστωθεί στο *σχήμα 2* , το παγκόσμιο εμπόριο υποχώρησε πολύ πιο γρήγορα κατά το πρώτο έτος της πρόσφατης κρίσης από το συγκρίσιμο στάδιο της Μεγάλης Ύφεσης. Έπεσε 20 τοις εκατό σχεδόν κατά τους εννέα μήνες

---

<sup>10</sup> Η σύγχρονη έρευνα εστιάζει σε παγκόσμια κλίμακα σε αντίθεση με αυτή της Μεγάλης ύφεσης του '29 που δίνει έμφαση περισσότερο στις ΗΠΑ.

<sup>11</sup> Αυτό σημαίνει ότι η σημαντική πλεονάζουσα δυναμικότητα παραμένει σε μια σειρά από 'σημαντικές' οικονομίες. Η σκέψη λοιπόν για αποφυγή των πολιτικών τόνωσης θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι ακόμα πρόωγη.

από τον Απρίλιο του 2008 έως τον Ιανουάριο του 2009, ή περισσότερο από το μισό κατά τα τρία πλήρη έτη 1929 - 32. Στη συνέχεια, σταθεροποιήθηκε, με ελάχιστη πτώση στους επόμενους τέσσερις μήνες, στη συνέχεια μέτρια αυξανόμενη τον Ιούνιο και δυναμικά τον Ιούλιο. Το παγκόσμιο εμπόριο εξακολουθεί επίσης να ανακάμπτει αλλά παραμένει 8% χαμηλότερα από το προηγούμενο σημείο αιχμής του.<sup>12</sup> Πολλές εξηγήσεις έχουν δοθεί για τη μεγαλύτερη ελαστικότητα του εμπορίου σε σχέση με την παραγωγή στην τρέχουσα κρίση, συμπεριλαμβανομένης και της ανάπτυξης στην κάθετη προσαρμογή<sup>13</sup> και της δυσκολίας χρηματοδότησης του εμπορίου κατά τη διάρκεια της πιστωτικής κρίσης. (Auboin 2009a, b). Και οι δύο είναι προβληματικές. Τα αποδεικτικά στοιχεία για επιπτώσεις πρώτης τάξης από διαταραχές στην παροχή εμπορικών πιστώσεων είναι ελάχιστα <sup>14</sup>. Και ενώ η αύξηση των κάθετων προσαρμογών μπορεί να εξηγήσει μια μεγαλύτερη κάθετη πτώση όσον αφορά το εμπόριο στην κρίση, δεν μπορεί από μόνο του να εξηγήσει γιατί υπήρχε μεγαλύτερη ποσοστιαία πτώση ή μια μεγαλύτερη ελαστικότητα του εμπορίου σε σχέση με την παραγωγή. Θα μπορούσαμε να παραθέσουμε σε αυτό το σημείο μια πιο απλή εξήγηση, δηλαδή την αλλαγή της σύνθεσης του εμπορίου. Το 1929, το 44 τοις εκατό του παγκόσμιου εμπορίου συμμετείχε στην παραγωγή αγαθών, ένα ποσοστό το οποίο είχε αυξηθεί σε 70 τοις εκατό το 2007,<sup>15</sup> Όπως είδαμε νωρίτερα, η παραγωγή είναι πιο ευμετάβλητη από την υπόλοιπη οικονομία, και ήταν αποτέλεσμα του εμπορίου της βιομηχανίας, παρά των πρωτογενών προϊόντων, στη Μεγάλη Ύφεση του '29.

Επιπρόσθετα, θέλοντας να έχουμε μια σφαιρική εικόνα στο *σχήμα 3* αποτυπώνεται η βιομηχανική παραγωγή των τεσσάρων μεγαλύτερων ευρωπαϊκών χωρών, στο *σχήμα 4* αποτυπώνεται η βιομηχανική παραγωγή τεσσάρων μη-ευρωπαϊκών χωρών και στο *σχήμα 5* η βιομηχανική παραγωγή τεσσάρων μικρών ευρωπαϊκών χωρών.

Το *σχήμα 6* εξετάζει τις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές και αγορές μετοχών τότε και τώρα. <sup>16</sup> Σε παγκόσμιο επίπεδο, οι χρηματιστηριακές αγορές βυθίστηκαν

---

<sup>12</sup> Οι αιτίες αυτής της κατάρρευσης των εμπορικών συναλλαγών εξακολουθούν να είναι πλήρως κατανητές, αν και πρόσφατες έρευνες έχουν αρχίσει να ρίχνουν φως για την ανάδειξή τους.

<sup>13</sup> (Yi 2008, Freund 2009, Tanaka 2009)

<sup>14</sup> Υπενθυμίζοντας ότι η πολυμερείς και εθνικές τράπεζες εισαγωγών-εξαγωγών επενέβησαν γρήγορα με τις πιστώσεις έκτακτης ανάγκης.

<sup>15</sup> International Trade Statistics 2008, table II.6, διαθέσιμο στο site [http://www.wto.org/english/res\\_e/statis\\_e/its2008\\_e/section2\\_e/ii06.xls](http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/its2008_e/section2_e/ii06.xls).

<sup>16</sup> Σημειώνουμε ότι, ενώ το επιχείρημα αυτό μπορεί να βοηθήσει στην αποτύπωση της σοβαρότητας της κατάρρευσης του παγκόσμιου εμπορίου σήμερα σε σχέση με την Μεγάλη Ύφεση, θα έχει πολύ λιγότερη ισχύ στην εξήγηση της αύξησης της ελαστικότητας των εμπορικών συναλλαγών με σχέση με την παραγωγή κατά τις τελευταίες δύο ή τρεις δεκαετίες, στις οποίες εστιάζει ο Freund (2009).

ακόμη ταχύτερα κατά το πρώτο έτος της πρόσφατης κρίσης σε αντίθεση με τα πρώτα στάδια της Μεγάλης Ύφεσης. Εν ολίγοις, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής είχαν δίκιο να ανησυχούν στις αρχές του 2009. Όταν αντιμετωπίστηκε ως παγκόσμιο φαινόμενο, η τρέχουσα οικονομική κρίση ήταν γεγονός παρόμοιο με αυτό της Μεγάλης Ύφεσης του '29. Από τότε οι συνθήκες έχουν σταθεροποιηθεί, ή τουλάχιστον έτσι φαίνεται. Το ερώτημα είναι εάν η πολιτική παίρνει τα εύσημα.

### 3.3 Ανταπόκριση από την πολιτεία τότε και τώρα

Η Μεγάλη Ύφεση της δεκαετίας του 1930 και η Μεγάλη Πιστωτική Κρίση της δεκαετίας του 2000 είχαν παρόμοιες αιτίες, αλλά σε κάθε περίπτωση η πολιτική αντιμετώπισης ήταν διαφορετική.

Στο *σχήμα 7* παρουσιάζεται ο σταθμισμένος με το ΑΕΠ μέσος όρος των προεξοφλητικών επιτοκίων της Κεντρικής τράπεζας για 7 χώρες συν την Πολωνία και τη Σουηδία.<sup>17</sup> Όπως μπορεί να θεωρηθεί, και στις δύο κρίσεις υπήρξε μια καθυστέρηση πέντε ή έξι μήνες πριν τα προεξοφλητικά επιτόκια ανταποκριθούν στη περίοδο αιχμής, αν και στην πρόσφατη κρίση τα επιτόκια έχουν μειωθεί πιο γρήγορα και σε χαμηλότερο επίπεδο.

Το *σχήμα 8*, δείχνει την προσφορά χρήματος για τον σταθμισμένο με το ΑΕΠ μέσο όρο 17 χωρών<sup>18</sup> που αντιπροσωπεύουν το ήμισυ του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2004. Αν και μπορεί να υποστηριχθεί ότι η χαλαρή νομισματική πολιτική που συνέβαλλε στο να τεθούν οι βάσεις για αντιμετώπιση των μετέπειτα δυσκολιών που θα προέκυπταν, αποτελούσε παράγοντα συνεισφοράς και στις δύο περιπτώσεις, η νομισματική επέκταση ήταν πολύ πιο γρήγορη το 2005-08 σε σχέση με το 1925-29. Πιο σημαντικό για τους παρόντες σκοπούς, η προσφορά χρήματος συνέχισε να αυξάνεται ραγδαία το 2008, σε αντίθεση με το 1929, όταν σταθεροποιήθηκε πριν αρχίσει μια γρήγορη πτώση.

---

<sup>17</sup> Συγκεκριμένα για τις Bank of England, ECB, Bank of Japan, St. Louis Fed, National Bank of Poland και Sveriges Riksbank.

<sup>18</sup> Αυτές είναι η Αργεντινή, η Αυστραλία, το Βέλγιο, η Βραζιλία, ο Καναδάς, η Δανία, η Φινλανδία, η Γαλλία, η Γερμανία, η Ιταλία, η Ιαπωνία, η Νορβηγία, η Πορτογαλία, η Σουηδία, η Ελβετία, το Ηνωμένο Βασίλειο και οι ΗΠΑ. Το 1925 και το 2004 τα δεδομένα του ΑΕΠ που χρησιμοποιούνται για τη στάθμιση της προσφοράς χρήματος έχουν ληφθεί από Maddison (2009). Για την περίοδο του μεσοπολέμου, δίνονται οι πηγές στο προσάρτημα των στοιχείων: τα στοιχεία αφορούν το M1 για όλα τα χώρες εκτός από την Δανία, την Φινλανδία και την Σουηδία, για την οποία εμείς έχουμε μόνο M2. Τα σύγχρονα δεδομένα για την M1, και η πηγή είναι οι χρηματοοικονομικές στατιστικές του ΔΝΤ και οι Μηνιαίοι Οικονομικοί Δείκτες του ΟΟΣΑ. Τα στοιχεία εκφράζονται σε μορφή δείκτη, λαμβανομένου 1925 = 100 και 2004 = 100



Στο *σχήμα 9*, παρουσιάζεται η ανάλογη εικόνα για το δημοσιονομικό ισοζύγιο ως ποσοστό του ΑΕΠ. Μετά το 1929, ενώ οι κυβερνήσεις εμφάνισαν επίσης δημοσιονομικά ελλείμματα ιδιαίτερης σημασίας (έστω και αν δεν ήθελαν, η κατάρρευση των εσόδων συχνά δεν αφήνει καμία επιλογή), η προθυμία να το πράξουν σήμερα είναι μεγαλύτερη. Το *σχήμα 9* επίσης αποδεικνύει ότι αναπτυγμένες οικονομίες έχουν σημειώσει τη μεγαλύτερη επιθετική χρήση της δημοσιονομικής πολιτικής κατά την τρέχουσα κρίση. Αλλά οι αναδυόμενες αγορές, επίσης, εφαρμόζουν δημοσιονομική πολιτική πιο επιθετικά από ό,τι ο κόσμος στο σύνολό του το 1930.

Η πρόσφατη βιβλιογραφία έχει τονίσει ότι το καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών ουσιαστικά διαμορφώνει την πολιτική ανταπόκριση. Στη σημερινή κρίση, οι μεγάλες οικονομίες κινούνταν όλες σε ευέλικτες συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι οποίες έδωσαν στις κεντρικές τράπεζες τη δυνατότητα να ενεργήσουν επιθετικά.<sup>19</sup> Υπάρχουν όμως εξαιρέσεις όπως οι χώρες με νομισματικές επιτροπές ( το Χονγκ Κονγκ και η Βουλγαρία, για παράδειγμα). Επίσης οι χώρες με σημαντικές συναλλαγματικές υποχρεώσεις για τις οποίες μια σημαντική υποτίμηση θα είχε αποσταθεροποιητικά αποτελέσματα (η Ουγγαρία και η Νότια Κορέα για παράδειγμα). Επιπρόσθετα οι χώρες οι οποίες επιθυμούν την συγκράτηση των τιμών των νομισμάτων τους σε σχέση με άλλα νομίσματα, όπως το ευρώ μέσω του λεγόμενου “ERM II” (για παράδειγμα η Δανία και τα κράτη της Βαλτικής). Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι δεσμεύσεις όσον αφορά τις συναλλαγματικές ισοτιμίες των χωρών αυτών έχει οδηγήσει σε στρεβλωτική πολιτική αντιμετώπισης, ή τουλάχιστον δένει τα χέρια για την αντιμετώπιση της τρέχουσας κρίσης. Ένα παράδειγμα είναι η Δανία, η οποία αύξησε τα επιτόκια δύο φορές τον Οκτώβριο του 2008, μια εποχή σοβαρής κρίσης στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

Στην περίπτωση της Μεγάλης ύφεσης του '29, οι χώρες οι οποίες παρέμειναν στο χρυσό κανόνα δεν ήταν σε θέση να ασκούν επεκτατική νομισματική πολιτική. Επίσης, ήταν απρόθυμες να εφαρμόσουν φορολογικά κίνητρα, διότι αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει σε διαρροή των αποθεματικών με την προσέλκυση των εισαγωγών.

---

<sup>19</sup> Εδώ αντιμετωπίζουμε τη ζώνη του ευρώ ως σχετική οικονομική μονάδα αντί για τις επιμέρους πολιτείες της - όπως για παράδειγμα την Ιρλανδία.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**

### **Κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης με ιδιαίτερα οικονομικά προβλήματα**

#### *4.1 Ιρλανδία*

Στις 27 Απριλίου του 2009, το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης διαμόρφωσε το συμπέρασμα ότι η Ιρλανδία χαρακτηριζόταν από υπερβολικό χρέος και έκανε επισημάνσεις για τη διόρθωσή του το αργότερο μέχρι το 2013. Μάλιστα, το Συμβούλιο επέβαλε ως προθεσμία μέχρι τις 27 Οκτωβρίου της ίδιας χρονιάς προκειμένου η Ιρλανδία να εφαρμόσει ριζικά. Το Δεκέμβριο το Συμβούλιο απεφάνθη ότι η ιρλανδική κυβέρνηση είχε λάβει αποδοτικά μέτρα, τα οποία σύμφωνα με τις συστάσεις του Απριλίου, χωρίς τα αρνητικά οικονομικά γεγονότα που επηρέασαν τα οικονομικά του κράτους να αποφευχθούν. Το Συμβούλιο αναγκάστηκε έτσι να προεκτείνει την προθεσμία για τη διόρθωση του χρέους μέχρι το 2014. Τον Ιούλιο του 2010 το Συμβούλιο συνέκλινε στο ότι η ιρλανδική κυβέρνηση είχε λάβει όλα τα αναλογικά μέτρα για τη βελτίωση των οικονομικών δεικτών της. Ωστόσο αυτά η οικονομική κατάσταση της χώρας επιδεινώθηκε τους τελευταίους μήνες του 2010 με το ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ να κινείται περίπου στο 0,9% το 2011 και σύμφωνα με τις προβλέψεις της Κομισιόν να φτάνει το 2012 το 1,9% . Τελικά το 2012 η μεταβολή έφθασε μόλις στο 0,2%. Στις 24 Νοεμβρίου του 2010 η κυβέρνηση της Ιρλανδίας δημοσίευσε το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης 2011-2014, το οποίο συμπεριλάμβανε πολιτικές για σταθεροποίηση των δημοσιονομικών της. Αυτή η σταθεροποίηση είχε ως σκοπό τη φθίνουσα και σταθερή εξέλιξη του δημοσίου χρέους μέσω εξορθολογισμού ο οποίος προβλεπόταν ότι θα συμβάλλει κατά 15 δις ευρώ κατά τη διάρκεια του χρονικού διαστήματος, σε αντίθεση με τα 7,5 δις ευρώ, που εκτιμούσε το πρόγραμμα σταθερότητας του Δεκεμβρίου του 2009. Βάσει προβλέψεων των ιρλανδικών φορέων τα 2/3 της διαφοράς θα καλύπτονταν από τις δαπάνες. Το σχέδιο ενσωμάτωνε επιπλέον διαρθρωτικές αλλαγές ιδιαίτερα στην αγορά εργασίας, ενώ διέθετε και μια στρατηγική για την αναμόρφωση του χρηματοοικονομικού τομέα. Ο σημαντικότερος σκοπός ήταν η επαναφορά της εμπιστοσύνης στο χρηματοοικονομικό τομέα περιορίζοντας σε μεγάλο βαθμό τον τομέα, απομονώνοντας τα βιώσιμα μέρη του συστήματος και αναβιώνοντας την υγιή κατάσταση του. Επίσης η Ιρλανδία υποχρεούται να αναφέρει την πρόοδο στην

υλοποίηση των συστάσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής κατά την περίοδο της Ιρλανδίας 2011 - 2015. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή περιόρισε το 2010 την κυβέρνηση της Ιρλανδίας να αυξήσει το ρυθμό μεγέθυνσης του δυνητικού ΑΕΠ καθώς και την άμεση εφαρμογή μέτρων, τα οποία θα βοηθούσαν στη στήριξη της παραγωγικότητας και την επαναφορά της ανταγωνιστικότητας μέσω ορθών μισθολογικών πολιτικών (Council of the European Union, 2010).

Παρά τα αποφασιστικά μέτρα της ιρλανδικής κυβέρνησης η φερεγγυότητα του κράτους παραμένει στο προσκήνιο το 2010. Το ιρλανδικό χρέος υπολογιζόταν ότι θα έφθανε στην κορύφωσή του το 2013 και θα άγγιζε το 120% του ΑΕΠ με το πρωτογενές ισοζύγιο να εμφανίζει θετικά νούμερα την επόμενη χρονιά. Η πρόβλεψη αυτή έγινε με την προϋπόθεση της συνεχόμενης δημοσιονομικής εξυγίανσης. Τελικά το 2013 το ιρλανδέζικο χρέος άγγιζε το 123,7%. Η κυβέρνηση είχε ως στόχο τη μείωση του ελλείμματος στο 13,1% του ΑΕΠ για το 2011, στο 7,4% του ΑΕΠ το 2013 και στο 3% του ΑΕΠ το 2015. Εν τέλη τα αντίστοιχα μεγέθη ήταν 13,1% και 7,4% για τα έτη 2011 και 2013. Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, η δημοσιονομική πολιτική βασίστηκε σε μεγάλο βαθμό στις δαπάνες. Αυτή είναι μια βασική διαφορά από το πρόγραμμα της Ελλάδας το οποίο βασίζεται κυρίως στη φορολόγηση. Επιπλέον, και σε αντίθεση με την Ιταλία και την Πορτογαλία, οι οποίες αντιμετώπιζαν αυξημένα επίπεδα δημοσίου χρέους, η Ιρλανδία είχε πετύχει μια σημαντική βελτίωση στην ανταγωνιστικότητά της από το 2010. Αυτό έχει ήδη αυξήσει τις εξαγωγές κατά το πρώτο τρίμηνο του 2011. (Jürgen Odenius, 2011)

## *4.2 Πορτογαλία*

Στις 7 Απριλίου 2011, η Πορτογαλία απευθύνθηκε για οικονομική βοήθεια στην Ευρωπαϊκή Ένωση και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Οι διαβουλεύσεις κατέληξαν στη συμφωνία ενός Οικονομικού Προγράμματος Προσαρμογής για το χρονικό διάστημα 2011 - 2014. Το πρόγραμμα είχε να κάνει με την εξωτερική χρηματοδότηση από την Ευρωπαϊκή Ένωση, τις χώρες μέλη της ΟΝΕ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, ενώ το δάνειο έφτανε τα 78 δις ευρώ. Η Πορτογαλία βάσει της συμφωνίας δεσμεύτηκε να εφαρμόσει στρατηγική που θα αφορούσε σε μια αξιόπιστη και ορθολογική δημοσιονομική πολιτική, ριζοσπαστικές και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας, το δικαστικό πλαίσιο, τις βιομηχανίες δικτύων κοινής ωφέλειας (ούτως ώστε να βελτιωθεί η δυνητική μεγέθυνση, να βρεθούν θέσεις απασχόλησης και να ενισχυθεί η ανταγωνιστικότητα).

Ο προγραμματισμός για το 2011 βασίστηκε μια μεγάλη ποικιλία μέτρων που θα ελάττωναν τη δαπάνη και θα αύξαναν τα έσοδα του κράτους. Μάλιστα, τα μέτρα περιορισμού των δαπανών συμπεριλάμβαναν μείωση των κυβερνητικών μισθών και της μισθοδοσίας των δημοσίων υπαλλήλων, μείωση των μεταβιβαστικών πληρωμών (για παράδειγμα επιδόματα ανεργίας, οικογενειακά επιδόματα), διατήρηση στα ίδια επίπεδα όλων των άλλων κοινωνικών δαπανών και διεύρυνση της φορολογίας. Επίσης, η κυβέρνηση έλαβε και άλλα μέτρα με στόχο τον περιορισμό των εξόδων και σε άλλα πεδία όπως για παράδειγμα την υγεία και τις κρατικές επιχειρήσεις ή τις δημόσιες επενδύσεις. Το πορτογαλικό χρέος προβλεπόταν να φτάσει το 104,2% του ΑΕΠ στο τέλος του 2011 και το 107% το 2012. Επίσης αναμενόταν ότι μέχρι το 2013 θα είχε σταθεροποιηθεί για να μειωθεί στην συνέχεια. (European Economic Forecast, 2011)

Είναι γεγονός ότι η οικονομία της Πορτογαλίας ήταν πιο αδύναμη από την ιρλανδική. Το πορτογαλικό κράτος είχε να αντιμετωπίσει το μεγαλύτερο έλλειμμα σε ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ενώ μόνο η Ελλάδα μπορούσε να τη συναγωνιστεί το 2010 στην ευρωπαϊκή περιφέρεια αγγίζοντας το 10,4% του ΑΕΠ. Ο συνδυασμός της πολύ αδύναμης οικονομικής μεγέθυνσης με πολύ αυξημένα τα εξωτερικά ελλείμματα είναι ενδεικτικά της έλλειψης ανταγωνιστικότητας που διακατέχει την Πορτογαλία. (Jürgen Odenius, 2011)

### *4.3 Ιταλία*

Η Ιταλία μαζί με την Ισπανία αποτελούν την πραγματική πρόκληση για το μέλλον του ευρώ. Η Ιταλία είναι η τρίτη μεγαλύτερη οικονομία της Ευρωζώνης μετά τη Γερμανία και τη Γαλλία, ενώ διαθέτει το μεγαλύτερο κρατικό χρέος, το οποίο ξεπερνούσε τα 2 τρισεκατομμύρια ευρώ το 2013. Μέχρι το ίδιο έτος οι Ιταλικές τράπεζες είχαν απορροφήσει 268 εκατομμύρια ευρώ, τα οποία είχαν χορηγηθεί από το ECB. Το ECB δε μπορεί να παρέχει ρευστότητα απευθείας σε κράτη, εκτός από περιπτώσεις απόλυτης ανάγκης και για τη σταθεροποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών για μια βραχυπρόθεσμη περίοδο, όπως συνέβη το 2011. Γι' αυτό δανείζει στις τράπεζες, οι οποίες μετά αγοράζουν κρατικά ομόλογα. Εντωμεταξύ, πολλοί επενδυτές μειώνουν συστηματικά την έκθεσή τους στη νότια Ευρώπη, ελπίζοντας πιθανώς ότι μία μελλοντική διαχώριση του κοινού νομίσματος θα έχει λιγότερο επιβλαβείς συνέπειες αν οι ίδιοι ελαχιστοποιήσουν την ανάμειξή τους στην χρηματοοικονομική και οικονομική πορεία εκείνων των χωρών. (Orsi, 2013)

Η Ιταλία πτώχευσε ουσιαστικά το καλοκαίρι του 2011, όταν τα επιτόκια του κρατικού χρέους ξέφυγαν από τον έλεγχο με συνέπεια η χώρα να χάσει την πρόσβασή της στις χρηματαγορές. Λόγω των απόλυτων διαστάσεων της Ιταλίας ως οικονομία και ως οφειλέτη, το ECB και οι πολιτικές αρχές στην Ευρώπη συμφώνησαν να δημιουργήσουν γύρω από την οικονομία της Ιταλίας την εμφάνιση μίας αγοράς, η οποία στην πραγματικότητα είναι σε μεγάλο βαθμό τεχνητή. Ιδανικά η Ιταλία θα μείνει υπό αυτή την τεχνητή υποστήριξη μέχρις ότου οι οικονομικές συνθήκες βελτιωθούν και η αυτοπεποίθηση αποκατασταθεί σε τέτοιο βαθμό ώστε η χώρα να αποκτήσει ξανά πρόσβαση σε μία «κανονική» πιστωτική αγορά. Ωστόσο αυτό δε φαίνεται ότι θα συμβεί μέσα στα επόμενα χρόνια. Η Ιταλία με το δεύτερο μεγαλύτερο μεταποιητικό τομέα στην Ευρώπη μετά τη Γερμανία, είχε απολέσει μέχρι και το 2013 περίπου το 24% του βιομηχανικού προϊόντος της επιστρέφοντας στα επίπεδα της δεκαετίας του 1980. Και ο αυτοκινητοβιομηχανικός τομέας όμως συστέλλεται συνεχώς. Ο κατασκευαστικός τομέας, ο οποίος αποτελεί έναν άλλο βασικό πυλώνα της οικονομίας της Ιταλίας συρρικνώνεται. Το 2012 ο τομέας αυτός αντιμετώπισε πτώση της τάξεως του 14%, ενώ την ίδια χρονιά οι πωλήσεις σπιτιών μειώθηκαν κατά 29% σε σχέση με το ίδιο δεινό έτος του 2011. Το 2013 η ανεργία ανήλθε περίπου στο 12%, ποσοστό που συνέχισε να αυξάνεται. Το 2013 περίπου μισό εκατομμύριο εργάτες δεν εργάζονταν και λάμβαναν ένα κρατικά χορηγούμενο επίδομα. (Orsi, 2013)

Η Ιταλία προκειμένου να υπερασπιστεί την χρηματοοικονομική θέση της κατέφυγε στην αύξηση της φορολογίας, τη μείωση των δαπανών και την αύξηση του δανεισμού. Η φορολογία έχει φτάσει τα τελευταία χρόνια σε επίπεδα άνευ προηγουμένων και μαζί με την πιστωτική κρίση κάνει την οικονομία να ασφυκτιά. Οι μειώσεις κρατικών δαπανών έχουν εφαρμοστεί μέχρι έναν βαθμό, αλλά όπως και οι φόροι, εντείνουν την ύφεση της οικονομίας, ενώ η μείωση των δαπανών δεν είναι βιώσιμη λόγω του πελατειακού αν όχι και κλεπτοκρατικού συστήματος που επικρατεί στη χώρα εδώ και δεκαετίες. Παράλληλα οι κρατικές αρχές συχνά αμελούν να αποπληρώσουν προμηθευτές τους με τα οφειλόμενα στον ιδιωτικό τομέα να φθάνουν τα 90 ή και 130 δισεκατομμύρια ευρώ ανάλογα των κριτηρίων υπολογισμού τους. Οι προβλέψεις δείχνουν ότι οι επιλογές της Ιταλίας θα εξαντληθούν και ότι θα χρειαστούν επιπλέον μέτρα από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Ενδεχομένως να χρειαστεί ένα σχέδιο διάσωσης. Όμως λόγω του μεγάλου μεγέθους της οικονομίας της και του κρατικού χρέους της, κάτι τέτοιο είναι αδύνατο. Το μόνο ρεαλιστικό σενάριο θα ήταν

μια αναδιάρθρωση του χρέους ή μία διαπραγμάτευση. Μία κατάρρευση της ιταλικής οικονομίας θα είχε τεράστιο αντίκτυπο στην Ευρωζώνη και την Ευρωπαϊκή Ένωση. (Orsi, 2013)

#### *4.4 Ισπανία*

Η Ισπανία αναδύθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 2000 ως ένα μοντέλο μίας κοινωνικής δημοκρατίας και ως το πρόσωπο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ξαφνικά το 2008 η ίδια χώρα βρέθηκε να αντιμετωπίζει επίπεδα ύφεσης όσον αφορά στην ανεργία και μια οικονομία που κατέρρευε. Μέσα σε λίγα χρόνια η οικονομία είχε μεταβεί από πλεονάσματα στον προϋπολογισμό, μία μεγεθυνόμενη μεσαία τάξη και γενναιόδωρες μεταβιβαστικές πληρωμές σε βασανιστικές πολιτικές λιτότητας και καταρρέοντες μισθούς, που ενεργοποιήθηκαν από τη μαζική αποτυχία των τραπεζών. Η Ισπανία δε σπαταλούσε διαχρονικά σε υπερβολικό βαθμό περισσότερα από ότι παρήγαγε. Το σοσιαλιστικό κόμμα δε συσσώρευε τραπεζικά δολώματα ή δουλικούς θαυμαστές του άπληστου καπιταλισμού, όμως η αντίδρασή τους στην κρίση κατέστρεψε τα δικά τους συστατικά. (Hill, 2013)

Η Ισπανική φούσκα διήρκησε ολόκληρο το δεύτερο μισό του 20<sup>ού</sup> αιώνα. Η ισπανική οικονομία εξαρτιόταν σε υπέρμετρο βαθμό από την ακίνητη περιουσία και τον κατασκευαστικό τομέα από τη δεκαετία του 1950. Αυτό ερχόταν σε αντίθεση με ότι συνέβη στην υπόλοιπη δυτική Ευρώπη, η οποία απήλαυσε μία μεταπολεμική μεγέθυνση στον μεταποιητικό τομέα. Η έμφαση στον κατασκευαστικό τομέα σπιτιών συνεχίστηκε και μετά το 1975 βοηθούμενη από την επεκτεινόμενη χρηματοπιστωτική βιομηχανία, ενώ παράλληλα αποτέλεσε την εγχώρια κινητήρια δύναμη για την οικονομική της επέκταση. Αυτή η στρατηγική είχε θετικά αποτελέσματα για κάποιες δεκαετίες. Η ανεργία διέθετε υψηλή ανεργία κατά τη διάρκεια των δεκαετιών 1980 και 1990 με ποσοστά που κάποιες φορές ξεπερνούσε το 20%, όμως σε λιγότερο από τρεις δεκαετίες η Ισπανία είχε αναδειχθεί από μία φτωχή χώρα σε μία μοντέρνα, ευκατάστατη, τεχνολογικά προχωρημένη Ευρωπαϊκή κοινωνική δημοκρατία. Το 2007 τα επίπεδα της ιδιωτικής ιδιοκτησίας κατοικιών στην Ισπανία άγγιξαν το 87%, έναν από τους υψηλότερους δείκτες παγκοσμίως. Η Ισπανική μεσαία τάξη είχε διαμορφωθεί, όμως όπως ακριβώς θα ανακάλυπτε και η μεσαία τάξη στις Η.Π.Α., οι τιμές των σπιτιών πάντα θα ανεβαίνουν μέχρι που κάποια στιγμή σταματούν. Ξαφνικά το 2008 ο τομέας, που για ολόκληρες δεκαετίες οδηγούσε την ισπανική οικονομία, κατέρρευσε. (Hill, 2013)

