



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ

Σχολή Ανθρωπιστικών και Κοινωνικών Επιστημών

Τμήμα Οικονομικών Επιστημών

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στην

Εφαρμοσμένη Οικονομική

Κατεύθυνση: Τραπεζική & Χρηματοοικονομική

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Μελέτη Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΓΕΡΟΓΙΑΝΝΗ Θ. ΘΕΟΔΩΡΑ-ΑΡΕΤΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: Αναπληρωτής Καθηγητής

ΠΑΠΑΔΑΜΟΥ ΣΤΕΦΑΝΟΣ

Βόλος, 2018

Υπεύθυνη Δήλωση

Βεβαιώνω ότι είμαι συγγραφέας αυτής της διπλωματικής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στη διπλωματική εργασία. Επίσης έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επιπλέον, βεβαιώνω ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών στην Εφαρμοσμένη Οικονομική του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας.

Η δηλούσα

Γερογιάννη Θεοδώρα- Αρετή

Στην οικογένειά μου

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Με την εκπόνηση της διατριβής μου, ολοκληρώνεται το Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών «Εφαρμοσμένη Οικονομική» του Οικονομικού Τμήματος του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας, με κατεύθυνση στη Τραπεζική & Χρηματοοικονομική.

Στο σημείο αυτό νιώθω την ανάγκη να εκφράσω τις ευχαριστίες μου σε όλους τους καθηγητές μου, από τους οποίους αποκόμισα πολλά θετικά στοιχεία, καθώς η διδασκαλία τους ήταν ένας πνευματικός πλούτος για μένα, αλλά και σε ανθρώπους που πίστεψαν σε εμένα και με γέμιζαν με κουράγιο για την ολοκλήρωση αυτής της πορείας. Η διαδρομή για να τελειοποιηθεί η διπλωματική μου εργασία, υπήρξε μεγάλη και ενδιαφέρουσα. Κατά τη διάρκεια υλοποίησης της, υπήρξαν στιγμές δύσκολες οι οποίες κλόνισαν την πίστη μου για ένα αίσιο τέλος, αλλά και στιγμές μεγάλης χαράς όταν οι δυσκολίες διεκπεραιώνονταν. Αρωγοί στην επιτυχία αυτής της εργασίας, συμβάλλοντας ο καθένας με το δικό του τρόπο, υπήρξαν συγκεκριμένα και πολύ σημαντικά άτομα.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα της διατριβής μου κ. Στέφανο Παπαδάμου χωρίς την καθοδήγηση και τη συνεχή ανατροφοδότηση του οποίου, η συγγραφή της θα ήταν ανέφικτη. Χαίρομαι που είχα τη τιμή να δεχτεί να συνεργαστεί μαζί μου, συμβάλλοντας με τις γνώσεις του στη δική μου ανέλιξη τόσο ως επιστήμονα αλλά και ως άνθρωπου. Η αγάπη του για την επιστήμη, το ερευνητικό του πάθος και το ακαδημαϊκό του ήθος με ενέπνευσαν να συνεχίζω και να θέτω υψηλούς στόχους.

Νιώθω την ανάγκη να ευχαριστήσω, εν τέλει, την οικογένεια μου όχι μόνο για την αμέριστη συμπαράσταση και υπομονή της αλλά και για την ουσιαστική υποστήριξη και πίστη της σε όλες μου τις προσπάθειες.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	7
ABSTRACT	8
ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ-ΕΝΝΟΙΩΝ	9
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	10
Διαγράμματα	10
1ο κεφάλαιο.....	10
2ο κεφάλαιο	10
3ο κεφάλαιο	10
5ο κεφάλαιο	10
Πίνακες.....	11
Εικόνες	11
2ο κεφάλαιο	11
3ο κεφάλαιο	11
5ο κεφάλαιο	11
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ	14
1.1 Οικονομικές διακυμάνσεις	14
1.1.1 Κύκλοι Kondratieff.....	15
1.1.2 Κύκλοι Kitchin	16
1.1.3 Κύκλοι Junglar	16
1.1.4 Γενικά χαρακτηριστικά ενός οικονομικού κύκλου	17
1.2 Χρηματοπιστωτικές κρίσεις	19
1.2.1 Ορισμός και χαρακτηριστικά	19
1.2.2 Κατηγορίες χρηματοοικονομικών κρίσεων.....	19
1.2.3 Αιτίες και συνέπειες	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΚΡΙΣΕΩΝ ΧΡΕΟΥΣ	29

2.1.	Κατηγορίες Κρίσεων Χρέους.....	29
2.2	Μελέτες Περίπτωσης Κρίσεων Χρέους πριν το 2000.....	32
2.2.1	Λατινοαμερικάνικη Κρίση Δημοσίου Χρέους.....	33
2.2.2	Κρίση αποταμίευσης και δανεισμού(1980).....	34
2.2.3	Χρεοκοπία στο χρηματιστήριο-1987.....	34
2.2.4	Κρίση ομολόγων υψηλού κινδύνου-1989.....	35
2.2.5	Ασιατική κρίση (1997-1998).....	36
2.2.6	Dotcom Bubble (1999-2000).....	36
2.3	Χρηματοπιστωτική κρίση Lehman Brothers.....	37
2.3.1	Ιστορία της Lehman Brothers.....	37
2.3.2	Ο κύριος υπεύθυνος.....	38
2.3.3	Ο εσφαλμένος υπολογισμός και η αρχή του τέλους.....	39
2.4	Κρίση στεγαστικών δανείων Αμερικής.....	44
2.4.1	Οι αντιλήψεις των Αμερικανών.....	44
2.4.2	Πρώτα στάδια της κρίσης.....	46
2.4.3	Παρατεταμένες συνέπειες.....	47
2.5	Η μεγάλη κρίση του 1929 και η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008.....	48
2.5.1	Αίτια της κρίσης του 1929.....	51
2.5.2	Συνέπειες της κρίσης του 1929.....	52
2.5.3	Αίτια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008.....	52
2.5.4	Συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008.....	54
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΜΕΤΑΔΟΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ.....	57
3.1	Μια σύντομη ιστορία της Ευρωζώνης.....	57
3.1.1	Ημερομηνίες-Σταθμοί στην ιστορία.....	57
3.2	Η μετάδοση της κρίσης στην Ευρώπη.....	61
3.2.1	Το φαινόμενο της μετάδοσης: από την διερεύνηση στην πολιτική.....	62
3.2.2	Στοιχεία για τη μετάδοση της τρέχουσας κρίσης δημοσίου χρέους.....	64
3.2.3	Παρατηρώντας την ιστορία.....	67
3.2.4	Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στη διατήρηση της εξάπλωσης της αβεβαιότητας.....	69
3.2.5	Πολιτικές αντιδράσεις-κλειδιά της ζώνης του ευρώ στο κίνδυνο μετάδοσης.....	69

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	76
4.1 Εισαγωγή.....	76
4.2 Πιθανά αίτια της Ευρωπαϊκής κρίσης χρέους.....	76
4.3 Συνέπειες και προτεινόμενες λύσεις στην Ευρωπαϊκή κρίση χρέους.....	80
4.4 Η περίπτωση της Ελλάδας.....	84
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΜΙΑ ΠΙΟ ΛΕΠΤΟΜΕΡΗΣ ΜΑΤΙΑ ΣΤΗ ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ	90
5.1 Συγκριτική ανάλυση των χωρών Ελλάδα, Πορτογαλία και Αργεντινή.....	90
5.2 Εμφάνιση των κρίσεων και σύγκρισή τους.....	104
5.2.1 Η κρίση της Ελλάδας.....	104
5.2.2 Η περίπτωση της Πορτογαλίας.....	106
5.2.3 Οι απαρχές της κρίσης στην Αργεντινή.....	109
5.3 Ελλάδα-Πορτογαλία-Αργεντινή.....	111
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	118
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	121
Ξενόγλωσση.....	121
Ελληνική.....	125

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σε περιόδους οικονομικών κρίσεων, όπως η σημερινή, παρατηρείται έντονο το ενδιαφέρον για τη μελέτη της οικονομικής ιστορίας. Διερευνώντας τα οικονομικά προβλήματα στην ιστορική τους εξέλιξη, προσδοκείται η διδαχή και κυρίως η κατανόηση των μηχανισμών και των μακροχρόνιων τάσεων που διέπουν τη λειτουργία του οικονομικού συστήματος. Η παρούσα μελέτη έχει δομηθεί με τέτοιο τρόπο ώστε να παρουσιάσει αναλυτικά και με σαφήνεια τα γεγονότα που οδήγησαν τόσο την Ελλάδα όσο και την Ευρωζώνη σε ένα οικονομικό τέλμα που απειλεί τη συνοχή του Ευρωπαϊκού θεσμικού οικοδομήματος, τόσο στη πολιτική όσο και στην οικονομική του πτυχή. Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο μέρος της εργασίας το θέμα καλύφθηκε σε θεωρητικό επίπεδο, μέσα από την ιστορική ανασκόπηση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων ώστε να καταστεί δυνατή όχι μόνο η βαθύτερη ανάλυση της κατάστασης που επικρατούσε πριν από τη τρέχουσα κρίση αλλά και η κατανόηση των αιτιών που είχαν ως επακόλουθο την επιδείνωση της οικονομικής δραστηριότητας. Στο επόμενο κομμάτι, αναπτύσσονται και αντιπαραβάλλονται οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις της Ελλάδας, της Πορτογαλίας και της Αργεντινής με σκοπό να αναδειχθούν οι βασικές ομοιότητες και διαφορές που παρουσιάζουν στο πλαίσιο της πορείας τους στις διεθνείς οικονομικές συνθήκες. Τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη, τα οποία χαρακτηρίζουν κάθε οικονομία, και η τάση τους τη τελευταία δεκαετία των ανισορροπιών (2000-2015) είναι αυτά που θα συμβάλλουν στην εξαγωγή συμπερασμάτων (τελευταία ενότητα) όσον αφορά την “καλή μαθητεία” της Πορτογαλίας στην Ευρώπη σε συσχέτιση με την παράλληλη ολοκληρωτική κατάρρευση της ελληνικής οικονομίας.

ABSTRACT

In times of economic crisis, like the current one, there is a strong interest in studying the economic history. Investigating the financial problems through their historical development, it is expected that someone could not only learn from them but also understand the mechanisms and the long-term trends governing the functioning of the main international economic system. This project is structured in a way as to set out in detail the facts that resulted in the economic quagmire of both Greece and Eurozone, which threatens the cohesion of the European institutional construction by political and financial aspects. More specifically, at the first part of the present analysis the issue was addressed from a theoretical standpoint of view, looking back to the events of the financial crises, so as to carry out either deeper analysis of the period before the current crisis or better understanding of the causes and consequences which have led to the deterioration of the economic activity. In the following section, the main goal is to highlight similarities and differences in Greek, Portuguese and Argentinian economies in line with their progress under the global economic conditions. Finally, special mention will be made in the macroeconomic fundamentals that characterize the above countries, and their trend over the last decade of the financial imbalances (2000-2015). Faced with this situation, it will be helpful in generating a series of conclusions, statistical or not, preferably in connection with both the “commendable apprenticeship” of Portugal and the complete collapse of the Greek economy, from a European perspective.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ-ΕΝΝΟΙΩΝ

- ✓ ΑΕΠ: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
- ✓ ΗΠΑ: Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
- ✓ Indymac Bank: Αμερικανική Τράπεζα, η οποία χρεοκόπησε το 2008
- ✓ IMF: International Monetary Fund
- ✓ Σχέδια Ponzi: Ένα σχέδιο Ponzi είναι μια απάτη επένδυσης που εμφανίζεται πραγματικά στις υψηλές επιστροφές με την πληρωμή των υποτιθέμενων επιστροφών από το κεφάλαιο των θυμάτων.
- ✓ Dow Jones: Χρηματιστηριακός δείκτης της Αμερικής
- ✓ Ohio Mattress: εταιρεία, η οποία δανείστηκε 450 εκατομμύρια από την First Boston σε μια καταστροφική συμφωνία στη Wall Street γνωστή ως burning bed
- ✓ Drexel Burnham Lambert: Μεγάλη Εταιρεία τραπεζικής επενδυτικής, η οποία πτώχευσε το 1990
- ✓ Ebay, Amazon: Διαδικτυακές εταιρείες αγορών
- ✓ Long-term capital management: εταιρεία διαχείρισης επενδυτικών κεφαλαίων
- ✓ Enron, Worldcom: Αμερικανικές εταιρείες ενέργειας και τηλεπικοινωνιών, αντίστοιχα
- ✓ Alt-A δάνεια: δάνεια με λιγότερα από τα απαιτούμενα έγγραφα από δανειστές με χαμηλό ρίσκο και υψηλές επενδυτικές προσδοκίες
- ✓ Hedge funds: αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου
- ✓ Subprime δάνεια: ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια
- ✓ Financial Authority Services: Αρχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών
- ✓ Barclays: Επιχείρηση παροχής πιστωτικών υπηρεσιών
- ✓ CDS spreads: περιθώρια ασφάλιστρων κινδύνου
- ✓ Fed (Federal Reserve): Κεντρική Τράπεζα της Αμερικής
- ✓ Credit rating: πιστοληπτική ικανότητα
- ✓ Option ARMs: δάνεια υψηλού κινδύνου, επέτρεπαν στους δανειζόμενους να πληρώνουν μικρές δόσεις του χρέους τους, αλλά το ποσό του δανείου μπορεί να αυξανόταν στη πραγματικότητα εάν αυτές δεν ήταν επαρκείς να καλύψουν τις υποχρεώσεις για τους τόκους.
- ✓ laissez-faire policy: πολιτική μη παρέμβασης
- ✓ νόμος Gramm-Rudman-Hollings: Επέτρεπε στις τράπεζες να συναλλάσσονται σε κερδοφόρα παράγωγα εμπορευμάτων, τα οποία πουλούσαν σε επενδυτές. Αυτά τα τιλοποιημένα ενυπόθηκα δάνεια απαιτούσαν υποθήκες σαν εγγύηση.
- ✓ JP Morgan Chase: επιχείρηση τραπεζικών επενδύσεων
- ✓ TARP: πρόγραμμα της αμερικανικής κυβέρνησης για εξαγορά τοξικών τίτλων και μετοχών από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα
- ✓ ΕΕ: Ευρωπαϊκή Ένωση
- ✓ LTCM: Long-term capital Management company
- ✓ ΕΚΤ: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
- ✓ EFSF: Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης
- ✓ ΦΠΑ: Φόρος Προστιθέμενης Αξίας

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**Διαγράμματα****1ο κεφάλαιο**

<i>Διάγραμμα 1. 1 Διάγραμμα φάσεων του επιχειρηματικού κύκλου</i>	18
<i>Διάγραμμα 1. 2 Η δημιουργία χρηματοπιστωτικής κρίσης εξαιτίας πτώχευσης χρηματοπιστωτικού ιδρύματος</i>	24
<i>Διάγραμμα 1. 3 Επεξήγηση του “παραμυθιού” της εμπιστοσύνης</i>	25
<i>Διάγραμμα 1. 4 Επενδυτική συμπεριφορά στο Ηνωμένο Βασίλειο</i>	26
<i>Διάγραμμα 1. 5 Παγκόσμιο ΑΕΠ</i>	27
<i>Διάγραμμα 1. 6 Μακροπρόθεσμες επιπτώσεις στο ΑΕΠ της Ευρώπης</i>	27

2ο κεφάλαιο

<i>Διάγραμμα 2. 1 Η πτώση της Lehman Brothers</i>	43
<i>Διάγραμμα 2. 2 Ακαθάριστο κατά κεφαλήν εθνικό προϊόν</i>	49
<i>Διάγραμμα 2. 3 Μεταβολές τιμών τη περίοδο 1920-1930</i>	50
<i>Διάγραμμα 2. 4 Το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ευρωπαϊκή Ένωση για τη περίοδο 1993-2014</i>	54
<i>Διάγραμμα 2. 5 Ετήσια μεταβολή του ΑΕΠ (%) διεθνώς, 1980-2015</i>	56

3ο κεφάλαιο

<i>Διάγραμμα 3. 1 Συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών</i>	59
<i>Διάγραμμα 3. 2 Σύγκριση των οικονομιών</i>	60
<i>Διάγραμμα 3. 3 Συμβάσεις αντιστάθμισης κρατικού πιστωτικού κινδύνου</i>	62
<i>Διάγραμμα 3. 4 Έλλειμμα και δημόσιο χρέος σε σχέση με το ΑΕΠ-2009</i>	72
<i>Διάγραμμα 3. 5 Έλλειμμα και δημόσιο χρέος σε σχέση με το ΑΕΠ-2012</i>	74

5ο κεφάλαιο

<i>Διάγραμμα 5. 1 Κρατικά έσοδα (% ΑΕΠ) Ελλάδα και Πορτογαλία</i>	92
<i>Διάγραμμα 5. 2 Κρατικά έσοδα: Αργεντινή για τη περίοδο 2000-2015</i>	92
<i>Διάγραμμα 5. 3 Δημόσιες δαπάνες (% ΑΕΠ) Ελλάδα και Πορτογαλία</i>	93
<i>Διάγραμμα 5. 4 Δημόσιες Δαπάνες: Αργεντινή για τη περίοδο 2000-2015</i>	93
<i>Διάγραμμα 5. 5 Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ): Ελλάδα και Πορτογαλία</i>	95
<i>Διάγραμμα 5. 6 Δημόσιο Χρέος Αργεντινής (% ΑΕΠ) για τη περίοδο 2000-2015</i>	95
<i>Διάγραμμα 5. 7 Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (σε εκατομμύρια δολάρια)</i>	97
<i>Διάγραμμα 5. 8 Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (% ΑΕΠ)</i>	99
<i>Διάγραμμα 5. 9 Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (% ΑΕΠ)</i>	100
<i>Διάγραμμα 5. 10 Πληθωρισμός</i>	103
<i>Διάγραμμα 5. 11 Ελλάδα: αποπληθωριστής του ΑΕΠ & κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος</i>	114
<i>Διάγραμμα 5. 12 Πορτογαλία: αποπληθωριστής του ΑΕΠ & κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος</i>	115

Πίνακες

<i>Πίνακας 5. 1 Δημοσιονομικό αποτέλεσμα ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ</i>	91
<i>Πίνακας 5. 2 Βιομηχανική Παραγωγή (% ΑΕΠ)</i>	98
<i>Πίνακας 5. 3 Εμπορικό ισοζύγιο (% ΑΕΠ)</i>	99
<i>Πίνακας 5. 4 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% ΑΕΠ)</i>	102

Εικόνες

2^ο κεφάλαιο

<i>Εικόνα 2. 1 Lehman Brothers</i>	39
<i>Εικόνα 2. 2 Η κατάρρευση</i>	41

3^ο κεφάλαιο

<i>Εικόνα 3. 1 Ευρωπαϊκή Επικράτεια</i>	58
<i>Εικόνα 3. 2 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα</i>	60

5^ο κεφάλαιο

<i>Εικόνα 5. 1 Η ελληνική κρίση</i>	105
<i>Εικόνα 5. 2 Η πορτογαλική κρίση</i>	108

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ένα από τα πιο συγκλονιστικά οικονομικά γεγονότα των τελευταίων ετών ήταν η οικονομική κρίση του 2008 που ξεκίνησε από την Αμερική και είχε ισχυρό οικονομικό αντίκτυπο στην ελληνική οικονομία καθώς και στις οικονομίες των άλλων χωρών της Ευρωζώνης. Εξήντα χρόνια μετά το κραχ του 1929 ήρθε να αναστατώσει τη παγκόσμια οικονομία με μεγαλύτερη, όπως αποδείχτηκε, εμβέλεια από την πρώτη κρίση και αυτός είναι ο λόγος που αποτελεί το επίκεντρο των οικονομικών δρώμενων σε όλα τα μέσα επικοινωνίας. Το χαρακτηριστικό αυτής της περιόδου είναι η σοβαρή επιδείνωση του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος, που δεν αφήνει ανεπηρέαστες τις χώρες της Ευρώπης. Οι ρυθμοί οικονομικής ανόδου επιβραδύνονται, ο πληθωρισμός παραμένει υψηλός και στις χρηματοπιστωτικές αγορές εκδηλώνονται εξαιρετικά έντονες πιέσεις. Σκοπός της παρούσας εργασίας, σε αρχικό επίπεδο είναι να συνεισφέρει στη βαθύτερη κατανόηση των αιτιών που προκάλεσαν την προαναφερθείσα οικονομική καταστροφή, καταγράφοντας ακόμα και τις συνέπειες, τις οποίες επέφερε τόσο εγχώρια όσο και στον υπόλοιπο κόσμο. Σε μια εποχή που σε ολόκληρη την Ευρωζώνη κυριαρχεί μια κρίση εμπιστοσύνης, οι χώρες επιχειρούν να την περιορίσουν με αυστηρά μέτρα περιορισμού των ελλειμμάτων, όπου βρίσκεται και η καρδιά της χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Θα πρέπει να υπογραμμιστεί πως η συμβίωση κρατών με διαφορετικά επίπεδα ανάπτυξης κάτω από την στέγη του ίδιου νομίσματος οδήγησε σε πολύ διαφορετικούς ρυθμούς μεγέθυνσης και κερδοφορίας με αποτέλεσμα την σημερινή δύσκολη κοινή διαχείριση της οικονομικής κρίσης.