Αρχικά η κυβέρνηση Zapatero χρησιμοποίησε κίνητρα για να αμβλύνει την ύφεση. Ωστόσο η οικονομία παρέμενε στάσιμη μέχρι το 2010 και τα ελλείμματα κλονίστηκαν. Εθνικές τράπεζες και κυβερνήσεις, τις οποίες τα πολιτικά κόμματα ιστορικά είχαν χρησιμοποιήσει για να ανταμείβουν συμμάχους με κατασκευαστικά σχέδια, άρχισαν να αποτυγχάνουν μαζικά. Πρακτικά και εν μία νυκτί, το φορτίο του χρέους της Ισπανίας διπλασιάστηκε. Καθώς η κρίση της Ελλάδας συγκέντρωνε όλο και μεγαλύτερους φόβους για την πτώχευσή της, οι Ευρωπαίοι ηγέτες οραματίζονταν μία επίπτωση ντόμινο που θα συμπεριλάμβανε την Ισπανία, την Πορτογαλία, την Ιρλανδία κι ακόμη και την Ιταλία, και θα απειλούσε τη σταθερότητα της ισοτιμίας του Ευρώ. Έτσι η κυβέρνηση Zapatero επήλθε υπό έντονη πίεση τόσο από τους Ευρωπαίους συμμάχους όσο και από τις αγορές, για να μειώσει τις δαπάνες της. (Hill, 2013)

Το πρόβλημα της Ισπανίας έχει να κάνει με το ότι η ίδια είναι δεμένη με το Ευρώ με αποτέλεσμα να έχει μικρό έλεγχο ως προς την νομισματική πολιτική. Γι' αυτό τα σχέδια του Zapatero συμπεριέλαβαν μία μείωση των μισθών κατά 5%, ένα πάγωμα των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων, ένα πάγωμα των συντάξεων σε επίπεδο κόστους ζωής, ένα μεγαλύτερο όριο ηλικίας για συνταξιοδότηση, μία αύξηση του Φ.Π.Α. και έναν περιορισμό των δαπανών υγείας. Η λιτότητα, που είχε καταστρέψει εκατοντάδες χιλιάδες δουλειές, αναπόφευκτα θα κατέστρεφε και τους ίδιους τους Σοσιαλιστές. Παράλληλα και καθώς ο αριθμός των ανέργων αυξανόταν κατά τη διάρκεια της ύφεσης, η εν λόγω κυβέρνηση ανταποκρίθηκε περιορίζοντας τις προστασίες των εργαζομένων. Για παράδειγμα, έγινε ευκολότερο και λιγότερο κοστοβόρο το να απολύονται εργαζόμενοι και οι γενναίες αποζημιώσεις απόλυσης μειώθηκαν δραστικά. (Hill, 2013)

Το κόμμα των Συντηρητικών κέρδισε τις επόμενες εκλογές θεσπίζοντας όμως στη συνέχεια ακόμα σκληρότερα μέτρα λιτότητας. Τα θετικά στοιχεία που κατάφερε η Ισπανία να διατηρήσει είναι ότι κάθε Ισπανός πολίτης λαμβάνει ιατρική περίθαλψη, ενώ οι άστεγοι αν και συνεχώς αυξανόμενοι εξακολουθούν να παραμένουν λιγότεροι από τους αναλογικά άστεγους των Η.Π.Α. Επίσης, η Ισπανία χαρακτηρίζεται από το θεσμό της δεμένης οικογένειας, οπότε τα μέλη της οικογένειας αλληλοϋποστηρίζονται οικονομικά. Σύν τοις άλλοις, Ισπανία εξακολουθεί να παρέχει κοινωνικά επιδόματα. Ακόμη και μετά τις περικοπές χορηγεί γενναιόδωρα επιδόματα ανεργίας. (Hill, 2013)

Το Σεπτέμβριο του 2013 η κυβέρνηση ανακοίνωσε καλά νέα: οι εξαγωγές είχαν αυξηθεί, τα spreads των κρατικών ομολόγων είχαν μειωθεί και η οικονομία παρουσίαζε μεγέθυνση για πρώτη φορά μετά από τρία έτη. Παρόλα αυτά πολλοί κάνουν λόγο για μία ανάκαμψη, που περιγράφεται στα χαρτιά, με λίγους Ισπανούς να τη βιώνουν πραγματικά. Η θετική συνέπεια της ισπανικής κρίσης ήταν ότι η οικονομία της Ισπανίας μετακινήθηκε από την υπερβολική εξάρτηση στα ακίνητα και τις κατασκευές προς μία πιο γερμανικού μοντέλου οικονομία, στην οποία ηγετικό ρόλο έχουν οι εξαγωγές. Επιπροσθέτως, η Ισπανία διαθέτει το πλεονέκτημα ενός υψηλά εκπαιδευμένου και ικανού εργατικού δυναμικού, καθώς και μιας αναπτυσσόμενης πράσινης τεχνολογίας που την έχει κάνει ηγέτη της ηλιακής και αιολικής ενέργειας. Ταυτόχρονα χαρακτηρίζεται από ένα ιδανικό κλίμα και εξαιρετικά τουριστικά μέρη με άρτιες υποδομές και μέσα μαζικής συγκοινωνίας. (Hill, 2013)

#### *4.5 Ελλάδα*

Τον Ιούνιο του 2010 η Τρόικα (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα – Διεθνές Νομισματικό Ταμείο – Ευρωπαϊκή Επιτροπή) ανάγκασε την Ελλάδα να εφαρμόσει οικονομική προσαρμογή με σκοπό το δημοσιονομικό έλεγχο μέσω του οποίου η Ελλάδα θα έπρεπε να μειώσει το υπερβολικό της έλλειμμα. Οι στόχοι του προγράμματος βάσει των επιχειρημάτων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής είναι η επαναφορά της δημοσιονομικής σταθερότητας, η εφαρμογή της σταθερότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στη ρευστότητά του, καθώς και η ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας. Η ελληνική κυβέρνηση ξεκίνησε με καλούς οίονους, όμως η υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων διεξήχθη με αργούς ρυθμούς κατά το έτος 2011. Η έλλειψη πολιτικής συναίνεσης στις μεταρρυθμίσεις, ο αδύναμος πολιτικός συντονισμός και η απουσία διοικητική ανικανότητα καθυστέρησαν πολύ την υλοποίηση του προγράμματος. Επίσης ύφεση έχει διογκωθεί περισσότερο σε σχέση με τις αρχικές προβλέψεις. Η οικονομική μεγέθυνση μειώθηκε το 2010 κατά 4,5 ποσοστιαίες μονάδες, περισσότερο έτσι από ότι η επιτροπή είχε προβλέψει. Επιπλέον υπήρξε μείωση στην εγχώρια ζήτηση. Σύμφωνα με το κλιμάκιο της Τρόικας η Ελληνική οικονομία παρουσιάζει θεματική πρόοδο, ενδείξεις της οποίας είναι η σταδιακή μείωση του επιπέδου των τιμών και ο περιορισμός του κόστους εργασίας. Το 2011 η Τρόικα θεωρούσε σημαντική την ακόμα μεγαλύτερη συμπίεση του εργατικού κόστους ανά μονάδα προϊόντος η οποία θα ενίσχυε σε μεγάλο βαθμό την



ανταγωνιστικότητα. Παρόλα αυτά η δημοσιονομική εξυγίανση και η μείωση της ρευστότητας προβλεπόταν ότι θα οδηγούσαν σε δυσχερέστερη θέση. Βάσει των προβλέψεων αυτών το πραγματικό ΑΕΠ για το 2011 θα μειωνόταν σε -3,75%, ενώ θα προέκυπταν θετικά ποσοστά από το 2012 και μετά. (European Commission, 2011). Τελικά το ποσοστά κυμάνθηκαν σε -7,1% και -6% αντίστοιχα.

Με την ψήφιση του μεσοπρόθεσμου πλαισίου η ελληνική κυβέρνηση είχε ως σκοπό τον δημοσιονομικό εξορθολογισμό. Πιο συγκεκριμένα, το δημοσιονομικό έλλειμμα θα έπρεπε να μειωθεί στο 2,5% επί του ΑΕΠ το 2014 και ακόμα περισσότερο το 2015 και το δημόσιο χρέος να μειωθεί. Το πρόγραμμα αυτό ορίζει ανώτατα όρια δαπανών για το εκάστοτε υπουργείο σε μακροπρόθεσμο πλαίσιο. Τα μέτρα αφορούσαν στον περιορισμό του πλεονάζοντος προσωπικού των δημοσίων υπαλλήλων, στην βελτίωση της οικονομικής απόδοσης των κρατικών επιχειρήσεων και στον ορθολογισμό των μεταβιβαστικών πληρωμών. Ποιο συγκεκριμένα συμπεριλαμβανόταν μειώσεις στους μισθούς των δημοσίων υπαλλήλων, τις λειτουργικές και αμυντικές δαπάνες και τις επενδύσεις του δημοσίου. Τα μέτρα θα συνοδεύονταν και από αυξήσεις των φορολογικών συντελεστών, επινόηση νέων φόρων, μείωση των φοροαπαλλαγών και ενίσχυση της φορολογικής συμμόρφωσης. (European Commission, 2011). Μέτρα τα οποία τελικά υλοποιήθηκαν.

Βασικό θέμα είναι και οι ιδιωτικοποιήσεις, οι οποίες προωθούνται αν και με αργούς σχετικά ρυθμούς. Στην κατοχή της ελληνικής κυβέρνησης βρίσκονται εισηγμένες και μη εταιρείες, εκχωρήσεις και εμπορικώς βιώσιμα ακίνητα. Τα περισσότερα εξ αυτών των ακινήτων δεν έχουν επιφέρει σημαντικά έσοδα, ενώ ταυτόχρονα τα περισσότερα έχουν πραγματοποιήσει ζημιές. Προσδοκάται ότι η ιδιωτικοποίηση τους θα ενισχύσει στη μείωση του χρέους με μικρό ή και μηδενικό κόστος από μελλοντικά διαφυγόντα κέρδη. Αναμένεται ότι οι ιδιωτικοποιήσεις θα ενισχύσουν την οικονομική δραστηριότητα και τις άμεσες επενδύσεις από το εξωτερικό. Το 2011 είχαν ήδη καθοριστεί τα βασικότερα περιουσιακά στοιχεία προς ιδιωτικοποίηση, καθώς και ο γενικότερος χρονικός ορίζοντας στον οποίο θα πραγματοποιούνταν η μετάβαση στο νέο ιδιοκτησιακό καθεστώς. (European Commission, 2011)

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα με την πλήρη σύμφωνη γνώμη του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου υποστηρίζουν ότι η βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους μπορεί να υφίσταται μόνο κατά την περίπτωση που η κυβέρνηση εφαρμόσει πλήρως το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων. Το 2011 των

όσων οι ίδιοι προέβλεπαν το μέγιστο επίπεδο του ελληνικού χρέους θα προέκυπτε το 2012 και στη συνέχεια θα ξεκινούσε μείωσή του, ενώ βασικό ρόλο σε αυτό θα είχαν διαδραματίσει οι ιδιωτικοποιήσεις. Παρόλα αυτά, όπως επισήμαινε τότε η Τρόικα, η βιωσιμότητα του χρέους ενδέχεται να επηρεαστεί αρνητικά σε περίπτωση δεν πραγματοποιηθεί ανάπτυξη. (European Commission, 2011)

Οι λόγοι για τους οποίους επιβλήθηκε η δεδομένη οικονομική πολιτική στην Ελλάδα προέρχεται από τους φόβους για ελληνική χρεοκοπία και τις επιπτώσεις της. Η Γαλλία και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ανησυχούν για μη αναστρέψιμα αποτελέσματα από τη μη ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική σταθερότητα. Το 2011 οι αναλυτές εκτιμούσαν ότι η Κεντρική Τράπεζα διαθέτει περί τα 444 δισεκατομμύρια εκτεθειμένα στην περιφέρεια. Γι' αυτό κάθε σημαντική αλλαγή στις τιμές θα μπορούσε να επηρεάσει αρνητικά το κεφάλαιό της. Επιπροσθέτως το γερμανικό κοινοβούλιο έθεσε ως κριτήριο για την υποστήριξη του απέναντι στην Ελλάδα μια ουσιαστική συμμετοχή από τον ιδιωτικό τομέα. Το ΔΝΤ κατά τη διάρκεια της κρίσης ανησυχούσε ότι η απρόβλεπτη απόσυρση του διεθνούς δανεισμού θα μπορούσε να είχε επιφέρει κρίσεις στις αγορές κεφαλαίων αρκετών ανατολικών ευρωπαϊκών και βαλκανικών χωρών. Για να μη συμβεί αυτό, το ΔΝΤ έθεσε ως δικό του όρο για τη στήριξη σε ρευστότητα τη δέσμευση των μεγαλύτερων τραπεζών ότι θα διακρατήσουν την έκθεση των κεφαλαίων τους σε αυτές τις χώρες. Η συγκεκριμένη ήταν αποτελεσματική και μετρίασε την όξυνση της χρηματοοικονομικής κρίσης σε αρκετά μεγάλο επίπεδο στη Σερβία και τη Ρουμανία. Κάποιες τράπεζες τροφοδοτούσαν με κεφάλαια τη νότια και ανατολική Ευρώπη και είχαν ιδρύσει θυγατρικές με συνέπεια να αντιμετωπίσουν την απειλή να χάσουν αυτές τις επενδύσεις. Η 'πρωτοβουλία της Βιέννης' ήταν ουσιαστικά ένας μηχανισμός συντονισμού. Βοήθησε αμοιβαίως μια επωφελής συνέπεια: τα ξένα κεφάλαια παρέμειναν κατά ένα μεγάλο ποσοστό τους στις χώρες αυτές, η όξυνση της κρίσης αποφεύχθηκε και οι ζημιές των τραπεζών μετριάστηκαν. Παρόλα αυτά η επιτυχία αυτή δεν είναι εύκολο να ξανά πραγματοποιηθεί. Η διαφορά στην ελληνική περίπτωση είναι ότι οι δανειστές της από το εξωτερικό δεν διατηρούν δαπανηρές θυγατρικές σε αυτήν. Η οικονομική στήριξη από την Ευρωπαϊκή Ένωση και το ΔΝΤ προσφέρεται υπό τη λογική ότι η Ελλάδα αντιμετωπίζει κρίση ρευστότητας. Αυτή η κρίση ρευστότητας φαίνεται ότι προκύπτει λόγω κρίσης στη φερεγγυότητα του ελληνικού κράτους. Αν κάτι τέτοιο ισχύει τότε ίσως η υλοποίηση του οικονομικού

προγράμματος που εφαρμόζεται θα πρέπει να προσαρμοστεί στο άμεσο μέλλον. (Jürgen Odenius, 2011)

Σύμφωνα με τον Paul De Grauwe (PDG) η κρίση του ελληνικού χρέους μπορεί να παύσει. Είναι σχεδόν σίγουρο ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση διαθέτει την οικονομική ευρωστία για να στηρίξει την Ελλάδα. Αν επιλέξει την οικονομική στήριξη της Ελλάδας τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης θα αντιμετωπίσουν αύξηση των δημοσίων χρεών τους που όμως εξακολουθεί να είναι προτιμητέα σε σχέση με μια ενδεχόμενη χρεοκοπία της Ελλάδας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### Αποτελέσματα Δημοσιονομικής Πολιτικής

Η συμμετοχή του Δημοσίου τομέα στο κεφάλαιο τραπεζών και άλλα υποστηρικτικά μέτρα πρέπει να διατηρούνται για όσο χρονικό διάστημα τραπεζικό σύστημα παραμένει υπερβολικά ευάλωτο στην εμπιστοσύνη των αγορών κεφαλαίων. Η εμπειρία προηγούμενων ετών φανερώνει ότι η δημοσιονομική και νομισματική στήριξη θα πρέπει να διατηρείται για την περίοδο, που η ανάκαμψη δεν έχει επιστρέψει σε ικανοποιητικά σχετικά επίπεδα ούτως ώστε να μπορεί να συνεχιστεί και χωρίς αυτή την υποστήριξη. Λάθη από το παρελθόν δηλώνουν ότι το 1936 το Fed εφάρμοσε έντονα περιοριστική νομισματική πολιτική αυξάνοντας τα υποχρεωτικά αποθεματικά των τραπεζών με σκοπό να ελεγχθεί η προσφορά της πίστωσης. Αυτό ανέκοψε την ανάκαμψη που είχε αρχίσει το 1933 και προκάλεσε το 1937-38 οικονομική συστολή. Παρόλα αυτά ο εντοπισμός της κατάλληλης χρονικής στιγμής για να αντιστραφεί η πολιτική πιθανόν να είναι δύσκολο όταν οι συνέπειες της χρήσης στη δυνητική παραγωγή δεν είναι σίγουρες.

Προ κρίσης οι διάλογοι και οι εφαρμογές στις αναπτυγμένες οικονομικά χώρες έτειναν να ενισχύσουν τη διακριτική ευχέρεια έναντι των κανόνων, να υποτιμήσουν το ρόλο της δημοσιονομικής πολιτικής ως μια εναλλακτική ώθηση της αγοραίας ζήτησης και να αποστασιοποιούνται από την παρέμβαση στα μηνύματα της αγοράς. Σε αντίθεση με όλο το προηγούμενο χρονικό διάστημα, οι κυβερνήσεις κατά την εξέλιξη της κρίσης διαμόρφωσαν κανόνες πολιτικής, προγραμμάτισαν μαζικές διασώσεις τραπεζών και στήριξαν βιομηχανίες, υλοποίησαν τονωτικά δημοσιονομικά προγράμματα και ανέλαβαν τον πλήρη έλεγχο ολόκληρων πεδίων της οικονομίας. Όσον αφορά στις κεντρικές τράπεζες, αυτές πολύ γρήγορα ανέλαβαν το ρόλο των δανειστών τελευταίας λύσης, περιόρισαν τα επιτόκια επαναχρηματοδότησης στο μηδέν και προγραμμάτισαν νομισματικές διευκολύνσεις, που ήταν μέχρι τώρα αντισυμβατικές και δεν είχαν εφαρμοστεί στο παρελθόν. (Bénassy-Quéré et al., 2009)

Αν στην Ευρώπη εδραιωνόταν μια ομοσπονδιακή και δημοσιονομική πολιτική, αρχικά θα ωθούσε την πολιτική συνοχή στον ευρωπαϊκό χώρο. Συν τις άλλους θα πρόσφερε την ευχέρεια για καλύτερη αναδιανομή, διασπορά των κινδύνων και μια ομοσπονδιακή αντικυκλική δημοσιονομική πολιτική, η οποία πιθανόν είχε ενισχύσει την επίδραση της σταθεροποίησης σε αυτά τα λίγα ευρωπαϊκά κράτη που άρχισαν να σταθεροποιούνται το 2010. Επίσης θα είχε περιορίσει την έκταση των κρίσεων σε

επίπεδο κράτους μέσω αυστηρότερων δημοσιονομικών κανόνων σε τοπικό επίπεδο πριν να εξελιχθούν κρίσεις. Τελικά θα είχε διευκολύνει στην ενίσχυση του τραπεζικού συστήματος στην Ευρωζώνη και θα είχε εισάγει προγράμματα διάσωσης των τραπεζών σε επίπεδο Ευρώπης.

Το περιβάλλον το οποίο αναπτύσσεται επιβάλλει την εφαρμογή δημοσιονομικής πειθαρχίας, η οποία συμπεριλαμβάνει εντονότερη επιβολή των υπαρχουσών κανόνων και δημοσιονομικό συντονισμό σε μεγαλύτερο βαθμό. Επίσης η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα δείχνει ότι θα παίζει πιο ουσιαστικό και παρεμβατικό ρόλο στην αντιμετώπιση της κρίσης σε κρατικό επίπεδο, ενώ θα παρακολουθούνται και οι ανισορροπίες στον ιδιωτικό τομέα και ταυτόχρονα θα προσαρμόζονται καλύτερα οι πολιτικές οικονομίας.

Στις 23 Ιουλίου του 2011 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο συμβουλευτήκε την Οικονομική και Χρηματοοικονομική Επιτροπή και έπειτα δημοσίευσε στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης τις επισημάνσεις του προς τις χώρες μέλη που ανήκαν στην Ευρωζώνη για το χρονικό διάστημα 2011 έως 2012. Πιο ειδικά, η Επιτροπή συστήνει στα κράτη να διανέμουν τους στόχους του προϋπολογισμού που ενσωματώνονταν στα Σύμφωνα Σταθερότητας για το 2011, καθώς και τα Μνημόνια που είχαν υπογράψει, με την Ευρωπαϊκή Ένωση και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Επίσης, πρότεινε τα κράτη να διεξάγουν απόπειρες για τον οικονομικό τους εξορθολογισμό. Πιο ειδικά, οι χώρες όφειλαν να εφαρμόσουν επαρκείς δημοσιονομικές πολιτικές με κατεύθυνση τη βελτίωση των υπερβολικών ελλειμμάτων διαμορφώνοντας μεσοπρόθεσμους στόχους. Όπου είναι απαραίτητο θα έπρεπε να αξιοποιηθούν οποιαδήποτε έκτακτα μέτρα προκειμένου να προωθηθούν οι αλλαγές. Η δημοσιονομική πειθαρχία θα έπρεπε να υλοποιηθεί σε εθνικό αλλά και τοπικό επίπεδο. Οι κυβερνήσεις έπρεπε να εξακολουθήσουν να υλοποιούν μεταρρυθμίσεις στα κοινωνικά ασφαλιστικά συστήματα προκειμένου να διασφαλιστεί η δημοσιονομική βιωσιμότητα και σε συνάρτηση με την επάρκεια των συντάξεων και οι μεταβιβαστικές πληρωμές κυρίως συντονίζοντας τα συνταξιοδοτικά συστήματα με το δημογραφικό κλίμα που επικρατούσε στην κάθε χώρα. Επιπλέον το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο υποστήριξε ότι οι κυβερνήσεις θα έπρεπε να υλοποιήσουν μεταρρυθμίσεις στο φορολογικό σύστημα, οι οποίες ευνοούσαν την ανάπτυξη. Παρόλα αυτά όπως συνέχιζε η επιτροπή, τα κράτη θα έπρεπε να διατηρούν τα φορολογικά τους έσοδα, ενώ θα μπορούσαν να περιορίσουν τη φορολόγηση της εργασίας.

Παράλληλα, ο προσανατολισμός που έδινε το Συμβούλιο ήταν ο περιορισμός των δημοσίων δαπανών, η διαφύλαξη των στοιχείων που στηρίζουν την ανάπτυξη, όπως για παράδειγμα δαπάνες σε έρευνα και ανάπτυξη και παιδεία. Όπου ήταν αναγκαίο το κράτος θα έπρεπε να αλλάξει την μέθοδο προσδιορισμού των μισθών και την τιμαριθμική αναπροσαρμογή παίρνοντας συμβουλές από κοινωνικούς εταίρους και σε συνάρτηση με το εθνικό σύστημα της εκάστοτε χώρας με στόχο οι μισθοί να εξαρτώνται από το επίπεδο παραγωγικότητας, το βαθμό της ανεργίας και την ανταγωνιστικότητα. Επίσης η εκάστοτε κυβέρνηση θα ήταν καλύτερο να βελτιώσει τον ανταγωνισμό στο πεδίο των υπηρεσιών εγκαταλείποντας ανώφελους περιορισμούς σε επαγγελματικές υπηρεσίες, το εμπόριο λιανικής και τον κλάδο του διαδικτύου (Official Journal of the European Union, 2011). Ωστόσο η εκάστοτε χώρα διαθέτει ειδικά χαρακτηριστικά. Έτσι λογικό το ερώτημα για το πώς μπορεί να προσδιοριστεί κοινή δημοσιονομική πολιτική σε περιβάλλοντα τόσο διαφορετικά μεταξύ τους ως προς τα πεδία της οικονομίας, το νομικό και πολιτικό σύστημα, και την κουλτούρα.

Βάσει του De Grauwe (2011), το νέο υπό διαμόρφωση νέο πλαίσιο 'δημοσιονομικής πειθαρχίας', που επιβάλλει αυστηρότερες τιμωρίες και ποινές δε θα κατορθώσει να ανακόψει πιθανές μελλοντικές κρίσεις. Όπως επιχειρηματολογεί, οι οικονομικοί φορείς στον ιδιωτικό τομέα θα εμφάνιζαν συμπεριφορές, που πιθανόν να καταλήξουν σε κρίση δίχως να γνωρίζουν ότι κάνουν κάτι το μεμπτό. Αυτό έχει μεγάλη πιθανότητα να γίνει μέσω μίας καινούριας 'φούσκας', όταν ξανά η σκυθρωπότητα εξασθενήσει και εδραιωθεί ξανά η οικονομική ευρωστία. Επίσης, η ποινή διαθέτει πολύ μικρή επίδραση στην πειθαρχία των αγορών κεφαλαίου, λόγω του ότι, αν οι επενδυτές είναι γρήγοροι σχετικά είναι σε θέση να την αποφύγουν. Σε αντίθεση, η άμεση αντίδραση των επενδυτών πιθανόν να προκαλέσει μια νέα κρίση, που χωρίς το σχέδιο τιμωρίας δεν θα εμφανιζόταν. Ένα άλλο σημαντικό θέμα του νέου πλαισίου ήταν η πρόταση των ευρωπαίων αρχηγών να μεταβληθεί το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης σε πιο αυστηρό υλοποιώντας στα κράτη μεγαλύτερες τιμωρίες. Ωστόσο το ρίσκο που κρύβεται στην υλοποίηση αυτού του τρόπου σκέψης είναι σημαντικό. Σε πρώτη φάση, εκτός από την Ελλάδα, γενικότερα οι χώρες της Ευρωζώνης δεν αντιμετώπισαν κρίσεις στο χρέος τους εξαιτίας μιας υπερβολικά μεγάλης συγκέντρωσης του δημοσίου χρέους προ κρίσεως. Η κρίση στο κρατικό χρέος των περισσότερων κρατών δε σχετιζόταν με μη πειθαρχημένη συμπεριφορά της κυβέρνησης, αλλά με τα υψηλά επίπεδα κινδύνων που ανέλαβε ο ιδιωτικός τομέας. Ο

De Grauwe πιστεύει ότι αν οι αυστηρότεροι κανόνες, που προτείνονται από την ΕΕ, είχαν εφαρμοστεί προ κρίσεως δεν θα υπήρχε διαφορά στις περισσότερες από τις χώρες, με εξαίρεση την Ελλάδα. Ένα άλλο ζήτημα το οποίο ίσως εμποδίσει την εφαρμογή των αυστηρότερων κανόνων είναι το πλαίσιο της πολιτικής οικονομίας που τους αφορά. Η φορολόγηση και η αξιοποίηση των φόρων είναι αρμοδιότητες, που βρίσκονται ακόμα υπό την δικαιοδοσία των εθνικών κοινοβουλίων. Τα εθνικά κοινοβούλια έρχονται αντιμέτωπα με πολιτικές κυρώσεις από το εκλογικό σώμα. Από την άλλη μεριά ούτε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ούτε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αντιμετωπίζουν πολιτικές κυρώσεις για τα μέτρα που επιβάλλουν στις χώρες. Μια από τις σημαντικότερες αρχές της δημοκρατίας είναι ότι το φορολογικό πλαίσιο προσδιορίζεται από εκλεγμένο σώμα (κοινοβούλιο), ενώ το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης προσπαθεί ουσιαστικά να αλλοιώσει αυτήν την αρχή εκχωρώντας αρμοδιότητες σε άτομα και θεσμούς, που δεν αντιμετωπίζουν πολιτικούς αντίκτυπους για τα όσα εφαρμόζουν. Σύμφωνα με τον De Grauwe, ένα τέτοιο εγχείρημα πρέπει και θα αποτύχει. Με το επιχείρημα ότι η δημοσιονομική απειθαρχία είναι αυτή που κυρίως οδήγησε την Ευρώπη στην τρέχουσα κατάσταση της συμφωνεί και ο Krugman (2010). Αναφέρει ότι η βασική αιτία ήταν η λάθος εντύπωση ότι η Ευρώπη ήταν έτοιμη να χρησιμοποιήσει ένα κοινό νόμισμα. Προκειμένου να υποστηρίξει την άποψή του, φέρνει ως παράδειγμα την Ισπανία που παρά το περιορισμένο της χρέος το 2007, το οποίο ήταν στο 43% του ΑΕΠ έναντι του 66% της Γερμανίας, βρέθηκε σε δεινή θέση. Φαίνεται έτσι ότι η κύρια πηγή των προβλημάτων της δεν είναι οι ελλείψεις στους προϋπολογισμούς (διέθετε πλεονάσματα στον προϋπολογισμό), ούτε μία απουσία συστήματος ρύθμισης του τραπεζικού συστήματος. Ο βασικότερος παράγοντας ήταν η ραγδαία ανάπτυξη στον τομέα των κατασκευών, η οποία βασίστηκε κυρίως σε κεφάλαια του εξωτερικού. Έπειτα και με την εκδήλωση της «φούσκας», η ανεργία αυξήθηκε σε πολύ μεγάλο επίπεδο και ο προϋπολογισμός παρουσιαζόταν ελλειμματικός. Η λύση στο ζήτημα της Ισπανίας θα ήταν ευκολότερη αν είχε διατηρήσει το παλιό της νόμισμα και όχι μια περιοριστική δημοσιονομική πολιτική. Εξαιτίας του ότι η κατάργηση του ευρώ από τα κράτη μέλη θα προκαλούσε την έναρξη για μια από τις μεγαλύτερες κρίσεις όλων των εποχών, ο Krugman πιστεύει ότι μοναδική λύση για την έξοδο είναι μία μεγαλύτερη πολιτική ένωση ούτως ώστε η Ευρωπαϊκή Ένωση να αρχίσει να λειτουργεί στα πλαίσια ενός και ουσιαστικού ομοσπονδισμού.

Η Μιχοπούλου (2014) αναφέρει ότι η εκτίμηση της φερεγγυότητας του κρατικού τομέα είναι υπόδειξη που πλάθει τις προσδοκίες θεσμικών επενδυτών και ιδιωτών για το αν θα προσφέρουν καινούριο δανεισμό στις κρατικές οικονομίες. Έτσι, τα κρατικά οικονομικά και η αντικυκλική σταθεροποιητική επίπτωση των κρατικών δαπανών στην οικονομία είναι εκτεθειμένα στην κυμαινόμενη ψυχολογία των αγορών και της κερδοσκοπίας. Θεωρεί ότι η δημοσιονομική αυστηρότητα είναι δυνατόν να ενισχύσει τη μείωση των κρατικών ελλειμμάτων σε περίπτωση που η οικονομία βρίσκεται σε σταθερή κατάσταση και σε οικονομική μεγέθυνση. Ωστόσο, δε μπορεί να καταλήξει σε βιώσιμη δημοσιονομική προσαρμογή αν η οικονομία αντιμετωπίζει υψηλά χρέη και ο δημόσιος τομέας είναι εύθραυστος και αφερέγγυος. Επιπλέον, η ταυτόχρονη υλοποίηση μέτρων λιτότητας σε πολλά κράτη μέλη καταργεί, επί του πρακτέου, την πιθανή αποτελεσματικότητα που θα μπορούσε να έχει υπό μακροοικονομικής σταθερότητας όρους, αφού μειώνει τις προσδοκίες ζήτησης διαμέσου των εξαγωγών. Βάσει εμπειρικής μελέτης της συγγραφέας, φαίνεται ότι η αξιοποίηση λιτών δημοσιονομικών μέτρων έχει περιορίσει τη φερεγγυότητα όλων σχεδόν των κρατών μελών της Ευρωζώνης. Η οικονομική καθίζηση και η απουσία αξιοπιστίας μεταδίδουν την αποσταθεροποίηση της λιτότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η εφαρμογή δημοσιονομικής λιτότητας ως εργαλείο αντιμετώπισης της κρίσης στην Ε.Ε. υποδεικνύει τη λάθος διάγνωση των αιτιών, που προκάλεσαν την κρίση, λόγω τόσο των «ιδεολογικών εμμονών και θεωρητικών ακαμψιών του του μηχανισμού λήψης αποφάσεων οικονομικής πολιτικής της Ευρωζώνης» όσο και της καινούριας διαμόρφωσης οικονομικών συμφερόντων και δυνάμεων που φαίνεται να εδραιώνεται υπό τη «σκιά της γερμανικής ηγεμονίας».



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### Η Τριπλή Φύση της Κρίσης στην Ευρωζώνη

Η τρέχουσα κρίση, που αντιμετωπίζει ο ευρωπαϊκός χώρος φαίνεται να εντοπίζεται σε τρεις βασικούς τομείς οι οποίοι μάλιστα αλληλοεπιδρούν ο ένας στον άλλο φέροντας ακόμα πιο δυσμενείς συνέπειες στο ήδη υπάρχον πρόβλημα. Οι τομείς εκείνοι είναι ο τραπεζικός τομέας, το δημόσιο χρέος και η οικονομική μεγέθυνση.

Η οικονομική κρίση μεταδόθηκε ραγδαία στο χώρο της Ευρώπης ξεκινώντας από τις αγορές κεφαλαίου των Η.Π.Α, όταν έγινε αντιληπτό ότι οι ανορθόδοξες χρηματοπιστηριακές πρακτικές και η συγκέντρωση των τοξικών προϊόντων δεν χρησιμοποιούνται αποκλειστικά από τις επενδυτικές τράπεζες των Η.Π.Α. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην Ευρώπη φάνηκε να είναι το ίδιο ευπρόσβλητο, γεγονός που οδήγησε τις εθνικές κυβερνήσεις να το ενισχύσουν με μεγάλα επίπεδα ρευστότητας, ενώ παράλληλα κρατικοποίησαν μεγάλες τράπεζες προκειμένου να εμποδίσουν την διάλυση του τραπεζικού συστήματος. Αξιοσημείωτο είναι ότι ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξακολουθούν να διαθέτουν στην κατοχή τους τοξικά επενδυτικά προϊόντα και ομόλογα χρεωμένων κρατών, τα οποία στη δευτερογενή αγορά διαθέτουν πολύ χαμηλή αξία και τα οποία ίσως δεν εξοφληθούν τελικά στο ακέραιο. Οι φορείς αυτοί δεν υποχρεώθηκαν να απαλείψουν από τις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις τα εν λόγω αξιόγραφα και να παρουσιάσουν τις ανάλογες ζημιές. Ένα άλλο ενδιαφέρον ζήτημα προκύπτει από τα αποτελέσματα των stress tests που διεξήχθησαν το καλοκαίρι του 2010. Σύμφωνα με αυτά όλα σχεδόν τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα είχαν θετικά αποτελέσματα, ενώ την ίδια στιγμή τα αποτελέσματα των χρεοκοπημένων ιρλανδικών ιδρυμάτων δεν παρουσίασαν ιδιαίτερες διαφορές από τους υπόλοιπους χρηματοπιστωτικούς φορείς. Η επικινδυνότητα της όλης κατάστασης φανερώνεται από την ισοπέδωση του διατραπεζικού δανεισμού, την αδιάκοπη αναζήτηση ρευστότητας από Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και την πραγματική αποθησαύρισή της.

Απόρροια των άνω ενεργειών ήταν η διόγκωση του προβλήματος του δημόσιου χρέους, αφού αυτές οι ενέσεις ρευστότητας ενίσχυσαν με ραγδαίο ρυθμό τόσο τα ελλείματα όσο και τα χρέη των κυβερνήσεων. Επίσης μέρος αυτών των χορηγήσεων αξιοποιήθηκε για να ασκηθούν πιέσεις στα επιτόκια δανεισμών των υπερχρεωμένων χωρών. Το 2010 χαρακτηρίστηκε από την έκρηξη των επιτοκίων δανεισμού των κρατών της ευρωπαϊκής περιφέρειας με χαρακτηριστικό παράδειγμα την Ελλάδα και

την Ιρλανδία, που εξοστρακίστηκαν από τις διεθνείς αγορές και απευθύνθηκαν στο μηχανισμό στήριξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης, του Διεθνούς νομισματικού Ταμείου και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Τα νούμερα υποδεικνύουν το μέγεθος του προβλήματος, αφού το ελληνικό έλλειμα παρουσίασε αύξηση από 6,4%, που ήταν το 2007, σε 9,4% το 2008 και 15,4% το 2009. Έτσι το ελληνικό δημόσιο χρέος αυξήθηκε από 105% σε 126,8% επί του Α.Ε.Π. κατά τη διάρκεια μίας διετίας. Η Ελλάδα ωστόσο δεν είναι η μόνη, που αντιμετωπίζει την πρόκληση ενός υπερβολικά μεγάλου ελλείματος. Αξιοπρόσεκτο είναι ότι το έλλειμα των κρατών στην Ευρωζώνη άγγιξε συνολικά το 6,3% επί του Α.Ε.Π. το 2009. Μόνο πέντε εκ των είκοσι επτά κρατών μελών κατάφεραν την ίδια χρονιά να μην ξεπεράσουν το 3% της Συνθήκης του Μάαστριχτ με πέντε κράτη να ξεπερνούν το 10% επί του Α.Ε.Π. Συνεπώς το χρέος στην ευρωζώνη έφθασε συνολικά το 80% το 2009, ενώ το προηγούμενο μόλις έτος είχε κυμανθεί περίπου στο 70%. Η αυξητική τάση συνέχισε και τα επόμενα δυστυχώς χρόνια.

Η στασιμότητα στον επενδυτικό τομέα που παρατηρείται, είναι άλλη μία έκφραση της κρίσης στον τομέα της πραγματικής οικονομίας, καθώς και της συστολής των πιστώσεων και των χορηγούμενων δανείων προς τις επιχειρήσεις. Το αποτέλεσμα όλων αυτών είναι φυσικά η κρίση στο πεδίο της οικονομικής μεγέθυνσης. Σύμφωνα με στοιχεία που παρατίθενται από το Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων (2011), ‘‘ Η ακαθάριστη επένδυση σε πάγιο κεφάλαιο στην Ε.Ε. , η οποία αυξανόταν με ρυθμούς της τάξεως του 9% τα δύο τελευταία έτη πριν την κρίση, επιβραδύνθηκε στο 2% το 2008, όταν τα πρώτα σημάδια της κρίσης έγιναν ορατά και κατέρρευσε, μειούμενη κατά 11,6% το 2009 όταν η κρίση πέρασε πλέον στην πραγματική οικονομία. Το 2010 μειώθηκε και πάλι, κατά 3,2%, ανερχόμενη πλέον σε επίπεδα χαμηλότερα αυτών του 2006.’’ Μία τέτοια συμπίεση των ακαθάριστων επενδύσεων προκύπτει τόσο λόγω της δυσλειτουργίας του τραπεζικού συστήματος στην Ελλάδα όσο και στη συνεχώς μειούμενη ζήτηση, που χαρακτηρίζει την οικονομία σε παγκόσμιο επίπεδο. Η έλλειψη χρηματοδοτήσεων από τις τράπεζες προς την πλευρά των επιχειρήσεων οφείλεται σε δύο κυρίως λόγους. Ο πρώτος αφορά στην αύξηση των ‘‘κόκκινων’’ δανείων και ο δεύτερος στο ότι η ρευστότητα, που τους προσφέρεται, χρησιμοποιείται για την κάλυψη των ζημιών, που επέφερε η κρίση σε αυτές. Η συνεχώς μειούμενη ζήτηση στον ευρωπαϊκό χώρο αποτελεί σύμπτωμα τόσο της κρίσης στην πραγματική οικονομία, που εκδηλώθηκε έπειτα από το

ξέσπασμα στον χρηματοοικονομικό τομέα, όσο και της εφαρμογής αυστηρής δημοσιονομικής πολιτικής των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων.

Όπως γίνεται κατανοητό η κρίση χρέους ήταν συνέπεια της κρίσης στον τραπεζικό τομέα. Την ίδια στιγμή η κρίση χρέους ενισχύει με τη σειρά της την κρίση στο χρηματοπιστωτικό τομέα, αφού συρρικνώνει την αξία των ομολόγων των υπερχρεωμένων χωρών και αυξάνει τις πιθανότητες αναδιάρθρωσης των χρεών και παύσης πληρωμών, γεγονότα που θα επιφέρουν επιπλέον ζημιές στους ευάλωτους τραπεζικούς φορείς. Οι πιθανότητες αναδιάρθρωσης των χρεών εμφανίζονται να είναι μεγαλύτερες όταν οι πολιτικές που εφαρμόζονται για να αντιμετωπιστεί η κρίση χρέους τοποθετούν τις ήδη προβληματικές χώρες στο πλαίσιο μακροπρόθεσμης ύφεσης. Ο φαύλος κύκλος συνεχίζεται όταν μεταξύ αυτών των πολιτικών βρίσκεται και νέος δανεισμός των υπερχρεωμένων κρατών με ποσά, που σε σενάριο χρεοκοπίας λαμβάνουν προτεραιότητα εξόφλησής τους σε σχέση με παλαιότερα χρέη. Συν τοις άλλοις, η ύφεση ελαττώνει την αγοραία ζήτηση αποδυναμώνοντας την κρίση στον επενδυτικό τομέα. Ευνόητο είναι ότι αν οι επενδύσεις παραμένουν στάσιμες, πόσο μάλλον αν το χρέος στην ευρωπαϊκή περιφέρεια επιμένει να μη μειώνεται, το ρίσκο για ανικανότητα εξόφλησης των χρεών θα εξακολουθήσει να εντείνεται. Την πεποίθηση για την τριπλή φύση της κρίσης τους χρέους εκφράζουν και οι Mody & Sandri (2012, σελ. 225-227). Σύμφωνα με εκείνους έπειτα από το Μάρτιο του 2008 τα spreads των κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν σε ανταπόκριση την αντιληπτής αδυναμίας των εγχώριων τραπεζών, ενώ προοπτικές πιο αδύναμης οικονομικής μεγέθυνσης συνδεδεμένες με αδυναμίες του χρηματοπιστωτικού τομέα αύξησαν τα επιτόκια δανεισμού των κυβερνήσεων. Η κρίση εξέθεσε προ υπάρχουσες αδυναμίες χωρών. Οι πολιτικές, που υλοποιήθηκαν μετά από την αρχική εκδήλωση της κρίσης και στόχευσαν στη στήριξη του χρηματοπιστωτικού τομέα, δυνητικά θα μπορούσαν να ανακουφίσουν την κρίση. Οι ίδιες όμως πολιτικές έφεραν τον κίνδυνο διαιωνισμού των κινήτρων των τραπεζιτών να συμπεριφέρονται ανεύθυνα στο μέλλον, ενώ οι εν λόγω πολιτικές ήταν επιρρεπείς σε λάθη κρίσεως όσον αφορά στην κλίμακα της αναγκαίας βοήθειας. Το μέγεθος και η έκταση των εγγυήσεων που παρέχονταν από την κυβέρνηση για να εξασφαλίσουν ρευστότητα για τις τράπεζες, έχουν αποδειχθεί αντιλεγόμενες. Οι ίδιοι πιστεύουν ότι ο χρηματοπιστωτικός τομέας δεν είναι πλέον αυτός που οδηγεί την κρίση. Η κρίση αντανακλά επίσης ευπάθειες στους τομείς των δημοσιονομικών και της ανταγωνιστικότητας. Καθώς τα δημοσιονομικά προβλήματα συνεπάγονται υψηλότερα κρατικά spreads, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν υψηλότερα

δανειακά κόστη και απώλειες κεφαλαίου μέσω των κρατικών αξιογράφων που διακρατούν. Αυτό όμως μειώνει την οικονομική μεγέθυνση. Οι επενδυτές αμφισβητούν τη δημοσιονομική βιωσιμότητα αρκετών χωρών κι αυτό δημιουργεί επιπρόσθετη πίεση σε εκείνες τις τράπεζες που εκτίθενται άμεσα σε κρατικά ομόλογα. Εντέλει οι Mody & Sandri συμπεραίνουν ότι ένα μάθημα που δόθηκε από την κρίση ήταν ότι η βοήθεια προς τις τράπεζες ήταν αναγκαία, αλλά ότι καθυστέρησε να δοθεί. Σύμφωνα με εκείνους η κρίση απέδειξε ότι οι καθυστερήσεις γενικότερα μπορεί να είναι εξαιρετικά κοστοβόρες.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### Θεωρία Minsky και τρέχουσα οικονομική κρίση

#### 7.1 Θεωρία Minsky

Πολλοί είναι εκείνοι που θεώρησαν ότι η τρέχουσα οικονομική κρίση ερμηνεύεται από την υπόθεση Χρηματοοικονομικής αστάθειας του Minsky. Το ότι αυτή η άποψη υιοθετήθηκε από ένα μεγάλο μέρος της κοινότητας των οικονομικών επιστημών γίνεται άμεσα κατανοητό αν εξεταστεί με προσοχή τα όσα ο ίδιος περιγράφει στο έργο του *The Financial Instability Hypothesis* (1992).

Ο Minsky (1992) αναφέρει ότι η οικονομία δε συμβιβάζεται πάντα με τα κλασικά δόγματα των Smith και Walras. Βάσει εκείνων η οικονομία μπορεί να κατανοηθεί στο μέγιστο βαθμό αν υποθέσουμε ότι η ίδια αποτελεί ένα συντηρούμενο σύστημα, το οποίο συνεχώς αναζητά ένα σημείο ισορροπίας. Από την άλλη μεριά, ο Fisher (1933) δίδει μία κλασική περιγραφή αποπληθωρισμού χρέους, ενώ ο Kindleberger (1978) περιγράφει μία διαδικασία, η οποία απομακρύνει το σύστημα από την ισορροπία και μάλιστα είναι αυτοσυντηρούμενη. Ο Wolfson (1986) δεν παρουσιάζει απλά μία συλλογή δεδομένων που αφορούν στην ανάδειξη χρηματοοικονομικών σχέσεων, που ευνοούν τη χρηματοοικονομική αστάθεια, αλλά εξετάζει επίσης διάφορες θεωρίες οικονομικών κρίσεων που σχετίζονται με τους οικονομικούς κύκλους.

Η υπόθεση Χρηματοοικονομικής αστάθειας του Minsky είναι μία ερμηνεία της ουσίας της «Γενικής Θεωρίας» του Keynes. Η υπόθεση του Minsky βασίζεται επίσης στην άποψη περί πίστωσης χρήματος και χρηματοδότησης του Schumpeter (1934). Όπως ο ίδιος αναφέρει για την υπόθεση αυτή αξιοποιήθηκαν επίσης συγγραφικά έργα του ίδιου (1975, 1986). Το θεωρητικό επιχείρημα της υπόθεσης ξεκινά από το χαρακτηρισμό της οικονομίας ως μία καπιταλιστική οικονομία με ακριβά κεφαλαιακά περιουσιακά στοιχεία και ως ένα περίπλοκο, εξεζητημένο χρηματοοικονομικό σύστημα. Σε μία καπιταλιστική οικονομία το παρελθόν, το παρόν και το μέλλον συνδέονται όχι μόνο από κεφαλαιακά περιουσιακά στοιχεία, αλλά και από χρηματοοικονομικές σχέσεις. Η θεσμική πολυπλοκότητα ίσως οδηγήσει σε αρκετά στρώματα διαμεσολάβησης ανάμεσα στους τελικούς ιδιοκτήτες του πλούτου της κοινωνίας και των μονάδων, που ελέγχουν και λειτουργούν τον πλούτο της κοινωνίας. Μία αυξανόμενη πολυπλοκότητα της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης σε

συνδυασμό με μία μεγαλύτερη κρατική παρεμβατικότητα ως ανα-χρηματοδότη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και της κοινής επιχειρηματικής δραστηριότητας των εταιριών, πιθανόν να κάνει το σύστημα να συμπεριφερθεί διαφορετικά από προηγούμενες εποχές.

Η υπόθεση Χρηματοοικονομικής αστάθειας του Minsky ενσωματώνει όπως ο ίδιος αναφέρει την άποψη των Kelecki (1965) και Levy (1983) περί κερδών, κατά την οποία η διάρθρωση της συνολικής ζήτησης καθορίζει τα κέρδη. Έτσι, το αν οι υποχρεώσεις επικυρώνονται εξαρτάται από την επένδυση. Η επένδυση λαμβάνει χώρα σήμερα επειδή οι επιχειρηματίες και τα χρηματοπιστωτικά τους ιδρύματα προσδοκούν ότι η επένδυση θα λάβει χώρα στο μέλλον.

Η υπόθεση Χρηματοοικονομικής αστάθειας είναι μία θεωρία του αντίκτυπου του χρέους πάνω στη συμπεριφορά του συστήματος, ενώ ενσωματώνει και τον τρόπο με τον οποίο το χρέος επικυρώνεται. Σε αντίθεση με την ορθόδοξη Ποσοτική Θεωρία του Χρήματος, η υπόθεση Χρηματοοικονομικής αστάθειας λαμβάνει σοβαρά υπόψη της τη χρηματοπιστωτική δραστηριότητα ως μία δραστηριότητα που αναζητά το κέρδος. Όπως όλοι οι επιχειρηματίες σε μία καπιταλιστική οικονομία, τα στελέχη των τραπεζών και οι λοιποί ενδιάμεσοι γνωρίζουν ότι η καινοτομία είναι εκείνη, που εξασφαλίζει κέρδη. Αυτό το χαρακτηριστικό της καινοτομίας, που φέρει το τραπεζικό και χρηματοδοτικό σύστημα, ακυρώνει τη θεμελιώδη προϋπόθεση της Ποσοτικής Θεωρίας του Χρήματος σύμφωνα με την οποία, η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος είναι σχεδόν σταθερή και ως εκ τούτου αλλαγές στην προσφορά χρήματος φέρουν αναλογική γραμμική σχέση με ένα καλά προσδιορισμένο επίπεδο τιμών.

Κατά τον Minsky (1992) υπάρχουν τρία είδη οικονομικών μονάδων. Το πρώτο είδος αφορά σε οικονομικές μονάδες που προβαίνουν σε αντιστάθμιση κινδύνου. Εκείνες είναι σε θέση να εκπληρώσουν όλες τις συμβατικές τους υποχρεώσεις μέσω των ταμιακών ροών τους. Όσο περισσότερο μία οικονομική μονάδα χρηματοδοτεί τα ίδια κεφάλαιά της σε σχέση με τη διάρθρωση του παθητικού της, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα η ίδια να είναι μονάδα που προβαίνει σε αντιστάθμιση κινδύνου. Κυβερνήσεις με κυμαινόμενα χρέη, εταιρίες με κυμαινόμενες εκδόσεις εμπορικών χρεογράφων και τράπεζες θεωρούνται τυπικά οικονομικές μονάδες που προβαίνουν σε αντιστάθμιση κινδύνου. Το δεύτερο είδος οικονομικών μονάδων είναι οι κερδοσκοπικές οικονομικές μονάδες δεν είναι σε θέση να εκπληρώσουν τις συμβατικές τους υποχρεώσεις μέσω των ταμιακών ροών τους. Εκείνες μπορούν να ανατρέψουν τη διάρθρωση του παθητικού τους, για παράδειγμα να εκδώσουν νέα

ομόλογα ώστε να τηρήσουν τις δεσμεύσεις τους για ληξιπρόθεσμα χρέη. Τέλος ο Minsky αναφέρει τις οικονομικές μονάδες Ponzi. Οι λειτουργικές ταμιακές ροές αυτών των μονάδων δεν επαρκούν για να αποπληρώσουν ούτε καν τόκους των υποχρεώσεών τους λόγω ανεξόφλητων χρεών από τις λειτουργικές ταμιακές ροές. Αυτές οι μονάδες μπορούν να πωλήσουν περιουσιακά στοιχεία ή να δανειστούν. Όμως ο δανεισμός για να αποπληρωθούν τόκοι ή η πώληση στοιχείων για να καταβληθούν τόκοι (ή και μερίσματα) επί των κοινών μετοχών μειώνει την καθαρή θέση μίας οικονομικής μονάδας, αυξάνοντας τις υποχρεώσεις της και δεσμεύοντας έτσι τα μελλοντικά εισοδήματά της. Με αυτόν τον τρόπο μειώνεται το περιθώριο ασφάλειας, που προσφέρει σε εκείνους που διακρατούν τα χρέη της. Αν στην οικονομία κυριαρχήσουν οι οικονομικές μονάδες που προβαίνουν σε αντιστάθμιση του κινδύνου, τότε η οικονομία θα είναι ένα σύστημα που συγκλίνει προς την ισορροπία. Αντιθέτως, όσο σταθμικά περισσότερες είναι οι κερδοσκοπικές και οι Ponzi εταιρίες στην οικονομία, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα η οικονομία ως σύστημα να ενισχύει την παρέκκλιση από την ισορροπία.

Η υπόθεση Χρηματοοικονομικής αστάθειας αποτελείται από δύο θεωρήματα. Το πρώτο αφορά στο ότι η οικονομία έχει χρηματοδοτικά καθεστάτα υπό τα οποία η ίδια παραμένει σταθερή, και χρηματοδοτικά καθεστάτα υπό τα οποία είναι ασταθής. Το δεύτερο θεώρημα αναφέρει ότι κατά τη διάρκεια παρατεταμένων περιόδων ευημερίας, η οικονομία μεταβαίνει από χρηματοοικονομικές σχέσεις που συνιστούν σε ένα σταθερό σύστημα σε χρηματοοικονομικές σχέσεις που συνιστούν σε ένα ασταθές σύστημα. Επιπλέον, εάν μία οικονομία, η οποία κατά ένα μεγάλο μέρος της αποτελείται από κερδοσκοπικές εταιρίες, βρίσκεται σε πληθωριστική κατάσταση και οι κυβερνητικές αρχές προσπαθούν να κατευνάσουν τον πληθωρισμό μέσω νομισματικού περιορισμού, τότε οι κερδοσκοπικές μονάδες θα μετατραπούν σε Ponzi μονάδες, ενώ οι καθαρές θέσεις μονάδων που ήταν ήδη Ponzi γρήγορα θα εξατμιστούν. Όλη αυτή η διαδικασία πολύ πιθανόν να οδηγήσει σε κατάρρευση των αξιών των περιουσιακών στοιχείων.

Η υπόθεση Χρηματοοικονομικής αστάθειας είναι ένα μοντέλο μίας καπιταλιστικής οικονομίας η οποία δε βασίζεται σε εξωγενή σοκ για να παραχθούν οικονομικοί κύκλοι ποικίλης σοβαρότητας. Η υπόθεση θεωρεί ότι οι οικονομικοί κύκλοι ορίζονται από εσωτερικές δυναμικές των καπιταλιστικών οικονομιών, καθώς και από το σύστημα παρεμβάσεων και ρυθμίσεων που σχεδιάζονται για να διατηρήσουν τη λειτουργία της οικονομίας μέσα σε λογικά όρια.

Παρά ταύτα πολύς λόγος έχει γίνει για τη θεωρία του Minsky και κατά πόσο αυτή μπορεί να ερμηνεύσει την παρούσα οικονομική κρίση. Η θεωρία του Minsky στηρίζεται στην υπόθεση ότι η δομή μίας καπιταλιστικής οικονομίας γίνεται περισσότερο εύθραυστη κατά τη διάρκεια μιας περιόδου ευημερίας, δηλαδή ενδογενής διαδικασίες γεννούν χρηματοοικονομική και οικονομική αστάθεια. Ωστόσο, ο Kregel (2008) θεωρεί ότι η κρίση είναι αποτέλεσμα ανεπαρκών περιθωρίων ασφάλειας βάσει του πώς εκτιμάται η πιστοληπτική ικανότητα (η υποτίμηση και λανθασμένη εκτίμηση του κινδύνου) στο νέο «δημιουργώ και διανέμω» χρηματοοικονομικό σύστημα. Σύμφωνα με τα συμπεράσματά του η κρίση δεν είναι αποτέλεσμα μίας παραδοσιακής ενδογενούς διαδικασίας Minsky κατά την οποία ο περιορισμός των περιθωρίων ασφάλειας οδηγούν στην ευπάθεια. Έτσι η κρίση απλά αποκάλυψε τη συστημική ανεπάρκεια αξιολόγησης του πιστοληπτικού κινδύνου. Αυτό συμβαίνει επειδή εκείνοι, που αναλαμβάνουν τον κίνδυνο δεν είναι πλέον υπεύθυνοι για την εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειστών. Σύμφωνα με την παραδοσιακή διαδικασία του Minsky, η κερδοφορία των τραπεζών εξαρτάται από την ικανότητα εκτίμησης της πιστωτικής ικανότητας των δανειστών. Υπό τις παρούσες συνθήκες, τα κέρδη των οίκων αξιολόγησης δεν εξαρτώνται από την ικανότητά τους να υπολογίζουν σωστά τον κίνδυνο. Πολλοί αναφέρουν ότι τα κέρδη των οίκων αξιολόγησης σχετίζονται με την υπερεκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας και την υποεκτίμηση του κινδύνου. Αυτό σύμφωνα με τον Kregel είναι μία βασική αποτυχία του σύγχρονου συστήματος, το οποίο θα έπρεπε να υπερτερεί στην αξιολόγηση του κινδύνου και τη διανομή του ρίσκου σε εκείνους, που είναι καλύτερα εξοπλισμένοι στο να το αναλάβουν. Όμως αν δεν υπάρχουν αποτελεσματικά μέσα εκτίμησης του κινδύνου, ο κίνδυνος δε δύναται να διανεμηθεί αποτελεσματικά. Οι συνέπειες των ανωτέρω είναι δύο σύμφωνα με το συγγραφέα.

Η πρώτη συνέπεια αφορά στο ότι η προσπάθεια παροχής αυξημένης διαφάνειας των οικονομικών καταστάσεων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων προκειμένου να εξασφαλιστεί η αποτελεσματικότερη εκτίμηση του κινδύνου, πιθανόν να είναι αντιπαραγωγική όταν δεν υπάρχει αγορά για τα περιουσιακά στοιχεία, που διακρατώνται από εκείνα τα ιδρύματα. Και σε αυτό το σημείο είναι, που οι οίκοι αξιολόγησης απέτυχαν να παρέχουν ορθούς υπολογισμούς. Αν οι τιμές καθορίζονται από τους κινδύνους που εκτιμώνται από υποδείγματα στατιστικής συσχέτισης, τότε οι τιμές δεν είναι καλύτερες από τα μοντέλα που τις παρήγαγαν. Έτσι, δεν είναι καλύτερες από το τεκμήριο ότι το μέλλον θα αναπαράγει το παρελθόν, κάτι το οποίο



είναι αληθές μόνο σε περιόδους σταθερότητας. Ο υπολογισμός του απαιτούμενου «μαξιλαριού» βασισμένος στο παρελθοντικό ιστορικό σταθερών αποτελεσμάτων καθιστούν τη μείωση της ασφάλειας ακαριαία και ήδη ενσωματωμένη στις τρέχουσες εκτιμήσεις. Ακόμη και μετά από την εκδήλωση της κρίσης, ο προσδιορισμός των τιμών παραμένει αδιαφανής. Η δεύτερη συνέπεια της ανικανότητας εκτίμησης του κινδύνου ήταν ότι το Νοέμβριο του 2007, οι διάφοροι χρηματοοικονομικοί ρυθμιστικοί και εποπτικοί φορείς συμφώνησαν στη μέθοδο εφαρμογής της Βασιλείας II, η οποία βασίζεται σε ένα πλαίσιο στηριζόμενο στον κίνδυνο του κεφαλαίου. Υπό αυτές τις συνθήκες, οι οίκοι αξιολόγησης λαμβάνουν έναν βασικό ρόλο στην εκτίμηση των χρηματοπιστωτικών κινδύνων των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών. Αντί βελτίωσης της διαχείρισης κινδύνου, η τρέχουσα κρίση υποδηλώνει ότι η Βασιλεία II ίσως παρέχει μια ενσωματωμένη προκατάληψη που ευνοεί την υποτίμηση του κινδύνου και κατ' επέκταση την υποκεφαλαιοποίηση των τραπεζών, που παράγει ένα πιο εύθραυστο χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Αυτό υπογραμμίζεται από το ότι η Βασιλεία II δεν αναγνωρίζει τη διαφορά σε κινδύνους για παρόμοιες αξιολογήσεις στα διαφορετικά εργαλεία που αναφέρθηκαν παραπάνω, δημιουργώντας την πιθανότητα για το ίδιο είδος arbitrage που υφίστατο στο αρχικό Σύμφωνο.

Συμπερασματικά σύμφωνα με τον Kregel, η τρέχουσα οικονομική κρίση σχετίζεται λίγο με την αγορά των ενυπόθηκων δανείων, αλλά συνδέεται με τη βασική δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος που υπερεκτιμά τη δανειακή αξιοπιστία και υποτιμά τον κίνδυνο. Το σύστημα έχει διαρθρωθεί με τέτοιο τρόπο ώστε να καθιστά το δανεισμό υπερβολικά φθηνό, οδηγώντας στην υπόθεση του υπερβολικού κινδύνου προκειμένου να εξασφαλιστούν υψηλότερες αποδόσεις. Παρόλα αυτά είναι δυνατόν να εξαλειφθεί η ευπάθεια που προκύπτει ως άμεσο αποτέλεσμα των ψεγαδιών της διάρθρωσης και της ρύθμισης του ίδιου του συστήματος κι αυτή είναι η πρόκληση, που αντιμετωπίζει το χρηματοοικονομικό σύστημα των Η.Π.Α. σήμερα.