Μέσω οικονομικών θεωριών και στατιστικών στοιχείων, επιχειρείται τόσο η ιστορική προσέγγιση των γεγονότων προ ευρωπαϊκής κρίσης όσο και η διεξοδική διερεύνηση των συστημικών αδυναμιών και των πολιτικών συστημάτων τριών περιπτώσεων, οι οποίες μέσω των κλυδωνισμών που αντιμετώπισαν, παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον και παράλληλη πορεία. Πιο συγκεκριμένα λοιπόν, η Ελλάδα και η Πορτογαλία, όντας μικρές ανοικτές οικονομίες με παρόμοια πληθυσμιακά μεγέθη ενσωματωμένα σε μια ζώνη κοινού νομίσματος, έχασαν την ικανότητα τους να λάβουν χρηματοδότηση από τη διεθνή αγορά και έτσι, αναγκάστηκαν να ζητήσουν οικονομική βοήθεια από τους θεσμούς και τους οικονομικούς τους εταίρους στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Πρωταρχικός τους στόχος ήταν όχι μόνο η διόρθωση των δημοσιονομικών και των εξωτερικών ανισορροπιών αλλά και η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης. Γι' αυτό

τον λόγο, η μελέτη της οικονομικής τους εξέλιξης (κυρίως τα τελευταία χρόνια) και η συγκριτική τους ανάλυση θα αναδείξει με όσο το δυνατόν μεγαλύτερη επάρκεια τις όποιες ομοιότητες και διαφορές τους. Η Ελλάδα και η Πορτογαλία ήταν και είναι μεταξύ των χωρών της ΕΕ που πλήττονται σοβαρότερα από τις κρίσεις της ευρωζώνης και από επακόλουθες αυστηρές πολιτικές λιτότητας. Ένα ακόμη σημαντικό στοιχείο που καθιστά ελκυστική τη δεδομένη ανάλυση, είναι ότι η πορτογαλική οικονομία έχει πραγματοποιήσει πολλά βήματα τα τελευταία χρόνια επιτυγχάνοντας την έξοδο από την χρηματοοικονομική ύφεση σε αντίθεση με την Ελλάδα, για την οποία κάτι τέτοιο δεν προβλέπεται άμεσα. Εν τούτοις, προκύπτει η ανάγκη κατανόησης των λόγων για τους οποίους οι δυο χώρες έχουν ακολουθήσει διαφορετικές πορείες στην ευρωπαϊκή επικράτεια και έχουν καταγράψει διαφορετικά αποτελέσματα. Στο υπόλοιπο μέρος της εργασίας, θα γίνει αναφορά και στην αναμφίβολα πολύ γνωστή περίπτωση οικονομικής κρίσης της Αργεντινής, οι βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες της οποίας θα αντιπαρατεθούν με τα μεγέθη των δυο ευρωπαϊκών χωρών καθώς εικάζεται πως τα φαινόμενα έχουν πολλά κοινά σημεία. Τελικά, η εργασία θα ολοκληρωθεί με την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων και την παρουσίαση των μαθημάτων από τα οποία θα πρέπει να διδαχθεί το ελληνικό κράτος, ώστε να μεταβάλλει τον συνολικό τρόπο λειτουργίας του και να έχει ως επακόλουθο την οικονομική ανάκαμψη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ

1.1 Οικονομικές διακυμάνσεις

Οι οικονομικές διακυμάνσεις αποτελούν ένα από τα πιο ενδιαφέροντα αλλά και ταυτόχρονα πιο δισεπίλυτα θέματα της οικονομικής θεωρίας και πολιτικής. Σύμφωνα με τους Burns και Mitchell (1946), στους οποίους αποδίδεται η απαρχή των σύγχρονων μεθόδων, οι οικονομικές διακυμάνσεις συνίστανται σε ένα επαναλαμβανόμενο πρότυπο από υφέσεις και ανόδους της οικονομικής δραστηριότητας, γύρω από μια νοητή φυσιολογική μακροχρόνια τάση. Το εθνικό προϊόν, το εθνικό εισόδημα, η εθνική δαπάνη, η απασχόληση, η αποταμίευση, οι επενδύσεις και γενικά όλα τα μακροοικονομικά μεγέθη σημειώνουν διακυμάνσεις μικρής ή μεγάλης διάρκειας. Οι διακυμάνσεις αυτές οφείλονται σε τυχαία γεγονότα, ή είναι εποχικές διακυμάνσεις διάρκειας ενός έτους ή οικονομικές διακυμάνσεις διάρκειας κατά μέσο όρο 40 μηνών ή ακόμα και μακράς διάρκειας, οι οποίες καλύπτουν περιόδους 30- 40 ετών.

Η αντίληψη που έχουν οι οικονομολόγοι για τις οικονομικές διακυμάνσεις δεν είναι η ίδια διαχρονικά. Πριν από τον Keynes, οι ερευνητές διέκριναν περιόδους ευημερίας και περιόδους κρίσης. Όμως τη δεκαετία του 1930, οι οικονομολόγοι είχαν καταλάβει ότι η διάκριση αυτή δεν εξέφραζε τη πραγματικότητα, διότι ναι μεν κατά τη διάρκεια της οικονομικής ανάπτυξης υπάρχει ευημερία, ενδέχεται δε να υπάρχει και ανεργία, κάτι που συνιστά κρίση. Γι' αυτό τον λόγο, οι λέξεις 'ευημερία' και 'κρίση' αντικαταστάθηκαν από τις λέξεις 'κορυφή (peak)' και 'κατώτατο σημείο (ναδίρ, nadir)'. Η κορυφή αντιστοιχεί στο μέγιστο σημείο του ΑΕΠ της τελευταίας χρονικής περιόδου της οικονομικής άνθισης, ενώ το κατώτατο σημείο στη τελευταία χρονική περίοδο κατά την οποία παρατηρείται μείωση της οικονομικής δραστηριότητας.

Στη πρώτη φάση (διάρκεια 2-3 χρόνια), έχουμε μέγιστη ανάπτυξη της οικονομίας με ρυθμό μεγαλύτερο από αυτόν της τάσης. Στη 2^η φάση (διάρκεια 3-4 χρόνια), παρατηρείται μείωση του ρυθμού ανάπτυξης, η οποία καταλήγει στο ανώτατο σημείο του κύκλου, δηλαδή στη κορυφή. Τέλος, στη 3^η φάση (διάρκεια 1-2 χρόνια) επισημαίνεται μείωση της οικονομικής δραστηριότητας, που καταλήγει στο κατώτατο σημείο του κύκλου. Οι κυκλικές διακυμάνσεις ανάλογα με τη διάρκεια τους στο χρόνο διακρίνονται σε μακροχρόνιες (έως 50 χρόνια → μικρά κύματα του Kondratieff), σε

μέσης διάρκειας ή κυρίως κυκλικές διακυμάνσεις (7-12 χρόνια→ κύκλοι Junglar) και σε βραχυχρόνιους κύκλους ή εμπορικούς κύκλους (3-4 χρόνια→ κύκλοι Kitchin). Σε κάποιες πιο εξειδικευμένες περιπτώσεις, έχουν παρατηρηθεί τόσο οικονομικοί κύκλοι, διάρκειας 15-25 χρόνια όσο και οι επονομαζόμενοι κύκλοι Forrester (200 χρόνια) ή πολιτισμικοί κύκλοι Toffler (1000-2000 χρόνια).

Θα πρέπει σε αυτό το σημείο να τονιστεί ότι η έννοια του οικονομικού κύκλου δεν αναφέρεται σε μια μόνο μεταβλητή, για παράδειγμα στο ΑΕΠ, αλλά επεκτείνεται σχεδόν σε όλες τις οικονομικές μεταβλητές όπως στη κατανάλωση, την επένδυση, τις τιμές κλπ. Αν θεωρήσουμε ως γενικό δείκτη της οικονομικής δραστηριότητας το ΑΕΠ, τότε οι υπόλοιπες μεταβλητές μπορεί να συμπορεύονται, να προηγούνται ή να έπονται του ΑΕΠ (π.χ μια μεταβλητή συμπορεύεται με το ΑΕΠ, αν η κορυφή της συμπίπτει με τη κορυφή του ΑΕΠ). Ακόμη, ορισμένες μεταβλητές κινούνται κατά την αντίθετη φορά (για παράδειγμα, η άνοδος του ΑΕΠ συνοδεύεται από πτώση της ανεργίας) και αυτές καλούνται *αντικυκλικές*. Επιπλέον, μεταβλητές των οποίων η κυκλική διακύμανση είναι θετικά συσχετισμένη με τη κυκλική διακύμανση του ΑΕΠ λέγονται *προκυκλικές* (π.χ επένδυση, προσφορά και ζήτηση χρήματος). Υπάρχει και το ενδεχόμενο να μην υπάρχει καμία θετική ή αρνητική συσχέτιση με το ΑΕΠ. Μεταβλητές, οι οποίες διαθέτουν αυτό το χαρακτηριστικό, λέγονται *ακυκλικές* με πιο κοινό παράδειγμα το πραγματικό επιτόκιο.

1.1.1 Κύκλοι Kondratieff

Σύμφωνα με τη θεωρία των μακρών κυμάτων, που διατύπωσε πρώτος ο Ρώσος οικονομολόγος Nicolai D. Kondratieff, υπάρχουν 25 περίπου χρόνια ευημερίας (άνοδος τιμών και παραγωγής), τα οποία τα διαδέχονται 25 χρόνια πτώσης αυτών. Στις σχετικές έρευνες παρατηρήθηκαν 5 κύματα:

- 1^ο κύμα: 1789-1816 & 1816-1847
- 2^ο κύμα: 1847-1873 & 1873-1896
- 3^ο κύμα: 1896-1921 & 1929-1945
- 4^ο κύμα: 1945-1973 & 1973-1990
- 5^ο κύμα: 1990-2015

Η 1^η περίοδος αναφέρεται στα χρόνια της ανάπτυξης της οικονομίας ενώ το 2^ο σκέλος στην ύφεση της οικονομίας. Ο Kondratieff διαπίστωσε ότι τα χρόνια της ανάπτυξης είναι περισσότερα από τα χρόνια της ύφεσης και οι διακυμάνσεις αυτές εκδηλώνονται στις καπιταλιστικές χώρες (Αγγλία, Γαλλία, Γερμανία και ΗΠΑ).

1.1.2 Κύκλοι Kitchin

Οι βραχυχρόνιες διακυμάνσεις σχετίζονται με τις βραχυχρόνιες μεταβολές των τιμών, της παραγωγής, της απασχόλησης που οφείλονται κυρίως σε μεταβολές των αποθεμάτων εμπορευμάτων και σε εφευρέσεις μηχανημάτων που μπορούν να παραχθούν σε σύντομο χρονικό διάστημα. Η πραγματοποίηση των κύκλων Kitchin δεν οδηγεί σε κάποια μεγαλύτερη οικονομική κρίση, ενώ είναι αποτέλεσμα του καπιταλιστικού συστήματος.

1.1.3 Κύκλοι Junglar

Η θεωρία των κυρίως κυκλικών διακυμάνσεων διατυπώθηκε το 1860 από τον Γάλλο οικονομολόγο Clement Junglar. Οι κύκλοι, σε αυτή την περίπτωση, αποδίδονται στις επενδύσεις σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό και η διαδικασία τους παρουσιάζει συνεχώς τα ίδια χαρακτηριστικά, ξεκινώντας από μια ανεπτυγμένη οικονομία και έναν κλάδο της που βρίσκεται σε πλήρη ανάπτυξη, έπειτα οι επιπτώσεις μετακυλούνται στις τιμές των χρηματιστηρίων και η κρίση τελικά παίρνει πραγματικές διαστάσεις, αφού επηρεάζονται οι πραγματικές μεταβλητές της οικονομίας (δηλαδή ΑΕΠ, ανεργία, τιμές και κέρδη). Αυτοί οι κύκλοι είναι γνωστοί και ως επιχειρηματικοί κύκλοι και διακρίνονται στα παρακάτω 4 στάδια, καθένα από τα οποία συνδέεται με τις τιμές, τη παραγωγή και τα επιτόκια:

- ✓ Η άνοδος
- ✓ Η κρίση
- ✓ Η ύφεση
- ✓ Η ανάκαμψη

1.1.4 Γενικά χαρακτηριστικά ενός οικονομικού κύκλου

Λαμβάνοντας υπ' όψιν, ότι η μεταβλητότητα της οικονομίας δε καθιστά δυνατή την ακριβή επανάληψη του ίδιου κύκλου δια μέσου του χρόνου, διακρίνουμε τις παρακάτω 6 φάσεις του κύκλου:

- I. Η περίοδος, κατά την οποία οι προωθητικές δυνάμεις της οικονομίας οδηγούν σε ταχεία αύξηση του εισοδήματος. Αυξάνονται σημαντικά οι παραγγελίες για αύξηση των επενδύσεων σε αποθέματα και για την απόκτηση νέων διαρκών καταναλωτικών αγαθών (ύψος κερδών και μισθών → αύξηση παραγωγικής δραστηριότητας).
- II. Στη παρούσα φάση, αρχίζουν να εμφανίζονται οι συμπιεστικές δυνάμεις με αποτέλεσμα τη χαλάρωση του ρυθμού ανάπτυξης. Κυριαρχεί έντονα η επένδυση σε πάγιο κεφάλαιο, αντιθέτως με τη ζήτηση για το σχηματισμό αποθεμάτων και τη ζήτηση διαρκών καταναλωτικών αγαθών, που εμφανίζονται μειωμένες (αυξανόμενο κόστος → αύξηση τιμών).
- III. Οι προωθητικές δυνάμεις εξαφανίζονται και ο ρυθμός ανάπτυξης σταματά.
- IV. Οι συσταλτικές δυνάμεις της οικονομίας αρχίζουν να επενεργούν με αποτέλεσμα την έντονη μείωση της οικονομικής δραστηριότητας. Η οριακή ροπή προς τη κατανάλωση είναι χαμηλή, το κόστος παραγωγής υψηλό, οι τιμές και το ύψος του επιτοκίου υψηλά με αποτέλεσμα την αναθεώρηση των όποιων σχεδίων για επενδύσεις των παραγωγικών μονάδων.
- V. Αρχίζει ο περιορισμός των συσταλτικών παραγόντων και η εμφάνιση ορισμένων επεκτατικών δυνάμεων, οι οποίες περιορίζουν το ρυθμό ύφεσης της οικονομίας. Η πορεία των επενδύσεων, της κατανάλωσης, του εισοδήματος, της παραγωγής και της απασχόλησης είναι πτωτική. Ωστόσο, η εξάντληση των αποθεμάτων και η μείωση της κατανάλωσης αρχίζουν να θέτουν ορισμένους φραγμούς στην πτωτική πορεία της οικονομίας.

- VI. Τέλος, έχουν εξουδετερωθεί πλέον οι δυνάμεις συμπίεσης της οικονομίας. Η οικονομία βρίσκεται σε κατάσταση στασιμότητας και αναμονής νέων προωθητικών δυνάμεων. Οι επενδύσεις παραμένουν σε χαμηλά στάδια και η ανεργία υψηλά.

Διάγραμμα 1.1

Διάγραμμα φάσεων του επιχειρηματικού κύκλου



(Πηγή: macroeconomics4u.blogspot.gr/2011/02/business-cycles.html)

Κατά τη διάρκεια των οικονομικών διακυμάνσεων λοιπόν, μεταβάλλονται όλα τα μεγέθη της οικονομίας (απασχόληση, εθνικό προϊόν, επενδύσεις κλπ), τα οποία αποτελούν και την *οικονομική δραστηριότητα*. Η συνεχής συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας (διαρκής και αισθητή μείωση) προκαλεί την *οικονομική κρίση* σε μια κοινωνία, τη 2^η φάση των οικονομικών κύκλων.

1.2 Χρηματοπιστωτικές κρίσεις

1.2.1 Ορισμός και χαρακτηριστικά

Με τον όρο χρηματοπιστωτική κρίση ορίζεται η κατάσταση, που χαρακτηρίζεται από έντονες αναταραχές στην αξία των περιουσιακών στοιχείων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, στη πρόσβασή τους στη χρηματοδότηση ή στην εμπιστοσύνη του πελάτη, ακόμα και μέχρι το σημείο διακινδύνευσης της βιωσιμότητας.

Μια χρηματοοικονομική κρίση μπορεί να προκύψει ως αποτέλεσμα της υπερεκτίμησης των ιδρυμάτων και των περιουσιακών στοιχείων και υπάρχει το ενδεχόμενο να επιδεινωθεί εξαιτίας αλόγιστης επενδυτικής συμπεριφοράς. Μια ραγδαία σειρά από ρευστοποιήσεις, στη συνέχεια, μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα χαμηλότερη τιμολόγηση στα αγαθά ή μεγαλύτερο ποσοστό αναλήψεων στις καταθέσεις. Αν δεν υπάρξει ενδεδειγμένος έλεγχος, η κρίση θα οδηγήσει την οικονομία και κατ' επέκταση την οικονομική δραστηριότητα σε ύφεση.

Παραδείγματα χρηματοπιστωτικών κρίσεων είναι εκείνη του 1930 στις ΗΠΑ η οποία πυροδότησε τη «Μεγάλη Οικονομική Κρίση» και η αμερικανική χρηματοπιστωτική κρίση της περιόδου 2007-2009 η οποία εξελίχθηκε σε παγκόσμια κρίση.

1.2.2 Κατηγορίες χρηματοοικονομικών κρίσεων

Καθώς οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις μπορούν να λάβουν ποικίλες διαστάσεις και μορφές, στα πλαίσια ταξινόμησης, σε γενικές γραμμές δυο είδη ξεχωρίζουν. Το πρώτο περιλαμβάνει κρίσεις, οι οποίες ταξινομούνται με βάση αυστηρά ποσοτικά κριτήρια. Ο όρος *νομισματική κρίση* σχετίζεται με μια κερδοσκοπική επίθεση στο νόμισμα (με αποτέλεσμα μεγάλη υποτίμηση) ή με την επιβολή στις αρχές τη προάσπιση του νομίσματος, δαπανώντας τεράστια ποσά διεθνών διαθεσίμων ή με ταχύτατα αυξανόμενα επιτόκια ή ακόμα και με την καθιέρωση capital controls. Παράλληλα, μια *κρίση απότομης παύσης* μπορεί

να οριστεί ως μια σημαντική (και σε πολλές περιπτώσεις αιφνίδια) πτώση των παγκόσμιων εισροών κεφαλαίων ή μια απότομη μεταστροφή στις συνολικές ροές κεφαλαίων σε μια χώρα, σε συνδυασμό με μια εκτεταμένη άνοδο στα πιστωτικά περιθώρια.

Το 2^ο είδος χρηματοοικονομικών κρίσεων αναφέρεται σε κρίσεις που βασίζονται στο μεγαλύτερο μέρος τους σε ποιοτική και υποκειμενική ανάλυση. Μια *κρίση εξωτερικού χρέους* λαμβάνει χώρα όταν το κράτος αδυνατεί (ή δεν επιθυμεί) να αποπληρώσει το εξωτερικό του χρέος. Μπορεί να πάρει τη μορφή κρίσης ιδιωτικού ή δημοσίου χρέους. Επιπλέον, μια *κρίση του εγχώριου δημόσιου χρέους* υπάρχει όταν η εκάστοτε κυβέρνηση δεν ανταποκρίνεται στις εθνικές δημοσιονομικές υποχρεώσεις της στη πραγματικότητα, είτε αθετώντας τις υποσχέσεις της, είτε “φουσκώνοντας” ή απαξιώνοντας το συνάλλαγμα της, ή υιοθετώντας κάποιες άλλες μορφές οικονομικής καταστολής. Συνεχίζοντας, σε μια *συστημική τραπεζική κρίση*, οι πραγματικές ή εικονικές αναλήψεις από τις τράπεζες και οι πτωχεύσεις οδηγούν τα τραπεζικά συστήματα να αναστέλλουν τη μετατρεψιμότητα των υποχρεώσεων τους ή να εξαναγκάζουν τη κυβέρνηση να παρέμβει για την αποφυγή των παραπάνω, επεκτείνοντας τη ρευστότητα και την κεφαλαιουχική ενίσχυση σε μεγάλη κλίμακα.

Τέλος, είναι πιθανές αρκετές κατηγοριοποιήσεις των κρίσεων, ανεξάρτητα όμως από αυτές, υπερκαλύπτονται. Ένας μεγάλος αριθμός τραπεζικών κρίσεων, για παράδειγμα, σχετίζεται με επεισόδια κρίσεων απότομης παύσης και νομισματικές κρίσεις.

1.2.3 Αιτίες και συνέπειες

Συχνά παρατηρείται ότι για να υπάρξει επιτυχημένη επένδυση, ο κάθε επενδυτής στη χρηματοοικονομική αγορά θα πρέπει να προβλέψει τη κινητικότητα των υπολοίπων. Ο γνωστός μεγαλοεπενδυτής και διαχειριστής αντισταθμιστικών κεφαλαίων George Soros ονόμασε αυτή την ανάγκη για πληροφόρηση της τάσης των υπολοίπων, *reflexivity*. Παρομοίως, ο Keynes είχε παρομοιάσει τις χρηματοοικονομικές αγορές με τα καλλιστεία ομορφιάς, στα οποία ο κάθε συμμετέχων προσπαθεί να προβλέψει ποιο μοντέλο οι υπόλοιποι

θεωρούν πιο όμορφο. Η κυκλικότητα και οι ‘προφητείες’, γεμάτες αυτοπεποίθηση, μπορεί να μεγαλοποιηθούν όταν δεν είναι διαθέσιμες αξιόπιστες πληροφορίες, λόγω ασαφών στοιχείων ή και έλλειψη αυτών.

Σε άλλες περιπτώσεις, επενδυτές τείνουν να συνδυάζουν τις επιλογές τους. Για παράδειγμα, κάποιος που θεωρεί ότι οι υπόλοιποι αγοράζουν πολλά ιαπωνικά γιεν, αναμένει και πτώση της αξίας του νομίσματος, οπότε προχωράει και ο ίδιος στην αγορά του. Παράλληλα, ένας καταθέτης στην Indymac Bank, που έχει τη πεποίθηση ότι οι άλλοι έχουν τη τάση να πραγματοποιούν αναλήψεις των κονδυλίων τους, περιμένει την αποτυχία της τράπεζας. Έτσι, αποσύρει και ο ίδιος τα χρήματά του από αυτή. Υποστηρίζεται ότι εάν άτομα ή και επιχειρήσεις έχουν ισχυρά κίνητρα να ‘αντιγράφουν’ τις κινήσεις άλλων, τότε έρχονται στην επιφάνεια ισχυρές προβλέψεις. Στο προαναφερθέν παράδειγμα, ο κόσμος αναμένει αύξηση της τιμής του νομίσματος και το γεγονός αυτό αποκλειστικά, μπορεί να προκαλέσει την επαύξηση της αξίας, ή η προσμονή των καταθετών για χρεωκοπία της τράπεζας. Γι’ αυτό το λόγο, οι χρηματοοικονομικές κρίσεις δημιουργούν έναν φαύλο κύκλο, καθώς οι επενδυτές αποφεύγουν ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή επενδυτικά αγαθά, έχοντας την άποψη ότι και οι υπόλοιποι θα κάνουν το ίδιο (Καραμούζης, 2009).

Σε συνδυασμό με όλα τα παραπάνω, η μόχλευση (που σημαίνει, ο δανεισμός σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις) συχνά θεωρείται ότι συμβάλλει μέγιστα στην γιγάντωση της κρίσης. Όταν ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα (ή ακόμα και ένα άτομο) επενδύει τα χρήματά του αποκλειστικά, στη χειρότερη περίπτωση θα χάσει αυτό το ποσό. Αντιθέτως, όταν δανείζεται με στόχο να επενδύσει περισσότερα, είτε θα κερδίσει περισσότερα είτε θα χάσει περισσότερα από όσα έχει. Άρα, η μόχλευση μεγεθύνει τις πιθανότητες επιστροφών από τις επενδύσεις, αλλά και δημιουργεί και κίνδυνο χρεωκοπίας. Εφόσον η πτώχευση σημαίνει αδυναμία της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της απέναντι σε άλλες, τότε μπορεί να διασπείρει τον κίνδυνο από τη μια εταιρεία στην άλλη. Ο μέσος βαθμός της μόχλευσης σε μια οικονομία συνήθως αυξάνεται πριν την χρηματοοικονομική κρίση.