## 7.2 Στάδια Bagnai

Η μετα-Κεϋνσιανή σχολή οικονομικής σκέψης, με σημαντικό πρόσφατο υποστηρικτή της, μεταξύ άλλων τον Hyman P. Minsky (1919-1996), έκανε την επανεμφάνισή της με δυναμικό τρόπο τόσο στον ακαδημαϊκό τομέα όσο και στο πεδίο των πραγματικών πολιτικών δρώμενων, ιδιαίτερα μετά την παγκόσμια κρίση

του 2008. Η θεωρία των οικονομικών κύκλων και της χρηματοοικονομικής αστάθειας του Minsky (1982), αλλά και της ενδογενούς μεγέθυνσης Λιγότερο Ανεπτυγμένων Χωρών που αντλείται κυρίως από τη μεριά της ζήτησης (Verdoorn, 1980), πχ. μεγέθυνση με κινητήρια δύναμη τις εξαγωγές (export-led growth) του Thirlwall (1979) συνδυάστηκαν από τον Bagnai (2013) προκειμένου να εξηγηθεί η κρίση. Στηριζόμενος στις μελέτες των Taylor (1998) και Frenkel and Rapetti (2009), ο Bagnai (2013) καταλήγει σε επτά στάδια εκδήλωσης της οικονομικής κρίσης των Λιγότερο Ανεπτυγμένων Χωρών, που όμως δείχνει από τα ευρήματα ότι εκτυλίσσονται και στην περίπτωση των 5 ΝΔ-χωρών της περιφέρειας της ευρωζώνης (South West Euro Area Periphery –SWEAP-). Τα στάδια είναι τα εξής:

- I. **Οίκοι Αξιολόγησης, Διαρθρωτικές Μεταρρυθμίσεις, Απελευθέρωση Κίνησης Κεφαλαίων.** Τον πρώτιστο ρόλο της αλλαγής στον τρόπο σκέψης του επενδυτικού κοινού για τον κίνδυνο αξιογράφων του δημοσίου, μπορεί να έχουν οι οίκοι αξιολόγησης που συστήνουν «διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις» στις Λιγότερο Ανεπτυγμένες Χώρες ή στις SWEAP (πριν την είσοδό τους στην ευρωζώνη, Συνθήκη για την Ε.Ε.) με 1) απελευθέρωση εγχώριων αγορών χρήματος, 2) απελευθέρωση κίνησης κεφαλαίων, 3) εφαρμογή «αξιόπιστου» συστήματος σταθερών ισοτιμιών ή στην περίπτωσή μας κοινού νομίσματος ευρώ.
- II. **Χρηματοδότηση εγχώριων επενδύσεων από συνάλλαγμα.** Η προηγούμενη αλλαγή στην μακροοικονομική πολιτική διαμορφώνει ευκαιρίες «arbitrage», από τα εγχώρια μέρη που εκδίδουν τα χρεόγραφα τους προς ξένους επενδυτές για να αξιοποιήσουν τις συνθήκες.
- III. **Εισροές Κεφαλαίων, Αύξηση πιστώσεων, πτώση επιτοκίων, αύξηση τιμών.** Ανταποκρινόμενο το ξένο επενδυτικό κοινό στις μεγαλύτερες «εγγυημένες» αποδόσεις της χώρας, έχει ως συνέπεια αθρόες εισροές κεφαλαίων που ενισχύουν τη ρευστότητα και άρα τις εγχώριες πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα. Αυτό δημιουργεί μείωση των επιτοκίων, ενίσχυση του εισοδήματος, της απασχόλησης και των τιμών μεσοπρόθεσμα εξαιτίας του πολλαπλασιαστικού εισοδηματικού αποτελέσματος από την τόνωση της ενεργούς ζήτησης.
- IV. **Πραγματική ανατίμηση, νέες Εισροές Κεφαλαίων.** Απόρροια του προηγούμενου σταδίου είναι η αύξηση της πραγματικής ισοτιμίας, ήτοι η

ονομαστική ισοτιμία, αποπληθωρισμένη με τους δείκτες τιμών των αντίστοιχων χωρών. Η πραγματική ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος δημιουργεί νέο σωρευτικό κύκλο εισροών κεφαλαίων, είτε μέσω της αγοράς χρήματος, επειδή ενισχύει προσδοκίες κεφαλαιακών κερδών από τις επενδύσεις σε εγχώρια ενεργητικά στοιχεία, είτε μέσω της αγοράς προϊόντων και υπηρεσιών, λόγω του ότι η έλλειψη ανταγωνιστικότητας τιμής από την πραγματική ανατίμηση, με την εξωτερική ανισορροπία που έχει ως συνέπεια απαιτεί τις καινούριες εισροές κεφαλαίων (ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών, ιδιαίτερα βραχυχρόνιο).

- V. **Αναξιόπιστη ισοτιμία, Εκροές Κεφαλαίων.** Η υπερβολικά μεγάλη σωρευτική εισροή κεφαλαίων, μεταβάλλει τις προσδοκίες για τη φερεγγυότητα της σταθερότητας της ισοτιμίας. Ο φόβος πλέον της υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος έχει ως επίδραση τη ραγδαία παύση στις εισροές και έναρξη της εκροής των κεφαλαίων από τη χώρα.
- VI. **«Άμυνα» Κεντρικής Τράπεζας: (α) αύξηση επιτοκίων.** Η άμεση ανταπόκριση της Κεντρικής Τράπεζας στις εκροές κεφαλαίων είναι να αποθαρρύνει τους επενδυτές να αποσύρουν κεφάλαια από τη χώρα, μέσω της αύξησης των επιτοκίων της. Συνήθως αυτό έχει το αντίστροφο από το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα, από τη μία, επειδή οι επενδυτές πιστεύουν ότι έτσι επιβεβαιώνονται οι προσδοκίες τους ότι δεν είναι πια φερέγγυα η ισοτιμία, μιας και η αγορά χρειάζεται την στήριξη των νομισματικών αρχών, κι αφετέρου, μεγαθύνεται το κόστος ικανοποίησης του όποιου χρέους, επομένως και του δημοσίου, με συνέπεια την αύξηση της νευρικότητας των μελών της αγοράς ή της χρηματοοικονομικής σταθερότητας σε γενικότερο πλαίσιο.
- VII. **«Άμυνα» Κεντρικής Τράπεζας: (β) διάθεση συναλλαγματικών διαθεσίμων.** Η δεύτερη αμυντική γραμμή της Κεντρικής Τράπεζας στις εκροές κεφαλαίων είναι να δαπανήσει τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα για την υποστήριξη της ισοτιμίας. Με 4 περίπου τρις \$ ημερήσιο όγκο συναλλαγών στην spot FX καμία Κεντρική Τράπεζα δεν είναι σε θέση να τηρήσει μόνη της την σταθερότητα της ισοτιμίας που είχε δεσμευτεί να τηρήσει. Η ονομαστική υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος είναι βέβαιη και η μεταβολή της συναλλαγματικής κρίσης σε δίδυμη, εξωτερικής και εσωτερικής χρηματοοικονομικής (ιδιωτικού και δημόσιου τομέα) ισορροπίας, επιβεβαιώνει την ενδογενή φύση των οικονομικών κρίσεων.

### 7.3 Εμπειρική Διερεύνηση των σταδίων Minskyan Cycle of peripheral country's crisis (Frenkel and Rapetti, 2009)

Στο παρόν υποκεφάλαιο εξετάστηκε αν τα παραπάνω στάδια εξελίχθηκαν στην περίπτωση των κρατών της Ευρωπαϊκής Ένωσης οδηγώντας στην τρέχουσα οικονομική κρίση. Προκειμένου αυτό να διερευνηθεί μελετήθηκε η εξέλιξη συγκεκριμένων μεταβλητών κατά τη διάρκεια της περιόδου 1994 έως 2014, οι οποίες αφορούν στα κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζονται τα επτά στάδια, καθώς και ποιες μεταβλητές μπορούν να ερμηνεύσουν αντίστοιχα το κάθε στάδιο.

Στάδια Minskyan Cycle of peripheral country's crisis (Frenkel and Rapetti, 2009)			Ενδεικτικές proxy μεταβλητές αντίδρασης
1	Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης ή Οικονομικοί Οργανισμοί προτείνουν "διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις"	α) απελευθέρωση εγχώριων χρηματαγορών, β) απελευθέρωση διεθνούς κίνησης κεφαλαίων, γ) υιοθέτηση «αξιοπίστου» συστήματος σταθερών ισοτιμιών σε σχέση με την χώρα-κέντρο της περιφέρειας.	Financial account balance (% of GDP); Deposit interest rate (%); Ex-post interest rates spread (Hell. dep.int.rate - GER lending rate);
2	Μείωση συναλλαγματικού κινδύνου και Εφαρμογή της συνθήκης Ισοδυναμίας των Επιτοκίων	Ευκαιρίες "arbitrage": οι ημεδαποί δανείζονται σε συνάλλαγμα, ενώ οι αλλοδαποί επενδύουν στην ημεδαπή.	Ex-post interest rates spread (Hell. dep.int.rate - GER lending rate); Financial account balance (% of GDP) ; Market capitalization of listed companies (% of GDP)
3	Εισροές Κεφαλαίων, Αύξηση Ρευστότητας και Πιστώσεων στον Ιδιωτικό τομέα	=> πτώση επιτοκίων, αύξηση παραγωγής, απασχόλησης και τιμών	Ex-post interest rates spread (Hell. dep.int.rate - GER lending rate); GDP growth (annual %); Unemployment rate by sex and age groups - annual average, % [une_rt_a]; [CPI inflation rate (%)]; % change in the REER (+=appreciation)/ REER, CPI based (Index, 2010=100);
4	Πραγματική ανατίμηση του εθνικού νομίσματος αντισταθμίζει το προηγούμενο επεκτατικό αποτέλεσμα των εισροών κεφαλαίων	=> α) Χρηματοοικονομική, μέσω αναμενόμενων κερδών στα εγχώρια ενεργητικά στοιχεία, και β) πραγματική, μέσω διεύρυνσης των ελλειμμάτων εμπορικού και τρεχουσών	% change in the REER (+=appreciation)/ REER, CPI based (Index, 2010=100); Market capitalization of listed companies (% of GDP); Current account balance (%)

		συναλλαγών ισοζυγίων => νέες εισροές κεφαλαίων	of GDP); Financial account balance (% of GDP);
5	Αναξιόπιστη η σταθερή ισοτιμία της "περιφερειακής" οικονομίας	=> "Απότομη στάση" ή ακόμα και "αναστροφή" στις εισροές ξένων κεφαλαίων	Financial account balance (% of GDP); Market capitalization of listed companies (% of GDP); EMU convergence criterion series - annual data [irt_lt_mcby_a]
6	Η ΚΤ της περιφερειακής οικονομίας "υπερασπίζεται" την σταθερή ισοτιμία της, καταρχάς, με αύξηση επιτοκίων για την προσέλκυση ξένων κεφαλαίων	=> συνήθως, α) χειροτερεύει η χρηματοοικονομική θέση του δτ => ακόμα χειρότερα μηνύματα στις αγορές, και β) διεύρυνση των spreads αυξάνει την νευρικότητα των αγορών	spreads on EMU convergence criterion series - annual data [irt_lt_mcby_a vs GER]; Net lending (+) /net borrowing (-) of General government (% of GDP) [gov_a_main];
7	... στη συνέχεια, η ΚΤ διαθέτει τα Επίσημα Διεθνή Συναλλ. της Διαθέσιμα	=> εγκαταλείπεται το ΣΣΙ (σταθερή ισοτιμία) => υποτίμηση και "δίδυμη (χρηματοοικονομική και ΙΠ) κρίση"	Gross domestic product at current prices (UVGD) Mrd EURO; Net lending (+) /net borrowing (-) of General government (% of GDP) [gov_a_main] ; Net lending (+) /net borrowing (-) of Private Sector (% of GDP) [ps%_a_main] ; External Debt (Billion US\$);

Πίνακας 7.3.1

Συνοπτικά οι δείκτες που τελικά εξετάστηκαν προκειμένου να εξεταστούν τα στάδια Minskyan cycle of peripheral country's crisis παρουσιάζονται ως έξης:

Ορισμοί μεταβλητών και πηγές δεδομένων		
1	far	Financial account balance (% of GDP) <sup>20</sup>
2	dfr	Change in Official Reserves (millions) <sup>21</sup>
3	irltmaspr	spreads on EMU convergence criterion series - annual data [irt_lt_mcby_a vs GER] <sup>22</sup>
4	mrkcr	Market capitalization of listed companies (% of GDP) / WB-World Development Indicators <sup>23</sup>
5	gdpcgr	Real GDP growth (annual %) <sup>24</sup>
6	uner	Unemployment rate by sex and age groups - annual average, % [une_rt_a] <sup>25</sup>
7	pinf	Inflation rate (CPI) <sup>26</sup>
8	reergr	% change in the REER (+=appreciation)/ REER, CPI based (Index, 2010=100) <sup>27</sup>
9	tbr	External balance on goods and services (% of GDP) /WB World Development Indicators <sup>28</sup>
10	car	Current account balance (% of GDP) <sup>29</sup>
11	reer	Real effective exchange rate -REER-, indirect quotation, CPI based (Index, 2010=100) <sup>30</sup>
12	fbmar	Net lending (+) /net borrowing (-) of General government (% of GDP) [gov_a_main] AMECO <sup>31</sup>
13	gpdmar	Gross public debt, Maastricht criterion, (% of GDP) <sup>32</sup>
14	psbmar	Net lending (+) /net borrowing (-) of Private Sector (% of GDP) [ps%_a_main] <sup>33</sup>

Πίνακας 7.3.2

<sup>20</sup> <http://knoema.com/oilyyle/main-balance-of-payments-and-international-investment-position-items-as-share-of-gdp>

<sup>21</sup> <http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD/countries>

<sup>22</sup> [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=irt\\_lt\\_mcby\\_a](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=irt_lt_mcby_a)

<sup>23</sup> <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&country=&series=CM.MKT.LCAP.GD.ZS&period=#>

<sup>24</sup> <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>

<sup>25</sup> <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

<sup>26</sup> <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&country=&series=CM.MKT.LCAP.GD.ZS&period=#>

<sup>27</sup> <http://data.worldbank.org/indicator/PX.REX.REER>

<sup>28</sup> <http://data.worldbank.org/indicator/NE.RSB.GNFS.ZS>

<sup>29</sup> <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=28966#>

<sup>30</sup> <http://data.worldbank.org/indicator/PX.REX.REER>

<sup>31</sup> [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov\\_a\\_main&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_a_main&lang=en)

<sup>32</sup> <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=48250>

<sup>33</sup> [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/ameco/zipped\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/zipped_en.htm)

Βάσει των δεδομένων που συλλέχθηκαν, έπειτα και από την επεξεργασία τους, τα αποτελέσματα είχαν ως εξής:

Βασικές στατιστικές 14 μεταβλητών στην ΕΕ που χαρακτηρίζουν την κρίση περιφερειακής οικονομίας κατά τον Minsky (1994-2014)														
<b>EU-28, 1994-2014</b>														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	.	55,97	1,06	65,62	1,64	9,09	2,59	.	1,10	.	.	.	.	.
cv	.	0,14	0,57	0,28	1,12	0,12	0,41	.	0,50	.	.	.	.	.
p50	.	55,40	1,05	62,33	2,04	9,00	2,45	.	1,04	.	.	.	.	.
kurtosis	.	1,97	2,24	2,09	7,07	2,82	3,09	.	3,48	.	.	.	.	.
min	.	42,54	0,34	38,72	-4,39	7,00	0,22	.	0,22	.	.	.	.	.
max	.	67,72	2,16	97,05	3,86	10,90	4,71	.	2,52	.	.	.	.	.
N	0	20	9	19	19	15	21	0	20	0	0	0	0	0
<b>EA, 1994-2014</b>														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	.	57,70	0,66	54,30	1,47	9,43	2,41	.	1,65	.	.	.	.	.
cv	.	0,15	1,06	0,33	1,27	0,14	0,43	.	0,36	.	.	.	.	.
p50	.	57,88	0,33	49,96	1,85	9,20	2,46	.	1,50	.	.	.	.	.
kurtosis	.	2,00	2,85	2,04	6,43	2,37	3,01	.	4,42	.	.	.	.	.
min	.	42,31	0,07	27,32	-4,54	7,50	0,24	.	0,65	.	.	.	.	.
max	.	70,15	2,36	83,87	3,83	12,00	4,13	.	3,33	.	.	.	.	.
N	0	20	21	19	20	16	21	0	20	0	0	0	0	0
<b>non-SWEAP, 1994-2014</b>														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	0,82	7,49E+08	0,83	53,06	2,70	8,12	0,20	0,00	2,24	-0,28	96,70	-2,28	43,57	10,33
cv	7,35	9,84E+00	1,55	0,96	1,29	0,45	2,98	8,29	4,21	-22,36	0,12	-1,47	0,75	2,81
p50	0,70	7,41E+07	0,38	37,10	2,71	7,60	0,03	0,00	1,33	0,00	99,62	-2,40	44,50	3,48
kurtosis	2,50	2,20E+01	15,74	7,85	7,55	3,76	14,69	4,74	6,08	3,39	11,40	3,67	2,35	8,63
min	-14,40	-5,03E+10	-1,20	0,20	-14,74	1,90	-0,01	-0,07	-21,47	-22,50	47,29	-14,70	-0,05	-19,58
max	16,10	4,05E+10	9,14	337,60	11,74	19,50	3,27	0,13	35,20	13,20	118,44	7,00	130,10	108,72
N	193	260	195	242	260	244	237	200	251	257	210	237	201	237
<b>SWEAP, 1994-2014</b>														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	3,67	7,90E+08	2,17	47,94	1,90	11,30	0,02	0,00	-0,68	-3,66	95,63	-4,68	85,96	1,50
cv	1,15	1,04E+01	1,54	0,53	1,91	0,48	0,62	7,79	-12,54	-1,25	0,06	-1,03	0,41	4,36
p50	3,15	2,07E+08	0,72	45,65	1,98	10,60	0,03	0,01	-1,44	-3,00	96,48	-4,00	93,05	1,29
kurtosis	2,79	8,46E+00	13,49	4,09	3,66	4,16	3,61	4,41	2,81	2,43	2,87	10,15	2,54	8,71
min	-8,50	-3,59E+10	-0,02	11,70	-8,86	3,90	-0,02	-0,08	-12,98	-14,90	80,93	-30,60	24,60	-11,26
max	12,80	2,70E+10	21,00	142,80	10,78	27,50	0,05	0,11	20,80	6,60	112,52	4,90	180,60	35,13
N	92	100	105	94	100	101	90	100	100	97	105	96	100	97

Πίνακας 7.3.3

Βασικές στατιστικές 14 μεταβλητών στην ΕΕ που χαρακτηρίζουν την κρίση περιφερειακής οικονομίας κατά τον Minsky (1994-2001)														
EU-28, 1994-2001														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	.	4,92E+01	.	66,39	2,55	8,80	3,23	.	1,11	.	.	.	.	.
cv	.	9,96E-02	.	0,36	0,33	0,02	0,27	.	0,46	.	.	.	.	.
p50	.	4,90E+01	.	67,27	2,65	8,80	3,16	.	1,25	.	.	.	.	.
kurtosis	.	1,99E+00	.	1,52	2,14	1,00	2,11	.	2,12	.	.	.	.	.
min	.	4,25E+01	.	38,72	1,31	8,70	2,17	.	0,22	.	.	.	.	.
max	.	5,65E+01	.	97,05	3,86	8,90	4,71	.	1,77	.	.	.	.	.
N	0	8	0	8	7	2	8	0	8	0	0	0	0	0
EA, 1994-2001														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	.	5,02E+01	0,66	52,84	2,62	8,87	2,87	.	1,47	.	.	.	.	.
cv	.	1,21E-01	1,01	0,43	0,27	0,08	0,31	.	0,30	.	.	.	.	.
p50	.	4,99E+01	0,28	52,11	2,62	8,80	2,82	.	1,47	.	.	.	.	.
kurtosis	.	1,90E+00	2,26	1,46	2,53	1,50	1,97	.	2,77	.	.	.	.	.
min	.	4,23E+01	0,14	27,32	1,61	8,20	1,66	.	0,65	.	.	.	.	.
max	.	5,92E+01	1,88	83,87	3,83	9,60	4,13	.	2,12	.	.	.	.	.
N	0	8	8	8	7	3	8	0	8	0	0	0	0	0
non-SWEAP, 1994-2001														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	1,77	-5,06E+08	0,47	53,14	3,89	8,26	0,25	-0,01	1,30	-0,28	93,36	-2,30	41,79	11,00592
cv	2,78	-7,20E+00	1,63	1,05	0,60	0,49	2,61	-5,60	6,51	-20,04	0,17	-1,63	0,83	2,720696
p50	1,70	3,21E+06	0,21	32,50	3,58	7,90	0,03	0,00	0,83	-0,55	96,30	-2,30	45,70	3,186164
kurtosis	2,32	1,39E+01	8,03	4,72	3,85	3,02	10,91	3,64	4,74	2,50	5,46	3,09	3,04	8,288777
min	-9,20	-1,49E+10	-0,07	0,20	-0,90	1,90	0,01	-0,07	-13,17	-12,20	47,29	-12,30	-0,05	-12,4091
max	11,70	1,91E+10	3,24	258,40	11,74	19,50	2,96	0,10	26,62	13,20	118,44	7,00	130,10	108,72
N	63	104	52	99	91	75	68	70	102	100	80	93	71	85
SWEAP, 1994-2001														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	1,71	-7,67E+08	2,19	47,89	4,40	10,73	0,03	0,00	-0,83	-1,82	90,43	-3,27	77,05	1,517381
cv	2,18	-9,99E+00	1,35	0,57	0,60	0,42	0,41	-8,81	-9,68	-2,04	0,05	-1,00	0,34	3,139478
p50	1,40	1,80E+08	0,80	45,90	3,79	10,80	0,02	0,00	-0,93	-0,50	90,90	-3,40	66,20	1,689286
kurtosis	3,35	6,10E+00	8,19	4,86	3,34	3,32	2,89	4,23	2,00	2,75	2,34	3,05	1,67	1,998393
min	-8,50	-2,29E+10	0,21	12,40	1,29	3,90	0,01	-0,08	-11,04	-10,30	80,93	-10,20	35,10	-6,37345
max	9,20	2,32E+10	13,83	142,80	10,78	22,00	0,05	0,11	14,92	3,10	98,56	4,90	120,80	10,26089
N	37	40	40	39	35	36	25	35	40	36	40	36	35	32

Πίνακας 7.3.4



**Βασικές στατιστικές 14 μεταβλητών στην ΕΕ που χαρακτηρίζουν την κρίση περιφερειακής οικονομίας κατά τον Minsky (2002-'08)**

<b>EU-28, 2002-2008</b>														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	.	5,82E+01	0,42	69,12	1,23	8,41	2,62	.	0,84	.	.	.	.	.
cv	.	7,46E-02	0,32	0,25	2,16	0,11	0,27	.	0,45	.	.	.	.	.
p50	.	5,76E+01	0,35	69,12	2,04	9,00	2,45	.	0,79	.	.	.	.	.
kurtosis	.	1,45E+00	1,50	2,37	4,00	1,65	4,72	.	1,98	.	.	.	.	.
min	.	5,31E+01	0,34	40,03	-4,39	7,00	2,10	.	0,27	.	.	.	.	.
max	.	6,42E+01	0,58	88,88	3,41	9,30	4,20	.	1,37	.	.	.	.	.
N	0	7	3	7	7	7	7	0	7	0	0	0	0	0
<b>EA, 2002-2008</b>														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	.	6,07E+01	0,12	60,06	1,76	8,49	2,63	.	1,58	.	.	.	.	.
cv	.	7,44E-02	0,76	0,26	0,64	0,08	0,25	.	0,29	.	.	.	.	.
p50	.	6,02E+01	0,08	58,80	1,68	8,50	2,46	.	1,49	.	.	.	.	.
kurtosis	.	1,38E+00	4,69	2,07	1,48	1,64	4,50	.	1,85	.	.	.	.	.
min	.	5,53E+01	0,07	36,59	0,49	7,50	2,11	.	1,02	.	.	.	.	.
max	.	6,64E+01	0,33	81,55	3,25	9,30	4,08	.	2,29	.	.	.	.	.
N	0	7	7	7	7	7	7	0	7	0	0	0	0	0
<b>non-SWEAP, 2002-2008</b>														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	1,43	1,43E+09	0,45	59,17	3,62	7,48	0,19	0,02	1,67	-1,36	97,57	-1,19	38,77	7,94
cv	4,86	3,33E+00	1,64	0,84	0,82	0,43	3,00	1,40	6,03	-5,58	0,09	-2,34	0,75	3,74
p50	1,70	3,74E+08	0,25	47,30	3,30	7,00	0,03	0,01	0,62	0,40	99,72	-1,55	40,60	1,58
kurtosis	2,36	1,39E+01	9,40	12,23	3,79	5,63	15,81	5,92	5,36	2,86	11,45	3,16	2,11	8,59
min	-14,40	-1,22E+10	-1,20	4,80	-5,33	2,60	0,00	-0,02	-21,47	-22,50	59,16	-9,00	-0,01	-19,58
max	16,10	2,43E+10	3,94	337,60	11,62	18,80	3,22	0,13	32,60	11,90	104,65	5,30	103,40	102,01
N	82	91	77	91	91	91	91	70	91	91	70	84	70	80
<b>SWEAP, 2002-2008</b>														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	5,41	1,00E+09	0,22	54,49	2,44	7,99	0,03	0,02	-2,24	-5,77	98,15	-2,83	69,63	-3,20
cv	0,70	5,55E+00	0,87	0,42	0,93	0,27	0,22	0,95	-3,72	-0,69	0,05	-1,14	0,45	-1,16
p50	5,70	-3,71E+07	0,20	52,30	2,49	8,40	0,03	0,02	-5,00	-5,80	99,55	-3,40	67,70	-3,54
kurtosis	1,92	5,29E+00	4,94	3,81	2,29	2,19	2,64	4,78	2,73	2,08	3,83	2,21	1,40	2,60
min	-1,00	-1,35E+10	-0,02	18,00	-2,61	4,40	0,02	-0,01	-12,98	-14,60	86,09	-9,90	24,60	-11,26
max	12,80	1,83E+10	0,82	121,70	6,64	11,50	0,05	0,10	16,62	0,00	112,52	2,90	112,90	3,30
N	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35

Πίνακας 7.3.5

Βασικές στατιστικές 14 μεταβλητών στην ΕΕ που χαρακτηρίζουν την κρίση περιφερειακής οικονομίας κατά τον Minsky (2009-'14)														
EU-28, 2009-2014														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	.	6,37E+01	1,38	57,96	0,94	9,98	1,71	.	1,43	.	.	.	.	.
cv	.	8,61E-02	0,34	0,08	1,19	0,07	0,67	.	0,50	.	.	.	.	.
p50	.	6,67E+01	1,24	59,20	1,35	9,95	1,53	.	1,01	.	.	.	.	.
kurtosis	.	2,36E+00	2,20	2,03	1,43	1,90	1,84	.	1,86	.	.	.	.	.
min	.	5,48E+01	0,93	51,13	-0,50	9,00	0,22	.	0,83	.	.	.	.	.
max	.	6,77E+01	2,16	62,33	2,09	10,90	3,31	.	2,52	.	.	.	.	.
N		0	5	6	4	5	6	6	0	5	0	0	0	0
EA, 2009-2014														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	.	6,55E+01	1,31	47,16	-0,21	10,80	1,55	.	2,01	.	.	.	.	.
cv	.	9,19E-02	0,50	0,09	-11,42	0,09	0,77	.	0,45	.	.	.	.	.
p50	.	6,89E+01	1,15	48,92	0,22	10,75	1,45	.	1,50	.	.	.	.	.
kurtosis	.	2,36E+00	1,99	2,20	2,83	1,31	1,79	.	1,72	.	.	.	.	.
min	.	5,57E+01	0,60	40,83	-4,54	9,60	0,24	.	1,32	.	.	.	.	.
max	.	7,02E+01	2,36	49,96	2,02	12,00	3,29	.	3,33	.	.	.	.	.
N		0	5	6	4	6	6	6	0	5	0	0	0	0
non-SWEAP, 2009-2014														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	-1,45	1,80E+09	1,57	42,23	0,23	8,73	0,17	0,00	4,77	1,21	100,14	-3,76	51,28	12,18
cv	-3,60	7,08E+00	1,12	1,02	17,12	0,41	3,42	-5,20	2,02	3,82	0,02	-0,76	0,63	2,25
p50	-1,45	1,01E+08	0,96	30,55	1,06	7,85	0,02	0,00	2,49	1,65	100,00	-3,85	54,25	4,97
kurtosis	2,26	9,65E+00	8,69	8,41	6,85	3,25	18,24	3,06	7,44	2,94	3,12	4,96	1,77	9,37
min	-9,10	-5,03E+10	0,18	3,80	-14,74	4,40	-0,01	-0,06	-6,44	-10,70	95,40	-14,70	-0,03	-7,81
max	10,90	4,05E+10	9,14	210,50	8,26	19,50	3,27	0,07	35,20	10,40	105,84	1,10	100,40	102,80
N	48	65	66	52	78	78	78	60	58	66	60	60	60	72
SWEAP, 2009-2014														
stats	far	dfr	irltmaspr	mrkcr	gdpcgr	uner	pinf	reergr	tbr	car	reer	fbmar	gpdmar	psbmar
mean	4,23	2,98E+09	4,40	36,56	-1,65	15,83	0,01	-0,01	1,73	-3,38	99,62	-9,33	115,42	6,96
cv	1,03	3,84E+00	0,97	0,64	-1,87	0,37	1,43	-2,10	5,42	-1,56	0,02	-0,61	0,28	0,95
p50	4,60	1,11E+09	2,82	26,95	-1,42	14,00	0,01	-0,01	-0,67	-2,35	100,00	-9,60	120,05	6,13
kurtosis	2,86	7,45E+00	9,03	2,65	2,72	2,21	2,31	3,27	2,88	2,52	4,93	9,12	2,59	12,28
min	-6,20	-3,59E+10	0,76	11,70	-8,86	7,70	-0,02	-0,07	-10,36	-14,90	94,71	-30,60	53,90	0,48
max	10,60	2,70E+10	21,00	86,50	4,78	27,50	0,05	0,02	20,80	6,60	107,18	-2,80	180,60	35,13
N	20	25	30	20	30	30	30	30	25	26	30	25	30	30

Πίνακας 7.3.6

Από τα αποτελέσματα του πίνακα 7.3.4 μπορούμε να διακρίνουμε τα πέντε πρώτα στάδια του Minskyan cycle of peripheral country's crisis. Πιο συγκεκριμένα τα πρώτα τρία στάδια αποτυπώνονται κατά την χρονική περίοδο 1994-2001, το τέταρτο στάδιο την περίοδο 2002-2008, ενώ το πέμπτο στάδιο κατά τον χρονικό ορίζοντα 2009-2014. Τέλος λόγω του ότι η νομισματική πολιτική, που θα μπορούσε να ασκηθεί από μια εθνική κεντρική τράπεζα, δεν υφίσταται στην ευρωζώνη, το έκτο και έβδομο στάδιο

του Minskyan cycle of peripheral country's crisis δεν μπορούν να εκδηλωθούν στην περίπτωση των οικονομιών που εξετάζουμε.

Το πρώτο στάδιο του Minskyan cycle of peripheral country's crisis μαρτυράται από τα αποτελέσματα των μεταβλητών  $far$  και  $irltmaspr$ . Καταρχάς όπως γνωρίζουμε στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών καταγράφονται σε καθαρή βάση οι χρηματικές ροές από συναλλαγές που δημιουργούν μεταβολή στις απαιτήσεις και υποχρεώσεις των κατοίκων έναντι μη κατοίκων. Οι υποχρεώσεις και οι απαιτήσεις αυτές διακρίνονται στις εξής κατηγορίες: Άμεσες Επενδύσεις, Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου και Μεταβολή συναλλαγματικών διαθεσίμων. Αρχικά εξετάζουμε για το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών το συντελεστή μεταβλητότητας και παρατηρούμε ότι τόσο για τις non-SWEAP όσο και για τις SWEAP είναι μεγαλύτερος του 0,4 (ή 40%). Άρα την τάση των δεδομένων μας δεν την υποδεικνύει ο μέσος, αλλά η διάμεσος. Η διάμεσος για τις non-SWEAP είναι 1,70 και για τις SWEAP είναι 1,40. Το γεγονός ότι οι τιμές αυτές δε διαφέρουν σε ουσιαστικό βαθμό είναι ενδεικτικό του ότι και οι SWEAP χώρες απολαμβάνουν πλέον μια απελευθέρωση εγχώριων χρηματαγορών, απελευθέρωση διεθνούς κίνησης κεφαλαίων και υιοθέτηση «αξιόπιστου» συστήματος σταθερών ισοτιμιών σε σχέση με την χώρα-κέντρο της περιφέρειας. Επίσης παρατηρούμε την κύρτωση και συμπεραίνουμε ότι για τις non-SWEAP είναι πλατύκυρτη, αφού είναι μικρότερη του τρία και σημαίνει ότι οι παρατηρήσεις μας δεν είναι συγκεντρωμένες κοντά γύρω από τη διάμεσο. Αντιθέτως, όσον αφορά στις SWEAP τα δεδομένα είναι συγκεντρωμένα κοντά γύρω από τη διάμεσο, πράγμα που δείχνει πόσο έντονο είναι το φαινόμενο της απελευθέρωσης των αγορών στις SWEAP χώρες. Εφόσον έχει γίνει η υιοθέτηση των όσων προτείνουν οι Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης ή Οικονομικοί Οργανισμοί, παρατηρείται μια εισροή κεφαλαίων στις SWEAP χώρες. Αυτό παρατηρείται από την πορεία της  $dfr$  μεταβλητής (Αλλαγή στα επίσημα αποθεματικά), για την οποία η διάμεσος των SWEAP χωρών είναι μεγαλύτερη από την διάμεσο των non-SWEAP. Αυτό σημαίνει ότι οι εισροές κεφαλαίων ήταν ιδιαίτερα αυξημένες σε αυτές τις οικονομίες ενισχύοντας το συμπέρασμα για την απελευθέρωση εγχώριων χρηματαγορών, την απελευθέρωση διεθνούς κίνησης κεφαλαίων και την υιοθέτηση «αξιόπιστου» συστήματος σταθερών ισοτιμιών σε σχέση με την χώρα-κέντρο της περιφέρειας. Τέλος για το πρώτο στάδιο θα εξετάζοντας το  $irltmaspr$ , το οποίο αντανakλά το επιτόκιο του κρατικού δεκαετούς ομολόγου, που διαπραγματεύεται στη

δευτερογενή αγορά παρατηρούμε ότι οι SWEAP χώρες δανείζονται τέσσερις φορές ακριβότερα από τις non- SWEAP. Κάτι τέτοιο όμως δημιουργεί ευκαιρίες για arbitrage, φαινόμενο που εκδηλώνεται στο 2<sup>ο</sup> στάδιο του Minskyan cycle of peripheral country's crisis κατά τους Frenkel & Rapetti.

Το δεύτερο στάδιο κατά τους Frenkel & Rapetti επαληθεύεται από δύο μεταβλητές: την κεφαλαιοποίηση της αγοράς και την πραγματική ποσοστιαία αύξηση του Α.Ε.Π. Από τον πίνακα 7.3.4. διαπιστώνουμε ότι η κεφαλαιοποίηση της αγοράς στις SWEAP χώρες υπήρξε ιδιαίτερα αυξημένη, ακόμη σε σύγκριση με τις non-SWEAP χώρες. Μάλιστα για τις SWEAP χώρες έφθασε κατά την περίοδο 1994-2001 στο 45,90%. Αυτό καταδεικνύει όμως την όλο και μεγαλύτερη επιδίωξη των επενδυτών για arbitrage. Ωστόσο, σε μία οικονομία το arbitrage δεν πραγματοποιείται μόνο στη χρηματιστηριακή αγορά. Εκδηλώνεται ταυτόχρονα και στην πραγματική οικονομία. Έτσι οι ημεδαποί δανείζονται σε συνάλλαγμα, ενώ οι αλλοδαποί επενδύουν στην ημεδαπή αυξάνοντας και το πραγματικό Α.Ε.Π. Το αυξημένο πραγματικό Α.Ε.Π. φαίνεται από τα αποτελέσματα του πίνακα 7.3.4, σύμφωνα με τον οποίο οι SWEAP χώρες ανταγωνίζονται ισάξια τις non- SWEAP.

Οι Frenkel & Rapetti θέτουν ως τρίτο στάδιο του Minskyan cycle of peripheral country's crisis τις εισροές κεφαλαίων, την αύξηση ρευστότητας και πιστώσεων στον ιδιωτικό τομέα. Κάτι τέτοιο προκαλεί όμως πτώση των επιτοκίων, αύξηση της παραγωγής, της απασχόλησης και των τιμών. Το εν λόγω στάδιο επιβεβαιώνεται εύκολα από τις μεταβλητές της ανεργίας και του πληθωρισμού. Εξετάζοντας το ποσοστό ανεργίας βλέπουμε ότι τα επίπεδα του δείκτη στις SWEAP χώρες είναι ουσιαστικά πολύ λίγο μεγαλύτερα από αυτά στις non- SWEAP. Για την ακρίβεια οι τιμές της ανεργίας των τελευταίων κυμάνθηκαν την περίοδο 1994-2001 γύρω από το 8%, ενώ ο δείκτης για τις SWEAP χώρες γύρω από το 10,80%, αποδεικνύοντας τη διαχειρισσιμότητα του ζητήματος της ανεργίας στις λιγότερο αναπτυγμένες οικονομίες της Ευρώπης. Ένας άλλος δείκτης που βοηθάει στην επιβεβαίωση εξέλιξης του τρίτου σταδίου είναι η ποσοστιαία μεταβολή της Πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (reergr). Ο δείκτης μετρά την ανταγωνιστικότητα κόστους σε σχέση με τους βασικούς ανταγωνιστές στις διεθνείς αγορές. Εξαρτάται από τις αλλαγές στις ισοτιμίες και τις αλλαγές σε κόστη και τάσεις τιμών. Μία αύξηση του δείκτη σημαίνει απώλεια ανταγωνιστικότητας. Την περίοδο 1994-2001 ο δείκτης εμφάνισε ίδιες τιμές στις non- SWEAP και SWEAP χώρες.

Αυτό δείχνει ότι στις SWEAP χώρες εμφανίστηκαν μειωμένα κόστη παραγωγής. Τα τελευταία οφείλονται στην πτώση επιτοκίων, που εκδηλώνεται κατά τη διάρκεια του 3<sup>ου</sup> σταδίου κατά τους Frenkel & Rapetti.

Μεταβαίνοντας στο 4<sup>ο</sup> στάδιο του Minskyan cycle of peripheral country's crisis, σύμφωνα με τους Frenkel & Rapetti θα πρέπει να πραγματοποιηθεί πραγματική ανατίμηση του εθνικού νομίσματος, το οποίο αντισταθμίζει το προηγούμενο επεκτατικό αποτέλεσμα των εισροών κεφαλαίων. Αυτό συνέβη κατά την περίοδο 2002-2008 βάσει και των αποτελεσμάτων των μεταβλητών *tbr*, *car* και *reer*. Πραγματική ανατίμηση πραγματοποιείται μέσω διεύρυνσης των ελλειμάτων εμπορικού και τρεχουσών συναλλαγών ισοζυγίων, η οποία προκαλεί νέες εισροές κεφαλαίων. Αυτό αντανακλάται στα αποτελέσματα της *tbr* (εξωτερικό ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών) για τις SWEAP χώρες, η οποία κινήθηκε γύρω από το -5% επί του Α.Ε.Π. και η οποία μαρτυρά ότι οι εισαγωγές ήταν πολύ περισσότερες από τις εξαγωγές. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (*car*) είναι ενδεικτικό της κατάστασης, αφού για τις SWEAP χώρες ήταν αρνητικό και κοντά στο -5,80%, ενώ χαρακτηριστικό είναι ότι η μέγιστη τιμή έφθασε μόλις στο 0%. Μία ένδειξη της χρηματοοικονομικής ανατίμησης του εθνικού νομίσματος των SWEAP χωρών είναι η αύξηση του *reer* κατά 8 περίπου ποσοστιαίες μονάδες αποδεικνύοντας την απώλεια ανταγωνιστικότητας.

Το 5<sup>ο</sup> στάδιο παρουσιάζει τον χαρακτηρισμό της σταθερής ισοτιμίας της «περιφερειακής» οικονομίας ως αναξιόπιστη από τους επενδυτές. Κάτι τέτοιο επιφέρει απότομη στασιμότητα ή ακόμα και εκροή των ξένων κεφαλαίων για τις SWEAP χώρες. Αυτό είναι έκδηλο από τα αποτελέσματα της περιόδου 2009-2014, που παρουσίασαν τόσο το *far* (ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών), όσο η *mrker* (κεφαλαιοποίηση της αγοράς) και το *irlmaspr* (το οποίο αντανακλά το επιτόκιο του κρατικού δεκαετούς ομολόγου βάσει του κριτηρίου Συνθήκης του Μάαστριχτ). Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών ήταν επιδεινωμένο σε σχέση με τις προηγούμενες χρονικές περιόδους, ενώ η κεφαλαιοποίηση της αγοράς μειώθηκε κατά 50% περίπου. Τέλος το *irlmaspr* αυξήθηκε 6,5 φορές δηλώνοντας την αύξηση των *spread* και την ανασφάλεια των επενδυτών.

## 7.4 Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης

Οι οίκοι αξιολόγησης είναι σημαντικοί θεσμοί οι οποίοι μετριάζουν τα προβλήματα της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά κεφαλαίου. Οι δανειστές λαμβάνουν υπόψη τους την αξιολόγηση μιας εταιρίας ή ενός κράτους όχι μόνο για να εγκρίνουν πίστωση, αλλά και για να τιμολογούν, να ελέγχουν και να προβλέπουν κινδύνους. Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν προνομιακή πρόσβαση σε πληροφορίες σχετικά με τους δανειζόμενους και αφιερώνουν αρκετούς πόρους στην ανάλυση αυτών των πληροφοριών. Απόψεις, κριτικές και αξιολογήσεις βασίζονται τόσο σε δημόσια πληροφόρηση σχετικά με τη δραστηριότητα και τις χρηματοοικονομικές συνθήκες των δανειζόμενων, όσο και σε ιδιωτική πληροφόρηση που αποκτάται από εμπιστευτικές συζητήσεις με τους δανειζόμενους. Επιπροσθέτως, οι αποφάσεις αξιολόγησης των οίκων ενσωματώνουν ποιοτικές κρίσεις όσο αφορά στα σχέδια και την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης των δανειζόμενων. Κάποιοι μετέχοντες στην αγορά, ειδικότερα τράπεζες και μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές απολαμβάνουν παρόμοια πλεονεκτήματα πληροφόρησης. Ωστόσο, πολλοί άλλοι επενδυτές βασίζονται στις αξιολογήσεις των οίκων κατά τη διάρκεια εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου των εκδοτών και ζητημάτων χρέους. Αυτή τη στιγμή η αγορά μετράει περίπου 130 με 150 πρακτορεία ανά τον κόσμο. Πολλά από αυτά έχουν μικρό μέγεθος και εστιάζουν σε συγκριμένους τομείς ή γεωγραφικές περιοχές. Τα τρία πιο γνωστά είναι οι Standard & Poor's, Moody's και Fitch, ενώ καλύπτουν το 90% της αγοράς.

Αν οι αγορές παρουσιάζουν διαφορετικές ανταποκρίσεις στις ανακοινώσεις αξιολογήσεων, οι διαπραγματευόμενοι ίσως αδράξουν την ευκαιρία για να εκμεταλλευτούν αυτές τις διαφοροποιήσεις στις τιμές. Επίσης, αφού οι διαχειριστές πιστωτικού κινδύνου προσπαθούν πάντα να βελτιώνουν τα συστήματα προειδοποίησής τους μπορούν να συμπληρώνουν τις εκτιμήσεις τους, που βασίζονται σε αξιολογήσεις και μοντέλα, με πληροφορίες που υπονοούνται στις τιμές διαφορετικών αγορών. Ειδικά αν μερικές (αν όχι όλες) οι αγορές προσδοκούν τις ανακοινώσεις αξιολογήσεων, οι διαχειριστές κινδύνου μπορούν να αντιδρούν νωρίτερα σε δυσμενείς αλλαγές στην ποιότητα της πίστωσης.

Πρέπει να σημειωθεί ότι αν οι αξιολογήσεις των οίκων μεταφέρουν καινούριες πληροφορίες στην αγορά, τότε οι τιμές θα έπρεπε να αντιδρούν έπειτα από ένα γεγονός αξιολόγησης. Από την άλλη μεριά, είναι πιθανόν οι οίκοι αξιολόγησης απλά να αντανakλούν πληροφορίες ήδη γνωστές στην αγορά, πράγμα που θα σήμαινε πως οι τιμές δεν αντιδρούν καθόλου σε ένα γεγονός αξιολόγησης. Σε αυτή την περίπτωση οι τιμές στην αγορά αντιδρούν μόνιμα σε τρέχοντα εταιρικά νέα, ενώ οι αξιολογήσεις αντιδρούν με χρονική υστέρηση ή δεν αλλάζουν καθόλου εξαιτίας πρακτικών λόγων ως σπάνιες επισκοπήσεις, έλλειψης προσωπικού ή συγκεκριμένων πολιτικών αξιολόγησης (Löffler, G., 2003)

Παράλληλα, οι οίκοι αξιολόγησης έχουν μερικές φορές κατηγορηθεί για αύξηση του κόστους δανεισμού από τη μεριά των εκδοτών. Οι Moody's και Standard & Poor's είναι οι παλαιότεροι και μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης και έχουν εδραιώσει καλή φήμη στο επενδυτικό κοινό. Οι Cluff & Farnham (1984), καθώς και ο Morton (1976) κατέληξαν στο ότι οι δύο οίκοι χρησιμοποιούν διαφορετικά κριτήρια ή διαφορετική στάθμιση ίδιων κριτηρίων. Και τα δύο πρακτορεία ισχυρίζονται ότι λαμβάνουν υπόψη τους τέσσερις γενικές κατηγορίες μεταβλητών προκειμένου να καθορίσουν τις αξιολογήσεις τους: την οικονομική βάση, χρηματοοικονομικούς και διοικητικούς παράγοντες, και παράγοντες χρέους. Ωστόσο, οι Cluff & Farnham βρήκαν ότι η Standard & Poor's τείνει να προσδίδει μεγαλύτερη έμφαση σε οικονομικούς και δημογραφικούς παράγοντες, ενώ η Moody's προσδίδει μεγαλύτερο ρόλο στο χρέος και άλλους χρηματοοικονομικούς παράγοντες. Επιπλέον, οι Allen & Dudney (2008) συμπεραίνουν ότι οι αξιολογήσεις της Moody's τείνουν να είναι πιο συντηρητικές, ιδιαίτερα για την περίοδο από το 1995. Το σημαντικότερο εύρημά τους είναι ότι οι αξιολογήσεις της Moody's έχουν μεγαλύτερη επίδραση στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων από ότι έχουν της Standard & Poor's την περίοδο 1986-1994. Παρόλα αυτά για την περίοδο από την 1995 έως το 2002, η επίδραση της Moody's περιορίστηκε και οι αξιολογήσεις της δεν επιδρούν πλέον σημαντικά περισσότερο από τις αξιολογήσεις της Standard & Poor's.

Πρέπει να αναφερθεί βέβαια ότι οι γνώμες των οίκων αξιολόγησης δεν είναι εγγύηση, αλλά είναι ενδεικτικά σε μεγάλο βαθμό του κόστους και των κερδών στις χρηματοοικονομικές αγορές. Ιστορικά οι οίκοι αξιολόγησης συχνά επέλεγαν το στόχο πραγματοποίησης κερδών εις βάρος των κανόνων της αγοράς και γι' αυτό κατηγορήθηκαν εντόνως για την πρόσφατη κατάρρευση της αγοράς. Άλλες περιπτώσεις για τις οποίες κατηγορήθηκαν για λανθασμένες εκτιμήσεις είναι η

ασιατική οικονομική κρίση και η πτώση της Enron. Γι' αυτό το 2011 η Ευρωπαϊκή Κομισιόν έθεσε νομοθετικές προτάσεις, που στοχεύουν στη ρύθμιση της λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης.

#### 7.4.1 Βιβλιογραφική ανασκόπηση για το ρόλο των οίκων αξιολόγησης

Παρόλο που έχει πραγματοποιηθεί εκτενής έρευνα όσο αφορά στη σχέση μεταξύ των ανακοινώσεων περί αξιολόγησης και τις αποδόσεις ομολόγων και μετοχών, υπάρχει πολύ λίγη γνώση σχετικά με την αγορά των παραγώγων. Ένας σημαντικός λόγος είναι ότι η τελευταία είναι σχετικά νέα και αρκετά πιο περίπλοκη. Γενικότερα όμως παλαιότερες μελέτες, που ασχολήθηκαν με την πληροφοριακή αξία των πιστωτικών αξιολογήσεων, παρουσιάζουν διαφορετικά αποτελέσματα. Μερικές καταλήγουν στο ότι γεγονότα αξιολόγησης, ειδικότερα υποβαθμίσεις, έχουν σημαντική επίδραση στις τιμές, ενώ άλλες δε βρίσκουν κάποιο αντίκτυπο.

Οι Hull, Predescu & White (2003) δείχνουν ότι τα spreads των CDS μεταβάλλονται όταν η Moody's προβαίνουν σε υποβαθμίσεις. Οι Hite & Warga (1997) βρήκαν ότι οι Standard & Poor's και Moody's προέβλεπαν την υποβάθμιση της αγοράς εταιρικών ομολόγων. Ο Katz (1974) διαπίστωσε οι τιμές των εταιρικών ομολόγων προσαρμόζονται σε αλλαγές αξιολογήσεων αν και με μια καθυστέρηση. Επιπλέον, δεν υπάρχει αλλαγή στις τιμές πριν την ανακοίνωση μιας αξιολόγησης, πράγμα που σημαίνει ότι οι επενδυτές δεν αναμένουν την αλλαγή. Από την άλλη μεριά οι Hettenhouse & Sartoris (1976), καθώς και ο Weinstein (1977), συμπεραίνουν ότι οι τιμές αυτών των ομολόγων αντιδρούν σε άλλες πληροφορίες πριν αλλάξουν οι αξιολογήσεις. Οι Steiner & Heinke (2001) εξέτασαν τη διεθνή αγορά ομολόγων και ανακάλυψαν πως υπάρχουν σημαντικές κινήσεις τιμών μέχρι και 100 ημέρες διαπραγμάτευσης που προηγούνται της αλλαγής στην αξιολόγηση. Ωστόσο οι τιμές των ομολόγων εξακολουθούν να αντιδρούν στην πραγματική ανακοίνωση των υποβαθμίσεων και στις αρνητικές επισκοπήσεις, χωρίς όμως να αντιδρούν στις αναβαθμίσεις και τις θετικές επισκοπήσεις.

Άλλες έρευνες εστιάζουν στις αγορές μετοχών, οι οποίες ίσως αναμένεται να αντανακλούν πληροφόρηση γρηγορότερα εξαιτίας της μεγαλύτερης ρευστότητάς τους. Οι περισσότερες από αυτές δείχνουν να μην αποκομίζουν διαφορετικά συμπεράσματα από αυτές που αφορούσαν σε αγορές ομολόγων. Οι Pinches & Singleton (1978) βρήκαν ότι το περιεχόμενο της πληροφορίας των αλλαγών



αξιολόγησης σε εταιρικά ομόλογα είναι αμελητέο. Παράλληλα, οι Griffin & Sanvicente (1982) καταλήγουν στο ότι οι υπερβολικές αποδόσεις μετοχών που ακολουθούν μετά από υποβαθμίσεις είναι σημαντικά αρνητικές, ενώ υπερβολικές αποδόσεις μετοχών που ακολουθούν μετά από αναβαθμίσεις είναι στατιστικά ασήμαντες. Ιδιαίτερα ενδιαφέρον είναι το συμπέρασμα των Klinger & Sarig (2000). Εκείνοι εξέτασαν την αντίδραση των τιμών των ομολόγων και των μετοχών έναντι της αλλαγής του συστήματος αξιολόγησης που χρησιμοποιεί η Moody's, η οποία πραγματοποιήθηκε το 1982. Ανακάλυψαν ότι παρόλο που οι νέες αλφαριθμητικές αξιολογήσεις βασίζονταν στις ακριβώς ίδιες πληροφορίες που αξιοποιούσαν και οι προγενέστερες αλφαριθμητικές αξιολογήσεις, οι ανακοίνωση των νέων αξιολογήσεων είχαν επίδραση στις τιμές των ομολόγων και των μετοχών. Αντιθέτως οι Hand & al. (1992) διαπιστώνουν ότι οι υποβαθμίσεις αναμένονται πλήρως από τους συμμετέχοντες στην αγορά και γι' αυτό δεν έχουν σύγχρονο αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών.

Οι Norden & Weber (2004) εξέτασαν δεδομένα της περιόδου 2000-2002 προκειμένου να αναλύσουν την ανταπόκριση των αγορών μετοχών και των CDS στις ανακοινώσεις των τριών πιο σημαντικών οίκων αξιολόγησης. Διαπίστωσαν ότι και οι δύο αγορές προσδοκούν όχι μόνο τις υποβαθμίσεις των οίκων αξιολόγησης, αλλά και τις αξιολογήσεις για επικείμενες υποβαθμίσεις, που προέρχονται από τους εν λόγω οίκους. Επίσης κατέληξαν στο ότι οι επισκοπήσεις για υποβάθμιση, οι οποίες προέρχονταν από την Standard & Poor's και την Moody's είχαν το μεγαλύτερο αντίκτυπο και στις δύο αγορές. Τέλος συμπέραναν ότι το μέγεθος της ασυνήθης απόδοσης στις δύο αγορές επηρεάζεται από τις παλαιότερες αξιολογήσεις, προηγούμενα γεγονότα αξιολόγησης και μόνο στην αγορά των CDS από το μέσο όρο αξιολόγησης όλων των οίκων, που αφορά σε ανακοινώσεις προ εκδήλωσης της ασυνήθης απόδοσης. Πιο συγκεκριμένα διαπίστωσαν ότι η αγορά των μετοχών παρουσιάζει σημαντικά αρνητική απόδοση τις ημέρες που ανακοινώνονται κριτικές για υποβάθμιση από την Standard & Poor's και τη Moody's, ενώ οι πραγματικές υποβαθμίσεις δε σχετίζονται με ακανόνιστη συμπεριφορά. Η διαφορά με τα CDS ήταν ότι οι υποβαθμίσεις από τη Moody's επέφεραν επίσης σημαντικές αλλαγές στα spread. Ωστόσο οι ανακοινώσεις της Fitch δε φαίνεται να επιδρούν καθόλου σε καμία από τις δύο αγορές. Οι Micu et al (2004) μελέτησαν κι εκείνοι την αγορά των CDs. Απέδειξαν ότι οι αρνητικές αξιολογήσεις έχουν έναν υψηλά σημαντικό αντίκτυπο στα πιστωτικά spreads. Μάλιστα ο αντίκτυπος είναι σημαντικός ακόμα κι όταν οι

αξιολογήσεις αναμένονται από μια νωρίτερα διεύρυνση των spreads των CDs. Επιπλέον βρήκαν ότι δύο αξιολογήσεις ίσως είναι περισσότερο πληροφοριακές από ότι μία, αφού τόσο η πρώτη όσο και η δεύτερη αξιολόγηση φαίνεται να περιέχουν πληροφορίες που σχετίζονται με τις τιμές. Το τελευταίο συμπέρασμα ασπάζονται και οι Cantor et al (1997), οι οποίοι διαπιστώνουν πως στην περίπτωση δύο αξιολογήσεων και οι δύο επηρεάζουν τα spreads των εταιρικών ομολόγων.

#### 7.4.2 Εμπειρική διερεύνηση

Στο παρόν τμήμα τις εργασίας διεξήχθη προσπάθεια εύρεσης συσχέτισης ανάμεσα στις ανακοινώσεις των οίκων αξιολόγησης για την οικονομική πορεία της ελληνικής οικονομίας και των spreads του δεκαετούς Ελληνικού ομολόγου. Λόγω έλλειψης προσβασιμότητας σε στοιχεία των οίκων αξιολόγησης η έρευνά μας επικεντρώθηκε στην επίδραση των ανακοινώσεων του οίκου αξιολόγησης Moody's στα spreads του δεκαετούς Ελληνικού ομολόγου .

Τα στοιχεία αντλήθηκαν από την επίσημη ηλεκτρονική σελίδα του οίκου αξιολόγησης Moody's, ενώ τα Spreads από την επίσημη ηλεκτρονική σελίδα του Bloomberg. Οι παρατηρήσεις αφορούσαν σε τριάντα ανακοινώσεις της Moody's (αξιολογήσεις, σχόλια, γνώμες, επισκοπήσεις), τις οποίες ο οίκος αξιολόγησης εξέδωσε τη χρονική περίοδο 2009-2014. Πιο συγκεκριμένα σχηματίσαμε μια ψευδομεταβλητή, η οποία λάμβανε τις τιμές 0 όταν η κριτική του Moody's ήταν αρνητική και 1 όταν ήταν θετική. Αυτή η μεταβλητή αποτέλεσε την εξαρτημένη μεταβλητή Y στο οικονομετρικό μας μοντέλο, ενώ ως ανεξάρτητη μεταβλητή X ορίσαμε την μεταβολή του Spreads στις επόμενες τρεις ημέρες.

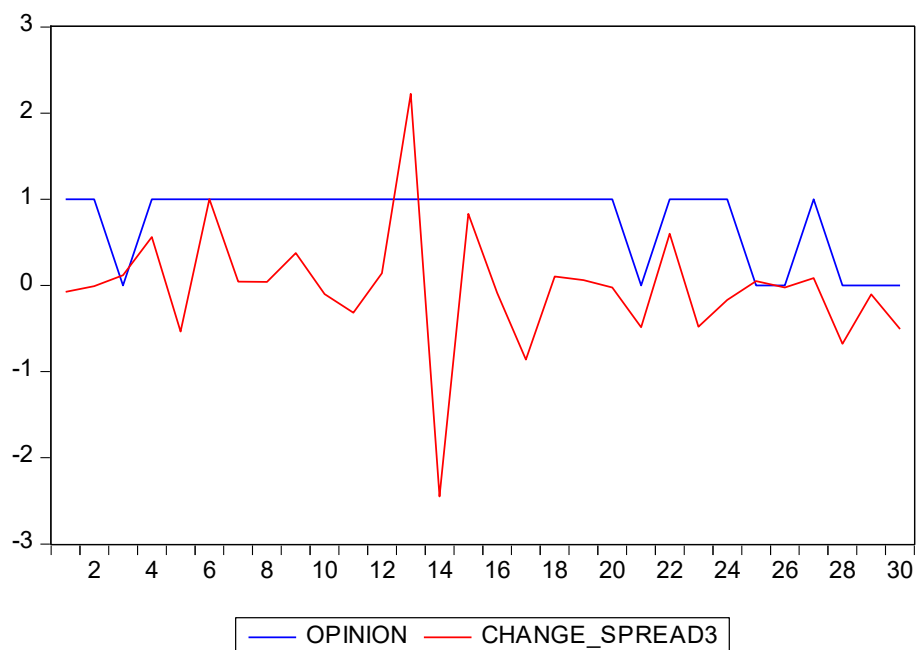
Έτσι το οικονομετρικό μοντέλο που εξετάστηκε είχε την παρακάτω μορφή:

$$\text{OPINION}_i = a + b \cdot \text{CHANGE\_SPREAD}_i + e_i$$

Όπου OPINION : η γνώμη του οίκου αξιολόγησης Moody's

CHANGE\_SPREAD : η μεταβολή του δεκαετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου

Το παρακάτω διάγραμμα απεικονίζει την πορεία των μεταβλητών κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου.



Διαγραμμα 7.4.1

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειώσουμε ότι οι μεταβλητές μας δεν εμφανίζουν κοινή πορεία που είναι ένα πρώτο σημάδι ότι οι μεταβλητές μας δεν εμφανίζουν κάποια συσχέτιση.

#### **Περιγραφικά μέτρα- συσχετίσεις υπόδειγμα (1)**

Οι παρακάτω πίνακες παρουσιάζουν τα βασικότερα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία, τόσο των ανακοινώσεων του Moody's για τα δεδομένα στην ελληνική οικονομία όσο και της μεταβολής των spreads του δεκαετούς ομολόγου του Δημοσίου ανά τρεις ημέρες:

Date: 07/01/14  
 Time: 22:25  
 Sample: 30

	OPINION	CHANGE_SPREAD3
Mean	0.766667	-0.021833
Median	1.000000	-0.016000
Maximum	1.000000	2.225000
Minimum	0.000000	-2.449000
Std. Dev.	0.430183	0.739910
Skewness	-1.260977	-0.181526
Kurtosis	2.590062	7.499397
Jarque-Bera Probability	8.160372 0.016904	25.47047 0.000003
Sum	23.00000	-0.655000
Sum Sq. Dev.	5.366667	15.87653
Observations	30	30

Πίνακας 7.4.1

Στη συνέχεια έγινε προσπάθεια να υπολογιστεί η συσχέτιση της σειράς  $X_t$  και των σειρών  $X_{t-1}, X_{t-2}, \dots$  δηλαδή η συσχέτιση των τρεχουσών τιμών της σειράς με τις παρελθούσες τιμές της, όπως άλλωστε απαιτεί ο ορισμός της προβλεψιμότητας.

Αυτού του είδους οι συντελεστές συσχέτισεως ονομάζονται Συντελεστές αυτοσυσχέτισης και συμβολίζουμε

$$\rho_1 = \rho(X_t, X_{t-1})$$

$$\rho_2 = \rho(X_t, X_{t-2})$$

$$\rho_3 = \rho(X_t, X_{t-3})$$

κλπ.