Ένας ακόμη παράγοντας (υπεύθυνος για την ανάδειξη οικονομικής κρίσης) θα μπορούσαν να θεωρηθούν οι αναντιστοιχίες ενεργητικού και παθητικού, μια κατάσταση στην οποία το ρίσκο που σχετίζεται με τα χρέη της επιχείρησης και τα περιουσιακά στοιχεία δεν συμβαδίζουν. Για παράδειγμα, οι

εμπορικές τράπεζες προσφέρουν λογαριασμούς καταθέσεων, οι οποίες μπορούν να αποσυρθούν οποιαδήποτε στιγμή και χρησιμοποιούν τα κέρδη για να δημιουργήσουν μακροχρόνια δάνεια σε επιχειρήσεις ή ιδιοκτήτες ακινήτων. Η ασυμβατότητα αυτή ανάμεσα στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της τράπεζας (καταθέσεις) και τα μακροχρόνια αγαθά (δάνεια) θεωρείται ως ένας από τους λόγους που οι πελάτες αποχωρούν από τις τράπεζες με τα κεφάλαια τους πολύ νωρίτερα από ότι η τράπεζα παίρνει πίσω τις εισπράξεις από τα δάνεια.

Πολλοί αναλυτές των χρηματοοικονομικών κρίσεων, σύμφωνα και με στοιχεία της Eurobank EFG Economic Research, δίνουν έμφαση στο ρόλο των επενδυτικών λαθών, τα οποία γίνονται είτε λόγω έλλειψης γνώσης είτε λόγω ατελειών στην ανθρώπινη λογική. Οι ιστορικοί επισημαίνουν ότι οι κρίσεις συχνά ξεκινούν ως επακόλουθο τεράστιων οικονομικών ή τεχνολογικών καινοτομιών, οι οποίες εξοπλίζουν τους επενδυτές με νέες χρηματοοικονομικές δυνατότητες. Αρκετές χρηματοπιστωτικές κρίσεις, στη σύγχρονη εποχή, ήρθαν στην επιφάνεια ως αποτέλεσμα αλλαγών στο επενδυτικό περιβάλλον, οι οποίες με τη σειρά τους προκλήθηκαν από την δημοσιονομική απορρύθμιση, όπως επίσης και η κατάρρευση του τομέα των ηλεκτρονικών επιχειρήσεων ξεκίνησε από τον παράλογο ενθουσιασμό για τη τεχνολογία του διαδικτύου. Η αδυναμία εξοικείωσης με τις σύγχρονες τεχνολογικές και οικονομικές εφευρέσεις θα μπορούσε εν μέρει να συμβάλλει στην επεξήγηση της υπερεκτίμησης των αγαθών. Επιπλέον, καθώς επενδυτές σε μια νέα τάξη πραγμάτων κερδοφορούν, ανεβάζοντας τις τιμές των αγαθών ενώ κάποιοι ενημερώνονται ακόμα σχετικά με την καινοτομία, τότε πολλοί περισσότεροι θα ακολουθήσουν το παράδειγμα των πρώτων, οδηγώντας τη τιμή σε υψηλότερα επίπεδα, ελπίζοντας σε κέρδη. Αυτή η “συμπεριφορά κοπαδιού” προκαλεί αύξηση των τιμών, ιδιαίτερα υψηλή σε σχέση με τη πραγματική αξία των περιουσιακών στοιχείων και μια κρίση θα ήταν αναπόφευκτη.

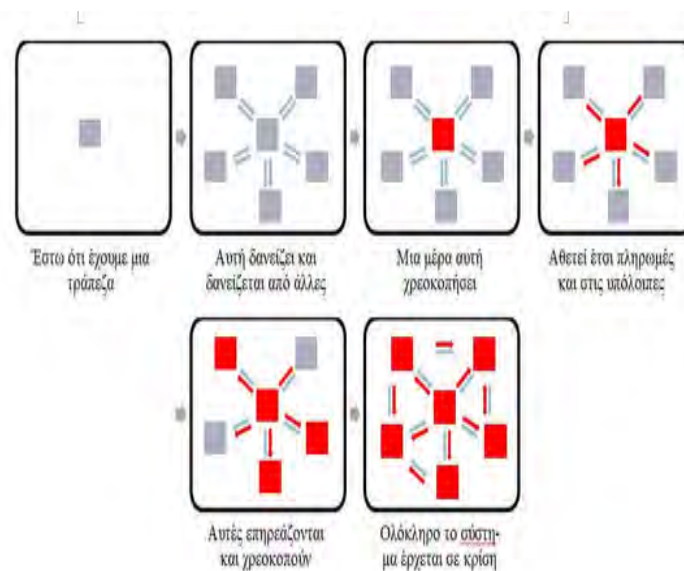
Ένας μεγάλος αριθμός κυβερνήσεων έχουν καταβάλλει προσπάθειες να μετριάσουν ή και να εξαλείψουν τις οικονομικές κρίσεις εντάσσοντας τον χρηματοοικονομικό τομέα σε κανονισμούς. Ένας καίριος στόχος αυτών των ενεργειών είναι η διαφάνεια, δημοσιοποιώντας τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων (μέσω συχνής αναφοράς με βάση συγκεκριμένες λογιστικές διαδικασίες). Εναλλακτικά, σκοπός της κανονικοποίησης των χρηματοοικονομικών είναι η διασφάλιση ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα

διαθέτουν επαρκή επενδυτικά αγαθά, ώστε να ανταποκριθούν στις συμβατικές τους υποχρεώσεις, δια μέσου εφεδρικών προαπαιτούμενων, κεφαλαιουχικών απαιτήσεων και άλλων περιορισμών στη μόχλευση. Ορισμένες χρηματοοικονομικές κρίσεις έχουν αποδοθεί στην αναποτελεσματικότητα των ρυθμίσεων και οδήγησαν σε αλλαγές, με στόχο να αποφευχθεί μια επανάληψη. Από την άλλη πλευρά, και πλεονάζοντες έλεγχοι και κανονισμοί είναι υπεύθυνοι για την εξάπλωση μιας κρίσης. Πιο συγκεκριμένα, η συμφωνία της Βασιλείας II έχει δεχθεί κριτική για τις απαιτήσεις της από τις τράπεζες για αύξηση κεφαλαίου, καθώς οι κίνδυνοι αυξάνονται. Αυτό το γεγονός υπάρχει πιθανότητα να συμβάλει στην ελαχιστοποίηση της δανειοδότησης, τη στιγμή που το κεφάλαιο είναι μηδαμινό και κατά συνέπεια, στην επιδείνωση της κρίσης.

Οι διεθνείς ρυθμιστικές προσεγγίσεις ερμηνεύτηκαν στα πλαίσια ρυθμιστικής συμπεριφοράς (herding), βαθαίνοντας ακόμα περισσότερο το αγοραστικό herding και επαυξάνοντας το συστημικό ρίσκο. Από αυτή την οπτική γωνία, η διατήρηση ποικιλόμορφων ρυθμιστικών καθεστώτων θα ήταν μια δικλείδα ασφαλείας. Τέλος, η μετάδοση της κρίσης αναφέρεται στην ιδέα, κατά την οποία οι οικονομικές κρίσεις εκτείνονται από τον έναν χρηματοπιστωτικό θεσμό στον άλλον, όπως ακριβώς συμβαίνει και με τις αναλήψεις τραπεζών που διασπείρονται από τη μια στην άλλη, ή από μια χώρα στην άλλη ή με τις νομισματικές κρίσεις, το δημόσιο χρέος και τις χρεωκοπίες στο χρηματιστήριο. Όταν η αποτυχία ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος απειλεί τη σταθερότητα των υπολοίπων, αυτό ονομάζεται συστημικό ρίσκο (Χαρδούβελης, 2009).

Διάγραμμα 1. 2

Η δημιουργία χρηματοπιστωτικής κρίσης εξαιτίας πτώχευσης χρηματοπιστωτικού ιδρύματος

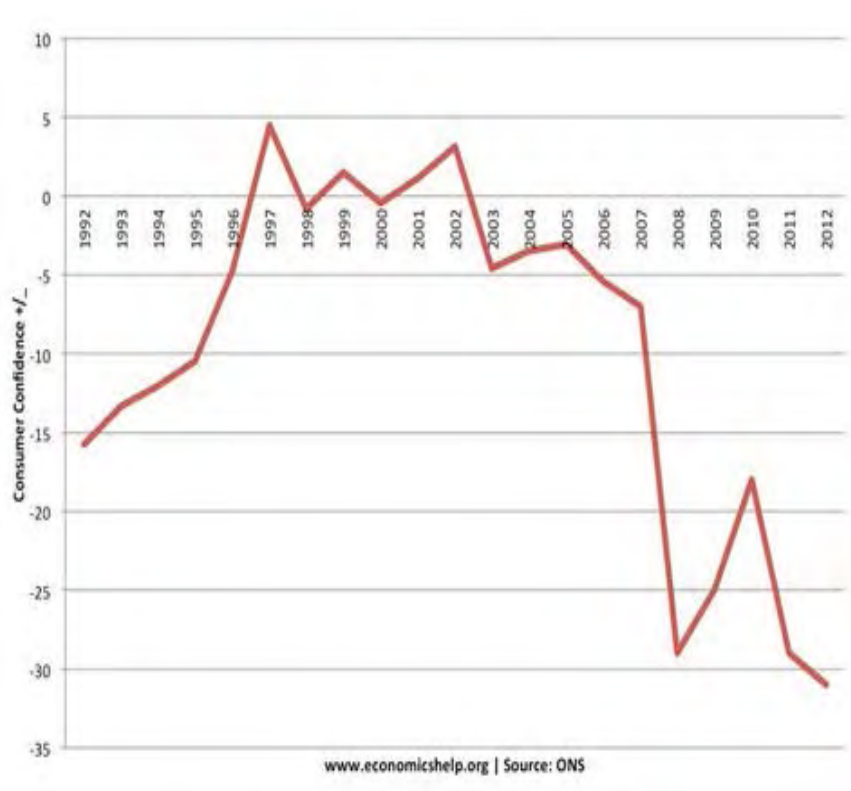


(Πηγή: www.dailyeconomics.gr/oikonomikoi-oroι/chrmatopistwtikh-krish)

Το τίμημα της χρηματοοικονομικής κρίσης στη πραγματική οικονομία παραμένει για μεγάλο χρονικό διάστημα ανεξερεύνητο, κυρίως λόγω της δυσκολίας να γίνει μια τέτοια αξιολόγηση. Καθώς η αποστροφή του υψηλού κινδύνου παρουσιάζει άνοδο, οι μακροχρόνιες επιπτώσεις μπορεί να γίνουν αρκετά σοβαρές. Έχει αναγνωρισθεί το γεγονός ότι οι οικονομίες στηρίζονται στο αίσθημα της εμπιστοσύνης των καταναλωτών. Όταν επιχειρήσεις και οι απλοί άνθρωποι δε νιώθουν ασφάλεια απέναντι στους φορείς χάραξης πολιτικής, αποθαρρύνονται από τη κατανάλωση και έτσι, τα τραπεζικά συστήματα υπόκεινται σε ανεπάρκεια πόρων (αφού οι καταθέσεις των πολιτών αποτελούν κάποιες από τις πηγές των τραπεζικών κεφαλαίων).

Διάγραμμα 1.3

Επεξήγηση του «παραμυθιού» της εμπιστοσύνης

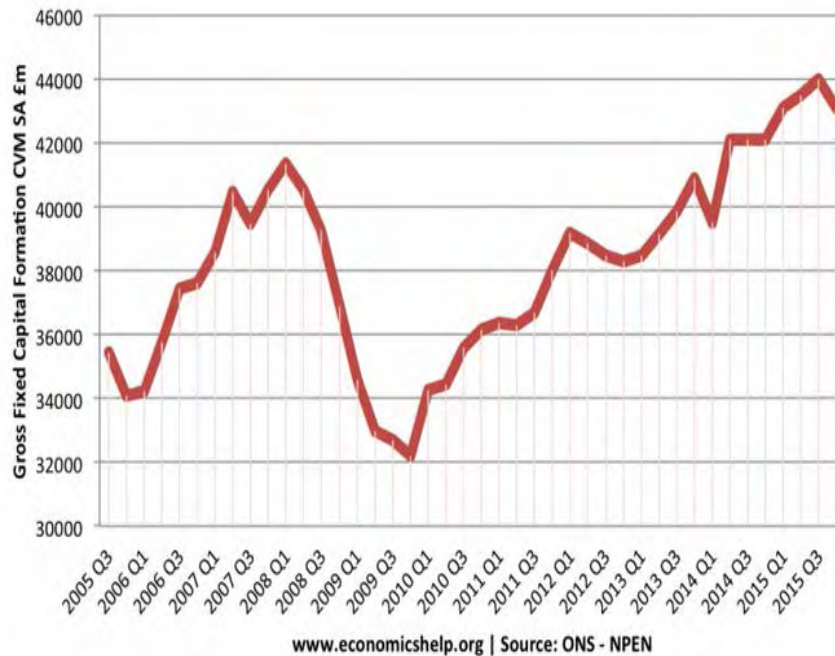


(Πηγή: www.economicshelp.org/blog/5295/economics/confidence-fairy-explained/)

Επιπλέον, όταν οι τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χαρακτηρίζονται από ανασφάλεια, απέχουν από τη δανειοδότηση. Εμφανίζουν διστακτικότητα στο δανεισμό σε επιχειρήσεις οι οποίες στοχεύουν σε επικίνδυνες επενδύσεις.

Διάγραμμα 1.4

Επενδυτική συμπεριφορά στο Ηνωμένο Βασίλειο



(Πηγή: www.economicshelp.org/blog/6380/economics/investment-in-uk-business-and-public-sector/)

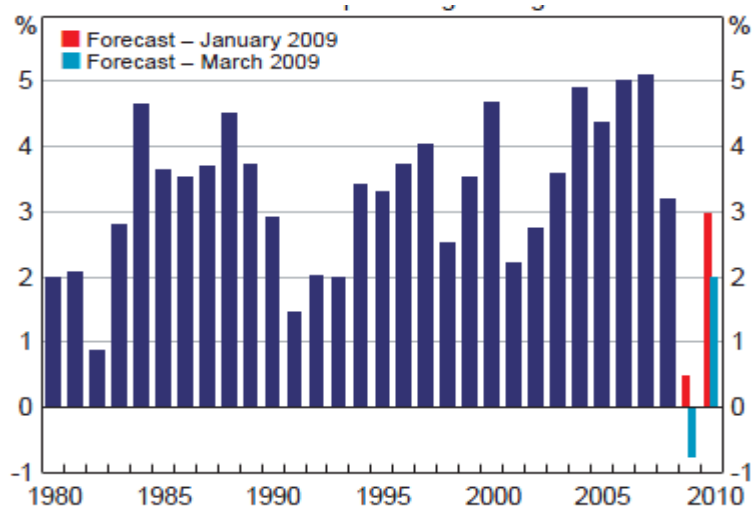
Ξαφνικά, εργασίες, οι οποίες τις ευνοϊκές μέρες φαινόταν να είναι επικερδείς, εν μέσω κρίσης (αυστηρότητα σε ρυθμίσεις και απαιτήσεις κεφαλαίων) μετατρέπονται σε επικίνδυνες και λιγότερο προσιτές. Την εντατικοποίηση της σύγχρονης κρίσης (εκείνη που αναδύθηκε έπειτα από τη χρεωκοπία της Lehman Brothers) ακολούθησε η επιδείνωση διαφόρων μακροοικονομικών δεικτών. Η βιομηχανική παραγωγή μειώθηκε σημαντικά στο μεγαλύτερο μέρος του κόσμου και η κερδοφορία των επιχειρήσεων, πλέον, έγινε μηδαμινή (Μπάουμαν, 2008).

Οι πρώτες ύλες (σε περιόδους ανόδου, ευδοκίμουσαν) παρουσίασαν αισθητή κάμψη και υπήρξε μια σημαντική συστολή στο διεθνές εμπόριο. Στο περιβάλλον αυτό, όσοι κάνουν προβλέψεις σχετικά με την αύξηση της παραγωγής θα έπρεπε να τις περιορίζουν συνεχώς. Όπως είναι φανερό στο διάγραμμα 3, η IMF προέβλεψε ότι η παγκόσμια παραγωγή θα συρρικνωθεί το

2009. Και αυτή θα είναι η πρώτος μεγάλος περιορισμός παραγωγής μετά τον 2^ο Παγκόσμιο Πόλεμο.

Διάγραμμα 1.5

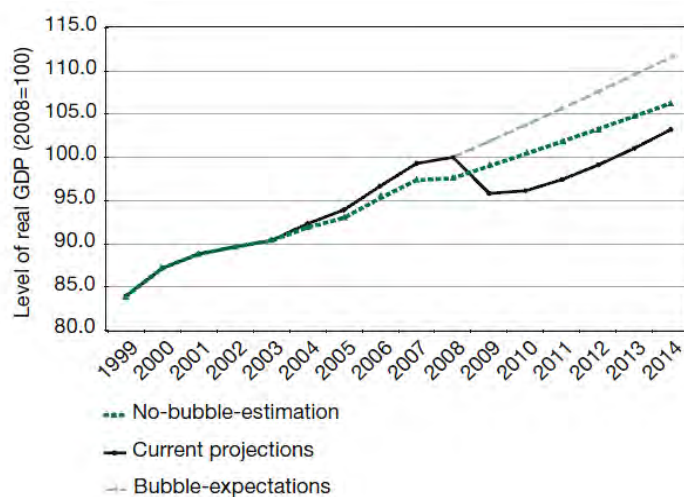
Παγκόσμιο ΑΕΠ



(Πηγή: International Monetary Fund, IMF)

Διάγραμμα 1.6

Μακροπρόθεσμες επιπτώσεις στο ΑΕΠ της Ευρώπης



(Πηγή: archive.intereconomics.eu/year/2010/1/the-impact-of-the-financial-crisis-on-the-real-economy)

Η ασθενής μακροοικονομική προοπτική συνεπάγεται το γεγονός ότι οι δανειστές έχουν γίνει περισσότερο ριψοκίνδυνοι. Μερικοί ενδέχεται να αντιμετωπίσουν περισσότερη δυσκολία στην εξυπηρέτηση των χρεών τους. Τα επισφαλή δάνεια αυξάνονται σε σχέση με τη γενική δανειοδότηση, όταν επικρατεί οικονομική κάμψη και η παγκόσμια υφιστάμενη οικονομική ύφεση δεν αποτελεί εξαίρεση. Στη σύγχρονη εποχή, αυτό μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τη κερδοφορία των ήδη αποδυναμωμένων τραπεζικών τομέων στις κυρίαρχες οικονομίες.

Συνοψίζοντας, λοιπόν, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις οδηγούν στα παρακάτω γεγονότα:

- διεθνής μείωση στην αγορά μετοχών και αύξηση στη παγκόσμια αποστροφή κινδύνου
- πτώση των υπερβολικών κερδών στον χρηματοοικονομικό τομέα
- καμία σημαντική αλλαγή στις αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων, αλλά πτώση στα ομόλογα των οικονομιών- κλειδί παγκοσμίως
- υποτίμηση του νομίσματος

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΚΡΙΣΕΩΝ ΧΡΕΟΥΣ

2.1. Κατηγορίες Κρίσεων Χρέους

Κρίση Χρέους: Δύο λέξεις μόνο, αλλά μερικά από τα μεγαλύτερα γεγονότα όλης της χρηματοοικονομικής ιστορίας. Μια κρίση χρέους είναι ο γενικός όρος για τη διάδοση του τεράστιου δημόσιου χρέους σχετικά με τα φορολογικά έσοδα, ειδικότερα αναφορικά με τις χώρες της Λατινικής Αμερικής κατά το έτος 1980, τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και την Ευρωπαϊκή Ένωση από τα μέσα του 2000 και τις Κρίσεις Χρέους της Κινέζικης Οικονομίας το 2015. Τα κράτη-μέλη, στα οποία επίδρασε η κρίση χρέους, αδυνατούσαν να αποπληρώσουν το δημόσιο χρέος ή ακόμα και να διασώσουν υπερχρεωμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, χωρίς την επικουρία τρίτων (Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Ευρωπαϊκή Επιτροπή και Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα). Οι αιτίες των κρίσεων αυτών περιλαμβάνουν υψηλός κίνδυνος πρακτικών δανεισμού και καταθέσεων, έκρηξη της κερδοσκοπικής ‘φούσκας’ και η πραγματοποίηση σημαντικών δαπανών. Ενδεικτικές συνέπειες είναι η μείωση από τη πλευρά των επενδυτών της έκθεσής τους σε διεθνή επενδυτικά προϊόντα και η υποτίμηση του νομίσματος (AlphaBank, 2012).

Όπως ακριβώς τα άτομα και οι οικογένειες δανείζονται χρήματα ώστε να πληρώσουν για το σπίτι τους ή την εκπαίδευση τους, έτσι και οι χώρες δανείζονται από ιδιωτικές αγορές κεφαλαίων, διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και κυβερνήσεις με στόχο να πληρώσουν για υποδομές (για παράδειγμα δρόμοι, δημόσιες υπηρεσίες και κλινικές υγείας), να διευθύνουν ένα υπουργείο ή ακόμα και να αγοράσουν όπλα. Επιπλέον, θα πρέπει να αποπληρώσουν το κεφάλαιο και το επιτόκιο στα δάνεια, που δανείστηκαν. Όταν ένας λαός δανείζεται χρήματα, οι πολίτες δεν ενημερώνονται απαραίτητα για το σκοπό του δανείου, τους όρους και τις συνθήκες του. Σε πρακτικό επίπεδο, μερικές κυβερνήσεις χρησιμοποίησαν δάνεια για διεργασίες, οι οποίες δεν ανταποκρίνονται στο ελάχιστο όριο της κοινωνικής, οικολογικής ή ακόμα και οικονομικής βιωσιμότητας. Κατά καιρούς, τα προαναφερθέντα δάνεια χρησιμοποιήθηκαν για τον πλουτισμό συγκεκριμένης ομάδας ανθρώπων. Σε άλλες περιπτώσεις, παρόλο που αυτά τα χρήματα στόχευαν σε θεμιτές διαδικασίες, οικονομικές συνθήκες πέραν του ελέγχου του κράτους, έκαναν τη πληρωμή των δανείων ανέφικτη. Μια χώρα σε αδυναμία δε μπορεί να κηρύξει πτωχευτικές

διαδικασίες. Σε διεθνές επίπεδο, οι πιστωτές(και όχι ένα δικαστήριο) αποφασίζουν εάν και κάτω από ποιες συνθήκες θα απαιτήσουν από τη χώρα να εξοφλήσει το χρέος της.

Σε γενικότερες γραμμές, μια κρίση χρέους είναι η κατάσταση στην οποία κάποιος (ανεξάρτητα από το αν είναι ένα μεμονωμένο άτομο ή μια επιχείρηση ή μια χώρα) οφείλει περισσότερα από όσα έχει την ικανότητα να αποπληρώσει στα δάνεια του. Σύμφωνα με τους ειδικούς ερευνητές, διακρίνονται τρία είδη κρίσεων χρέους, όπως παρουσιάζονται παρακάτω (Mishkin, 1999).