Η στήλη autocorrelation μας δίνει τους συντελεστές  $\rho_1, \rho_2, \rho_3, \dots$ . Για τους οποίους ενδιαφερόμαστε. Η στήλη μπροστά από την AC με τους αριθμούς 1, 2, 3, 4 μας δίνει τη χρονική υστέρηση για την οποία υπολογίζεται ο συντελεστής αυτοσυσχέτισης. Η στήλη AC μας δίνει την τιμή του συντελεστή αυτοσυσχέτισης. Τέλος η στήλη Q-stat είναι μια στατιστική η οποία αποτελείται ουσιαστικά από το συσσωρευτικό άθροισμα των  $\rho_i^2$  και στην επόμενη στήλη το “prob” που εξετάζει την στατιστική σημαντικότητα για να δούμε κατά πόσο οι συντελεστές αυτοσυσχέτισης διαφέρουν από το μηδέν.

Date: 07/01/14 Time: 22:37

Sample: 1 30

Included observations: 30

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
.  **	.  **	1	0.288	0.288	2.7456	0.098
.  *	.  .	2	0.135	0.057	3.3703	0.185
.  *	.  *	3	0.212	0.174	4.9653	0.174
.  ***	.  **	4	0.388	0.317	10.524	0.032
.  **	.  .	5	0.235	0.062	12.644	0.027
.  *	. **	6	-0.104	-0.286	13.080	0.042
.  .	.  .	7	0.072	0.041	13.295	0.065
.  .	.  *	8	0.062	-0.112	13.461	0.097
.  .	.  .	9	0.052	0.005	13.583	0.138
.  *	.  .	10	-0.101	-0.011	14.077	0.170
.  *	.  .	11	-0.112	-0.060	14.706	0.196
.  *	.  *	12	-0.122	-0.166	15.496	0.215
.  *	.  .	13	-0.132	-0.043	16.479	0.224
.  *	.  .	14	-0.142	-0.058	17.689	0.221
.  *	.  .	15	-0.152	0.021	19.171	0.206
.  *	.  .	16	-0.162	-0.025	20.978	0.179

Πίνακας 7.4.2

Date: 07/01/14 Time: 22:38

Sample: 1 30

Included observations: 30

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
****	****	1	-0.532	-0.532	9.3558	0.002
.  .	. **	2	0.065	-0.303	9.5004	0.009
.  *	.  *	3	0.203	0.134	10.970	0.012
.  *	.  **	4	-0.067	0.235	11.136	0.025
.  *	.  .	5	-0.076	0.028	11.359	0.045
.  .	.  *	6	0.045	-0.132	11.439	0.076
.  **	.  **	7	0.267	0.330	14.407	0.044
***	.  *	8	-0.451	-0.140	23.288	0.003
.  ***	.  .	9	0.373	0.049	29.647	0.001
.  *	.  *	10	-0.135	-0.096	30.526	0.001
.  .	.  .	11	-0.055	-0.014	30.678	0.001
.  .	.  .	12	0.043	-0.062	30.776	0.002
.  .	.  *	13	-0.028	-0.124	30.822	0.004
.  *	.  *	14	0.093	0.090	31.341	0.005
.  *	.  *	15	-0.134	0.156	32.497	0.006
.  *	.  *	16	0.111	-0.096	33.349	0.007

Πίνακας 7.4.3

Όπως παρατηρούμε από τους παραπάνω πίνακες τα (prob) της μεταβλητής OPINION<sub>i</sub> είναι μεγαλύτερο του 0,05. Αυτό σημαίνει ότι οι μεταβλητή μας δεν είναι στατιστικά σημαντική, οπότε δεν είναι δυνατόν να υπάρχουν γραμμικά μοντέλα με τα οποία οι σειρές να είναι προβλέψιμες. Αντιθέτως η μεταβλητή CHANGE\_SPREAD<sub>i</sub> έχει (prob) μικρότερο του 0,05, ως εκ τούτου η μεταβλητή μας είναι στατιστικά σημαντική, οπότε είναι δυνατόν να υπάρχουν γραμμικά μοντέλα με τα οποία οι σειρές να είναι προβλέψιμες.

### **Εκτίμηση υποδείγματος (1)**

Εκτελώντας πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση, τα αποτελέσματα που προέκυψαν είναι τα εξής:

Dependent Variable: CHANGE_SPREAD3				
Method: Least Squares				
Date: 06/10/15 Time: 06:50				
Sample: 1 30				
Included observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.232429	0.280957	-0.827275	0.4151
OPINION	0.274689	0.320875	0.856063	0.3992
R-squared	0.025505	Mean dependent var		-0.021833
Adjusted R-squared	-0.009298	S.D. dependent var		0.739910
S.E. of regression	0.743342	Akaike info criterion		2.309019
Sum squared resid	15.47160	Schwarz criterion		2.402432
Log likelihood	-32.63528	Hannan-Quinn criter.		2.338903
F-statistic	0.732844	Durbin-Watson stat		3.072812
Prob(F-statistic)	0.399230			

Πίνακας 7.4.4

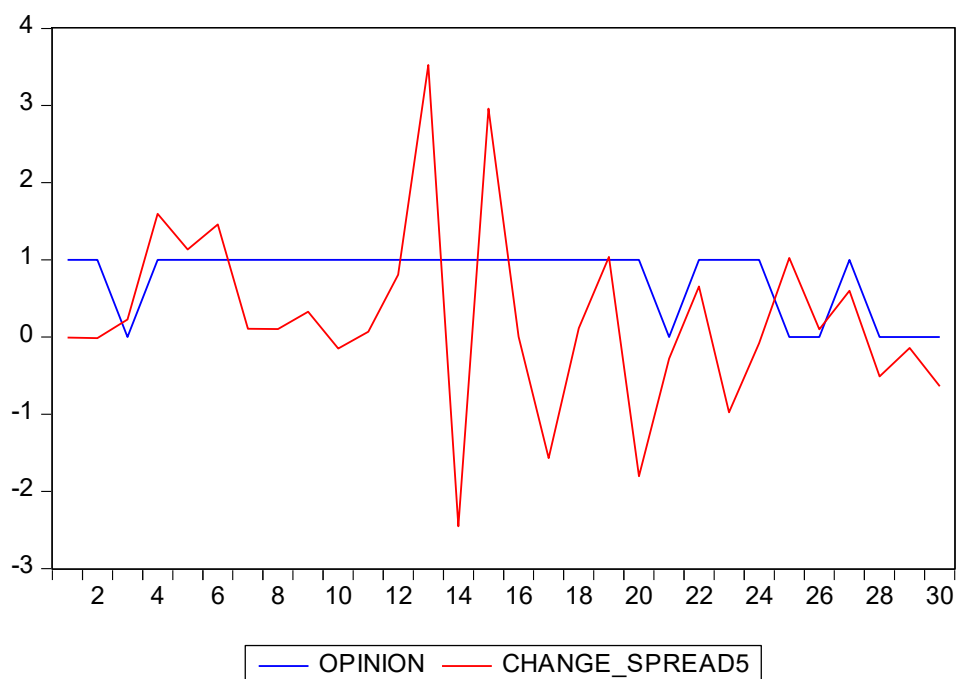
Παρατηρούμε ότι το  $R^2$  είναι 2,5%, πράγμα που μεταφράζεται ως ιδιαίτερα χαμηλό ποσοστό ερμηνείας, με αποτέλεσμα να θεωρούμε εξαιρετικά αδύναμη την παλινδρόμηση. Επιπλέον το (prob) της μεταβλητής είναι μεγαλύτερο του 0,05, οπότε θεωρείται στατιστικά ασήμαντη η μεταβλητή. Ουσιαστικά δεν μπορούμε να

καταλήξουμε σε κάποιο συμπέρασμα εκτός του ότι οι ανακοινώσεις του οίκου αξιολόγησης Moody's δεν επηρεάζουν καθόλου τα Ελληνικά Spreads μέσα στις επόμενες τρεις ημέρες.

Επειδή όμως δεν παρατηρούμε καμία ύπαρξη σχέσης ανάμεσα στις ανακοινώσεις του οίκου αξιολόγησης Moody's και του Ελληνικού Spread του δεκαετούς ομολόγου, προχωρήσαμε στην εξέταση των ανακοινώσεων του οίκου αξιολόγησης και της πενταήμερης μεταβολής του Spread. Ακολουθήσαμε την ίδια μεθοδολογία.

### **Περιγραφικά μέτρα- συσχετίσεις υπόδειγμα (2)**

Το παρακάτω διάγραμμα απεικονίζει την πορεία των μεταβλητών κατά τη διάρκεια της υπό εξέτασης περιόδου.



Διαγραμμα 7.4.2

Αντίστοιχα και σε αυτό το υπόδειγμα παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές μας δεν εμφανίζουν κοινή πορεία, ενδεικτικό γεγονός του ότι οι μεταβλητές μας δεν εμφανίζουν κάποια συσχέτιση.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα βασικότερα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία, τόσο των ανακοινώσεων του Moody's για τα δεδομένα στην ελληνική οικονομία όσο και της μεταβολής των spreads του δεκαετούς ομολόγου του Δημοσίου ανά πέντε ημέρες:

	OPINION	CHANGE_SPREAD5
Mean	0.766667	0.240867
Median	1.000000	0.100500
Maximum	1.000000	3.527000
Minimum	0.000000	-2.454000
Std. Dev.	0.430183	1.213539
Skewness	-1.260977	0.482198
Kurtosis	2.590062	4.322661
Jarque-Bera Probability	8.160372 0.016904	3.349365 0.187368
Sum	23.00000	7.226000
Sum Sq. Dev.	5.366667	42.70765
Observations	30	30

Πίνακας 7.4.5

### *Εκτίμηση υποδείγματος (2)*

Εκτελώντας πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση, τα αποτελέσματα που προέκυψαν είναι τα εξής:

Dependent Variable: CHANGE_SPREAD5				
Method: Least Squares				
Date: 06/09/15 Time: 21:47				
Sample: 1 30				
Included observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.031571	0.463075	-0.068178	0.9461
OPTION	0.355354	0.528869	0.671913	0.5071
R-squared	0.015868	Mean dependent var		0.240867
Adjusted R-squared	-0.019280	S.D. dependent var		1.213539
S.E. of regression	1.225182	Akaike info criterion		3.308396
Sum squared resid	42.02997	Schwarz criterion		3.401809
Log likelihood	-47.62594	Hannan-Quinn criter.		3.338280
F-statistic	0.451467	Durbin-Watson stat		2.645463
Prob(F-statistic)	0.507146			

Πίνακας 7.4.6



Το  $R^2$  είναι 1,58% στο δεύτερο υπόδειγμα. Και σε αυτή την περίπτωση αποτελεί ιδιαίτερα χαμηλό ποσοστό ερμηνείας, με αποτέλεσμα να θεωρούμε ότι είναι ιδιαίτερα αδύναμη η παλινδρόμηση. Επιπροσθέτως το (prob) της μεταβλητής είναι μεγαλύτερο του 0,05, οπότε θεωρείται στατιστικά ασήμαντη η μεταβλητή. Ουσιαστικά δε μπορούμε να καταλήξουμε σε κάποιο συμπέρασμα εκτός του ότι οι ανακοινώσεις του οίκου αξιολόγησης Moody's δεν επηρεάζουν καθόλου τα Ελληνικά Spreads μέσα στις επόμενες πέντε ημέρες.

Τέλος πρέπει να σημειωθεί ότι το ποσοστό του  $R^2$  μειώνεται σε σχέση με το πρώτο υπόδειγμα. Κατ' επέκταση δεν έχει νόημα να αυξήσουμε τις ημέρες της μεταβλητής επειδή θα πάρουμε ένα μικρότερο  $R^2$ .

### 7.4.3 Συμπεράσματα

Βάσει των αποτελεσμάτων μας συμπεραίνουμε ότι οι ανακοινώσεις του οίκου αξιολόγησης Moody's περί των ελληνικών οικονομικών δεδομένων δεν επηρεάζουν άμεσα τις τιμές των spreads του ελληνικού ομολόγου του Δημοσίου. Τα συμπεράσματά μας συμφωνούν με τη μελέτη των Steiner & Heinke (2001), οι οποίοι διαπίστωσαν ότι η διεθνής αγορά ομολόγων παρουσιάζει σημαντικές μεταβολές τιμών μέχρι και 100 ημέρες προ των αξιολογήσεων των οίκων αξιολογήσεων. Οι ίδιοι είχαν καταλήξει στο ότι οι τιμές αντιδρούν στην πραγματική ανακοίνωση των υποβαθμίσεων και τις αρνητικές επισκοπήσεις χωρίς όμως να αντιδρούν στις αναβαθμίσεις και τις θετικές επισκοπήσεις. Οι Hetttenhouse & Sartoris (1976) και ο Weinstein (1977) συμπέραναν ότι τα εταιρικά ομόλογα αντιδρούν σε άλλες πληροφορίες που προηγούνται των ανακοινώσεων των οίκων αξιολογήσεων. Οι Pinches & Singleton (1978) αναφέρουν ότι οι πληροφορίες των αλλαγών που προέρχονται από οίκους αξιολόγησης επιδρούν σε αμελητέο βαθμό στα εταιρικά ομόλογα. Οι Hand & al. (1992) παραθέτουν ότι οι υποβαθμίσεις που αφορούν σε μετοχές αναμένονται από συμμετέχοντες στην αγορά και άρα δεν έχουν σύγχρονο αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών. Πλήθος άλλων μελετών ανακαλύπτουν ότι οι αγορές ομολόγων, μετοχών και CDS αντιδρούν στις ανακοινώσεις των οίκων αξιολογήσεων μόνο όσον αφορά σε υποβαθμίσεις ή άλλες αρνητικές ανακοινώσεις, ενώ κάτι τέτοιο δε φαίνεται να συμβαίνει όταν οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης είναι αρνητικές. Από την εμπειρική έρευνα που διεξήχθη στο παρόν κεφάλαιο

φαίνεται ότι η εμφάνιση της τελευταίας κρίσης πράγματι επηρέασε τη γνώμη των επενδυτών για τους οίκους αξιολόγησης, οι οποίοι πλέον θεωρούνται αναξιόπιστοι. Οι οίκοι αξιολόγησης είναι αναγκασμένοι να αποδείξουν το αντίθετο και να κερδίσουν και πάλι την εμπιστοσύνη των επενδυτών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

### Ο Άνθρωπος πίσω από την Κρίση

Πολλοί μίλησαν για κρίση αξιών με αφορμή την παρούσα κρίση. Ιδιαίτερα λόγος μάλιστα έγινε για την Ελλάδα. Είναι γεγονός ότι η παγκόσμια κοινή γνώμη θεωρεί ότι στην Ελλάδα κυριαρχούσε η διαφθορά, η διαπλοκή, η αναξιοκρατία και άλλα τέτοια χαρακτηριστικά. Σε αυτά τα χαρακτηριστικά αποδίδεται η κρίση στον ελληνικό χώρο. Τα ερωτήματα, που τίθενται όμως, είναι το πόσο εύκολο είναι να αλλάξει η ιδιοσυγκρασία και κουλτούρα μίας ολόκληρης χώρας, καθώς και το ποιοι είναι οι παράμετροι που θα μπορούσαν να αλλάξουν ώστε να επέλθουν αυτές οι επιθυμητές αλλαγές. Για παράδειγμα, ο Schüller (2000) θεωρεί ότι οι πολιτικές αρχές έχουν την ικανότητα να διαπλάσουν την οικονομική ιδιοσυγκρασία των πολιτών αλλάζοντας την οικονομική τάξη πραγμάτων. Ο Eucken (1939) πιστεύει ότι υφίσταται απόσταση μεταξύ θετών και πραγματικών οικονομικών τάξεων πραγμάτων. Ο οικονομικός άνθρωπος σε παλαιότερες οικονομίες λειτουργούσε με μια κακοφυή επαγγελματική ηθική. Αυτή η συμπεριφορά ήταν ανάλογη της μη ολοκληρωμένης ακόμη κοινωνικής του θέσης (Status). Σύμφωνα με τον Ρουσόπουλο (2011) η κρίση των αξιών στον ελληνικό χώρο είναι συνέπεια των οικονομικών γεγονότων, που συντελέστηκαν τις τελευταίες δεκαετίες. Επίσης, θεωρεί ότι με αφορμή την τρέχουσα οικονομική κρίση οι πολιτικές αρχές έχουν τη δυνατότητα - αν το επιθυμούν - να μειώσουν τη διαφθορά και τη διαπλοκή έως ένα βαθμό. Αναφέρει ότι η οικονομική ιδιοσυγκρασία ενός έθνους δεν εξαρτάται αποκλειστικά από το θεσμικό πλαίσιο, που εδραιώνεται από την πολιτική εξουσία, αλλά και από το επίπεδο της οικονομικής ανάπτυξης. Η κουλτούρα βάση του ίδιου μεταβάλλεται τελευταία. Ωστόσο, αν το πελατειακό σύστημα, που λειτουργεί απρόσκοπτα και σε τεράστιο βαθμό στην Ελλάδα από τότε που δημιουργήθηκε το Ανεξάρτητο Ελληνικό κράτος, δεν περιοριστεί τότε η πολιτική βούληση που απαιτείται βάσει του Ρουσόπουλου δεν θα μπορέσει να γεννηθεί.

Παράλληλα, δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι πίσω από μακροοικονομικά μεγέθη, όπως αυτά του επιπέδου του χρέους, των ελλειμμάτων και άλλων παραμέτρων, υπάρχουν άνθρωποι που βιώνουν με άσχημο τρόπο τις συνέπειες της οικονομικής κρίσης. Τα στοιχεία για την Ελλάδα είναι ιδιαιτέρως θλιβερά. Βάσει δεδομένων της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής το 2008, λίγο δηλαδή πριν αρχίσουν οι συνέπειες της κρίσης να γίνονται έντονες, η ανεργία στην Ελλάδα βρισκόταν στο 7,8%. Βαθμιαία το ποσοστό αυτό έφθασε το 2013 να αγγίξει το 27,5%. Η ηλικιακή ομάδα που φαίνεται να

επηρεάστηκε περισσότερο είναι η 15 έως 29 ετών. Τα ποσοστά ανεργίας σε αυτή την ομάδα ήταν, κατά τη διάρκεια της χρονικής περιόδου 2011-2014, περίπου διπλάσια από αυτά της ομάδας 30 έως 44 ετών, και περίπου τριπλάσια από αυτά της ομάδας 45 έως 64 ετών. Έτσι το τρίτο τρίμηνο του 2014 η ανεργία στους νέους ηλικίας 15 έως 29 βρέθηκε στο 43,2%. Αυτό είναι ίσως και μια ένδειξη ότι οι εργοδότες στην Ελλάδα εξακολουθούν να μην εμπιστεύονται το εκπαιδευτικό σύστημα της χώρας, ενώ προτιμούν την εμπειρία ως κριτήριο για την πρόσληψη προσωπικού. Ένας άλλος δείκτης, που αποτυπώνει τη ζοφερή εικόνα της ανεργίας στην Ελλάδα, είναι το ποσοστό της μακροχρόνιας ανεργίας. Το ποσοστό κυμάνθηκε στο 16,2% για τους άνδρες το 2013 και 21,4% για τις γυναίκες, ενώ το τρίτο τρίμηνο του 2014 τα ποσοστά ήταν 17% και 22,1% αντίστοιχα. Τα μεγέθη δείχνουν ακόμα πιο απαισιόδοξα όταν συγκρίνονται με αυτά άλλων κρατών μελών. Χαρακτηριστικό είναι ότι το 2013 η μόνη χώρα που συναγωνιζόταν την Ελλάδα στο επίπεδο ανεργίας ήταν η Ισπανία με ποσοστό ανεργίας στο 26,1%, ενώ όλες οι υπόλοιπες οικονομίες αντιμετώπισαν ανεργία, που κυμάνθηκε από 5,3% (περίπτωση Γερμανίας) έως 17,2% (περίπτωση Κροατίας). Ένα άλλο ενδιαφέρον ζήτημα, που εξετάζει η Ελληνική Στατιστική Αρχή είναι η ανισοκατανομή εισοδήματος. Υπολογίζοντας το Συντελεστή Gini<sup>34</sup>, ο δείκτης στην Ελλάδα κυμάνθηκε σε σταθερά επίπεδα από το 2003 έως το 2013 σε ποσοστά 32,9% (2010) έως 34,7% (2013).

## Προτάσεις εξόδου από την κρίση

Πολλά έχουν ειπωθεί για τον αποτελεσματικότερο τρόπο με τον οποίο η Ευρωπαϊκή Ένωση θα μπορούσε να πραγματοποιήσει την έξοδό της από την τρέχουσα οικονομική κρίση. Ενδεικτικά αναφέρονται παρακάτω και εν συντομία τα βασικότερα σενάρια, που έχουν διατυπωθεί.

### *Πρόταση Brugel*

Το βελγικό ινστιτούτο Brugel διατύπωσε το Φεβρουάριο του 2011 την πρότασή του υπογεγραμμένη από τους Zsolt Darvas, Jean Pisani-Ferry και André Sapir. Η

---

<sup>34</sup> Δείκτης άνισης κατανομής του εισοδήματος (συντελεστής Gini) = ο λόγος των αθροιστικών μεριδίων του πληθυσμού, κατανεμημένου ανάλογα με το ύψος του εισοδήματος, προς το αθροιστικό μερίδιο του συνολικού ποσού που λαμβάνουν. Η τιμή του κυμαίνεται από 0% (πλήρης ισότητα) έως 100% (πλήρης εισοδηματική ανισότητα).

πρότασή τους κινείται γύρω από την τριπλή φύση της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη. (Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, <http://www.ineobservatory.gr/userfiles/file/parathrhthrio-krisis-8.pdf>)

Ο ένας άξονας αφορά την εξυγίανση του χρηματοπιστωτικού πλαισίου της Ευρωζώνης. Προτείνουν τη διεξαγωγή αυστηρότερων και πιο αξιόπιστων «stress tests», τα οποία θα πραγματοποιούνται με τη συνδρομή του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου προκειμένου να εξασφαλίζεται η εγκυρότητά τους.

Όσον αφορά στην περίπτωση του ελληνικού χρέους αναφέρουν ότι ακόμα και αν η Ελλάδα υλοποιήσει αποτελεσματικά το τρίπτυχο αναδιάρθρωσης – συμπίεση επιτοκίου δανεισμού από την Ευρωπαϊκή Ένωση στο 3,5%, παράταση χρόνου αποπληρωμής, επαναγορά ομολόγων που διακρατά η Ε.Κ.Τ. από την Ευρωζώνη (EFSF) – δε θα μπορέσει να εξοφλήσει το χρέος της. Αυτό που πιστεύουν είναι ότι το δημόσιο χρέος της θα πρέπει να αναδιρθωθεί, ήτοι κούρεμα του εμπορεύσιμου χρέους περίπου κατά 30% προκειμένου να καταστεί βιώσιμο. Το ακριβές ποσοστό θα πρέπει βέβαια να εγκριθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την Ε.Κ.Τ. και το Δ.Ν.Τ.

Η τρίτη πτυχή του σχεδίου Brugel έχει να κάνει με την οικονομική μεγέθυνση των κρατών της ευρωπαϊκής περιφέρειας. Το σχέδιο θεωρεί ότι αυτό θα επιτευχθεί με τη περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, αλλαγές για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και αποτελεσματικότερη χρησιμοποίηση των διαθέσιμων των διαρθρωτικών ταμείων.

### *Σχέδιο Buiter*

Αυτό το σχέδιο διατυπώθηκε αρχές του 2011 από την ομάδα οικονομολόγων της Citigroup Willem Buiter, ενώ συνυπογράφηκε από τους Ebrahim Rahbari, Jürgen Michels και Giada Giani. Σύμφωνα με αυτούς το σχέδιο εξόδου θα πρέπει να εξυπηρετεί τρία βασικά ζητήματα. (Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, <http://www.ineobservatory.gr/userfiles/file/parathrhthrio-krisis-8.pdf>)

Το πρώτο ζήτημα είναι η ύπαρξη μηχανισμού που θα προστατεύει τα οικονομικά αξιόπιστα κράτη με ελλείψεις ρευστότητας από πιθανή αθέτηση πληρωμών λόγω μη πρόσβασής τους στις αγορές. Αυτό πιστεύουν ότι θα γίνει με την οικονομική ισχυροποίηση του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. (EFSF). Η ιδέα είναι ότι το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας θα μετασχηματιστεί σε τράπεζα, που θα μπορεί να εκδίδει ομόλογα. Η προϋπόθεση για

το τελευταίο (ευρωμόλογα ή ευρωδάνεια) είναι να υπάρχει ένα ανώτατο κι αυστηρό όριο και να μην πραγματοποιείται ανεξέλεγκτα.

Το δεύτερο θέμα είναι η θεμελίωση της φερεγγυότητας όλων των κρατών που ανήκουν στην Ε.Ε. , καθώς και των τραπεζικών ιδρυμάτων που θα εξακολουθήσουν να δραστηριοποιούνται. Ο τρόπος που προτείνουν είναι η αναδιάρθρωση του χρέους των προβληματικών και αναξιόπιστων χωρών. Όπως αναφέρουν η Ελλάδα χαρακτηρίζεται από δημοσιονομική αβεβαιότητα και ελάχιστες προοπτικές για μεγέθυνση δίδοντάς της μαζί με την Ιρλανδία τις περισσότερες πιθανότητες αναδιάρθρωση του χρέους.

Μία τρίτη παράμετρος είναι ότι οι πιθανές ζημιές αναποτελεσματικών μέτρων δε θα πρέπει να κρατικοποιούνται. Έτσι τα χρέη και το κεφάλαιο των προβληματικών τραπεζών θα πρέπει να αναδιρθωθούν. Παράλληλα θα πρέπει να εφαρμόζονται ισχυρά «crash tests» στους τραπεζικούς φορείς, που λειτουργούν στην Ευρωζώνη.

### *Σχέδιο Juncer-Tremonti*

Οι Jean-Claude Juncer και Giulio Tremonti παρουσίασαν τη σκέψη τους το Δεκέμβριο του 2010. Εκείνοι είναι υπέρ της έκδοσης ευρωομολόγων από έναν ευρωπαϊκό οργανισμό, ο οποίος θα διαχειρίζεται το χρέος (European Debt Agency). Μάλιστα γίνονται πιο συγκεκριμένοι λέγοντας ότι τα ομόλογα θα πρέπει να εκδίδονται μέχρι το 40% το Α.Ε.Π. της Ε.Ε. και κάθε κράτους-μέλους. Με αυτόν τον τρόπο η αγορά θα μπορέσει θεωρητικά να φθάσει το επίπεδο ρευστότητας της αμερικανικής αγοράς ομολόγων. Προϋπόθεση για να υλοποιηθεί κάτι τέτοιο είναι πρωταρχικά να πραγματοποιηθούν δύο στάδια. Το αρχικό στάδιο είναι η υποστήριξη από τον οργανισμό διαχείρισης μέχρι και του 50% των ομολογιακών εκδόσεων των χωρών-μελών, που έχουν ήδη εκδοθεί και σε εξαιρετικά προβληματικές περιπτώσεις, όπως η Ελλάδα, μέχρι και το 100%. Το δεύτερο στάδιο είναι ο εν λόγω οργανισμός να διατυπώσει πρόταση για μετατροπή μεταξύ των κρατικών ομολόγων και των ευρωομολόγων με συμφέροντες όρους ανταλλαγής για κράτη με δυσκολίες δανεισμού. Με αυτόν τον τρόπο θεωρούν ότι θα αποφευχθούν τυχόν κερδοσκοπίες και ότι θα σταματήσουν οι αδύναμες οικονομίες να εξαρτιούνται από τα ψηλά επίπεδα επιτοκίων των αγορών. Η κυβέρνηση της Γερμανίας δε δέχθηκε την πρόταση. Γεγονός είναι πάντως ότι το εν λόγω σχέδιο βασίζεται γενικότερα στην ύπαρξη μιας ουσιαστικής νομισματικής ένωσης των κρατών μελών της Ε.Ε. Από την άλλη μεριά η εκάστοτε χώρα θα ικανοποιεί τα ευρωομόλογα με άλλο ποσοστό

αντίστοιχα με το επίπεδο του Α.Ε.Π. της, πράγμα που αντιτίθεται στην έννοια μίας απόλυτης οικονομικής και νομισματικής ενοποίησης των χωρών μελών. (Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, <http://www.ineobservatory.gr/userfiles/file/parathrhthrio-krisis-8.pdf>)

### *Πρόταση Gros-Mayer*

Το EFSF κατέχει μόνο 440 δισεκατομμύρια ευρώ, τα οποία προέρχονται από διεθνείς αγορές (ήτοι ιδιώτες) με την εγγύηση του γερμανικού και του γαλλικού κράτους. Παράλληλα, η Γερμανία δεν επιθυμεί να δοθούν καινούριες εγγυήσεις προς το EFSF. Η πρόταση Gros-Mayer είναι η μετατροπή του EFSF σε τράπεζα προκειμένου να έχει τη δυνατότητα να λαμβάνει δάνεια από την Ε.Κ.Τ. αξιοποιώντας ως εχέγγυο το κεφάλαιο που κατέχει. Έτσι θα μπορεί να φέρει το βάρος των τραπεζικών φορέων και των χωρών. (Βαρουφάκης et al., 2011)

### *Πρόταση Geithner*

Σε παρόμοια κατεύθυνση με τους Gros-Mayer, ο Tim Geithner προτείνει το EFSF να μετατραπεί σε ασφαλιστική εταιρία κι όχι τραπεζικό ίδρυμα. Σύμφωνα με τη λογική του, κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης οι επενδυτές διστάζουν να αγοράσουν ομόλογα μίας προβληματικής οικονομίας λόγω πιθανής απώλειας ενός δεδομένου ποσοστού της αξίας των συγκεκριμένων ομολόγων σε περίπτωση που η προβληματική αυτή οικονομία δε μπορούσε να εξοφλήσει τα χρέη της. Βάση της πρότασης του Geithner το EFSF δε θα δανείζει στην προβληματική χώρα, αλλά θα εγγυάται τις ζημίες του αγοραστή των ομολόγων. (Βαρουφάκης et al., 2011)

### *Πρόταση Soros*

Ο George Soros θεωρεί ότι EFSF θα πρέπει να εμπλέκεται μόνο στην ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζικών ιδρυμάτων. Όσον αφορά στο δημόσιο χρέος πιστεύει ότι θα πρέπει να ιδρυθεί μηχανισμός, ο οποίος θα δίνει τη δυνατότητα στα κράτη μέλη να προσφέρουν ομόλογα πολύ βραχείας διάρκειας με μικρά επιτόκια, τα οποία θα επιδοτούνται από την Ε.Κ.Τ. μέχρι η Ευρωζώνη να μπορέσει να αλλάξει τη Συνθήκη της Λισαβόνας ούτως ώστε να αλλάξει σε ομοσπονδία. Έτσι θα μπορέσει να ιδρυθεί ομοσπονδιακό υπουργείο οικονομικών, το οποίο θα εκδίδει ευρωομόλογα εγγυημένα από όλες τις χώρες μαζί. (Βαρουφάκης et al., 2011)

### *Πρόταση Euronomics Group*

Το 2011 το Euronomics Group (Brunnermeier et al., 2011) πρότεινε μία τελείως διαφορετική ιδέα από όσες έχουν αναφερθεί παραπάνω. Η ιδέα αφορά στην προσφορά νέων δομημένων ομολόγων (CDO) με πρώτη ύλη τα κρατικά ομόλογα των κρατών-μελών της Ε.Ε., όπως επίσης και νέων δανείων ιδιωτών, που επιθυμούν να λάβουν μέρος στη δημιουργία καινούριων δομημένων ομολόγων σε συντονισμό πλέον με την Ε.Κ.Τ. και την Ευρωζώνη. Η Ε.Κ.Τ. θα δέχεται τα δομημένα ομόλογα ως εγγύηση από αυτόν που θα της τα προσφέρει για να της ζητήσει δάνειο, ακόμα κι αν αυτός είναι μια τράπεζα ή μία χώρα μέλος υπό πτώχευση. Κάτι τέτοιο ωστόσο ελλοχεύει τους ευνόητους κινδύνους. (Βαρουφάκης et al., 2011)

### *Απόψεις των Φεντεραλιστών*

Οι φεντεραλιστές πιστεύουν ότι η μόνη λύση για να αποφευχθεί η διάλυση του ευρώ είναι η ουσιαστική ομοσπονδοποίηση της ευρωζώνης. Θεωρούν ότι είναι άκρως σημαντικό «οι ηγέτες του σκληρού πυρήνα να ταχθούν έστω και στα λόγια, υπέρ της ομοσπονδίας, για να αποκτήσει εν μέσω κρίσης η ευρωζώνη, επιτέλους, ένα όραμα». Αυτό που αφήνει όμως αδιευκρίνιστο είναι το τι θα συμβεί κατά το χρονικό διάστημα μέχρι την ολοκλήρωση της ομοσπονδοποίησης. Αυτό ίσως καλύπτεται από την πρόταση Soros, που αναφέρθηκε προηγουμένως. (Βαρουφάκης et al., 2011)

### *Σχέδιο EURECA*

Το σχέδιο EURECA παρουσιάστηκε τέλη Σεπτεμβρίου του 2011 από την εταιρία συμβούλων Roland Berger. Το σχέδιο συστήνει την παράδοση των περιουσιακών στοιχείων του ελληνικού δημοσίου σε εταιρία που θα ελέγχεται από ευρωπαϊκό οργανισμό προκειμένου να αυτά να ιδιωτικοποιηθούν. Μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων συγκαταλέγονται λιμάνια, τράπεζες, αεροδρόμια, ακίνητα κ.α. με τη διαδικασία να ολοκληρώνεται το 2025. Με αυτόν τον τρόπο το σχέδιο υπολογίζει ότι η Ελλάδα θα βγει στις αγορές, ενώ ταυτόχρονα δε θα προσβάλλεται από κερδοσκόπους. Το σχέδιο έχει δεχθεί σκληρή κριτική και για τη δημιουργία του σχεδίου εργάστηκαν μεταξύ άλλων και κοντινοί συνεργάτες της καγκελαρίου Μέρκελ. (Βαρουφάκης et al., 2011)



### *Η «μετριοπαθής πρόταση»*

Την πρόταση διατύπωσε η Ερευνητική Μονάδα Οικονομικής κρίσης με κύριους εμπνευστές της το Γιάννη Βαρουφάκη και τον Stuart Holland (2011). Οι βασικές γραμμές της πρότασης αυτής είναι τρεις. (Βαρουφάκης et al., 2011)

Η πρώτη γραμμή αφορά στο Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF). Εκείνο θα πρέπει να εξελιχθεί σε πανευρωπαϊκό οργανισμό επιτήρησης και ανακεφαλαιοποίησης. Έτσι δε θα προσφέρει δανεισμό σε κράτη υπό πτώχευση. Θα πάψει να υφίσταται το σύστημα κρατικής εποπτείας των τραπεζών και στα τραπεζικά ιδρύματα θα επιβληθεί να αποδεχθούν την ανακεφαλαιοποίηση, ούτως ώστε να εξυγιαστούν.