➤ **Κρίση Χρέους των νοικοκυριών**

Μια κρίση χρέους στα νοικοκυριά συμβαίνει όταν η οικογένεια παρουσιάζει αδυναμίες στις μηνιαίες πληρωμές. Υπάρχουν τρία είδη χρέους των νοικοκυριών.

- Ενυπόθηκα δάνεια, συμπεριλαμβανομένης της πρώτης και δεύτερης υποθήκης και τα πιστωτικά όρια ιδίων κεφαλαίων.
- Χρέος μέσω πιστωτικών καρτών, γνωστό και ως ανανεώσιμη πίστωση.
- Δάνεια για αγορά αυτοκινήτου, επίπλων και φοιτητικά δάνεια, γνωστά και ως μη ανακυκλούμενο χρέος.

Και οι δυο περιπτώσεις των ανανεώσιμων και μη χρεών είναι είδη οφειλών των καταναλωτών. Οποιαδήποτε αιφνίδια απώλεια εισοδήματος ή αύξηση στις τιμές μπορεί να οδηγήσει στη κρίση, την οποία περιγράφουμε. Ένας μείζων λόγος είναι τα ιατρικά έξοδα (που προκαλούν πάνω από τις μισές χρεωκοπίες στις Ηνωμένες Πολιτείες) σε συνδυασμό με εκτεταμένη ανεργία και ανασφάλιστες ζημιές.

Μια κρίση στα νοικοκυριά υπάρχει το ενδεχόμενο να ανέρχεται σταδιακά. Ένα γεγονός ακόμη που συμβάλλει στην εμφάνιση της είναι η ανεπαρκής δυνατότητα διαχείρισης του χρέους, όπως για παράδειγμα η πληρωμή (και μόνον) των τόκων στις πιστωτικές κάρτες. Επίσης, οι οικονομικές αλλαγές είναι αυτές που συνεπάγονται τη κρίση, π.χ η φούσκα των περιουσιακών στοιχείων, που εξερράγη το 2006. Αρκετοί ιδιοκτήτες ακινήτων είχαν δάνεια που περιλάμβαναν μόνο τους τόκους, οι οποίοι επαναπροσδιορίζονταν μετά το πέρας του ενός χρόνου. Σχεδίαζαν να πουλήσουν τα ακίνητά τους πριν τα γεγονότα, ωστόσο έπειτα από όλα τα παραπάνω, οι τιμές ήταν χαμηλότερες των δανείων. Ακόμη, τα μέτρα κατά της χρεωκοπίας το 2005 ήταν αυτά που προκάλεσαν αρκετές κρίσεις χρέους στα νοικοκυριά. Η νομοθεσία δυσχέραινε τη κατάσταση των οικογενειών, ώστε να κηρύξουν πτώχευση στο καταναλωτικό τους

χρέος. Οι ιδιοκτήτες, αντιθέτως, χρησιμοποίησαν τα ίδια κεφάλαια για να εξοφλήσουν τους λογαριασμούς. Συνεπώς, οι κατασχέσεις των ακινήτων παρουσίασαν άνοδο 14% το 2006 και 200000 περισσότερες οικογένειες έχασαν τα σπίτια τους.

➤ **Επιχειρηματική Κρίση Χρέους**

Μια επιχειρηματική κρίση χρέους συμβαίνει όταν μια εταιρεία δυσκολεύεται να αποπληρώσει τα δάνεια της, γνωστά ως ομόλογα. Έτσι, υποβαθμίζεται σαν μια φτωχή επένδυση, από έναν οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (όπως ο Standard & Poor's). Καθώς συμβαίνει αυτό, γίνεται πιο δαπανηρό για την επιχείρηση να εκδώσει νέα ομόλογα. Εάν δεν πείσει τους πιστωτές ότι έκανε προσπάθειες για το καλύτερο, θα καταπέσει σε μια καθοδική δίνη, όπου η εξόφληση του χρέους χρησιμοποιεί τις ταμειακές ροές, που σε άλλη περίπτωση θα προορίζονταν για επιχειρηματική άνοδο και νέες διεργασίες. Οι επιχειρηματικές κρίσεις είναι αποτέλεσμα διάφορων παραγόντων. Πολλές μικρές επιχειρήσεις γίνονται υποχείριο των κρίσεων, αφού δεν διέθεταν επαρκή κεφάλαια ώστε να καλυφθούν τα έξοδα λειτουργίας, κατά τα πρώτα ανεπικερδή χρόνια. Μια οικονομική ύφεση είναι δυνατόν να επιβάλλει τις άλλοτε κερδοφόρες επιχειρήσεις (πλέον υπόκεινται σε ένα φτωχό επιχειρηματικό μοντέλο ή κατέχουν προϊόντα χωρίς δυναμική παρουσία στον ανταγωνισμό) σε καθεστώς επιχειρηματικής κρίσης.

➤ **Κρίση Δημοσίου Χρέους**

Στη τελευταία περίπτωση, γίνεται λόγος για τη κρίση δημοσίου χρέους που συμβαίνει όταν η χώρα αδυνατεί πλέον να εξοφλήσει τους τόκους των χρεών της. Το κράτος ορίζει ότι ανήσυχοι δανειστές απαιτούν σε μεγαλύτερο βαθμό τη πληρωμή των τόκων σε νέο χρέος. Υπάρχουν τρεις βασικές διαφορές με τα προηγούμενα είδη κρίσεων.

- a. Δεν υπάρχει διεθνές πτωχευτικό δικαστήριο, στο οποίο μπορούν να καταφύγουν οι δανειστές για δίκαιη επίλυση των θεμάτων τους. Αυτό διευκολύνει τη χρεοκοπία των χωρών.
- b. Το δημόσιο χρέος δεν είναι διασφαλισμένο από καμία χρηματοοικονομική συμφωνία. Σχετικά με αυτό, παρομοιάζεται περισσότερο με χρέος πιστωτικής κάρτας παρά με ενυπόθηκο δάνειο ή δάνειο για αγορά αυτοκινήτου.
- c. Οι περισσότερες χώρες έχουν τη δυνατότητα να τυπώσουν το συνάλλαγμα τους με στόχο να αποπληρώσουν το χρέος τους.

Εάν ένα νοικοκυριό ή μια επιχείρηση περικόψει τα έξοδα, θα έχει περισσότερα χρήματα έτσι ώστε να εξοφλήσει τα χρέη του. Καθώς οι δημόσιες δαπάνες είναι ένα στοιχείο του ΑΕΠ, όταν περικόπτεται τα κόστη, μειώνει επιπλέον την οικονομική ανάπτυξη. Είναι όπως ακριβώς όταν ένα νοικοκυριό σταματάει το φαγητό για να πληρώσει το χρέος του. Κρίσεις δημοσίου χρέους προκαλούνται συχνά και όταν οι χώρες συγκεντρώνουν υπερβολικές οφειλές για να πληρώσουν σε πολέμους. Όταν τυπώνουν περισσότερα χρήματα (για να αποπληρώσουν το χρέος), δημιουργούν ένα ακόμα μεγαλύτερο πρόβλημα, υπερπληθωρισμό. Τέλος, αυτού του είδους οι κρίσεις ενδέχεται να αναδυθούν εξαιτίας μιας ύφεσης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, που ήταν η κυριότερη αιτία για τη κρίση της Ισπανίας. Παρόλο που ήταν δημοσιονομικά υπεύθυνη, οι τράπεζες της επένδυσαν μεγάλα ποσά στην αγορά ακινήτων. Όταν έσκασε η ‘‘φούσκα’’, το κράτος παρέλαβε τα χρέη των τραπεζών.

2.2 Μελέτες Περίπτωσης Κρίσεων Χρέους πριν το 2000

Οι αγορές, παρ’ όλη την συλλογική εμπειρογνωμοσύνη τους, προορίζονται προφανώς για επανάληψη της ιστορίας, καθώς ο υπερβολικός ενθουσιασμός ακολουθείται πάντα από υπερβολική απελπισία. Περιοδικές εξάρσεις χάους είναι ένα αναπόφευκτο αποτέλεσμα. Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι ένα λυπηρό στοιχείο της βιομηχανίας, από τις απαρχές της. Τραπεζίτες και οικονομολόγοι παραδέχονται ότι σε μια τόσο μεγάλη, διεθνή και περίπλοκη επιχείρηση, είναι αφελές να σκεφτεί κανείς ότι τέτοια γεγονότα μπορούν να αποφευχθούν. Μια ματιά στον αριθμό των κρίσεων των τελευταίων 30 χρόνων υποδηλώνει ομοιότητα σε μεγάλο βαθμό με ενιαία χαρακτηριστικά την υπέρμετρη ευφορία, την φτωχή ρυθμιστική εποπτεία, την αναξιόπιστη λογιστική, τη νοοτροπία αγέλης και σε πολλές περιπτώσεις την αίσθηση του αλάθητου. Γενικότερα, υπάρχει μια κοινή πεποίθηση από τις χώρες και τις αγορές ότι είναι διαφορετικοί και δεν είναι συνδεδεμένοι με την οικονομία, όπως οι υπόλοιποι. Πολλές όψεις της λατινοαμερικάνικης κρίσης χρέους του 1982 επαναλήφθηκαν αρκετές φορές και υπάρχουν στοιχεία που μπορούν να εφαρμοστούν για τη διερεύνηση των γεγονότων- κρίσεων στην Ευρώπη και αλλού. Παρακάτω, αναλύονται ιστορικά γεγονότα σχετικά με τις βασικότερες κρίσεις χρέους, οι οποίες συντάραξαν τα λιμνάζοντα νερά των χρηματοοικονομικών αγορών

2.2.1 Λατινοαμερικάνικη Κρίση Δημοσίου Χρέους

Αυτή η κρίση αναπτύχθηκε όταν οι χώρες της Λατινικής Αμερικής αρκούσαν σε φθινό εξωτερικό χρέος για πολλά χρόνια, ξαφνικά συνειδητοποίησαν ότι δε μπορούσαν να το αποπληρώσουν. Οι κύριοι ένοχοι, Μεξικό, Βραζιλία και Αργεντινή, δανείζονταν χρήματα για ανάπτυξη και προγράμματα υποδομών. Οι οικονομίες τους άνθιζαν και οι τράπεζες ήταν στην ευχάριστη θέση να παρέχουν δάνεια, μέχρι το σημείο όταν το χρέος της Λατινικής Αμερικής τετραπλασιάστηκε σε 7 χρόνια. Όταν η παγκόσμια οικονομία μπήκε σε ύφεση στα τέλη του 1970, το πρόβλημα επιδεινώθηκε. Τα επιτόκια στη πληρωμή ομολόγων αυξήθηκαν, ενώ η αξία του συναλλάγματος στις χώρες αυτές κατακρημνίσθηκε. Επίσημα η κρίση ξεκίνησε τον Αύγουστο του 1982, όταν ο υπουργός οικονομικών του Μεξικό Jesus Silva-Herzog ανακοίνωσε ότι η χώρα δε μπορεί να πληρώσει τους λογαριασμούς της.

Πέρασαν χρόνια μέχρι την διαχείριση της κρίσης, με τα έθνη της Λατινικής Αμερικής να καταφεύγουν στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο για διάσωση, με αντάλλαγμα αγοραστρεφείς μεταρρυθμίσεις και προγράμματα λιτότητας. Επίσης, οδηγήθηκε το έθνος στη παρθενική δημιουργία των ομολόγων Brady, τα οποία στόχευαν στη μείωση του χρέους σε αυτές τις χώρες, μετατρέποντας το προβληματικό δημόσιο χρέος σε έναν αριθμό διαφορετικών ειδών ομολόγων. Ακόμη, οι τράπεζες είχαν τη δυνατότητα να ανταλλάσσουν απαιτήσεις σε αυτές τις οφειλές για περιουσιακά στοιχεία, κάτι που τις διευκόλυνε στο να κρατούν το χρέος εκτός των ισολογισμών τους.

Μέσα σε αυτή τη τεταμένη περίοδο, ισχυρή πολιτική ηγεσία συνέβαλε στην αντιμετώπιση της κρίσης, χωρίς ωστόσο να ληφθούν υπόψιν οι συνέπειες της. Οι κυβερνήσεις συνέχιζαν να έχουν την άποψη ότι είναι μοναδικές και ότι όσα συμβαίνουν σε άλλες χώρες δεν είναι μαθήματα για αυτές. Από τότε όμως, οι κίνδυνοι εξάπλωσης, μια επείγουσα και τολμηρή πολιτική ηγεσία και το ρίσκο από τις υπερμοχλευμένες τράπεζες είναι τα κύρια χαρακτηριστικά σε κάθε κρίση δημοσίου χρέους.

2.2.2 Κρίση αποταμίευσης και δανεισμού(1980)

Παράλληλα με το γεγονός ότι σχεδιαζόταν μια λύση στη κρίση της Λατινικής Αμερικής, μια εγχώρια κρίση συνέβαινε μπροστά στις ρυθμιστικές αρχές των Η.Π.Α. Η επονομαζόμενη κρίση αποταμίευσης και δανεισμού έλαβε χώρα κατά τη δεκαετία του 1980 μέχρι τις αρχές του 1990, όταν περισσότερες από 700 καταθέσεις και δανειοδοτικές ενώσεις στην Αμερική κήρυξαν πτώχευση. Αυτά τα ιδρύματα δάνειζαν μακροπρόθεσμα με σταθερούς συντελεστές, χρησιμοποιώντας βραχυπρόθεσμες συναλλαγές. Καθώς τα επιτόκια παρουσίαζαν άνοδο, πολλοί χαρακτηρίστηκαν ως αφερέγγυοι. Χάρη σε μια συνεχή ροή απορρυθμίσεων, πολλές επιχειρήσεις ήταν σε θέση να κάνουν χρήση λογιστικών τεχνικών, ώστε να επαναφέρουν τη φερεγγυότητα τους. Κατά μια έννοια, αυτά άρχιζαν να μοιάζουν με σχέδια Ponzi. Το κράτος απάντησε με μια σειρά από ρυθμίσεις, γνωστές ως Θεσμική και Χρηματοπιστωτική Μεταρρύθμιση, Ανάκτηση και Πράξη Επιβολής του 1989.

Σύμφωνα με κάποιους, αυτή η τακτική δεν προχώρησε αρκετά και μέσω αρκετών διαδικασιών, συνέβαλε και στην επέκταση και συνέχιση εξοντωτικού δανεισμού, ο οποίος τελικά θα ήταν ένας καίριος παράγοντας που οδήγησε στην οικονομική κρίση του 2008. Η κρίση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι ένα επακόλουθο της κρίσης καταθέσεων και δανείων. Οι κυβερνήσεις, όχι ότι δεν προσπάθησαν καν για την εξάλειψη της, αντιθέτως αναίρεσαν οτιδήποτε ήταν λειτουργικό.

2.2.3 Χρεοκοπία στο χρηματιστήριο-1987

Ανεξάρτητα από το σοκ που προκάλεσε η κρίση αποταμιεύσεων και δανεισμού, δυο ακόμα κρίσεις έλαβαν χώρα πριν τη πράξη του 1989. Η πιο αξιοσημείωτη ήταν η πτώχευση στο χρηματιστήριο, το 1987, όταν τα διεθνή χρηματιστήρια κατέρρευσαν, συμπεριλαμβανομένου και της Αμερικής όπου οι μετρήσεις του Dow Jones έχασαν 508 πόντους ή 23% της αξίας τους. Οι αιτίες αυτού του γεγονότος ακόμα εξετάζονται αν και η ανάπτυξη προγραμμάτων συναλλαγών, όπου οι υπολογιστές πραγματοποιούσαν μεγάλο αριθμό συναλλαγών σε ταχύ ρυθμό θεωρήθηκε από πολλούς οικονομολόγους ο

κυριότερος λόγος της κατάρρευσης. Πολλοί ήταν προγραμματισμένοι να πωλούν όταν οι τιμές έπεφταν, δημιουργώντας ένα είδος αυτοπροκαλούμενης χρεοκοπίας.

Ο Roger Ibbotson, καθηγητής οικονομικών στο Πανεπιστήμιο του Yale, έχει γράψει διάφορα κείμενα σχετικά με το κραχ. Σύμφωνα με τον καθηγητή, λοιπόν, η προθεσμιακή αγορά ήταν ανάστατη, ενώ θα μπορούσε κανείς να έχει κέρδος, εάν ρίσκαρε. Πολλοί άνθρωποι προσπάθησαν να δημιουργήσουν λογαριασμούς σε χρηματιστηριακές εταιρείες, εκμεταλλευόμενοι τα πλεονεκτήματα των εκτιμήσεων τους. Παρόλο που συνέβησαν τα παραπάνω, ένα από τα πιο ακατανόητα μέρη μιας τόσο σημαντικής κρίσης ήταν το πόσο λίγη επίδραση είχε. Πρόκειται για μια βραχύβια κατάσταση, στην οποία η αγορά συνέχισε τη πτώση μέχρι το Νοέμβριο ενώ το Δεκέμβριο παρουσίασε άνοδο και έκλεισε το έτος θετικά (Ibbotson, 1987). Συνεπώς, τα πράγματα εξελίχθηκαν φυσιολογικά και πραγματοποιήθηκαν λίγες αλλαγές, κυρίως η παρουσίαση “αυτόματων διακοπών”, που μπορούσαν να διακόψουν τις συναλλαγές. Ανεξάρτητα από αυτό, αρκετά άτομα απλά το αντιπαρήλθαν και επέστρεψαν για να κερδίσουν χρήματα.

2.2.4 Κρίση ομολόγων υψηλού κινδύνου-1989

Διαδοχικά, εμφανίστηκε η κατάρρευση των ομολόγων υψηλού κινδύνου, το 1989 που κατέληξε σε μια ύφεση στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Υπάρχουν αρκετές διαφωνίες ως προς το τι την προκάλεσε. Το Ohio Mattress fiasco θεωρείται βασικός “ύποπτος” για αυτή, μια συμφωνία που έμεινε στην ιστορία ως “burning bed” και ευρέως επισημαίνεται ως η χειρότερη συναλλαγή στα σύγχρονα οικονομικά. Η κατάρρευση του Drexel Burnham Lambert προηγείται της κρίσης, το οποίο τέθηκε σε καθεστώς χρεοκοπίας στις αρχές του 1990, κυρίως εξαιτίας της εμπλοκής του στα ομόλογα υψηλού κινδύνου. Σε κάποιο σημείο, υπήρξε η 5^η μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα στην Αμερική.

Ο Ted Truman, ανώτατο στέλεχος στο ίδρυμα Peterson για τα διεθνή οικονομικά, θυμάται τη κρίση να έχει παρόμοιες αποχρώσεις με τις πιο

πρόσφατες χρηματοπιστωτικές και δημοσίου χρέους, όπου οι τράπεζες και το κράτος είχαν να διασώσουν ποικίλα ιδρύματα, ώστε να αποτρέψουν περαιτέρω προβλήματα. “Ήταν η τελευταία φάση, ουσιαστικά, της κρίσης καταθέσεων και δανείων. Κυριαρχεί η πεποίθηση εκεί έξω ότι οποιαδήποτε στιγμή υπάρχει τρόπος διάσωσης και αυτό τους ενθαρρύνει στην ανάληψη κινδύνων. Αυτό είναι ένα ζήτημα ηθικού κινδύνου. Αλλά πιστεύω ότι είναι λίγο άδικο, επειδή οι περισσότεροι άνθρωποι που διασώζονται, πληρώνουν στην συνέχεια ένα μεγάλο ποσό. Το σύστημα σώζεται, όχι οι δράστες. Οι φήμες αμαυρώνονται.”

2.2.5 Ασιατική κρίση (1997-1998)

Περισσότερα από 15 χρόνια πέρασαν από την κρίση χρέους στην Λατινική Αμερική και η ιστορία επαναλαμβάνεται στην Ασία. Τον Ιούλιο του 1997, το συνάλλαγμα της Ταϊλάνδης (το Μπατ) κατέρρευσε, όταν η κυβέρνηση υποχρεώθηκε να το περάσει στην ανοιχτή αγορά. Η χώρα κατείχε ένα μεγάλο ποσοστό χρέους σε ξένους τίτλους, το οποίο δε μπορούσε να εξοφλήσει πριν την υποτίμηση του νομίσματος. Παρόμοια με τις εμπειρίες από την Λατινική Αμερική το 1980 και τη σύγχρονη Ευρώπη, η κρίση διαδόθηκε σε όλο το έθνος, με τις Βόρεια Κορέα, Ινδονησία, Λάος, Χόνγκ Κόνγκ και Μαλαισία να επηρεάζονται και αυτές. Οι πολίτες υποστήριζαν ότι υπάρχουν διαφορές σε σχέση με τη Λατινική Αμερική καθώς αυτοί έχουν ασιατικές αρχές, δουλεύουν περισσότερο και διαθέτουν νοοτροπία εξοικονόμησης. Παρ’ όλα αυτά, επιδόθηκαν και αυτοί στον υπερδανεισμό στα πλαίσια του καταναλωτή και των ακινήτων. Η κρίση ξάφνιασε πολλούς, έχοντας στο μυαλό τους οι ασιατικές κυβερνήσεις ότι χαρακτηρίζονταν από τις σωστές οικονομικές και όχι μόνο πολιτικές (Chote, 1998).

2.2.6 Dotcom Bubble (1999-2000)

Η κατάρρευση του τομέα των ηλεκτρονικών υπηρεσιών και η επακόλουθη κρίση του 2000 αποτελούν την επονομαζόμενη Dotcom Bubble. Η τεχνολογία και τα αποθέματα σχετικά με το Ίντερνετ προήχθησαν της εποχής τους και μεμονωμένα άτομα έγιναν εκατομμυριούχοι σε μια βραδιά, μέσω εταιρειών όπως το Ebay και το Amazon. Η υστερία αυτή πήρε γιγαντιαίες

διαστάσεις και το δυσχερές γεγονός ήταν ότι μόνο κάποιες εταιρείες είχαν κέρδος, υποβαθμίζοντας την υπόλοιπη αγορά. Κατά το 2000 όμως, η επιβράδυνση της οικονομίας και η αύξηση των επιτοκίων περιόρισαν το εύκολο χρήμα, στο οποίο στηρίζονταν αυτές οι εταιρείες. Πολλές επιχειρήσεις του διαδικτύου χρεοκόπησαν και ρευστοποιήθηκαν.

2.3 Χρηματοπιστωτική κρίση Lehman Brothers

Ήταν 15 Σεπτεμβρίου του 2008 όταν η Lehman Brothers υπέβαλε αίτημα προστασίας για τους πιστωτές. Είναι η ημερομηνία της μεγαλύτερης χρεοκοπίας στην παγκόσμια ιστορία. Αυτό που ακολούθησε ήταν ένα χρηματοπιστωτικό «τσουνάμι», που παρέσυρε τράπεζες, χρεόγραφα, επιχειρήσεις και εκατομμύρια απλούς επενδυτές σε όλο τον κόσμο με την παγκόσμια οικονομία να μην έχει συνέλθει πλήρως. Απόδειξη αποτελούν τα ουσιαστικά μηδενικά επιτόκια, που διατηρούν οι μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες και οι «φουσκωμένοι» ισολογισμοί τους, που έχουν εκτοξευτεί σε επίπεδα αδιανόητα πριν την κρίση. Δεν είναι τυχαίο ότι περίπου έναν χρόνο μετά την πρώτη αύξηση επιτοκίων μετά την κρίση, η αμερικανική κεντρική τράπεζα Fed δεν τολμάει ακόμα να προχωρήσει σε νέα αύξηση του κόστους δανεισμού.