Μία δεύτερη παράμετρος είναι ο ρόλος της Ε.Κ.Τ.. Σύμφωνα με τη «μετριοπαθή πρόταση» η ίδια θα πρέπει να επιληφθεί της ευθύνης να αποπληρωθεί το επιτρεπόμενο σύμφωνα με Μάαστριχτ μέρος του χρέους κάθε χώρας μέλους. Παράλληλα, θα πρέπει να εκδίδει ευρωομόλογα, που θα εξοφλούνται σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα σε χαμηλά επιτόκια από τα κράτη μέλη.

Το τρίτο σημείο έχει να κάνει με την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων. Η τελευταία θα πρέπει να ενεργοποιηθεί υπό το σχήμα ενός καινούριου «New Deal» για τον Ευρωπαϊκό χώρο. Το μέρος της κρατικής χρηματοδότησης θα μπορεί να ικανοποιείται από επιπρόσθετες εκδόσεις ευρωομολόγων, που θα εξοφλούνται σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

### Συμπεράσματα

Κατά πόσο οι γνωστές θεωρίες Ευρωπαϊκής Ολοκλήρωσης υλοποιούνται και κατά πόσο είναι καλό να υλοποιούνται; Καταρχάς η θεωρία του λειτουργισμού δεν ικανοποιεί σε κανένα μέτρο το στόχο ύπαρξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Πιθανόν αυτή είναι και η αιτία για την οποία και δεν εδραιώθηκε, καθώς η Ε.Ε. δεν είναι ένας θεσμός ο οποίος επιχειρεί να διευθετήσει ένα και μοναδικό ζήτημα. Ταυτόχρονα η θεωρία συναλλαγών είναι προς το παρόν ανέφικτο να εφαρμοστεί, αφού απαιτεί ομογενοποίηση των αξιών, των πολιτικών συστημάτων και της νοοτροπίας σε κύρια ζητήματα και εν συντομία τη μείωση του εθνικιστικού αισθήματος. Ο νεολειτουργισμός, ο οποίος διαθέτει αρκετούς υποστηρικτές, ενώ άρχισε να εφαρμόζεται, παρόλα αυτά η κοινή πολιτική για τις διαφορές στους μισθούς και η κατάργηση των καρτέλ δεν υλοποιήθηκαν ποτέ. Κάποια άλλα κύρια προαπαιτούμενα του νεολειτουργισμού είναι η κοινή δημοσιονομική πολιτική, η κοινή εξωτερική πολιτική και ο κοινός στρατός. Το πρώτο σύμφωνα με τη δική μου άποψη είναι ανέφικτο να εφαρμοστεί, αν πρώτα δεν συγκλίνουν σε έναν ικανοποιητικό μέτρο οι οικονομίες των μελών της Ε.Ε.. Για μια υφιστάμενη κοινή προς τα έξω εξωτερική πολιτική απαιτεί τα κοινά κάθε φορά συμφέροντα ως προς τους εξωτερικούς παράγοντες. Όταν λόγου χάρη ξεκινήσει ο πόλεμος για τα πετρέλαια της Ανταρκτικής, τότε μια εξωτερική πολιτική προϋποθέτει ότι η Ευρώπη θα πορευτεί ως μία ενιαία οντότητα για την κατοχύρωση των δικαιωμάτων αξιοποίησής του. Το πιο πιθανό ωστόσο σενάριο είναι ότι η εκάστοτε χώρα θα προτιμήσει να κατοχηρώσει ατομικά τα εθνικά της συμφέροντα. Επίσης η αδυναμία ύπαρξης μιας κοινής εξωτερικής πολιτικής αποτρέπει και την ύπαρξη ενός κοινού στρατού, ο οποίος θα διοικείται από ένα κεντρικό φορέα της Ε.Ε. Επομένως αν ο νεολειτουργισμός εφαρμοστεί πρακτικά, αυτό θα γίνει με την πάροδο πολλών ακόμη ετών λειτουργίας της Ε.Ε. Ο ομοσπονδισμός από την άλλη μεριά είναι η καταλληλότερη εκδοχή με την οποία θα μπορούσε η Ε.Ε. να λειτουργήσει. Ένα τέτοιο σύστημα λειτουργίας προφανώς και δεν υφίσταται αφού και η Ε.Ε. ως θεσμός δεν λαμβάνει υπόψη της τις ιδιαιτερότητες κάθε κράτους, και παράλληλα το σύστημα που αντιπροσωπεύει τον ομοσπονδισμό (μια κεντρική εξουσία με σημαντικές και συγκεκριμένες αρμοδιότητες και εθνικές – τοπικές λοιπές εξουσίες) δεν υφίσταται.

Παρόλο που η τρέχουσα οικονομική κρίση εκδηλώθηκε πρόσφατα και παρά τις συνέπειες, που απομένουν να φανερωθούν, μπορούμε να κατανοήσουμε τις κυριότερες συνθήκες που συνείσφεραν σε αυτή την εκδήλωση. Η εύκολη πρόσβαση σε κεφάλαια πίστωσης, που διευκολύνθηκε από την αδιάκοπη δίψα για κερδοσκοπία εκ μέρους χρηματοπιστωτικών και επενδυτικών ιδρυμάτων, είχε ως συνέπεια τη διαμόρφωση της «φούσκας» στην αγορά ακινήτων. Η φούσκα αυτή που συνοδεύτηκε από μία ανάλογη εξέλιξη στον χρηματοπιστωτικό τομέα, είχαν ως αποτέλεσμα την κατάρρευση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο αντίκτυπος στην πραγματική οικονομία ήταν ένα φυσικό επακόλουθο. Η έλλειψη περιορισμών στην δραστηριότητα εταιρειών, όπως η Lehman Brothers, λόγω απουσίας θεσμικών κανόνων στην αγορά και ο ανεπαρκής έλεγχος, ήταν ο ακρογωνιαίος λίθος της κατάρρευσης της αγοράς. Μετά και από τη σύγκριση της παρούσας κρίσης με αυτήν του '29, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η εδραίωση κανόνων στην χρηματοπιστωτική αγορά είναι απαραίτητη. Τελικά όπως δείχνουν τα στοιχεία το οικονομικό σύστημα δεν δύναται να εκκαθαριστεί από μόνο του, καθώς ο παράγοντας ψυχολογία επιδρά σε τεράστιο βαθμό στο πως αυτό θα εξελιχθεί. Ο κρατικός έλεγχος θα πρέπει να είναι αισθητός. Η παγκόσμια οικονομική κοινότητα προσπαθεί αυτή τη στιγμή να ανακάμψει, ενώ τα τελικά αποτελέσματα της κρίσης μένουν ακόμα να εμφανιστούν. Η εμπιστοσύνη επενδυτών και καταναλωτών θα πρέπει να ανακτηθεί προκειμένου οι αγορές να επανέλθουν σε ικανοποιητικά επίπεδα, εγχείρημα που όμως φαίνεται αρκετά δύσκολο.

Βάσει των αποτελεσμάτων μας συμπεραίνουμε ότι οι ανακοινώσεις του οίκου αξιολόγησης Moody's που αφορούν σε ελληνικά οικονομικά στοιχεία δεν επιδρούν απευθείας στις τιμές των spreads του ελληνικού κρατικού ομολόγου. Τα συμπεράσματά μας επιβεβαιώνουν τη μελέτη των Steiner & Heinke (2001), οι οποίοι διαπίστωσαν ότι η διεθνής αγορά ομολόγων παρουσιάζει σημαντικές μεταβολές τιμών μέχρι και 100 ημέρες προ των αξιολογήσεων των οίκων αξιολογήσεων. Οι ίδιοι είχαν καταλήξει στο ότι οι τιμές αντιδρούν στην πραγματική ανακοίνωση των υποβαθμίσεων και τις αρνητικές επισκοπήσεις χωρίς όμως να αντιδρούν στις αναβαθμίσεις και τις θετικές επισκοπήσεις. Οι Hetttenhouse & Sartoris (1976) και ο Weinstein (1977) συμπέραναν ότι τα εταιρικά ομόλογα αντιδρούν σε άλλες πληροφορίες που προηγούνται των ανακοινώσεων των οίκων αξιολογήσεων. Οι Pinches & Singleton (1978) αναφέρουν ότι οι πληροφορίες των αλλαγών που προέρχονται από οίκους αξιολόγησης επιδρούν σε αμελητέο βαθμό στα εταιρικά

ομόλογα. Οι Hand & al. (1992) παραθέτουν ότι οι υποβαθμίσεις που αφορούν σε μετοχές αναμένονται από συμμετέχοντες στην αγορά και άρα δεν έχουν σύγχρονο αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών. Πλήθος άλλων μελετών ανακαλύπτουν ότι οι αγορές ομολόγων, μετοχών και CDS αντιδρούν στις ανακοινώσεις των οίκων αξιολογήσεων μόνο όσον αφορά σε υποβαθμίσεις ή άλλες αρνητικές ανακοινώσεις, ενώ κάτι τέτοιο δε φαίνεται να συμβαίνει όταν οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης είναι αρνητικές. Από την εμπειρική έρευνα που διεξήχθη στο παρόν κεφάλαιο φαίνεται ότι η εμφάνιση της τελευταίας κρίσης πράγματι επηρέασε τη γνώμη των επενδυτών για τους οίκους αξιολόγησης, οι οποίοι πλέον θεωρούνται αναξιόπιστοι. Οι οίκοι αξιολόγησης είναι αναγκασμένοι να αποδείξουν το αντίθετο και να κερδίσουν και πάλι την εμπιστοσύνη των επενδυτών.

Η Ε.Ε. με αφορμή τις χώρες μέλη που βιώνουν οικονομικές δυσκολίες την τρέχουσα περίοδο διαμόρφωσε τις βάσεις για κοινό δημοσιονομικό προσανατολισμό στο χώρο της Ευρωζώνης. Στην ελληνική περίπτωση, η Τρόικα καταλήγει σε κάποια περιέργα συμπεράσματα όσον αφορά την οικονομική πορεία της χώρας. Σε αναφορά της μιλάει για πρόοδο της Ελλάδας αν και παρατηρεί μείωση της εγχώριας ζήτησης. Όμως ο βασικότερος μοχλός κίνησης μιας οικονομίας είναι η ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών, μιας κι εκείνη είναι η οποία θα προκαλέσει την αύξηση της προσφοράς, διαδικασία που θα έχει ως συνέπεια την πραγματική ανάπτυξη της οικονομίας. Ένα πρόβλημα του κλιμακίου της Τρόικας, είναι ότι θεωρεί ως θετικό σύμπτωμα της εξέλιξης της Ελλάδας τη μείωση του εργατικού κόστους. Μάλιστα επιθυμεί την περαιτέρω μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, η οποία σύμφωνα με εκείνο, θα βελτιώσει την ανταγωνιστικότητα. Πώς όμως θα συνεχίσει το καταναλωτικό κοινό να καταναλώνει αγαθά και υπηρεσίες αν δει το μισθό του να μειώνεται υπέρμετρα σε σχέση με τη μείωση της τιμής των αγαθών και των υπηρεσιών; Υφίσταται επομένως ένας κίνδυνος που αφορά στην αναστολή του μηχανισμού ζήτησης – προσφοράς. Ωστόσο η επισήμανση της Τρόικας για ελάττωση των πιο υψηλών μισθών, λειτουργικών και αμυντικών εξόδων είναι σωστή. Ο περιορισμός αυτών των δαπανών οφείλει όμως να είναι τέτοια, ούτως ώστε να διασφαλιστεί η αδιάκοπη λειτουργία του κράτους. Ένα επιπλέον μέτρο, το οποίο αναφέρεται και για το οποίο διατηρώ επιφυλάξεις είναι η αύξηση των φορολογικών συντελεστών, η επιβολή καινούριων φόρων και η ελάττωση των φοροαπαλλαγών. Το έργο του κεντρικού σχεδιαστή σε αυτό το σημείο προϋποθέτει λεπτούς χειρισμούς, επειδή η πιθανότητα μια τέτοια πολιτική να φέρει τα αντίστροφα από τα

προσδοκώμενα αποτελέσματα είναι πολύ μεγάλη και επιβλαβής για την οικονομία του κράτους. Αν ο πολίτης ή μια επιχείρηση υποχρεώνεται να αποδώσει υπερβολικά μεγάλους φόρους, το διαθέσιμο εισόδημα προς κατανάλωση θα περιοριστεί, ενώ την ίδια στιγμή το κίνητρο φοροδιαφυγής θα είναι μεγάλο τόσο για τα φυσικά πρόσωπα, όσο και για τις επιχειρήσεις. Η Τρόικα επιμένει και εμμέσως επιβάλλει στην Ελλάδα την ιδιωτικοποίηση ενός τμήματος της περιουσίας του ελληνικού κράτους. Το ζήτημα υφίσταται στο πόσο αξιόπιστη είναι η εκάστοτε ελληνική κυβέρνηση και οι διαδικασίες που θα ακολουθήσει. Κατά το ενδεχόμενο που οι διαδικασίες δεν θα είναι οι καλύτερες για την Ελλάδα, τότε το κράτος, όχι απλά δεν θα έχει επωφεληθεί από αυτό αλλά θα έχει χάσει κιόλας. Η επιχειρηματολογία της Τρόικας όσον αφορά στις ιδιωτικοποιήσεις των ελληνικών δημόσιων περιουσιακών στοιχείων είναι η προσέλκυση άμεσων ξένων επενδύσεων. Το ζήτημα είναι όμως αν οι ξένοι επενδυτές εφαρμόσουν διαφανείς και συνεπείς ενέργειες, τόσο κατά τη διάρκεια σύναψης των συμφωνιών με το ελληνικό δημόσιο όσο και μετά<sup>35</sup>. Ανακεφαλαιώνοντας τις προτάσεις της, η Τρόικα προτείνει την υλοποίηση μιας περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής, που όπως η ίδια υποστηρίζει έχει άμεσο προαπαιτούμενο για την αποτελεσματικότητά της την ανάπτυξη. Τι γίνεται όμως αν η ανάπτυξη στην Ελλάδα προϋποθέτει μια λιγότερο περιοριστική δημοσιονομική πολιτική;

Δυνατό τεκμήριο ότι παρά την πιστή υλοποίηση των προτεινόμενων από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο μέτρων, το αρνητικό οικονομικό κλίμα δεν φάνηκε να ανακόπτεται, ήταν η περίπτωση της Ιρλανδίας. Όταν το 2009 η Ε.Ε/ απαίτησε από τη χώρα να υλοποιήσει αυστηρή δημοσιονομική πολιτική, τα νούμερα δεν επαλήθευσαν τις προσδοκίες του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου. Σε αντιδιαστολή, όταν η Ιρλανδία συνέταξε το Εθνικό Σχέδιο Ανάκαμψης ξεκίνησε να βλέπει τα μακροοικονομικά της μεγέθη να καλυτερεύουν με τις εξαγωγές να βελτιώνονται το πρώτο τρίμηνο του 2011. Αυτό που κατάφερε ήταν μια αξιοσημείωτη βελτίωση στην ανταγωνιστικότητά της χωρίς όμως να εφαρμόσει περιορισμό των δημοσίων δαπανών. Και στην περίπτωση της Πορτογαλίας όμως η ευρωπαϊκή κεντρική διοίκηση ώθησε την κυβέρνηση στον περιορισμό των δημοσίων εξόδων και την μεγέθυνση των κρατικών εσόδων. Έτσι η Πορτογαλία μείωσε τις μεταβιβαστικές πληρωμές και πάγωσε τις αυξήσεις στις κοινωνικές δαπάνες, αν και το πρόβλημά της σχετίζεται με τη χαμηλή ανταγωνιστικότητά της.

---

<sup>35</sup> Βλ. περίπτωση της γερμανικής εταιρίας που διαχειρίζεται το αεροδρόμιο 'Ελευθέριος Βενιζέλος'

Όσον αφορά τους μηχανισμούς στήριξης, διαπιστώνεται ότι ένας συχνά επαναλαμβανόμενος όρος στις συμφωνίες είναι οι αλλαγές στο εργασιακό πλαίσιο. Μια καινούρια μεταβολή με το μόνιμο μηχανισμό στήριξης στις νέες δανειακές συμβάσεις ανάμεσα στα κράτη μέλη και την Ε.Ε. είναι η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα κατά περίπτωση και ανάλογα με τη φύση του προβλήματος. Επιπλέον ενώ έως τώρα ο ρόλος της δημοσιονομικής πολιτικής στο χώρο της Ευρώπης ήταν περιορισμένος πριν την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης, πλέον το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ενθαρρύνει τα κράτη μέλη να εφαρμόζουν παρεμβατική πολιτική. Οι στόχοι που προτείνει είναι κυρίως βραχυπρόθεσμοι αμφίβολης όμως μεσοπρόθεσμης και μακροχρόνιας επίδρασης στην οικονομία. Ο μόνιμος μηχανισμός στήριξης περιλαμβάνει συν τοις άλλοις ένα ελαστικότερο μισθολογικό περιβάλλον το οποίο υποτίθεται ότι θα φέρει βελτίωση της παραγωγικότητας. Μελετώντας όμως το τρέχον εργασιακό περιβάλλον στην Ελλάδα εύκολα βλέπουμε ότι οι μισθοί έπειτα και από την υλοποίηση του νέου νομοθετικού πλαισίου στις εργασιακές σχέσεις, που αφορά στις ατομικές συμβάσεις επιχείρησης και εργαζομένου, δεν ενσωματώνουν την πραγματική παραγωγικότητα του κάθε εργαζομένου. Αντιθέτως, με δικαιολογία τη χαμηλή αποδοτικότητα των εργαζομένων και το αυξημένο κόστος στην παραγωγή λόγω των υψηλών μισθών, οι εργοδότες εκμεταλλευόμενοι την κατάσταση καταφέρνουν τη συστολή των μισθών. Και ενώ η Ε.Ε. υποστηρίζει ότι στοχεύει στη σύγκλιση των οικονομιών, στην Ελλάδα η σχέση των μισθών και των συντάξεων με τον πληθωρισμό είναι κατά πολύ διαφορετική από αυτήν που επικρατεί στις ανεπτυγμένες χώρες της Ε.Ε.

Όταν ανακαλύψεις την αιτία ενός προβλήματος, τότε το πιθανότερο είναι ότι μπορείς και να βρεις τη λύση. Αν στην περίπτωση των οικονομικών δυσχερειών στο χώρο της Ευρώπης η αιτία της κρίσης δεν αφορούσε στη χαλαρή δημοσιονομική πολιτική, τότε το ζήτημα είναι πιο περίπλοκο για να λυθεί απλά και μόνο με μια πολιτική λιτότητας. Επιπλέον, αν στην εκάστοτε χώρα η κρίση εκδηλώθηκε για διαφορετικούς λόγους, τότε το νέο κοινό υπό διαμόρφωση δημοσιονομικό πλαίσιο είναι σίγουρο ότι θα αποτύχει. Αν πάλι αυτό το πλαίσιο είναι η λύση στο πρόβλημα, τότε θα πρέπει να διασφαλιστεί ότι μετά την έξοδο από την κρίση δε θα επανέλθει η χαλαρότητα στο σύστημα, όπως έχουμε δει να γίνεται επανειλημμένα σε οικονομικές κρίσεις στο παρελθόν. Το μόνο βέβαιο είναι ότι η Ευρώπη δε πορεύεται στο δρόμο της ολοκλήρωσης. Αντιθέτως δείχνει να λειτουργεί ως μια Ευρώπη των δύο

ταχυτήτων (ανεπτυγμένες οικονομικά και ασθενέστερες χώρες μέλη) που παραδόξως επιθυμεί να εφαρμόσει κοινή δημοσιονομική πολιτική σε όλα τα μέλη της.

Η κρίση που βιώνεται σήμερα από τις χώρες της Ευρώπης διαχέεται σε τρεις βασικούς τομείς: τον τραπεζικό τομέα, το δημόσιο χρέος και την οικονομική μεγέθυνση.

Έπειτα από την εμπειρική διερεύνηση των επτά σταδίων Minskyan Cycle of peripheral country's crisis των Frenkel & Rapetti (2009), διαπιστώσαμε ότι τα πρώτα πέντε στάδια εκτυλίχθηκαν στις 5 ΝΔ-χώρες της περιφέρειας της ευρωζώνης (South West Euro Area Periphery –SWEAP-). Τα επτά στάδια των Frenkel & Rapetti έχουν ως εξής: 1) Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης ή Οικονομικοί Οργανισμοί προτείνουν "διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις", 2) Μείωση συναλλαγματικού κινδύνου και Εφαρμογή της συνθήκης Ισοδυναμίας των Επιτοκίων, 3) Εισροές Κεφαλαίων, Αύξηση Ρευστότητας και Πιστώσεων στον Ιδιωτικό τομέα, 4) Πραγματική ανατίμηση του εθνικού νομίσματος αντισταθμίζει το προηγούμενο επεκτατικό αποτέλεσμα των εισροών κεφαλαίων, 5) Αναξιόπιστη η σταθερή ισοτιμία της "περιφερειακής" οικονομίας, 6) Η ΚΤ της περιφερειακής οικονομίας "υπερασπίζεται" την σταθερή ισοτιμία της, καταρχάς, με αύξηση επιτοκίων για την προσέλκυση ξένων κεφαλαίων, 7) Στη συνέχεια, η ΚΤ διαθέτει τα Επίσημα Διεθνή Συναλλ. της Διαθέσιμα

Στην Ελλάδα, καθώς και σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης η κουλτούρα της φοροδιαφυγής, του πελατειακού συστήματος και άλλων ανήθικων επαγγελματικών ενεργειών, εξακολουθεί να επικρατεί, παρόλο που ήταν μία από τις κύριες αιτίες της εκδήλωσης της τρέχουσας κρίσης. Τα οικονομικά μέτρα, που εφαρμόζει μία κυβέρνηση, μπορούν να περιορίσουν τέτοιες πρακτικές. Αυτό μπορεί να γίνει τόσο μέσω της εφαρμογής δικλίδων ασφαλείας ούτως ώστε οι δυνητικοί παραβάτες να μη μπορούν εύκολα να διαφύγουν, όσο και με την επιβολή αυστηρών ποινών στους τελικά παραβάτες. Παράλληλα το κράτος μπορεί να επιβραβεύει ορθές οικονομικές πολιτικές. Όλα αυτά όμως όχι μόνο προϋποθέτουν πολιτική βούληση, η οποία σε αρκετές χώρες δεν υφίσταται, αλλά από την άλλη μεριά δε μπορούν από μόνα τους να αλλάξουν μία ιδιοσυγκρασία που επικρατεί δεκαετίες αν όχι αιώνες σε μία χώρα. Αναγκαία κρίνεται και η διαμόρφωση παιδείας. Το κράτος μέσω των εκπαιδευτικών φορέων, φορέων που θα προωθούν αξίες και πρακτικές, καθώς και άλλων δράσεων και ενεργειών μπορεί να ενισχύσει την ανάπτυξη μίας σωστότερης νοοτροπίας.

Το μεγάλο ποσοστό της ανεργίας στους νέους της Ελλάδας οφείλεται σε δύο κυρίως παράγοντες. Ο ένας παράγοντας έγκειται στο ότι οι δυνητικοί εργοδότες δεν εμπιστεύονται το ελληνικό εκπαιδευτικό σύστημα. Θεωρούν ότι το εκπαιδευτικό σύστημα παρέχει στείρες γνώσεις και ότι δεν ωθεί τους νέους στην κριτική σκέψη, αλλά σε απλή αποστήθιση γνώσεων. Η δεύτερη παράμετρος αφορά τη νοοτροπία των περισσότερων νέων στην Ελλάδα, οι οποίοι θεωρούν ότι η ολοκλήρωση ενός προγράμματος σπουδών αρκεί για να θεωρούν τους εαυτούς τους επαγγελματίες οι οποίοι θα πρέπει να αμείβονται με σχετικά υψηλό μισθό. Έτσι το ελληνικό κράτος θα πρέπει να αναδιαρθρώσει εξ ολοκλήρου το εκπαιδευτικό σύστημα ούτως ώστε οι φοιτούντες σε αυτό να μαθαίνουν να σκέφτονται και να κρίνουν από μόνοι τους όταν έχουν να αντιμετωπίσουν καινούριες γι' αυτούς καταστάσεις.



## Βιβλιογραφία

- Agnès Bénassy-Quéré, Benoît Coeuré, Pierre Jacquet & Jean Pisani-Ferry, No 2009, The Crisis: Policy Lessons and Policy Challenges, *Center D' Études Prospectives et D' Informations Internationales*, 28 November
- Akerlof, G., & Shiller, R., 2009, Animal spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism., *Princeton: Princeton University Press*.
- Allen Arthur C. & Dudney Donna M., 2008, The Impact of Rating Agency Reputation on Local Government Bond Yields, *J Finan Serv* 33: 57-76
- Arthur E. Wilmarth, Jr., 2009, The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis
- Barry Eichengreen and Kevin H. O'Rourke, 2009, A Tale of Two Depressions, April 21
- Bagnai, A., 2013, Unhappy Families are all Alike: Minskyan Cycles, Kaldorian Growth, and the Eurozone Peripheral Crise, in Dejuan, O., E.Febrero and J.Uxo (eds) *Post-Keynesian Views of the Crisis and its Remedies, Routledge Critical Studies in Finance and Stability*
- Bloomberg.com., 2008, Japan banks, insurers have \$2.4 billion Lehman risk, September 17
- Bryan-Low, C., 2009, Lehman Europe claims begin to come in, *Wall Street Journal*, September 25

- Brunnermeier, M., Garicano, L., Lane, P., Nieuwerburg, S.V., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., and Vayanos, D., 2011, European Safe Bonds: An Executive Summary, The Euro-nomics Group, [online] Available at: <<http://euronomics.princeton.edu/>>
- Cantor, R, F Packer and K Cole, 1997, Split ratings and the pricing of credit risk, *Journal of Fixed Income*, December, vol 7, no 3, pp 72–82.
- Carreyrou, J., 2010, Lehman’s ghost haunts California, *Wall Street Journal*, February 24
- Cluff GS, Farnham P., 1984, Standard & Poor’s vs. Moody’s: which city characteristics influence municipal bond ratings? *Q Rev Econ Bus*, Autumn, 243:72–94.
- *Council of the European Union 2010/17210/EU, “COUNCIL RECOMMENDATION of with a view to bringing to an end the situation of an excessive deficit in Ireland”*
- *Council Recommendation 2011/C 217/05 of 12 July 2011 on the implementation of the broad guidelines for the economic policies of the Member States whose currency is the euro*
- Crittenden, M., 2009, Burned in Lehman blow-up, governments seek aid., *Wall Street Journal*, May 5
- Donald Palmer & Michael Maher, 2010, A normal accident analysis of the mortgage meltdown, *Markets on Trial: The economic Sociology of the U.S. Financial Crisis:Part A, Research in the Sociology of Organizations, Emerald Group Publishing Limited* , vol.30A, pp. 219-256
- Eatwell, J.,& Taylor,L., 2000, Global finance at risk: The case for international regulation, *Cambridge: Polity*.