2.3.1 Ιστορία της Lehman Brothers

Η Lehman Brothers έχει τη προέλευση της από ένα μικρό κατάστημα γενικού εμπορίου, το οποίο ιδρύθηκε από τον Γερμανό μετανάστη Henry Lehman στο Μοντγκόμερι της Αλαμπάμα το 1844. Με την έλευση των αδερφών του Emanuel και Mayer το 1850, ιδρύθηκε η Lehman Brothers, η οποία δραστηριοποιούταν στο τομέα εμπορίας βάμβακος. Μέχρι τα τέλη του 19^{ου} αιώνα, η Lehman παρέμεινε προσανατολισμένη στην αγορά βάμβακος, ενώ μετά το τέλος του εμφυλίου πολέμου συμμετείχε στην ίδρυση του Χρηματιστηρίου Βάμβακος της Νέας Υόρκης το 1870. Μέλος του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης έγινε το 1887, από όπου και ξεκίνησε τη δραστηριότητα της αναδοχής χρηματιστηριακών κεφαλαίων, η οποία

αποδείχθηκε ιδιαίτερα κερδοφόρα κατά την έντονη βιομηχανοποίηση των Ηνωμένων Πολιτειών (Η Καθημερινή, 2008).

Στην 158 ετών ιστορία της και μέχρι τη στιγμή της κατάρρευσης της, η Lehman Brothers είχε κατορθώσει να επιβιώσει από πλήθος προκλήσεων όπως της κρίσης των σιδηροδρόμων το 19^ο αιώνα, τη μεγάλη ύφεση και το κραχ της δεκαετίας του 1930, δυο παγκοσμίους πολέμους, τη κατάρρευση του επενδυτικού κεφαλαίου Long-Term Capital Management το 1998, τη κατάρρευση του ρωσικού χρέους το 1998 και την επίθεση στο παγκόσμιο κέντρο εμπορίου το 2001, όπου η Lehman διατηρούσε γραφεία σε 3 ορόφους. Έτσι, μέσα στην ιστορία της η Lehman Brothers άκμαζε και αναπτυσσόταν ακολουθώντας την ανάπτυξη της οικονομίας των ΗΠΑ, σε όλο και μεγαλύτερη διεθνή δύναμη, ξεπερνώντας με επιτυχία τις όποιες κρίσεις παρουσιάζονταν και κατορθώνοντας να γίνει η τέταρτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα των ΗΠΑ. Παρ' όλα αυτά, με χρέη κοντά στα 620 δισεκατομμύρια δολάρια και ως η μεγαλύτερη ανάδοχος τίτλων συνδεδεμένων με στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης (sub-prime loans), τα οποία ήταν η κύρια αιτία της χρηματοπιστωτικής κρίσης, ο τραπεζικός κολοσσός της Lehman Brothers κατέρρευσε το Σεπτέμβριο του 2008 δημιουργώντας τη μεγαλύτερη πτώχευση της ιστορίας, που ξεπέρασε κατά πολύ τη πτώχευση άλλων κολοσσών, όπως η Enron και η Worldcom στο παρελθόν.

2.3.2 Ο κύριος υπεύθυνος

Κατά το 2003-2004, με την εκρηκτική ανάπτυξη στην αγορά κατοικίας των Ηνωμένων Πολιτειών καθ' οδόν, η Lehman απέκτησε πέντε δανειστές ενυπόθηκων δανείων, συμπεριλαμβανομένου και της BNC Mortgage and Aurora Loan Services, η οποία ειδικευόταν στα Alt-A δάνεια (φτιαγμένα στους δανειστές χωρίς πλήρη τεκμηρίωση). Τα αποκτήματα της Lehman κατά τη πρώτη προφητεία ήταν τα εξής: τα καταχωρημένα έσοδα από τις δραστηριότητες της Lehman στην αγορά κατοικιών διευκόλυναν τα έσοδα στο τομέα των επιχειρηματικών κεφαλαίων, που εκτοξεύθηκαν στο 56% από το 2004 έως το 2006. Ακόμη, επιτεύχθηκε μια γρηγορότερη ροή ανάπτυξης σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις στην επενδυτική τραπεζική και τη διαχείριση

περιουσιακών στοιχείων και εξασφαλίστηκαν, έτσι, 146 δισεκατομμύρια δολάρια από δάνεια το 2006 (μια αύξηση της τάξης του 10% από το 2005). Η Lehman ανέφερε καταγεγραμμένα κέρδη κάθε χρόνο από το 2005 έως το 2007, όταν η εταιρεία κατέγραψε καθαρά κέρδη 4.2 δισεκατομμύρια σε συνολικά έσοδα 19.3 δισεκατομμυρίων δολαρίων (Guardian & Reuters, 2013).

Εικόνα 2. 1

Lehman Brothers



(Πηγή: www.telegraph.co.uk/business/2017/05/17/elliott-wins-partial-victory-battle-lehmans-european-remains/)

2.3.3 Ο εσφαλμένος υπολογισμός και η αρχή του τέλους

Ο υψηλός βαθμός μόχλευσης (λόγος Ενεργητικού προς Ίδια Κεφάλαια) της Lehman Brothers και το τεράστιο χαρτοφυλάκιο των χρεογράφων ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, έκαναν την τράπεζα όλο και περισσότερο ευάλωτη στην επιδείνωση των συνθηκών της αγοράς. Στις 17 Μαρτίου του 2008, μετά την παραλίγο κατάρρευση της Bear Stearns (του δεύτερου μεγαλύτερου ασφαλιστή των τίτλων με βάση τα ενυπόθηκα στεγαστικά, η οποία εξαγοράστηκε από την ανταγωνίστριά της JP Morgan Chase μετά από την παρέμβαση της Κυβέρνησης των Η.Π.Α. η οποία πρόσφερε εγγυήσεις 30 δις δολαρίων), η μετοχή της Lehman Brothers υποχώρησε κατά 48%, καθώς κυκλοφόρησε η φήμη και η ανησυχία ότι θα αποτελούσε την επόμενη κατάρρευση στην Wall Street.

Η εμπιστοσύνη στην εταιρεία επέστρεψε σε κάποιο βαθμό τον Απρίλιο, καθώς συγκέντρωσε 4 δις δολάρια μέσω της έκδοσης προνομιούχων μετοχών. Ωστόσο, η μετοχή επανέλαβε τις απώλειές της καθώς οι διαχειριστές των hedge funds άρχισαν να αμφισβητούν την αποτίμηση του χαρτοφυλακίου των στεγαστικών δανείων της Lehman Brothers (Cassim et al, 2009). Άλλωστε, σε μετέπειτα έκθεση που συνέταξε ο ελεγκτής Anton Valukas R., για να αποδώσει τα αίτια της κατάρρευσης της Lehman Brothers, αναφέρεται ότι η τράπεζα πιθανότατα να χρησιμοποίησε «παραπλανητικά λογιστικά τεχνάσματα», για εσκεμμένη χειραγώγηση του ισολογισμού της ώστε να επηρεάσει σημαντικά τους δείκτες μόχλευσης και ρευστότητάς της. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη έκθεση, η Lehman Brothers απέκρυψε προσωρινά από τα βιβλία της «προβληματικά» περιουσιακά στοιχεία, χρησιμοποιώντας συμφωνίες επαναγοράς με στόχο τη μείωση της μόχλευσης στον ισολογισμό της. Στις εν λόγω συμφωνίες, η Lehman Brothers με ειδικό όρο, χαρακτήρισε τις συναλλαγές ως πώληση, αν και ήταν υποχρεωμένη να προχωρήσει σε επαναγορά των τίτλων σε μεταγενέστερη ημερομηνία. Με τον τρόπο αυτό απέκρυψε «προβληματικά» περιουσιακά στοιχεία από τον ισολογισμό της και χρησιμοποίησε τα έσοδα από τη μεταβίβασή τους για να αποπληρώσει άλλες υποχρεώσεις της. Όπως ήταν αναμενόμενο τα στελέχη της Lehman Brothers καθώς και του ελεγκτή της “Ernst & Young” έχουν αρνηθεί τις συγκεκριμένες κατηγορίες για εφαρμογή «δημιουργικής λογιστικής».

Εικόνα 2. 2

Η κατάρρευση



(Πηγή: stakeholder11.wordpress.com/2014/11/24/the-unethical-decisions-behind-the-collapse-of-lehman-brothers/)

Στις 9 Ιουνίου 2008, η Lehman Brothers ανακοίνωσε ζημιές ύψους 2,8 δις δολαρίων για το δεύτερο φορολογικό τρίμηνο, καθώς και ότι είχε συγκεντρώσει επιπλέον 6 δις δολάρια από επενδυτές. Επίσης ανακοίνωσε ότι είχε ενισχύσει μεν την ρευστότητά της, μείωσε όμως το ενεργητικό της κατά 147 δις δολάρια και την έκθεσή της σε τίτλους στεγαστικών και εμπορικών υποθηκών κατά 20%, ενώ περιόρισε την μόχλευση της. Βέβαια η πώληση περιουσιακών στοιχείων ύψους 147 δις δολαρίων σε μια αγορά που χαρακτηρίζεται από νευρική σήμαινε αποδοχή σημαντικών απωλειών από την πλευρά της Lehman Brothers, ενώ γενικότερα όλα τα συγκεκριμένα μέτρα αποδείχθηκαν τόσο ανεπαρκή, όσο και αργοπορημένα. Κατά τη διάρκεια του καλοκαιριού, η διοίκηση της Lehman Brothers προέβη σε ανεπιτυχείς προσεγγίσεις σε ένα αριθμό πιθανών εταίρων και αύξηση των απολύσεων μεγάλου αριθμού εργαζομένων της (περίπου το 6% του δυναμικού της). Η μετοχή της υποχώρησε κατά 77% την πρώτη εβδομάδα του Σεπτεμβρίου του 2008, εν μέσω κατακόρυφης πτώσης των μετοχών στις παγκόσμιες αγορές, καθώς οι επενδυτές αμφισβήτησαν το σχέδιο του Διευθύνοντα Συμβούλου R. Fuld να κρατήσει την εταιρεία ανεξάρτητη, μέσω της πώλησης μέρους της

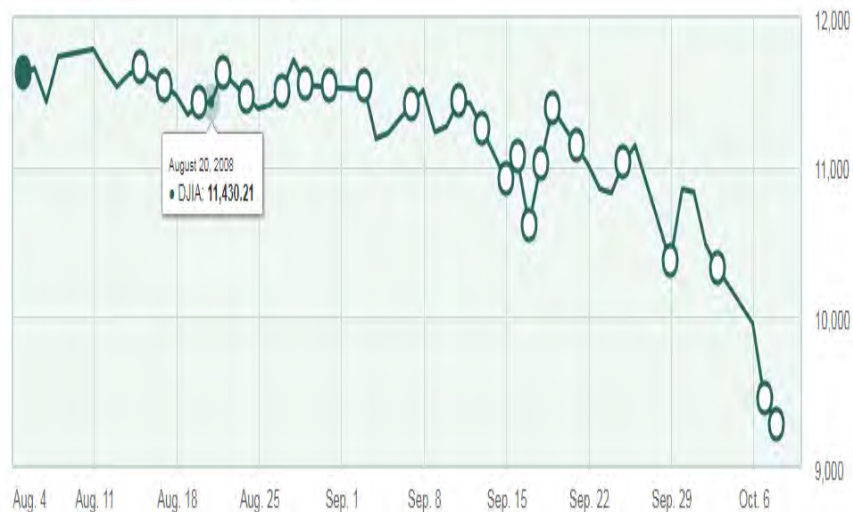
μονάδας διαχείρισης κεφαλαίων και κάποιων υγιών θυγατρικών (Cassim et al, 2009). Την αμφισβήτηση ενίσχυσε και η διάσωση από τη χρεοκοπία των δύο κολοσσών της αμερικανικής αγοράς στεγαστικής πίστης Fannie Mae και Freddie Mac από την Κυβέρνηση των Η.Π.Α., λόγω των τεράστιων ζημιών που παρουσίασαν στην αγορά των sub-prime δανείων.

Οι ελπίδες ότι η Korea Development Bank θα συμμετάσχει στη Lehman Brothers εξαγοράζοντας το 25% των μετοχών της, διαψεύστηκαν στη συνέχεια, καθώς η Κρατική Τράπεζα της Νότιας Κορέας έθεσε όλες τις συνομιλίες σε αναμονή, ενώ η αρχή εποπτείας των αγορών στη Νότια Κορέα είχε προηγουμένως συμβουλευσει την Korea Development Bank να μην επιδιώξει μια συμφωνία με τη Lehman, μια σύσταση που διατυπώθηκε και από τη Financial Authority Services της Βρετανίας προς τη Barclays. Η συγκεκριμένη είδηση αποτέλεσε ισχυρό πλήγμα για τη Lehman Brothers, καθώς οδήγησε τη μετοχή της σε πτώση 45% και σε 66% άνοδο των CDS για το χρέος της εταιρείας. Οι πελάτες hedge fund της εταιρείας άρχισαν να αποσύρονται, ενώ οι βραχυπρόθεσμοι πιστωτές της έφραξαν τα κανάλια πίστωσης (Cassim et al, 2009). Στα μέσα του Σεπτεμβρίου, η Lehman Brothers προανήγγειλε θλιβερά οικονομικά αποτελέσματα για το τρίτο φορολογικό τρίμηνο που επιβεβαίωσαν το πόσο εύθραυστη είναι η χρηματοοικονομική της κατάσταση και ανακοίνωσε ζημιές ύψους 3,9 δις δολαρίων, συμπεριλαμβάνοντας μια υποτίμηση 5,6 δις δολαρίων, ενώ επίσης προανήγγειλε μια σαρωτική στρατηγική αναδιάρθρωση των επιχειρήσεών της, προσπαθώντας να πείσει την Federal Reserve να δώσει εγγυήσεις (για τα προβληματικά στοιχεία της) σε υποψήφιους αγοραστές, ώστε να επιτευχθεί μια συμφωνία (Cassim et al, 2009). Την ίδια ημέρα, η εταιρεία αξιολόγησης Moody's ανακοίνωσε ότι αναθεωρεί την πιστοληπτική ικανότητα (credit rating) της Lehman Brothers με συνέπεια τη βουτιά 42% στη μετοχή της. Η Lehman Brothers βρέθηκε να έχει τη συγκεκριμένη στιγμή στο χαρτοφυλάκιό της αφ' ενός «τοξικούς» τίτλους ονομαστικής αξίας 55 δις δολαρίων, που πλέον δεν άξιζαν ούτε 10 δις, και αφ' ετέρου να έχει εκδώσει ως «ασφαλιστής» αγνώστου ύψους ασφαλιστικά συμβόλαια (CDSs). Την Παρασκευή της 12ης Σεπτεμβρίου, ο πρόεδρος της Federal Reserve T. Geithner κάλεσε σε συνάντηση τις κεφαλές των μεγάλων εταιρειών της Wall Street, ώστε να προσδιορίσουν την έκθεσή τους σε χρηματοοικονομικά προϊόντα της Lehman Brothers και πιθανές λύσεις του προβλήματος. Πέραν του Υπουργού

Οικονομικών Paulson, στελέχη από όλες τις επενδυτικές τράπεζες και δύο ξένες τράπεζες ήταν παρόντες, όμως οι εκπρόσωποι της Lehman δεν παρευρέθηκαν στις συζητήσεις. Στη συνάντηση αναφέρθηκε ότι η Κυβέρνηση δεν προτίθεται να εγγυηθεί υπέρ των υποψήφιων αγοραστών, ενώ οι επενδυτικές τράπεζες υποστήριξαν ότι η Lehman Brothers ευθυνόταν αποκλειστικά για το «άνοιγμά» της (Cassim et al, 2009). Η έσχατη προσπάθεια που πραγματοποιήθηκε έπειτα μεταξύ της Lehman, της Barclays PLC και της Bank of America, και στόχευε στη διευκόλυνση μιας εξαγοράς της, αποδείχθηκε ανεπιτυχής και έτσι την επόμενη μέρα, η Lehman Brothers δήλωσε πτώχευση, οδηγώντας στη βύθιση της μετοχής της κατά 93% σε σχέση με το προηγούμενο κλείσιμο. Παράλληλα, ανακοινώθηκε και η εξαγορά-διάσωση της Merrill Lynch από την Bank of America (δημιουργώντας τότε τη δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα παγκοσμίως βάσει κεφαλαιοποίησης), ενώ η μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρεία του κόσμου AIG, σώζεται από τη χρεοκοπία από την Κυβέρνηση των Η.Π.Α. χάρη σε ένα δάνειο 85 δις δολαρίων.

Διάγραμμα 2. 1

Η πτώση της Lehman Brothers



(Πηγή: Market Watch Data)

2.4 Κρίση στεγαστικών δανείων Αμερικής

Κατά το 2007, η οικονομία της Αμερικής εισήλθε στη κρίση των ενυπόθηκων δανείων, η οποία προκάλεσε πανικό και αναταραχή στο χρηματοπιστωτικό σύστημα σε ολόκληρο το κόσμο. Οι οικονομικές αγορές μετατράπηκαν σε ιδιαίτερος ρευστές και οι συνέπειες διήρκησαν για πολλά χρόνια. Η κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων ήταν αποτέλεσμα υπερβολικού δανεισμού και προβληματικού οικονομικού σχεδιασμού, σε μεγάλο βαθμό βασισμένο στην υπόθεση ότι οι τιμές των ακινήτων παρουσιάζουν αποκλειστικά άνοδο. Η απάτες και η απληστία έπαιξαν επίσης σημαντικό ρόλο στην εξάπλωση της κρίσης (Bértola & Ocampo, 2012).

2.4.1 Οι αντιλήψεις των Αμερικανών

Το να κατέχει κανείς ένα σπίτι, ήταν μέρος του «Αμερικάνικου Ονείρου». Οι άνθρωποι είναι περήφανοι για την ιδιοκτησία τους και συνεργάζονται με την κοινωνία για μακροπρόθεσμα. Παρ' όλα αυτά, τα ακίνητα είναι ακριβά και γι' αυτό το λόγο, πολλοί αναγκάζονται να δανειστούν για να αγοράσουν κάτι. Στα πρώτα χρόνια του 2000, αυτό το όνειρο επιτεύχθηκε για μεγάλο αριθμό ατόμων. Τα επιτόκια ήταν χαμηλά, επιτρέποντας στο κόσμο να παίρνει αρκετά μεγάλα δάνεια με χαμηλότερη μηνιαία δόση. Ακόμη, οι τιμές των σπιτιών αυξήθηκαν δραματικά, οπότε το να αγοράσει κανείς ένα, ήταν σίγουρα ένα στοίχημα. Οι δανειστές πίστευαν ότι τα ακίνητα ήταν μια καλή εγγύηση, έτσι ήταν πρόθυμοι να δανείσουν ξανά βάσει αυτών και να αποκτήσουν έσοδα, όσο τα πράγματα ήταν καλά στην αγορά.

Τα πράγματα ήταν ευνοϊκά για όσους έμπαιναν πρώτη φορά στην αγορά ακινήτων, αλλά και όσοι ήδη ήταν ιδιοκτήτες σπιτιών ευεργετήθηκαν από το εύκολο χρήμα και τα χαμηλά ποσοστά. Με τις τιμές των ακινήτων να εμφανίζουν κάθετη αύξηση, οι ιδιοκτήτες κατοικιών πλούτισαν. Απέκτησαν πλήθος ιδίων κεφαλαίων και αναχρηματοδοτήθηκαν, παίρνοντας δεύτερα δάνεια με στόχο να δημιουργήσουν μετρητά από την κυριότητα των σπιτιών τους. Μερικά από αυτά τα χρήματα δαπανήθηκαν συνετά, σε βελτιώσεις στη διαδικασία λήψης δανείων. Ωστόσο, ένας μεγάλος αριθμός καταναλωτών χρησιμοποίησε τα δάνεια για να καλύψει τα έξοδα διαβίωσης και άλλες

ανάγκες, διατηρώντας έναν άνετο τρόπο ζωής, ενόσω οι μισθοί παρέμεναν στάσιμοι.

Πριν ξεπροβάλλει η κρίση, οι τράπεζες προσέφεραν άπλετη πρόσβαση στο εύκολο χρήμα. Οι δανειζόμενοι ενεπλάκησαν και σε δάνεια υψηλού κινδύνου (όπως για παράδειγμα τα option-ARMs) και πληρούσαν τις προϋποθέσεις με ελάχιστες ή και καθόλου αποδείξεις. Ακόμα και άτομα με κακή πιστοληπτική ικανότητα, είχαν τη δυνατότητα να χαρακτηριστούν ως δανειολήπτες ενυπόθηκων δανείων.

- ✓ Δανειολήπτες υψηλού κινδύνου: Οι δανειζόμενοι ήταν ικανοί να πραγματοποιήσουν τις συναλλαγές τους περισσότερο σε σχέση με το παρελθόν και πολίτες με χαμηλά επίπεδα εκτιμήσεων μετατράπηκαν σε “subprime” δανειζόμενους. Οι χορηγοί δανείων αποδέχονταν πλέον τα δάνεια χωρίς ή με λίγα έγγραφα, τα οποία δεν απαιτούσαν επαλήθευση του εισοδήματος ή των περιουσιακών στοιχείων.
- ✓ Προϊόντα υψηλού κινδύνου: Σε σύνδεση με την ευκολότερη αποδοχή των δανείων, οι δανειολήπτες είχαν πρόσβαση σε δάνεια, που υπόσχονταν βραχυπρόθεσμα οφέλη (με μακροπρόθεσμους κινδύνους). Τα δάνεια «Option-ARM» επέτρεπαν στους δανειζόμενους να πληρώνουν μικρές δόσεις του χρέους τους, αλλά το ποσό του δανείου μπορεί να αυξανόταν στη πραγματικότητα εάν αυτές δεν ήταν επαρκείς να καλύψουν τις υποχρεώσεις για τους τόκους.
- ✓ Απάτη: Οι δανειστές ήταν πρόθυμοι να χρηματοδοτήσουν την αγορά, αλλά ορισμένοι αγοραστές κατοικιών και χρηματομεσίτες ενυπόθηκων δανείων πρόσθεσαν λάδι στη φωτιά, προβάλλοντας ανακριβείς πληροφορίες στις εφαρμογές των δανείων. Όμως όταν οι τιμές των ακινήτων παρουσίασαν πτώση και οι δανειζόμενοι δεν είχαν τη δυνατότητα να εξοφλήσουν τα δάνεια, η αλήθεια ήρθε στο φως.

Παρ’ όλα τα προηγούμενα, από που προήλθαν όλα χρήματα για δάνεια; Υπήρξε πληθώρα ρευστότητας στο κόσμο, η οποία διακόπηκε πλήρως στα χρόνια της κρίσης των στεγαστικών δανείων. Άνθρωποι, εταιρίες και κυβερνήσεις είχαν χρήματα να επενδύσουν κι έτσι, δημιούργησαν ένα κλίμα (στα πλαίσια των ενυπόθηκων δανείων) επενδύσεων, σαν ένα τρόπο για την

αύξηση των κερδών τους σε περιβάλλον χαμηλότερων επιτοκίων. Στις δευτερογενείς αγορές, οι τράπεζες συνήθιζαν να κρατούν τα ενυπόθηκα δάνεια στα βιβλία τους. Εάν κάποιος δανειζόταν για παράδειγμα από τη τράπεζα Α, θα μπορούσε να επιστρέψει τα ποσά που εισέπραξε στη τράπεζα Α και θα έχανε χρήματα αν είχε αδυναμία να εξοφλήσει (Ocampo, 2012).

Όμως, οι τράπεζες τώρα πουλούν το δάνειο και υπάρχει το ενδεχόμενο να διαχωριστεί περαιτέρω και να πουληθεί σε πολυάριθμους επενδυτές. Αυτού του είδους οι επενδύσεις είναι πιο περίπλοκες και πολλοί βασίζονται σε οργανισμούς αξιολόγησης, ώστε να μάθουν κατά πόσον αυτές οι διαδικασίες είναι ασφαλείς. Οι τράπεζες και οι χρηματομεσίτες ενυπόθηκων δανείων δεν είχαν ουσιαστικό διακύβευμα στην υπόθεση, η ποιότητα των δανείων επιδεινώθηκε. Δεν υπήρχε κάποια ανάληψη ευθυνών ή κίνητρο εξασφάλισης του ότι οι δανειολήπτες θα είχαν την οικονομική ευκαιρία να αποπληρώσουν τα δάνεια.

2.4.2 Πρώτα στάδια της κρίσης

Όλα όσα προαναφέρθηκαν συνέβαλαν αποκλειστικά στην ισχυροποίηση της κρίσης το 2007. Οι τιμές των ακινήτων σταμάτησαν να ανεβαίνουν ραγδαία και παρουσίασαν πτώση το 2006. Οι δανειολήπτες, οι οποίες αγόραζαν σπίτια περισσότερα από όσα θα μπορούσαν να αντέξουν οικονομικά, σταμάτησαν πλέον να πραγματοποιούν τις μηνιαίες πληρωμές των δανείων. Ακόμα χειρότερα, οι μηνιαίες δόσεις παρουσίασαν ανοδική πορεία και έγιναν ρυθμιζόμενα επιτόκια των ενυπόθηκων δανείων. Οι ιδιοκτήτες ακινήτων (όσοι διέθεταν σπίτια που δεν μπορούσαν να εξοφλήσουν) είχαν στη διάθεση τους ελάχιστες επιλογές. Θα μπορούσαν να περιμένουν από τη τράπεζα τη κατάσχεση, να επαναδιαπραγματευθούν ένα πρόγραμμα διάσωσης, ή απλά μη έχοντας άλλη εναλλακτική θα μπορούσαν να αποχωρήσουν από το σπίτι. Πολλοί επιχείρησαν να αυξήσουν το εισόδημα τους και να περικόψουν τα έξοδα τους. Κατ' αυτό τον τρόπο, καλύφθηκαν κάποια κενά, όμως άλλοι απείχαν έτη φωτός από τη διάσωση, καθώς οι δόσεις ορισμένων δανείων ήταν μη βιώσιμες. Παραδοσιακά, οι τράπεζες είχαν τη δυνατότητα να ανακτήσουν το ποσό του δανεισμού μέσω των κατασχέσεων. Αντιθέτως, οι τιμές των

περιουσιακών στοιχείων παρουσίασαν ανησυχητική υστέρηση, γεγονός το οποίο οδήγησε σε μεγάλη απώλεια στις τράπεζες στα απλήρωτα δάνεια. Οι νόμοι του κράτους και ο τύπος του δανείου καθόρισαν κατά πόσον οι δανειστές θα έπρεπε να προσπαθήσουν να καλύψουν οποιαδήποτε αδυναμία από τη μεριά των δανειοληπτών.

Καθώς οι καταναλωτές δεν είχαν τη δυνατότητα να εξοφλήσουν τα δάνεια τους (σε μεγάλο πλήθος), η κρίση στεγαστικών δανείων αναθερμάνθηκε. Οι τράπεζες και οι επενδυτές άρχισαν να χάνουν χρήματα και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αποφάσισαν να ελαττώσουν την έκθεση τους σε κινδύνους άμεσα. Οι τράπεζες, συγκεκριμένα, δίσταζαν να δανείσουν η μια στην άλλη, αφού δεν είχαν εξασφαλίσει το ότι θα αποπληρωνόταν το δανειζόμενο ποσό. Προφανώς, τράπεζες και επιχειρήσεις χρειάζονται χρήματα για τη σωστή και ομαλή λειτουργία τους και συνεπώς, η οικονομία επήλθε σε μια στασιμότητα.

Η αδυναμία των τραπεζών και ο φόβος προκάλεσαν αρκετές τραπεζικές χρεωκοπίες. Ο κόσμος, βλέποντας εξέχοντες οργανισμούς να πτωχεύουν, πανικοβλήθηκε και τρομοκρατήθηκε. Σε ιστορικό επίπεδο, να σημειωθεί ότι τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων μπορούν να παρουσιάσουν πτώση κάτω από ένα δολάριο. Τέλος, κάποιοι άλλοι παράγοντες που συνέβαλαν στην επιδείνωση της κρίσης ήταν η αποδυνάμωση της οικονομίας των ΗΠΑ και η άνοδος στις τιμές των βασικών προϊόντων, που επηρέασαν σε αρκετά μεγάλο βαθμό τους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις, τη στιγμή που και άλλα χρηματοοικονομικά παράγωγα άρχισαν να καταρρέουν και αυτά.

2.4.3 Παρατεταμένες συνέπειες

Οι νομοθέτες, οι καταναλωτές, οι τραπεζίτες και άτομα με επιχειρήσεις έτρεχαν να μειώσουν τις συνέπειες της κρίσης. Ξεκίνησε μια αλυσίδα δραματικών γεγονότων, τα οποία θα συνεχίσουν να εκτυλίσσονται για πολλά χρόνια ακόμα. Το κοινό είχε την ευκαιρία να δει και να κατανοήσει πόσο μοχλευμένη είναι η κοινωνία. Μια διαρκής επίπτωση για τους περισσότερους καταναλωτές είναι ότι είναι πιο δύσκολο πλέον να πληροί κανείς τις

προϋποθέσεις για ένα στεγαστικό δάνειο, σε σχέση με το 2000. Οι δανειστές είναι υποχρεωμένοι να ελέγχουν εάν οι δανειολήπτες έχουν τη δυνατότητα να αποπληρώσουν το δάνειο (αποδείξεις του εισοδήματος και των περιουσιακών στοιχείων τους απαραίτητες). Η διαδικασία για τη λήψη ενός δανείου έγινε δυσεφάρμοστη, ωστόσο ας υπάρχουν ελπίδες ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι πιο υγιές σχετικά με τα προηγούμενα χρόνια.

2.5 Η μεγάλη κρίση του 1929 και η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008

Η περίοδος του μεσοπολέμου στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, και στον υπόλοιπο κόσμο, είναι μια από τις πιο κρίσιμες εποχές. Η δεκαετία του '30 χαρακτηρίζεται από την μεγαλύτερη ύφεση της παγκόσμιας οικονομίας στην ιστορία καθώς και από τις σαρωτικές αλλαγές στο ρόλο που είχε η κυβέρνηση στην διακυβέρνηση της οικονομίας. Οι οικονομολόγοι και οι ιστορικοί έχουν δείξει μεγάλο ενδιαφέρον σε εκείνη την δεκαετία σε αντίθεση με τη δεκαετία του '20 η οποία τείνει συχνά να μένει στην αφάνεια. Αυτό είναι άδικο καθώς η δεκαετία του '20 είναι μια περίοδος ζωτικής σημασίας για την παγκόσμια οικονομία και χαρακτηρίζεται ως η πρώτη σύγχρονη δεκαετία με μεγάλη οικονομική ανάπτυξη. Το 1920 ο Warren Harding πρόεδρος των Ηνωμένων Πολιτειών πίστευε πως η Αμερική έπρεπε να ξεπεράσει τα προβλήματα που της είχε προκαλέσει ο πόλεμος έτσι προέτρεπε τους πολίτες στην ελεύθερη οικονομία, στο λεγόμενο *laissez-faire*, όσον αφορά στην εσωτερική πολιτική ενώ πρότεινε τον προστατευτισμό όσο αφορά την εξωτερική πολιτική του κράτους (Smiley, 2008).

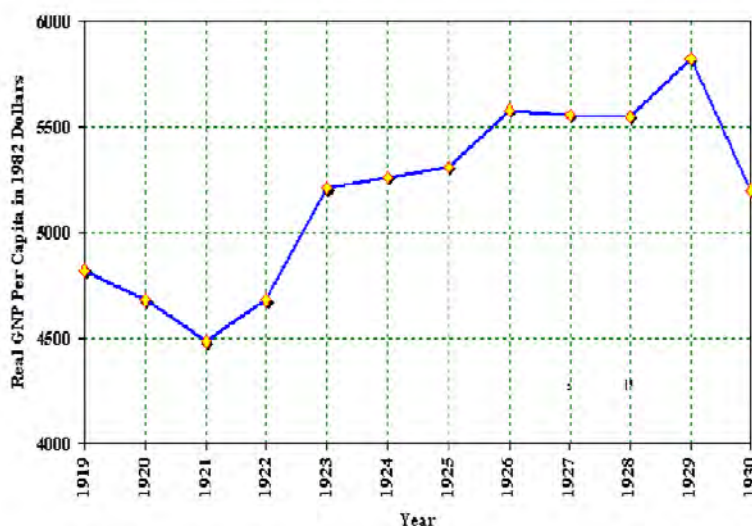
Η πολιτική που ακολούθησε ήταν αποτελεσματική καθώς εξέφραζε την υλιστική διάθεση και το λαϊκό αμερικανικό συναίσθημα. Η κινητήρια δύναμη όλης αυτής της ανάπτυξης προερχόταν από την μαζική καταναλωτική αγορά. Η συνεχής αύξηση των ημερομισθίων, οι σταθερές τιμές, το χαμηλό ποσοστό ανεργίας κάτω από 5% και η μεγάλη εξάπλωση των πιστώσεων συντηρούσαν σε υψηλά επίπεδα την καταναλωτική ζήτηση. Η Αμερική είχε πολλά χρήματα να δανείσει και οι αγορές με δόσεις έγιναν κάτι το συνηθισμένο. Η κυκλοφορία νέων προϊόντων στην αγορά, όπως τα αυτοκίνητα και οι ηλεκτρικές συσκευές έδωσαν ώθηση στην οικονομία (Galbraith, 2000). Ο συνδυασμός της χρήσης της ηλεκτρικής ενέργειας στην παραγωγή καθώς και η

υιοθέτηση πρωτοποριακών τρόπων παραγωγής έφερε μια άνοδο στην παραγωγικότητα της εργασίας και του κεφαλαίου.

Η υιοθέτηση του αυτοκινήτου η εισαγωγή του ραδιοφώνου, των ραδιοσταθμών και των εμπορικών ραδιοδικτύων βοήθησε στην ανάπτυξη των προαστίων κάνοντας πιο εύκολη την επικοινωνία των αγροτικών, απομονωμένων ως τότε περιοχών με τα αστικά κέντρα. Την περίοδο αυτή συνέβησαν σημαντικές καινοτομίες στην επιχειρησιακή οργάνωση και στον τομέα των κατασκευών. Σιγά-σιγά οι Ηνωμένες Πολιτείες κινήθηκαν προς μια κυρίαρχη θέση στο διεθνές εμπόριο και το παγκόσμιο επιχειρηματικό περιβάλλον. Η πιο σημαντική εξέλιξη ήταν η χρηματιστηριακή άνοδος. Στα 1929 οι τιμές του χρηματιστηρίου είχαν σχεδόν τετραπλασιαστεί σε σχέση με τις τιμές πριν από τέσσερα χρόνια. Στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης μεταβιβάζονταν κατά μέσο όρο πέντε εκατομμύρια μετοχές την ημέρα (Smiley, 2008). Η αύξηση του ΑΕΠ κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '20 ήταν σχετικά γρήγορη, 4,2% ετησίως από το 1920 ως το 1929 σύμφωνα με τις ευρύτερα χρησιμοποιημένες εκτιμήσεις (Historical Statistics of the United States, or HSUS, 1976), ενώ το πραγματικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ αυξήθηκε 2,7 τοις εκατό ετησίως μεταξύ 1920 και 1929.

Διάγραμμα 2. 2

Ακαθάριστο κατά κεφαλήν Εθνικό Προϊόν



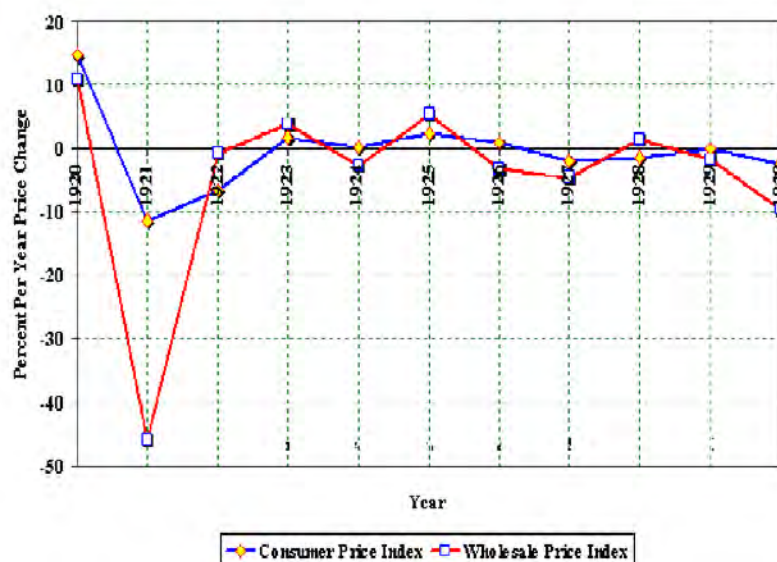
(Πηγή: eh.net/encyclopedia/the-u-s-economy-in-the-1920s/)

Υπήρξαν κάποιες διακοπές σε αυτήν την οικονομική ανάπτυξη καθώς στα μέσα του 1920 η αμερικανική οικονομία αντιμετώπισε μια ύφεση η οποία διήρκησε ένα έτος

(1920-1921). Η νομισματική πολιτική της κεντρικής ομοσπονδιακής τράπεζας ήταν ένας σημαντικός παράγοντας στην έναρξη της ύφεσης του 1920-1921. Από το 1923 μέχρι το 1929 η αύξηση ήταν πολύ ομαλότερη. Η μεγάλη οικονομική κρίση άρχισε το καλοκαίρι του 1929. Η αρχική μείωση ήταν σχετικά ήπια αλλά επιταχύνθηκε μετά από τη μεγάλη πτώση του χρηματιστηρίου στο τέλος του Οκτωβρίου (24 Οκτωβρίου 1929). Το πραγματικό συνολικό ΑΕΠ έπεσε 10,2 τοις εκατό ετησίως από το 1929 ως το 1930 ενώ το πραγματικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ μειώθηκε 11,5 τοις εκατό από το 1929 ως το 1930 (Smiley, 2008).

Διάγραμμα 2.3

Μεταβολές τιμών τη περίοδο 1920-1930



(Πηγή: eh.net/encyclopedia/the-u-s-economy-in-the-1920s/)

Ήταν η μεγαλύτερη ύφεση στην ιστορία της Αμερικής, πολύ χειρότερη από το Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο. Κατέστρεψε την εμπιστοσύνη στις αγορές της Wall Street και τελικά, κατέληξε στη Μεγάλη Ύφεση. Τη πρώτη μέρα της πτώχευσης ο δείκτης Dow Jones ξεκίνησε από τις 305.85 μονάδες και απότομα, παρουσίασε πτώση 11% και σηματοδότησε μια παγκόσμια διόρθωση. Οι συναλλαγές ήταν τρεις φορές τη κανονική τους ροή και οι τραπεζίτες της Wall Street αγόραζαν πυρετωδώς μετοχές με στόχο να τις επενδύσουν. Η στρατηγική αυτή πέτυχε, καθώς στο τέλος της ημέρας ο Dow Jones ήταν σε 2% πτώση. Η θετική ώθηση συνεχίστηκε και ο δείκτης αυξήθηκε κατά 1% (στις 301,22 μονάδες), με αντίθεση την επόμενη μέρα που παρουσιάστηκε μείωση στις

διαπραγματεύσεις και κατά συνέπεια και περικοπή των προηγούμενων κερδών. Ο δείκτης τιμών έκλεισε στα 298,97. Στη συνέχεια, τη Μαύρη Δευτέρα (28 Οκτωβρίου) ο δείκτης μειώθηκε και πάλι 13%, στις 260,64 μονάδες, καταλήγοντας τη Μαύρη Πέμπτη όταν ο Dow Jones έπεσε στα 230, 07.

2.5.1 Αίτια της κρίσης του 1929

Η εβδομάδα της κατάρρευσης των χρηματοοικονομικών αγορών ξεκίνησε με μια ακόμα μείωση. Τα πρωτοσέλιδα των New York Times υποδαύλιζαν τον πανικό με άρθρα σχετικά με πωλητές περιθωρίου, ανοικτές πωλήσεις και έξοδο των ξένων επενδυτών. Ο δείκτης τιμών ήταν ήδη σε πτωτική τάση και αυτό προμήνυε μια πτωτική αγορά, αντίστοιχα. Κατά τα τέλη Σεπτεμβρίου, οι επενδυτές ήταν ανήσυχοι για τις μαζικές εξασθενίσεις στην χρηματιστηριακή αγορά των Αγγλίας. Επενδυτές στην εταιρεία του Clarence Hatry έχασαν δισεκατομμύρια όταν ανακάλυψαν ότι χρησιμοποιούσε απατηλές συμφωνίες για να αγοράσει τη United Steel. Μερικές μέρες αργότερα, ο υπουργός οικονομικών της Αγγλίας (Philip Snowden) έδωσε την εξής περιγραφή στη χρηματοοικονομική αγορά της Αμερικής “ένα τέλειο όργιο κερδοσκοπίας”, γεγονός με το οποίο οι αμερικανικές εφημερίδες συμφώνησαν.

Άμεση ανταπόκριση έδωσε ο δείκτης τιμών Dow Jones και πάλι με σημαντική πτώση. Η εφημερίδα Washington Post ανέφερε τόσο μια ύφεση στη χρησιμότητα των ιδιαιτέρως ασφαλών χρεογράφων, όσο και ότι ένα μεγάλο κύμα πωλήσεων δημιουργεί πανικό καθώς οι μετοχές καταρρέουν, τη στιγμή που οι Times τόνιζαν ότι οι τιμές των μετοχών καταρρέουν σε μια βαριά ρευστοποιήση. Ο πανικός και ο φόβος επικράτησαν όλη τη περίοδο, εδραιώνοντας τη χειρότερη χρηματοπιστωτική κρίση στην ιστορία. Τη κρίση αυτή ακολούθησε μια «φούσκα» στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Από το 1922, η χρηματιστηριακή αγορά παρουσίαζε άνοδο περίπου 20% το χρόνο και όλος ο κόσμος πραγματοποιούσε επενδύσεις, χάρη σε μια οικονομική ανακάλυψη, που ονομάστηκε «αγορές στο περιθώριο» (buying on margin). Επέτρεπε στους ανθρώπους να δανείζονται χρήματα από τους χρηματιστές τους για να αγοράσουν μετοχές και να αποδώσουν μόνο 10-20 τοις εκατό. Αυτού

του είδους ο τρόπος επένδυσης οδήγησε στη μετέπειτα λεγόμενη παράλογη πληθωρικότητα (Bernanke, 2004).

2.5.2 Συνέπειες της κρίσης του 1929

Οι αναταραχές αυτές αφάνισαν ουσιαστικά τον κόσμο. Ήταν πλέον υποχρεωμένοι να πουλούν τις επιχειρήσεις τους και να ρευστοποιούν τα περιουσιακά τους στοιχεία, ώστε να πληρώσουν τα περιθώρια τους και αυτό γιατί οι χρηματομεσίτες ανακαλούσαν τα δάνεια τους, όταν η χρηματοοικονομική αγορά ξεκίνησε να αποδυναμώνεται.. Είναι γεγονός ότι δεν μπορεί να υπάρξει υγιής οικονομία χωρίς εμπιστοσύνη στις αγορές. Στη διάρκεια του καλοκαιριού, ο Dow Jones κατέγραψε 90 τοις εκατό απώλειες από το υψηλότερο κλείσιμο-ρεκόρ στις 3 Σεπτεμβρίου και χρειάστηκαν 25 χρόνια ώστε να αποκτηθεί ξανά το ποσοστό στο οποίο βρισκόταν ο δείκτης τότε. Η επακόλουθη ύφεση σύνθλιψε την οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών: η ανεργία αναρριχήθηκε στο 25%, ενόσω οι πληρωμές-μισθοί έπεσαν κατά 42%. Η οικονομική ανάπτυξη των ΗΠΑ ελαττώθηκε 50% και το παγκόσμιο εμπόριο κατρακύλησε 65%. Όλα αυτά συνέβησαν διότι οι τιμές έπεφταν περίπου 10% το χρόνο, εξαιτίας του πληθωρισμού.

Από την άλλη πλευρά, πολλά γεγονότα (με αρχή αυτό της χρηματοπιστωτικής κρίσης που αναλύθηκε προηγουμένως) οδήγησαν σταδιακά και στη χρηματοοικονομική κρίση του 2008, την πιο δυσάρεστη οικονομική καταστροφή μετά το 1930. Ξεπρόβαλε και καθιερώθηκε παρά τις επιθετικές προσπάθειες της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ και του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ να προστατεύσουν το τραπεζικό σύστημα από τη κατάρρευση. Έτσι, η Μεγάλη Κρίση ήταν γεγονός: οι τιμές των κατοικιών έπεσαν (ακόμα περισσότερο σε σχέση με τη Μεγάλη Ύφεση) και δυο χρόνια αφότου η κρίση τελείωσε, όσοι είχαν όρεξη για αναζήτηση εργασίας αποθαρρύνθηκαν και η ανεργία βρισκόταν ακόμα σε υψηλά επίπεδα.