- Einhorn, D., 2008b, Accounting ingenuity., *Ira W. Sohn investment research conference*, May 21
- Einhorn, D., Private profits and socialized risks. *Grant's Spring Investment Conference*, April 8, 2008a)
- Eucken Walter, 1939, Die Grundlagen der Nationalökonomie, 8. Auflage, Springer Verlag, Berlin Heidelberg New York 1965, (English: The Foundations of Economics. History and Theory in Analysis of Economic Reality. Translated by T.W. Hutchison, Springer Verlag, Berlin Heidelberg 1992)
- *European Commission, Occasional Papers. 82. July 2011, Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής της Ελλάδας - Τέταρτη Επανεξέταση*. Διαθέσιμο στο:  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2011/op8\\_2\\_el.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2011/op8_2_el.htm)
- European Economic Forecast, Spring 2011, Διαθέσιμο στο:  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu/forecasts/2011\\_spring/pt.html](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2011_spring/pt.html)
- European Stability Mechanism, 2011, Διαθέσιμο στο:  
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/10/636&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>
- Fisher Irving, 1933, The Debt Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica 1*, pp.337-357
- Franklin Allen & Elena Carletti, 2009, An Overview of the Crisis: Causes, Consequences, and Solutions, *Conference on Global Market Integration and Financial Crises at HKUST*, July 12-13

- Geithner, T., 2008, Reducing systemic risk in a dynamic financial system. Remarkson, at the Economic Club of New York, New York City, *Federal Reserve Bank of New York Web Page*, June 9
- Griffin, P A and A Z Sanvicente, 1982, Common stock returns and rating changes: a methodological comparison, *Journal of Finance*, vol 37, issue 1, pp 103–19.
- Hand, J R M, R W Holthausen and R W Leftwich, 1992, The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices, *Journal of Finance*, vol 47, issue 2, pp 733–52.
- Helbling, T., 2009, How Similar is the Current Crisis to the Great Depression?
- Hettenhouse, G and W Sartoris, 1976, An analysis of the informational value of bond rating changes, *Quarterly Review of Economics and Business*, vol 16, Summer, pp 65–76.
- Hill Steven, 18 October 2013, To Hell and Back: Spain’s Grotesque Recession and Its Suprising New Economy, *The Atlantic*, [online] Available at: <http://www.theatlantic.com/business/archive/2013/10/to-hell-and-back-spains-grotesque-recession-and-its-suprising-new-economy/280678/>
- Hughes, J., 2009, Collapsed Lehman pays out big bonuses to prevent defections, *Financial Times*, December 22
- Hite, G., Warga, A., 1997. The Effect of Bond-Rating Changes on Bond Price Performance, *Financial Analysts Journal* 53, May/June, 35-51
- Hull, J., Predescu, M., White, A., 2003, The Relationship between Credit Default Swap Spreads, Bond Yields, and Credit Rating Announcements. *Working Paper*, June

- Jürgen Odenius, 2011, Europe 's Debt Crises, A Muddled Policy Approach Is Yielding Tenuous Results., [online] Available at: <[www3.prudential.com](http://www3.prudential.com)>
- Kalecki Michal, 1965, Theory of Economic Dynamics, London, *Allen and Unwin*
- Katz, S., 1974, The price adjustment process of bonds to rating reclassifications: a test of bond market efficiency, *Journal of Finance*, vol 29, issue 2, pp 551–9
- Kindleberger Charles, 1978, Manias, Panics and Crashes', New York, *Basic Books*
- Kirchfeld, A.,& Simmons, J., 2008, The Dublin connection., *Bloomberg Markets*, December, pp. 101–109.
- Kliger, D and O Sarig, 2000, The information value of bond ratings, *Journal of Finance*, vol 25, issue 6, pp 2879–902.
- Kregel Jan, 2008, Minsky's cushions of safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market, *The Levy Economics Institute of Bard College*, No. 93, Public Policy Brief
- Krugman, P., 2008 [Op-ed:]Financial Russian roulette. *New York Times*, September 15
- Krugman, P., 2009, How did economists get it so wrong?, *New York Times*, September 2
- Krugman, P., 2010, Bubbles and the banks, *New York Times*, January 8

- Lars Norden & Martin Weber, 2004, Discussion paper series No. 4250, Informational Efficiency of Credit Default Swap and Stock Markets: the Impact of Credit Rating Announcements, Financial economics, *Center for Economic Policy Research*, [online] Available at: <[www.cepr.org/pubs/dps/DP4250.asp](http://www.cepr.org/pubs/dps/DP4250.asp)>
- Levy S. Jay and David A., 1983, Profit And The Future of American Society, New York, *Harper and Row*
- Löffler, G., 2003, Avoiding the rating bounce: Why rating agencies are slow to react to new information, Working Paper, *University of Ulm/Germany*
- McDonald, D., 2009, Last man standing: The ascent of Jamie Dimon and JP Morgan chase, New York, *Simon and Schuster*
- Marian Micu, Eli M Remolona and Phillip D Wooldridge, 2004, The price impact of rating announcements: evidence from the credit default swap market, *BIS Quarterly Review*, June
- Mauro F. Guillén & Sandra Suárez, 2010, The global crisis of 2007-2009: markets, politics, and organizations, *Markets on Trial: The economic Sociology of the U.S. Financial Crisis:Part A, Research in the Sociology of Organizations, Emerald Group Publishing Limited*, vol.30A, pp. 257-279
- Miguel Almunia Agustín S. Bénétrix, Barry Eichengreen, Kevin H. O'Rourke Gisela Rua, 2009, From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons
- Minsky Human P., May 1992, The Financial Instability Hypothesis, Working Paper No. 74, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*
- Minsky Human P., 1986, Stabilizing An Unstable Economy, *Yale University Press*

- Minsky, H. P., 1982, Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance , *Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe*
- Minsky Human P., 1975, John Maynard Keynes, *Columbia University Press*
- Mollenkamp, C.,etal., 2008, Lehman's demise triggered cash crunch around globe, *Wall Street Journal*, September 29
- Morton TG, 1976, A comparative analysis of Moody's and Standard & Poor's municipal bond ratings. *Review of Business and Economic Research* 11:74–81., Winter
- Nocera, J.,& Andrews, E., 2008, Struggling to keep up as the crisis race don. *New York Times*, October 23
- Ola Sholarin, 2010, The subprime mortgage crises: how the market was failed and manipulated, *International Fianance Review*, Emerald Group Publishing Limited, vol. 11, pp. 15-32
- Onaran, Y., 2008, Lehman on the brink, *Bloomberg Markets*, September, pp.56–64
- Orsi Roberto, 23 April 2013, The Quiet Collapse of the Italian Economy, *The London School of Economics and Political Science, Euro Crisis in the Press*, The politics of public discourse in Europe, Available at:<<http://blogs.lse.ac.uk/eurocrisispress/>>
- Pittman, M., 2009, Lehman's toxic reach, *Bloomberg Markets*, November, 69–76

- Paul De Grauwe, 2011, A less punishing, more forgiving approach to the debt crisis in the eurozone, *CEPS (Center for European Policy Studies)*, No. 230/January
- Paul Krugman, 'Τι προκάλεσε το ευρω-χάος', 17/02/2010, Available at: <<http://tvxs.gr>>
- Pinches, E G and J C Singleton, 1978, The adjustment of stock prices to bond rating changes, *Journal of Finance*, vol 33, issue 1, pp 29–44.
- Reuters, 2008, Update 1-payment on Lehman CDS only around \$5.2 bln – DTCC. October 22
- Rosamond Ben, 2006, *Θεωρίες ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης*, Μεταφρασμένο από τα αγγλικά από τον Επαμεινώνδα Α. Μαριά , Αθήνα: Μεταίχμιο
- Shambaugh Jay C., 2012, The Euro's Three Crises, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, The Brookings Institution
- Schüller Alfred, 2000, Theorie des wirtschaftlichen Systemvergleichs-Ausgangspunkte, Weiterentwicklungen und Persepektiven, H. Leipold und I. Pies (Hg) Ordnungstheorie und Ordnungspolitik, *Lucius & Lucius Verlag*, Stuttgart
- Schumpeter Joseph A., 1934, *Theory of Economic Development*, Cambridge: Mass. Harvard University Press
- Spector, M, 2009, Lehman to thaw U.K. assets, *Wall Street Journal*, November 24
- Steiner, M and V Heinke, 2001, Event study concerning international bond price effects of credit rating actions, *International Journal of Finance and Economics*, vol 6, pp 139–57.

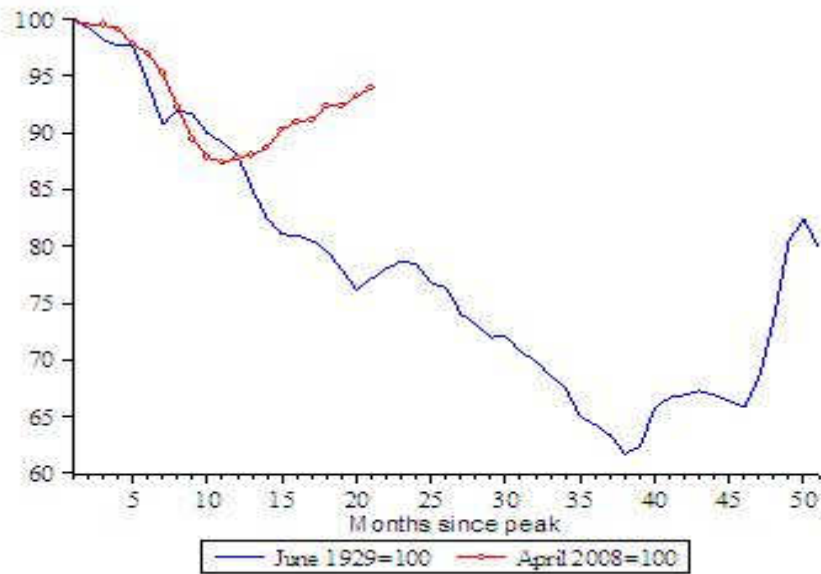


- Stewart, J., 2008, Eight days: The battle to save the American financial system, *New Yorker* , September 12–19, pp.58–81
- Strang, S., 1997, *Casino capitalism*, Manchester: Manchester University Press
- Taylor, L., 1998, Capital market crises: liberalization, fixed exchange rates and market-driven destabilization, *Cambridge Journal of Economics*, 22: 663-676.
- Thain, J., Thain, 2009, The inside story [interview on the race to save Lehman], *Financial Times*, September 14
- Thirlwall, A. P. , 1979, The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, March
- Valukas, A. , 2010, In re: Lehman Brothers Holdings Inc., et al. United States Bankruptcy Court Southern District of New York, *New York*, 9 vols and 34 appendices
- Varoufakis, Y. and Holland, S., 2011, A modest proposal for overcoming the euro crisis, Policy Note, *Levy Economics Institute of Bard College*, March, [online] Available at: < [http://www.levyinstitute.org/pubs/pn\\_11\\_03.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_11_03.pdf)>
- Verdoorn, P. J., 1980, Verdoorn's Law in Retrospect: A Comment, *Economic Journal* (Royal Economic Society), June, **90** (358): 382–85, [online] Available at: < [doi:10.2307/2231798](https://doi.org/10.2307/2231798) >
- Wessel, D., 2009, *In fed we trust :Ben Bernanke's war on the great panic*, New York: Crown Business

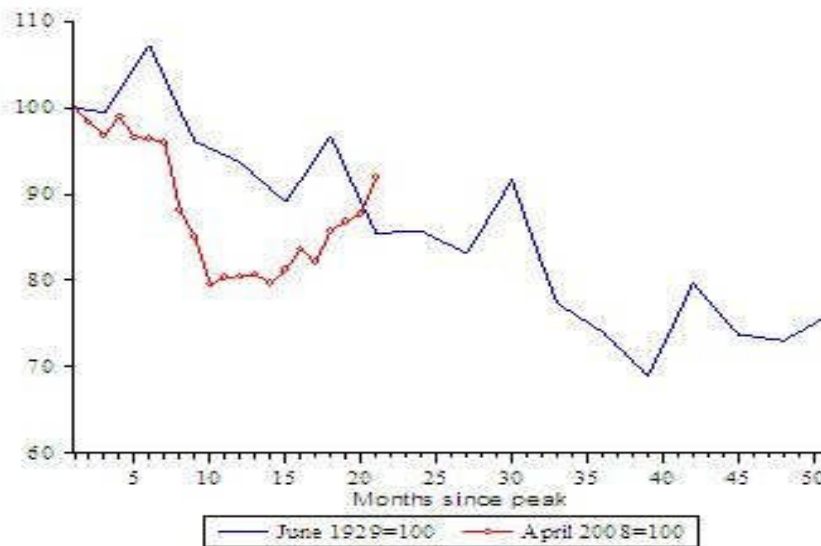
- Weinstein, M, 1977, The effect of a rating change announcement on bond price, *Journal of Financial Economics*, vol 5, pp 329–50
- William V. Rapp, 2010, The lawyers and the meltdown: the role of lawyers in the current financial crisis, *International Finance Review*, Emerald Group Publishing Limited, vol. 11, pp. 135-164
- Wolfson Martin H., 1986, Financial Crises, *Armonk New York, M.E.*
- Zandi, M., 2009, *Financial shock*, New Jersey: FT Press
- Zsolt Darvas, ‘Fiscal Federalism In Crisis: Lessons For Europe From The US’, WORKING PAPER 2010 / 2, Corvinus University of Budapest, Department of Mathematical Economics and Economic Analysis
- Βαρουφάκης Γιάννης, Πατωκος Τάσος, Τσερκέζης Λευτέρης, Κουτσοπέτρος Χρήστος, 2011, Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011, Μελέτες (Studies)/17, *Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων*, Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ, Δεκέμβριος
- Μιχοπούλου Στέλλα, 2014, Κρίση χρέους, δημοσιονομική λιτότητα και οικονομική κρίση στην Ευρωζώνη, Μελέτες (Studies)/30, *Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων*, Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ, Απρίλιος
- Προβόπουλος Γ., 12 Νοεμβρίου 2009, Ομιλία στην Ημερίδα του Ιδρύματος της Βουλής για τον Κοινοβουλευτισμό και τη Δημοκρατία
- <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3514>
- Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, Εναλλακτικά σενάρια επίλυσης της Κρίσης, [online] Available at: <<http://www.ineobservatory.gr/userfiles/file/parathrhthrio-krisis-8.pdf>>

- Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, Η Τριπλή Κρίση που απειλεί την ευρωζώνη: Κρίση Τραπεζικού Τομέα, Κρίση Δημοσίου Χρέους, Κρίση Στάσης Επενδύσεων, [online] Available at:  
<<http://www.ineobservatory.gr/userfiles/file/parathrhthrio-krisis-5.pdf>>
- Ρουσόπουλος Βασίλειος, 2011, Η κρίση αξιών στην Ελλάδα σήμερα. Μια οικονομική προσέγγιση με βάση και σε αντιπαράθεση με τη θεωρία της τάξης πραγμάτων, *T.E.I. Λάρισας*, pp.94-102
- <http://ec.europa.eu/eurostat>

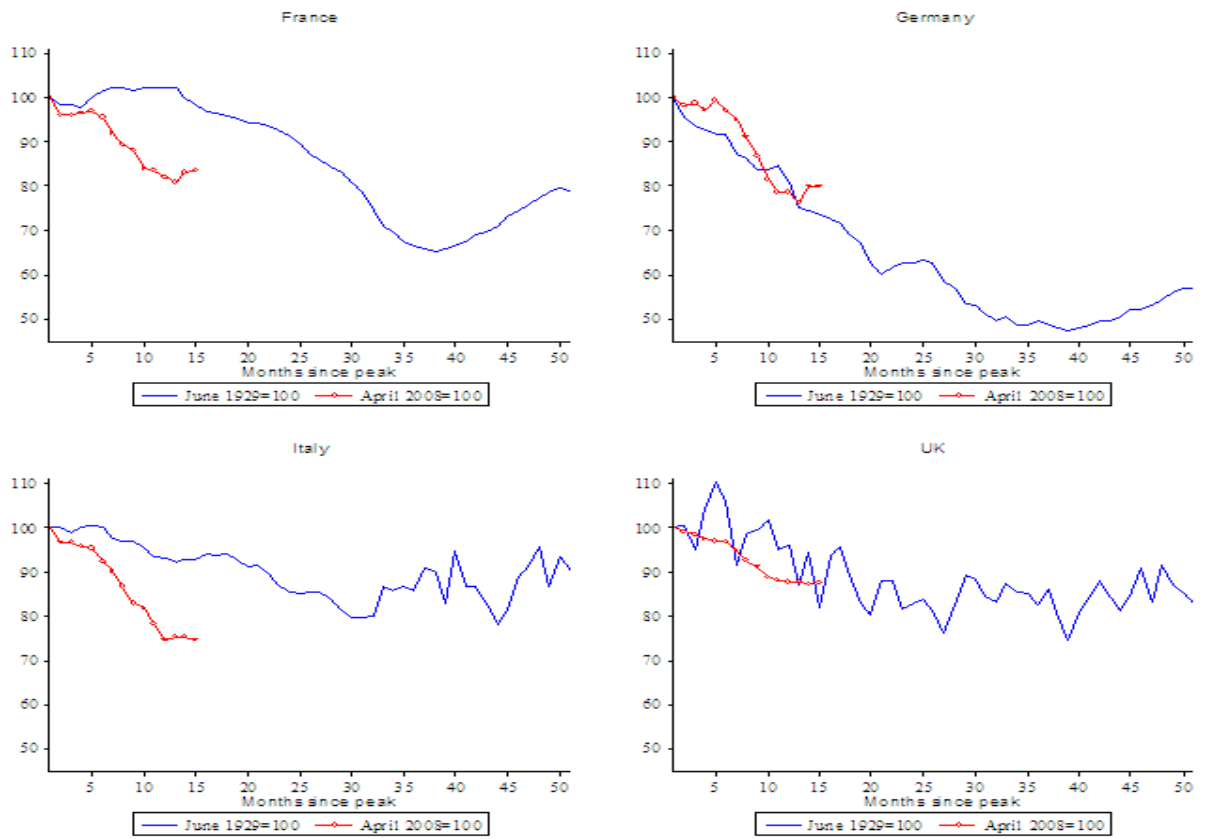
## Παράρτημα



**Σχήμα 1: Παγκόσμια Βιομηχανική Παραγωγή τότε και τώρα.**  
Πηγή: Eichengreen and O'Rourke (2009).

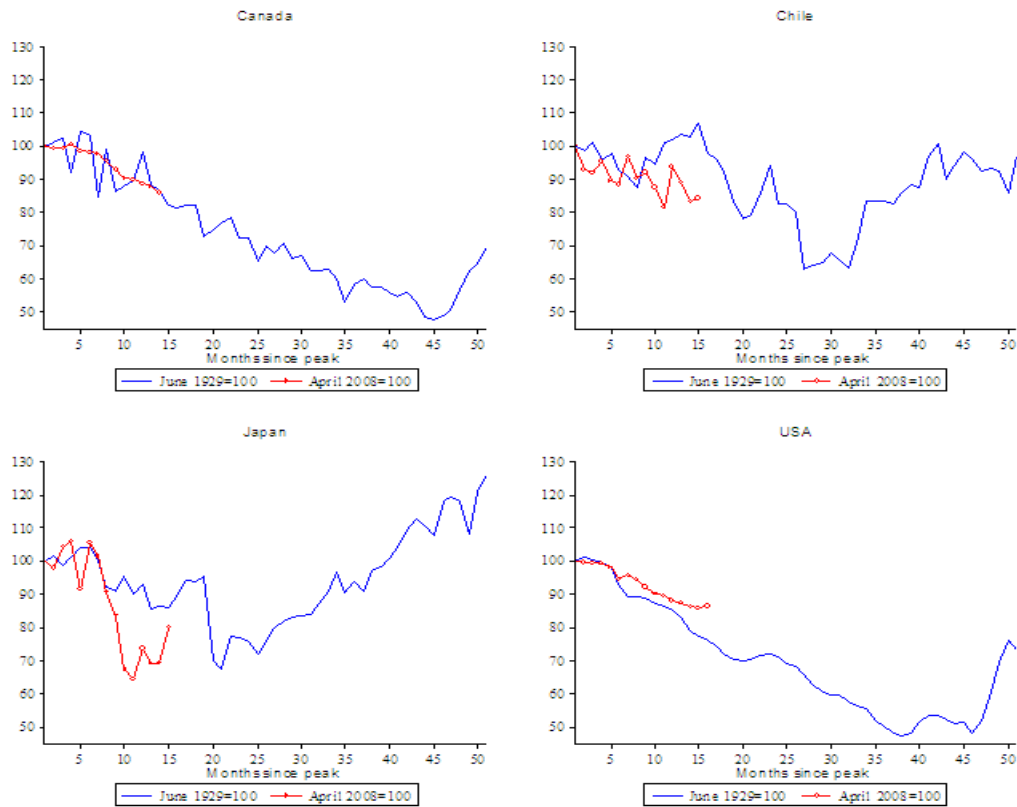


**Σχήμα 2: Όγκος Παγκοσμίου Εμπόριο τότε και τώρα.**  
Πηγή: League of Nations Monthly Bulletin of Statistics

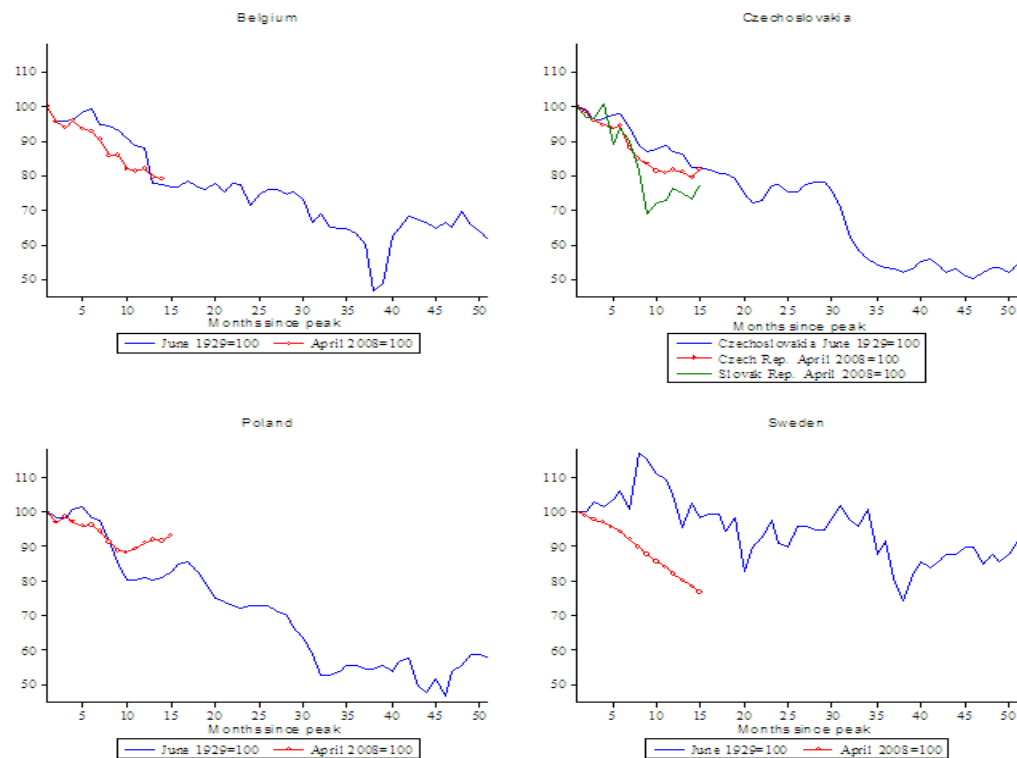


**Σχήμα 3: Βιομηχανική Παραγωγή 4 Μεγάλων Ευρωπαϊκών Χωρών τότε και τώρα.**

Πηγή : O'Rourke and Eichengreen 2009

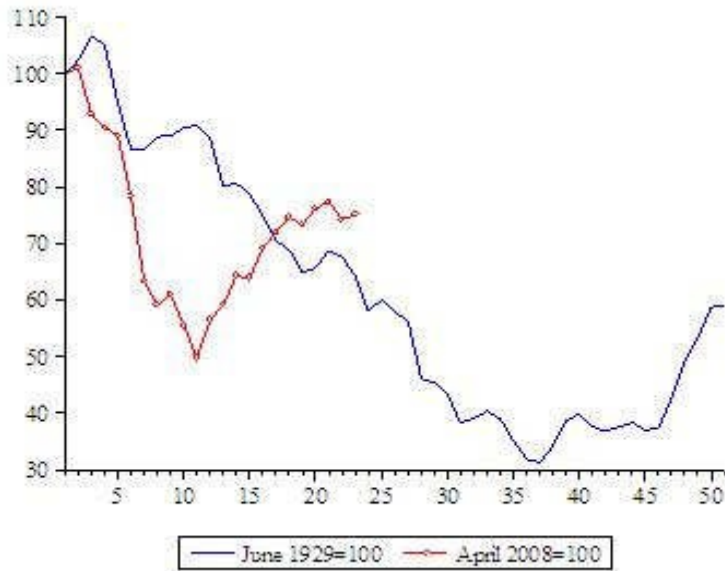


**Σχήμα 4: Βιομηχανική Παραγωγή 4 μη-Ευρωπαϊκών Χωρών τότε και τώρα.**  
 Πηγή : O'Rourke and Eichengreen 2009

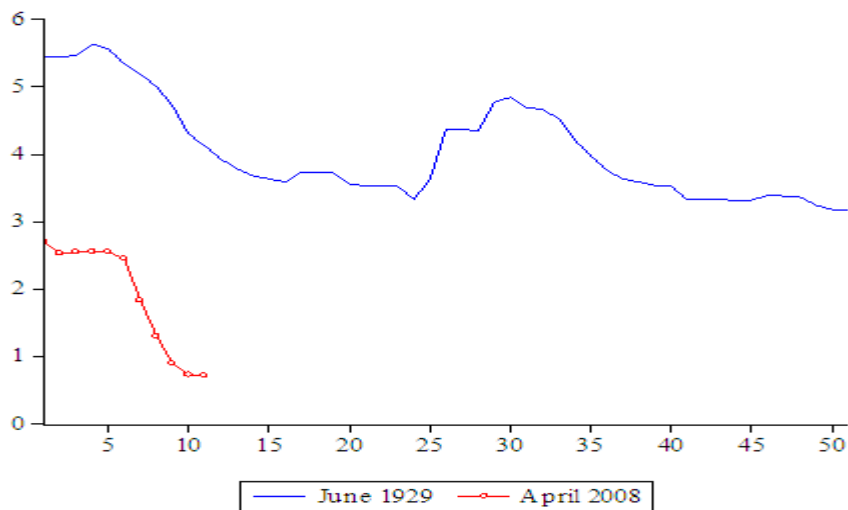


**Σχήμα 5: Βιομηχανική Παραγωγή 4 Μικρών Ευρωπαϊκών Χωρών τότε και τώρα.**

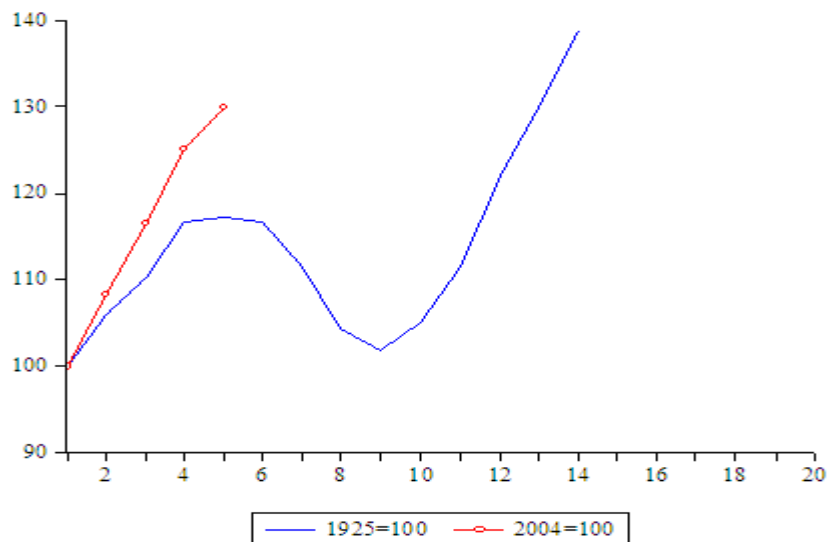
Πηγή : O'Rourke and Eichengreen 2009



**Σχήμα 6: Παγκόσμια Χρηματιστηριακή Αγορά- Αγορά μετοχών τότε και τώρα.**  
Πηγή: Global Financial Database

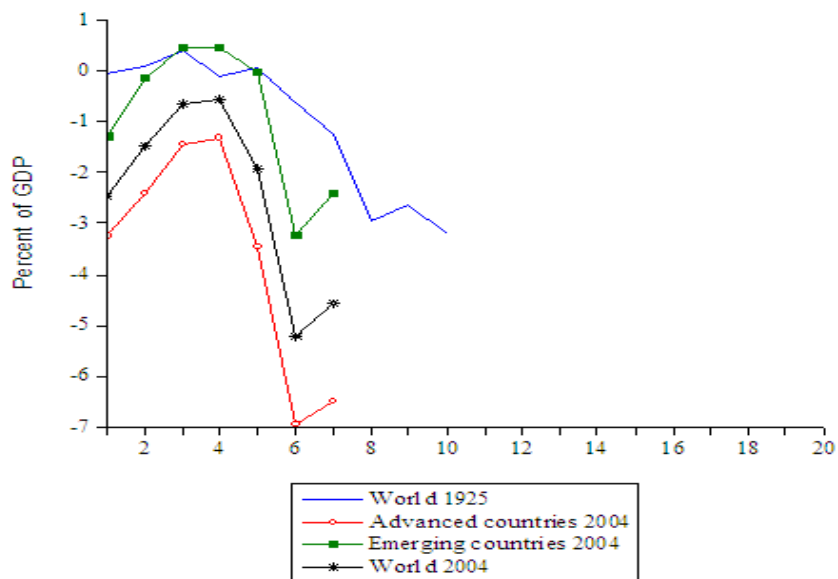


**Σχήμα 7: Προεξοφλητικά Επιτόκια Κεντρικής Τράπεζας τότε και τώρα.**  
Πηγή: Bernanke and Mihov (2000); Bank of England, ECB, Bank of Japan, St. Louis Fed, National Bank of Poland, Sveriges Riksbank.



**Σχήμα 8: Προσφορά Χρήματος 17 χωρών τότε και τώρα.**

Πηγή: Bordo et al. (2001), IMF International Financial Statistics, OECD Monthly Economic Indicators .



**Σχήμα 9: Πλεόνασμα κρατικού προϋπολογισμού τότε και τώρα.**

Πηγή: Bordo et al. (2001), IMF World Economic Outlook, January 2009