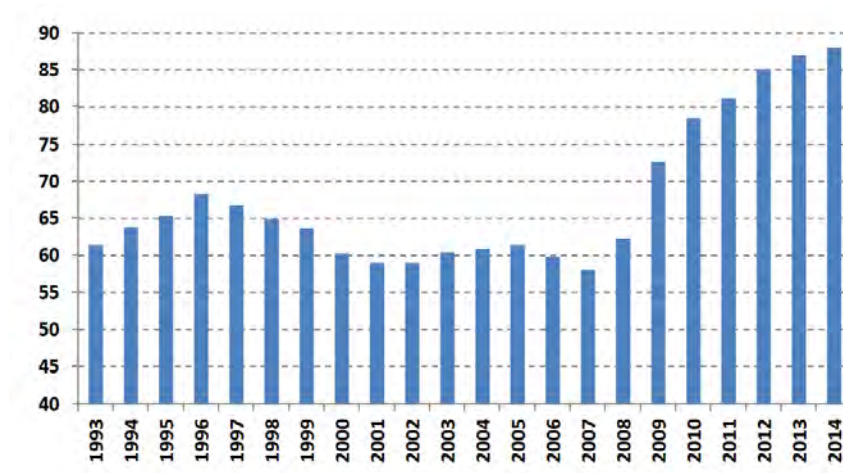
2.5.3 Αίτια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008

Το πρώτο δείγμα ότι κάτι δε πήγαινε καλά στην οικονομία ήρθε το 2006. Τότε, οι τιμές των σπιτιών άρχισαν να παρουσιάζουν πτώση, κατάσταση την οποία οι κτηματομεσίτες επικρότησαν. Είχαν τη πεποίθηση ότι η «φουντωμένη» αγορά ακινήτων θα μετατρεπόταν σε ένα επίπεδο πιο βιώσιμο. Οι μεσίτες δεν είχαν συνειδητοποιήσει ότι υπήρχαν ιδιοκτήτες ακινήτων με αμφισβητούμενη πιστοληπτική ικανότητα. Οι τράπεζες επέτρεπαν στο κόσμο να παίρνει δάνεια στο 100 τοις εκατό ή και περισσότερο της αξίας των σπιτιών τους και πολλοί κατηγορήσαν τη «Πράξη Κεφαλαιοποίησης της Αγοράς». Οι τράπεζες πιέζονταν να χορηγήσουν δάνεια (ενυπόθηκα κυρίως), χωρίς αυτή να είναι η κυριότερη αιτία της κρίσης. Ο νόμος Gramm-Rudman-Hollings των ΗΠΑ ήταν αυτός που επιδείνωσε τα γεγονότα αφού επέτρεπε στις τράπεζες να συναλλάσσονται σε κερδοφόρα παράγωγα εμπορευμάτων, τα οποία πουλούσαν σε επενδυτές. Αυτά τα τιτλοποιημένα ενυπόθηκα δάνεια απαιτούσαν υποθήκες σαν εγγύηση ενώ τα παράγωγα δημιούργησαν μια ακόρεστη ανάγκη για όλο και περισσότερα δάνεια. Η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ θεωρούσε ότι η κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων θα επηρέαζε μόνον τον στεγαστικό τομέα (Eurobank, 2008).

Οι οργανισμοί αμοιβαίων κεφαλαίων και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ανά τον κόσμο διέθεταν τιτλοποιημένα ενυπόθηκα δάνεια, που υπήρχαν και στα ταμεία αλληλοβοήθειας, εταιρικά περιουσιακά στοιχεία και στα ταμεία συντάξεων. Οι τράπεζες περιέκοψαν τα κύρια δάνεια και προχώρησαν σε μεταπώληση τους κατά τμήματα, με συνέπεια και την αδύνατη κοστολόγηση των παραγώγων. Έπειτα, κυριάρχησε ο πανικός όταν συνειδητοποίησαν ότι θα έπρεπε να απορροφήσουν τα κόστη. Σταμάτησαν να δανείζουν η μια στην άλλη και δεν επιθυμούσαν οι άλλες τράπεζες να τους διοχετεύουν ευτελή δάνεια ως εγγυήσεις. Ως αποτέλεσμα, το διατραπεζικό κόστος δανεισμού παρουσίασε άνοδο. Αυτή η δυσπιστία στη τραπεζική κοινότητα ήταν και ο πιο καίριος λόγος της κρίσης.

Διάγραμμα 2.4

Το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ευρωπαϊκή Ένωση για τη περίοδο 1993-2014



(Πηγή: World Economic Outlook, IMF)

2.5.4 Συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008

Το 2007, η ομοσπονδιακή τράπεζα της Αμερικής άρχισε να επιβάλλει σιγά σιγά τη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα, μέσω του προγράμματος Term-Auction-Facility. Ωστόσο, οι προσπάθειες της τράπεζας δεν ήταν αρκετές. Το Μάρτιο του 2008, οι επενδυτές κατέφυγαν στην τράπεζα Bear Sterns. Οι φήμες ανακυκλώνουν το γεγονός ότι διέθετε πολλούς τοξικούς τίτλους και στράφηκε προς τον JPMorganChase για τη διάσωση της, «γλυκαίνοντας» τη συμφωνία με 30 δισεκατομμύρια δολάρια σαν εγγύηση. Έτσι, η Wall Street πίστεψε ότι ο κίνδυνος είχε περάσει. Παρ' όλα αυτά, η κατάσταση χειροτέρευσε το καλοκαίρι του 2008. Το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ εξουσιοδοτήθηκε να καταναλώσει περίπου 150 δισεκατομμύρια δολάρια με στόχο να επιχορηγήσει και να πάρει τον έλεγχο των Fannie Mae και Freddie Mac. Χρησιμοποιήθηκαν 85 δισεκατομμύρια δολάρια για τη διάσωση της AIG, που αργότερα ανήλθε στα 150 δισεκατομμύρια (Προβόπουλος, 2009).

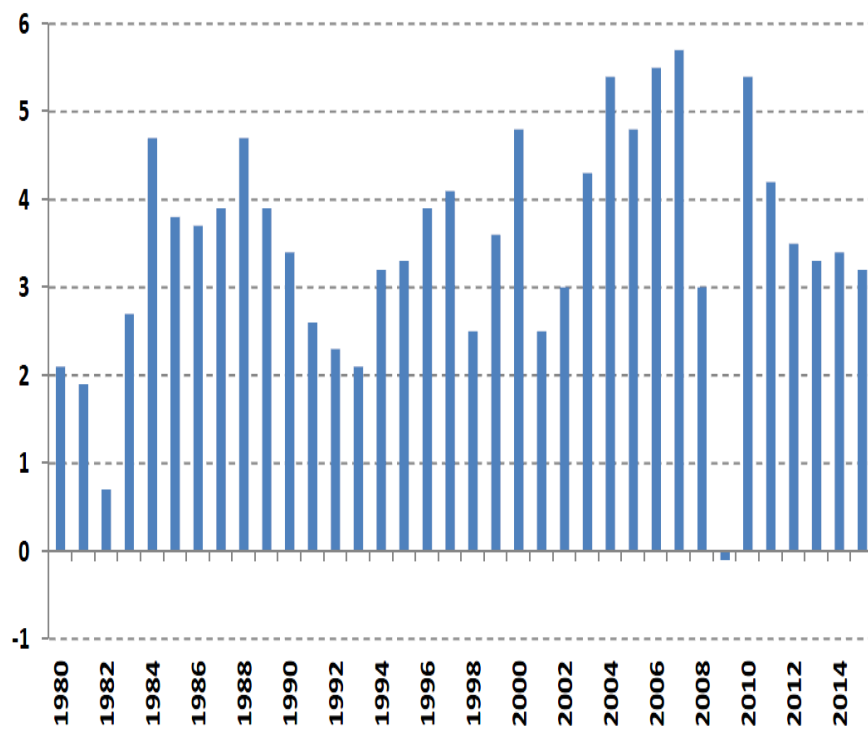
Στις 19 Σεπτεμβρίου 2008, η κρίση δημιούργησε μια στροφή προς τα ασφαλή αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς. Σε αυτά, οι περισσότερες

εταιρίες τοποθετούν υπερβολικά ίδια κεφάλαια, που στο τέλος της ημέρας αυξάνονται σταδιακά. Υπάρχει το ενδεχόμενο να κερδίσουν επιτόκια, πριν τα χρειαστούν ξανά. Οι τράπεζες χρησιμοποιούν αυτά τα κονδύλια για τη δημιουργία βραχυπρόθεσμων δανείων. Κατά τη διάρκεια της ημέρας, επιχειρήσεις μετέφεραν το εντυπωσιακό ποσό των 140 δισεκατομμυρίων έξω από τους τραπεζικούς τους λογαριασμούς και σε κρατικά ομόλογα. Εάν οι προαναφερθέντες λογαριασμοί χρεοκοπήσουν, οι δραστηριότητες των επιχειρήσεων και ολόκληρη η οικονομία θα παραλύσει. Ο υπουργός οικονομικών Henry Paulson έρχεται σε σύσκεψη με τον πρόεδρο της Fed Ben Bernanke και υπέβαλαν στο Κογκρέσο ένα πακέτο διάσωσης 700 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Η άμεση απάντηση τους έπεισε και επιβεβαίωσε στους διάφορους οργανισμούς να κρατήσουν τα χρήματα στους λογαριασμούς. Οι ρεπουμπλικάνοι μπλόκαραν το λογαριασμό για δυο εβδομάδες, καθώς δεν ήθελαν να διασωθούν οι τράπεζες μέχρι που οι παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές κατέρρευσαν (Lindertetal, 2012) .

Στη πραγματικότητα όμως, το πακέτο δε κόστισε ποτέ το σύνολο 700 δισεκατομμύρια στους φορολογουμένους. Το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ χρησιμοποίησε 350 δισεκατομμύρια για την αγορά τραπεζικών και άλλων μετοχών, όταν οι τιμές τους ήταν χαμηλές. Το 2010, οι τράπεζες πλήρωσαν πίσω 194 δισεκατομμύρια στο ταμείο TARP και τα υπόλοιπα 350 δις ήταν για τον πρόεδρο Obama, που ο ίδιος δε τα χρησιμοποίησε. Αντ' αυτού, προώθησε ένα πακέτο διάσωσης 787 δισεκατομμύρια δολάρια για την ανάκαμψη της οικονομίας (διοχετεύοντας χρήμα άμεσα στην οικονομία και όχι μέσω των τραπεζών). Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, λοιπόν, απέδειξε ότι τα τραπεζικά ιδρύματα δεν μπορούν να υπαχθούν σε κανόνες χωρίς την παρέμβαση της κυβέρνησης.

Διάγραμμα 2.5

Ετήσια Μεταβολή του ΑΕΠ (%) διεθνώς, 1980-2015



(Πηγή: World Economic Outlook, IMF)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΜΕΤΑΔΟΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

3.1 Μια σύντομη ιστορία της Ευρωζώνης

Η Ευρωπαϊκή Ένωση, στη σύγχρονη μορφή της, είναι αποτέλεσμα της αποφασιστικότητας των ευρωπαίων πολιτικών να προστατέψουν πιθανές μελλοντικές διαμάχες στην Ευρώπη μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο. Ο αρχικός της στόχος ήταν η σύνδεση των χωρών μεταξύ τους, μέσω της σύναψης τόσο βιομηχανικής όσο και οικονομικής συνεργασίας. Έκτοτε, τα καθήκοντα και οι αρμοδιότητες της ΕΕ αναπτύχθηκαν και βασίστηκαν σε νέες προκλήσεις, καθώς όλο και περισσότερες χώρες έγιναν κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

3.1.1 Ημερομηνίες-Σταθμοί στην ιστορία

Ξεκινώντας από το 1950, ο υπουργός εξωτερικών της Γαλλίας Robert Schuman πρότεινε την είσοδο στην Βιομηχανία Άνθρακα και Χάλυβα της Δυτικής Ευρώπης. Έτσι, προκύπτει η Συνθήκη του Παρισιού με την οποία δημιουργήθηκε η Ευρωπαϊκή Κοινότητα Άνθρακα και Χάλυβα το 1951 με έξι χώρες: Βέλγιο, Γαλλία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία και δυτική Γερμανία. Στη συνέχεια, το 1957 οι ίδιες χώρες υπέγραψαν τη συνθήκη της Ρώμης, ιδρύοντας όχι μόνο την Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα αλλά και την Ευρωπαϊκή Κοινότητα Ατομικής Ενέργειας και θέτοντας τις βάσεις για μια κοινή αγορά. Δέκα χρόνια αργότερα, τα προαναφερθέντα ιδρύματα μετονομάζονται σε Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Έπειτα, το 1973 η Δανία, η Ιρλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο εισάγονται στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα με τις επακόλουθες πρώτες εκλογές στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο να λαμβάνουν χώρα και τους πολίτες καθενός κράτους να επιλέγουν τα μέλη. Λίγα χρόνια αργότερα, το 1981 είναι η σειρά της Ελλάδας να συμμετάσχει στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα και 5 χρόνια αργότερα, να την ακολουθούν Πορτογαλία και Ισπανία. Το ίδιο έτος, η Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη (υπογεγραμμένη από τα κράτη μέλη) προωθεί την δημιουργία μιας κοινής αγοράς με ελεύθερη διακίνηση ατόμων, αγαθών,

κεφαλαίου και υπηρεσιών. Μια ιδιαίτερος σημαντική συνθήκη για την πορεία της Ευρωπαϊκής Κοινότητας ήταν η Συνθήκη του Μάαστριχτ (1992), σύμφωνα με την οποία καθιερώνεται η Ευρωπαϊκή Ένωση και παράλληλα, νέες μορφές συνεργασίας μεταξύ των κυβερνήσεων των κρατών μελών. Οι ευρωπαίοι ηγέτες καταλήγουν και στην ίδρυση μιας Χρηματοοικονομικής και Νομισματικής Ένωσης με ενιαίο νόμισμα και διαχείριση από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Τα επακόλουθα χρόνια, η Αυστρία, η Φιλανδία και η Σουηδία γίνονται κράτη μέλη και λίγο πριν την εκπνοή του αιώνα, το ευρώ πλασάρεται ως το επίσημο νόμισμα της Ευρωζώνης.

Εικόνα 3. 1

Ευρωπαϊκή επικράτεια



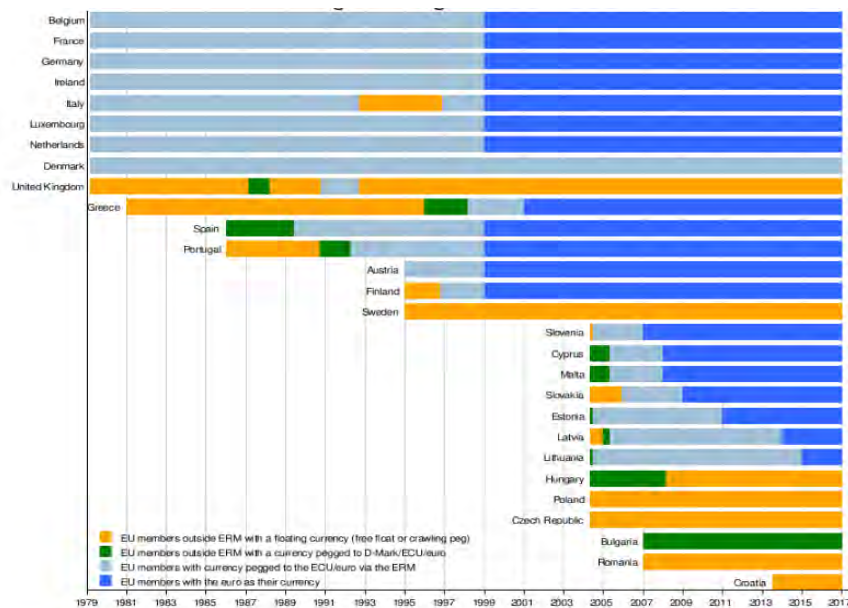
(Πηγή: Statistical-institute)

Κατά το 2001, η Ελλάδα υιοθετεί το Ευρώ και με την υπογραφή της Συνθήκης της Νίκαιας εισάγονται μεταρρυθμίσεις στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, προετοιμάζοντας την εξάπλωση της Ένωσης (με δέκα νέα μέλη). Το ευρώ αντικαθιστά πλέον τα εθνικά νομίσματα σε 12 από τις 15 χώρες και

εγκαθιδρύεται η Ευρωπαϊκή Συνέλευση με 105 μέλη-εκπροσώπους κυβερνήσεων. Το 2003 κατατίθεται το σχέδιο Συνθήκης για τη θέσπιση Συντάγματος της Ευρώπης και ξεκινούν οι διαπραγματεύσεις και οι προτάσεις. Ακόμα δέκα χώρες προσχώρησαν στην ΕΕ το 2004 και οι ηγέτες κατέληξαν σε συμφωνία για τη Συνταγματική Συνθήκη, συναινώντας μεν σε αλλαγές στο τρόπο λειτουργίας της Ένωσης, απαραίτητες δε για την εξασφάλιση των αποτελεσματικών ενεργειών της ΕΕ. Η παραπάνω συνθήκη για να τεθεί σε ισχύ θα πρέπει να έχει την αποδοχή και από τις 25 χώρες-μέλη. Γι' αυτό το λόγο, πραγματοποιήθηκαν δημοψηφίσματα σε 4 χώρες (Λουξεμβούργο και Ισπανία: υπέρ ενώ Γαλλία και Ολλανδία: κατά), στις οποίες το αποτέλεσμα έφερε μια περίοδο προβληματισμού για το μέλλον (Schmidt, 2011) .

Διάγραμμα 3.1

Συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών



(Πηγή: www.slideshare.net/hartjeff12/the-european-union-challenges-and-opportunities)

Εικόνα 3. 2

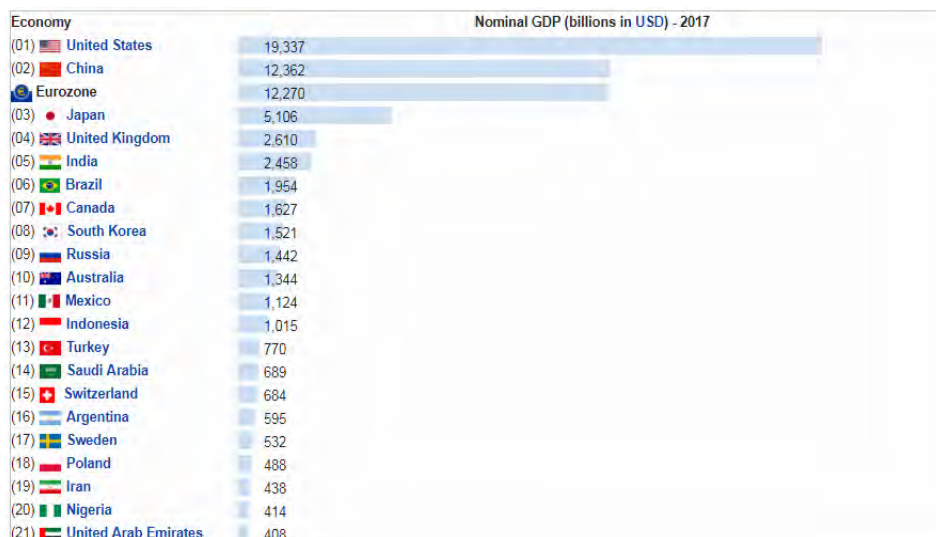
Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα



(Πηγή: <http://greece.greekreporter.com/2016/05/26/european-central-bank-to-accept-greek-bonds-as-collateral/>)

Διάγραμμα 3. 2

Σύγκριση των οικονομιών



(Πηγή: naftemporiki)

Όλα τα παραπάνω γεγονότα οδηγούν την επικύρωση της συμφωνίας για 15 από τα 25 κράτη-μέλη (2006). Έτσι, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο καλεί αρχικά τους ευρωπαίους ηγέτες να υιοθετήσουν μια κοινή πολιτική δήλωση, καθορίζοντας τόσο τις αξίες όσο και τις φιλοδοξίες της Ευρώπης και να δεσμευτούν για την ανταπόκριση τους σε αυτές σε μια τελετή για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Παράλληλα, η Γερμανία (η οποία το 2007 είχε τα ηνία της προεδρίας της ΕΕ) κλήθηκε να παρουσιάσει μια αναφορά στο Συμβούλιο της Ευρώπης, αξιολογώντας την πορεία των συζητήσεων για την Συνταγματική Συνθήκη και εξερευνώντας νέες προοπτικές. Τέλος, κρίθηκε απαραίτητο να ληφθούν αποφάσεις για τη κρίση το 2008 ώστε η Ευρώπη να αντιμετωπίσει με επιτυχία τις δύσκολες συνθήκες που θα ακολουθήσουν.

3.2 Η μετάδοση της κρίσης στην Ευρώπη

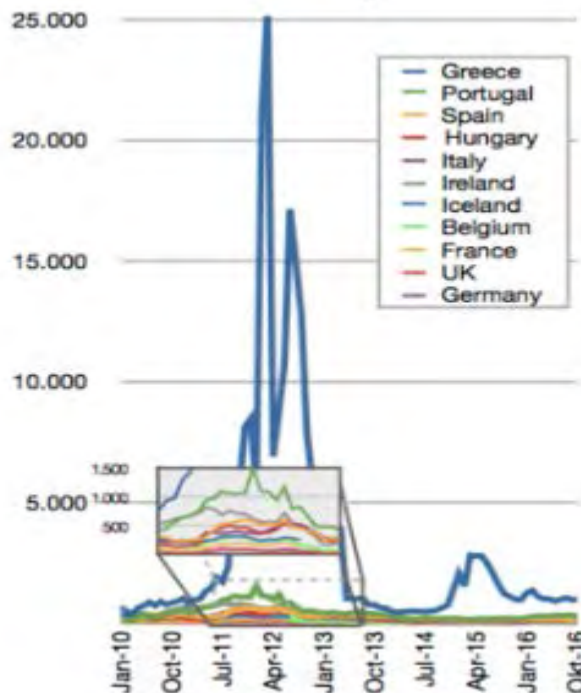
Η χρηματοοικονομική κρίση, που ξεκίνησε τον Αύγουστο του 2007 είναι μια ξεκάθαρη περίπτωση όχι μόνο της επέλευσης αλλά και του πολλαπλασιασμού του συστημικού κινδύνου. Η τραπεζική κρίση έφτασε στο αποκορύφωμά της το Σεπτέμβριο του 2008 με τη πτώση της Lehman Brothers και την επακόλουθη επείγουσα στήριξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Την άνοιξη του 2010 μετατράπηκε σε κρίση δημοσίου χρέους και μέχρι σήμερα, επικρατεί μια κατάσταση, όπου οι εκτενείς αστάθειες αγγίζουν νέα επίπεδα. Ένα φαινόμενο, που είναι στο επίκεντρο της επικαιρότητας στην ευρωπαϊκή περιοχή, είναι το φαινόμενο της μετάδοσης της κρίσης.

Η μετάδοση είναι ένας από τους μηχανισμούς, μέσω των οποίων η χρηματοπιστωτική αστάθεια εξαπλώνεται και η κρίση λαμβάνει συστημικές διαστάσεις. Οι άλλοι δυο μηχανισμοί, οι οποίοι συνιστούν πηγές συστημικού κινδύνου είναι η ρευστοποίηση των οικονομικών ανισορροπιών και η ύπαρξη δυσχερών μακροοικονομικών κλυδωνισμών, οδηγώντας σε ‘μόλυνση’ των δημοσιονομικών ισοζυγίων. Τα φαινόμενα μετάδοσης παίζουν έναν πολύ σημαντικό ρόλο στην επιδείνωση των προβλημάτων του δημόσιου χρέους στην Ευρώπη. Συνεπώς, η διαχείριση της κρίσης από όλες τις αρμόδιες αρχές θα πρέπει να επικεντρωθεί στα μέτρα πολιτικής, τα οποία είναι ικανά να τιθασεύσουν και να μετριάσουν τη μετάδοση. Αρκετοί μηχανισμοί παρέμβασης της ευρωπαϊκής κεντρικής τράπεζας κινητοποιήθηκαν λόγω της ανάγκης να αντιμετωπιστεί η κρίση, γεγονός που

δυσχέραινε την δυνατότητα να διατηρούνται σταθερές οι τιμές στην ευρωπαϊκή περιοχή.

Διάγραμμα 3.3

Συμβάσεις αντιστάθμισης κρατικού πιστωτικού κινδύνου



(Πηγή: Bloomberg, CNBC)

3.2.1 Το φαινόμενο της μετάδοσης: από την διερεύνηση στην πολιτική

Ευρέως μιλώντας, η χρηματοπιστωτική κρίση αναφέρεται σε μια κατάσταση, όπου η αβεβαιότητα σε μια συγκεκριμένη αγορά ή έναν οργανισμό μεταδίδεται και σε περισσότερες αγορές και ιδρύματα. Υπάρχουν δυο ιδέες, υποβόσκουσες σε αυτόν τον ορισμό. Αρχικά, η ευρεία εξάπλωση της αστάθειας, συνήθως, δεν συμβαίνει χωρίς ένα αρχικό σοκ. Στη συνέχεια, η μετάδοση της αρχικής προαναφερθείσας αστάθειας ξεπερνάει οτιδήποτε θα μπορούσε να είναι αναμενόμενο από τις φυσιολογικές σχέσεις ανάμεσα σε αγορές και συναλλαγές. Η μετάδοση είναι καίριας σημασίας για τη χάραξη πολιτικής. Αυτό ισχύει διότι συνιστά έναν εξωγενή παράγοντα, με την οικονομική σημασία του όρου. Οι δραστηριότητες ενός οικονομικού φορέα Α επιδρούν δυσμενώς τη κατάσταση ενός οικονομικού φορέα Β. Αυτές οι

επιπτώσεις είναι εξωτερικές για τον φορέα Α, ωστόσο ο φορέας Β δε μπορεί να υποχρεώσει τον Α να πληρώσει για αυτές. Ως εκ τούτου, ο μηχανισμός των τιμών δεν μπορεί να επιλύσει το πρόβλημα. Υπάρχει μια δυσλειτουργία της αγοράς, την οποία η πολιτική θα πρέπει να προσπαθήσει να αντιμετωπίσει. Πιο συγκεκριμένα στις χρηματοοικονομικές αγορές, όπου πολλές υπηρεσίες αλληλοεπιδρούν συχνά, είναι δύσκολο για τους οικονομικούς φορείς να συνεργαστούν και να οδηγηθούν σε μια σύμφωνη λύση για την επίλυση του εξωτερικού προβλήματος. Στο πυρετό μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, το γεγονός αυτό αδιαμφισβήτητα είναι απίθανο.

Η κρίση, κατ' αρχήν, διαφέρει από τις άλλες μορφές της συστημικής αβεβαιότητας κυρίως από το ξεκαθάρισμα των εξαπλωμένων ανισορροπιών και πληγμάτων, τα οποία προκαλούν ταυτόχρονα αποτυχίες και χρεωκοπίες. Όμως εάν οι ανισορροπίες αυτές ήδη έχουν αποδυναμώσει το σύστημα, τότε οι διαφορετικοί δίαυλοι διαβίβασης αλληλοεπιδρούν και η κρίση μπορεί να γίνει ισχυρότερη από ότι ήταν με την απουσία παρόμοιων αδυναμιών. Αυτό είναι πιθανόν να σχετίζεται με τη παρούσα συγκυρία, όπου αρκετοί ενδιάμεσοι χρηματοδότες δεν έχουν ξεπεράσει ακόμα τόσο τα προβλήματά τους όσο και το δημοσιονομικό έλλειμμα. Δικαιολογημένα θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι ένα εγγενές πρόβλημα, στην υφιστάμενη βιβλιογραφία, είναι ότι παραμένει δύσκολη η αναγνώριση εμπειρικά της ύπαρξης καθαρών μορφών μετάδοσης της κρίσης. Αυτό το πρόβλημα αναγνώρισης δεν είναι απρόσμενο, καθώς υπάρχουν πολλοί παράγοντες που δύνανται να προκαλέσουν σχετικά προβλήματα και είναι δύσκολος ο πλήρης έλεγχός τους. Κριτήρια, τα οποία έχουν χρησιμοποιηθεί στην οικονομική βιβλιογραφία για την κρίση είναι τα εξής:

- Η μετάδοση είναι σχετική με το τι μπορεί να εξηγηθεί από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη.
- Είναι διαφορετική από τακτικές προσαρμογές, παρατηρούμενες σε γαλήνιους καιρούς.
- Τα γεγονότα, που συνιστούν τη κρίση, είναι αρνητικά άκρα.
- Η μετάδοση είναι διαδοχική, για παράδειγμα υπό μια τυχαία έννοια

Παρ' όλα αυτά δεν υπάρχει κάποια συμφωνία, για το ποιο από τα τέσσερα κριτήρια είναι απαραίτητο ή επαρκές, ώστε να χαρακτηριστεί μια κατάσταση ως κρίση.

Σε αυτό το πλαίσιο, το προσωπικό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας ανέπτυξε και κάνει χρήση μιας σειράς εργαλείων ανάλυσης, με στόχο την αξιολόγηση των κινδύνων της κρίσης. Ωστόσο, αυτά τα μέσα έρχονται αντιμέτωπα με το ίδιο πρόβλημα αναγνώρισης, που αναφέρθηκε στη παραπάνω βιβλιογραφία. Εντούτοις, οι διαμορφωτές της πολιτικής θα πρέπει να δραστηριοποιηθούν για τον περιορισμό των κινδύνων μετάδοσης, εάν δεδομένα ή εργαλεία ανάλυσης υποδεικνύουν μη αμελητέες δευτερογενείς επιπτώσεις και δεν υπάρχουν κάποια πειστικά αποδεικτικά στοιχεία για το γεγονός ότι αυτό προκλήθηκε κυρίως από τις θεμελιώδεις αρχές της οικονομίας ή από κοινά πλήγματα/σοκ (Constancio, 2011).

3.2.2 Στοιχεία για τη μετάδοση της τρέχουσας κρίσης δημοσίου χρέους

Όταν ο οίκος Moody's υποβάθμισε τη Πορτογαλία στις 5 Ιουλίου, εκτός των άλλων έφερε εξελίξεις και στην Ελλάδα. Υποστήριζε πως η μετάδοση, σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής από τη μεριά της Ελλάδας, έκανε πιθανή μια δεύτερη δημόσια χρηματοδότηση της Πορτογαλίας. Επιπλέον, (αναφερόμενος στην Ελλάδα ως «προηγούμενο») η χρηματοδότηση αυτή θα συνεπαγόταν και τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στη Πορτογαλία. Δυστυχώς, το γεγονός αυτό δεν ήταν το τέλος της ιστορίας. Η υποβάθμιση της Πορτογαλίας και οι φόβοι για αθέτηση πληρωμής από την Ελλάδα πυροδότησαν τη ρευστοποίηση ισπανικών και ιταλικών κρατικών ομολόγων. Δεν υπήρξαν βέβαια αρνητικές δημοσιεύσεις γεγονότων σχετικά με την ισπανική και την ιταλική οικονομία ή και με προϋπολογιστικές καταστάσεις σε αυτό το χρόνο. Στις 18 Ιουλίου, η απόδοση του ιταλικού κρατικού ομολόγου αυξήθηκε κατά 100 μονάδες, την ίδια στιγμή που το αντίστοιχο ισπανικό παρουσίασε άνοδο πάνω από 80. Ο μηχανισμός της μετάδοσης έπαιξε κύριο ρόλο και αποτέλεσε το έναυσμα για τις κινήσεις αυτές της αγοράς. Οι αρχικές άνοδοι στις αποδόσεις των ομολόγων μπορούν σε μεγάλο βαθμό να εξηγηθούν με βάση τους προβληματισμούς που προκύπτουν από το μέγεθος και το εύρος της παρέμβασης του ιδιωτικού τομέα

στην Ελλάδα, το οποίο είχε τεθεί ως συνθήκη για ένα δεύτερο πρόγραμμα στην ευρωπαϊκή Σύνοδο Κορυφής στις 21 Ιουλίου. Μερικοί επενδυτές ίσως το θεωρήσουν ορθολογικό να περικόψουν το δημόσιο χρέος, ενώ άλλοι απλά να μειώσουν τις προβολές τους σε χώρες της νομισματικής ένωσης, καθώς οι ανησυχίες της αγοράς για τη βιωσιμότητα του κρατικού χρέους μπορούν να γίνουν αυτοεκπληρούμενες ή και αντιμετωπίσιμες. Κάποιοι άλλοι επενδυτές μπορεί να προτιμήσουν την απόσυρση από τμήματα της αγοράς, στα πλαίσια υψηλού βαθμού μεταβλητότητας (Dungey & Gajurel, 2014).

Μειωμένη ζήτηση οδηγεί σε πτώση των τιμών, το οποίο με τη σειρά του μειώνει την αξία των ομολόγων, που ανήκαν σε άλλους επενδυτές. Σε άλλη περίπτωση, μπορεί να επιλέξουν να μειώσουν τις εκθέσεις, τη στιγμή που η θέση τους είναι σε θετικούς ρυθμούς ή να υποστούν μικρά ποσοστά απωλειών ώστε να μην επέλθουν σε μεγάλα ελλείμματα και υψηλή αστάθεια. Οι αγορές, έπειτα, ίσως μετατραπούν σε μη ευχερώς ρευστοποιήσιμες, γεγονός που αργότερα συνεπάγεται τη καθοδική πίεση στις τιμές των ομολόγων. Οι πτωτικές τιμές μεταφράζονται σε υψηλότερες αποδόσεις, το οποίο δυσχεραίνει τη βιωσιμότητα του χρέους σε κυβερνήσεις που χαρακτηρίζονται από χρηματοδοτικές ανάγκες. Παρακάτω παρουσιάζονται κάποια στοιχεία από την ‘εργαλειοθήκη’ του προσωπικού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, για μια πιο λεπτομερή ματιά στα δεδομένα.

Η πρώτη προσέγγιση υπολογίζει την έκταση στην οποία η επιδείνωση (ή η βελτίωση) στις διαφορές των πενταετών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου για τρεις χώρες (Ελλάδα, Ιρλανδία και Πορτογαλία) με πρόγραμμα σταθεροποίησης(επιχορηγούμενο από την ΕΕ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο) επηρέασε το περιθώριο CDS για την Ιταλία ή την Ισπανία. Οι διαφορές- τα spreads- υπολογίζονται σε δυο βήματα, κάνοντας χρήση πολυμετάβλητων συχνοτήτων αποσύνθεσης. Πρώτον, καθένα από τα spreads διακρίνονται σε μακροπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα σοκ. Συνεχίζοντας, οι δυο πρώτες περιπτώσεις κλυδωνισμών (οι οποίες έχουν διαρκείς επιπτώσεις) για την Ελλάδα, την Ιρλανδία και τη Πορτογαλία χρησιμοποιούνται ως επιπρόσθετες επεξηγηματικές μεταβλητές στα μοντέλα των διαφορών των CDS της Ιταλίας και της Ισπανίας, πέραν των δικών τους δικαστικών δονήσεων. Εάν αυτή η προσθήκη στο υπόδειγμα οδηγεί σε μια

στατιστικά σημαντική βελτίωση της ακρίβειας της πρόβλεψης, θα μπορούσε να σημειωθεί το γεγονός αυτό ως ένα επακόλουθο της μετάδοσης. Το 2010 αυτές οι συνέπειες της μετάδοσης αποτέλεσαν το λόγο για περίπου 37% της ποικιλομορφίας που παρατηρήθηκε στα ιταλικά spreads. Στα μέσα Απριλίου του 2011, τα αποτελέσματα της κρίσης απέκτησαν ένα σχήμα, σύμφωνο με τις υπάρχουσες τάσεις σηματοδοτώντας το γεγονός ότι αναμένονται να είναι μακροχρόνια. Η κατάσταση αυτή επιδεινώθηκε περισσότερο τον Ιούλιο του 2011 (Abildgren, 2011). Έτσι, το μοντέλο παραθέτει στοιχεία για το ότι η παρατηρηθείσα φθορά στις ιταλικές και ισπανικές αγορές, κυρίως τον Ιούλιο του 2011, μπορεί να εξηγηθεί σε μεγάλο βαθμό από τις συνέπειες της κρίσης στις τρεις χώρες, που είναι σε πρόγραμμα. Καθώς αυτά τα αποτελέσματα και η επεξήγηση τους μπορεί να εξαρτώνται από ένα συγκεκριμένο μοντέλο, το οποίο χρησιμοποιείται. Σύμφωνα με αυτό, οι αποδόσεις των ομολόγων του δημοσίου μπορούν να κυμαίνονται ανάμεσα σε ένα χαμηλό επίπεδο, «φυσιολογικό καθεστώς», και ένα υψηλό επίπεδο, «καθεστώς κρίσης». Ο κίνδυνος της μετάβασης από το φυσιολογικό επίπεδο σε κρίση και αντιστρόφως επηρεάζεται από τρεις σταθερές: 1) οι αντιλήψεις των αγορών για τη βιωσιμότητα της δημοσιονομικής κατάστασης μιας χώρας 2) η γενική αποστροφή υψηλού κινδύνου των αγορών και 3) οι ευθείες αλληλεπιδράσεις μεταξύ των χωρών. Εκτιμώντας το μοντέλο για την Ελλάδα, Ιρλανδία, Πορτογαλία, Ιταλία, Ισπανία και Γαλλία, προκύπτει για παράδειγμα ότι οι συνέπειες της κρίσης στην Ιταλία είναι περισσότερο αισθητές μετά τη κρίση της Lehman Brothers σε σχέση με πριν. Μέχρι τις αρχές του 2008, οι αλληλεπιδράσεις ανάμεσα στις διάφορες χώρες αυξάνουν τις πιθανότητες μετάβασης στη κρίση έως το πολύ 5%.

Στο τρίτο μοντέλο, η διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και της τιμής πώλησης των κρατικών ομολόγων έναντι της Γερμανίας οπισθοδρόμησε σε ένα μέτρο αποστροφής κινδύνου, μια διάσταση του κινδύνου της προσωπικής δημοσιονομικής φερεγγυότητας, αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας και οι επιπτώσεις από την Ελλάδα, σκιαγραφόμενα από τις αξιολογήσεις του ελληνικού δημόσιου χρέους. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν το γεγονός ότι, πέραν της απροθυμίας ανάληψης κινδύνων και του πιστωτικού κινδύνου, η πιστωτική αξιολόγηση της Ελλάδας επηρέασε και τα spreads άλλων ευρωπαϊκών χωρών σε έναν στατιστικά σημαντικό βαθμό,

μικρότερο για κάποιες χώρες όπως Γαλλία και μεγαλύτερο για άλλες όπως Ιρλανδία, Ισπανία και Πορτογαλία. Αυτές οι συνέπειες της μετάδοσης της κρίσης, ωστόσο, είναι ιδιαίτερα αισθητές για περιοχές με συγκριτικά ασθενή θεμελιώδη μεγέθη. Επιπλέον, τα πορίσματα είναι σύμφωνα με την πεποίθηση ότι οι διαφορές των CDS σε καθεμία από τις ευρωπαϊκές χώρες ήταν σχετικά υψηλότερες(σε μερικές περιπτώσεις εμφανέστατα) σε σχέση με τα spreads άλλων χωρών με τις ίδιες αξιολογήσεις.

Από την άλλη πλευρά, τον Ιούλιο του ίδιου έτους, δημοσιονομικές αναταραχές άρχισαν να εξαπλώνονται όχι μόνο σε Ιταλία και Ισπανία αλλά και στις τράπεζες που ήταν εκτεθειμένες στο δημόσιο χρέος αυτών των χωρών. Η κρίση δημοσίου χρέους της ευρωζώνης επέδρασε ξεκάθαρα στη διαθεσιμότητα κονδυλίων και στα κόστη χρηματοδότησης μεμονωμένων τραπεζών στην ευρωπαϊκή επικράτεια. Η σύμπτωση των δημοσιονομικών προβλημάτων με τα τραπεζικά προβλήματα χρηματοδότησης συνιστά μόνο ανεπίσημα στοιχεία. Επιπλέον ενδείξεις μπορούν να αποκτηθούν εφαρμόζοντας το πρότυπο υψηλής συχνότητας αποσύνθεσης στα πιστωτικά περιθώρια των τραπεζών. Έτσι, φαίνεται ότι από την αρχή του Απριλίου του 2011, η ανάπτυξη στα επιτοκιακά περιθώρια της Ελλάδας, της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας, της Ιταλίας και της Γαλλίας εξηγεί μια αυξανόμενη διακύμανση στα μερίδια των μετοχών, για παράδειγμα της SocieteGenerale και CreditAgricole, των οποίων τα περιθώρια CDS διπλασιάστηκαν από τις αρχές Ιουλίου μέχρι τα μέσα Αυγούστου. Όμως, οι εκθέσεις των δυο τραπεζών στην Ελλάδα ή και οποιαδήποτε άλλη χώρα του προγράμματος δεν αυξήθηκαν κατά τη διάρκεια αυτών των μηνών (Huaihua & Jianming, 2012). Με άλλα λόγια, οι επιπτώσεις μετάδοσης της κρίσης από τις αγορές κρατικών ομολόγων στις τράπεζες έγιναν περισσότερο σημαντικές και υπολογίσιμες στα πλαίσια των τελευταίων μηνών στην Ευρώπη.

3.2.3 Παρατηρώντας την ιστορία

Ρίχνοντας μια ματιά στα γεγονότα της ιστορίας, το πρώτο βήμα είναι να ληφθεί υπ' όψιν ότι η σχέση ανάμεσα στις δημοσιονομικές εξελίξεις στις χώρες της νομισματικής ένωσης, οι οποίες συνοδεύονται από πολιτική ολοκλήρωση,

παρόλο που οι διαφορές στη σύγχρονη Ευρωπαϊκή κατάσταση είναι ακόμα μεγάλες. Αρκετοί συγγραφείς παρατήρησαν κοινές πρακτικές αναλογικά με τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, τον Καναδά, τη Γερμανία, την Αργεντινή και τη Βραζιλία κατά τους 19^ο και 20^ο αιώνες. Ένας επιτυχημένος φορολογικός φεντεραλισμός φαίνεται να συσχετίζεται με εμφανείς ή αφανείς ρήτρες μη διάσωσης και συνταγματικούς περιορισμούς. Στις περιπτώσεις των ΗΠΑ και του Καναδά, η υιοθέτηση του φεντεραλισμού συνεπάγεται σημαντική μεταβολή στο δημόσιο χρέος, σε ομοσπονδιακά χέρια. Για τις Ηνωμένες Πολιτείες, αυτό επιτεύχθηκε στον απόηχο του Επαναστατικού Πολέμου, δια μέσου ενός σχεδίου που αναπτύχθηκε και εκτελέστηκε από τον Αλεξάντερ Χάμιλτον, σύμφωνα με το οποίο μεταβιβάστηκαν τα κρατικά χρέη(που συσσωρεύτηκαν κατά τον Επαναστατικό Αγώνα) στον ομοσπονδιακό προϋπολογισμό. Ακόμη, μετατράπηκαν τα χρέη σε ομόλογα και ιδρύθηκε ένα «τοκοχρεολύσιο», στο οποίο τα έσοδα συγκεντρώθηκαν σε αγορές καλυμμένων ομολογίων, στην ανοιχτή αγορά. Κατά αυτό τον τρόπο, οι ΗΠΑ δημιούργησαν έναν αποτελεσματικό τρόπο για να εξομαλύνουν τα φορολογικά έξοδα και κατάφεραν να εκμεταλλευτούν την αγορά ομολόγων σε λογικούς συντελεστές απόδοσης.

Μια άλλη ενδιαφέρουσα εμπειρία, αν και διαφορετική στα πλαίσια του περιβάλλοντος, είναι η ενοποίηση της Ιταλίας το 1861, όταν το βασίλειο της Σαρδηνίας ενσωμάτωσε ποικίλα προηγουμένως ανεξάρτητα κρατίδια. Μια από τις πρώτες αποφάσεις του νεοσυσταθέντος Υπουργείου Οικονομικών του βασιλείου της Ιταλίας ήταν να ασφαλίσει το χρέος που εκκρεμεί, των κρατών μελών. Η θέση, η οποία μπορεί να αποκτηθεί από αυτά τα ιστορικά παραδείγματα, είναι ότι μια λειτουργική νομισματική ένωση απαιτεί σθεναρές και πρωτότυπες στρατηγικές, ώστε να έρθει αντιμέτωπη με περιφερειακά δημοσιονομικά προβλήματα. Αυτό περιλαμβάνει όχι μόνο κατάλληλα κίνητρα με στόχο να διατηρηθεί το δημοσιονομικό έλλειμμα υπό έλεγχο, ακόμα και σε περιβάλλον με χαμηλά επιτόκια αλλά και αποτελεσματικά μέσα εξάλειψης των ανησυχιών δημοσιονομικής φερεγγυότητας. Όλες οι ιστορικές περιπτώσεις, οι οποίες προαναφέρθηκαν, είναι αυτές όπου η πολιτική ενότητα ίσχυε ταυτόχρονα με την νομισματική ένωση. Γι' αυτό το λόγο, οι αλλαγές στο

δημοσιονομικό πλαίσιο ήταν περισσότερο σαφείς και ευθείς στις παραπάνω περιπτώσεις.

3.2.4 Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στη διατήρηση της εξάπλωσης της αβεβαιότητας

Ένα άλλο σχετικό ιστορικό συμβάν είναι η ρωσική αδυναμία πληρωμής του δημοσίου χρέους, τον Αύγουστο του 1998. Αυτό το γεγονός πυροδότησε αλυσιδωτές αντιδράσεις, τις οποίες επακολούθησε η πτώχευση των προηγμένων εναλλακτικών επενδυτικών μέσων. Όπως ακριβώς η Ρωσία χρεωκόπησε και το νόμισμα της κατέρρευσε, το ίδιο συνέβη και με το εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Ο φόβος διαδόθηκε σε όλη την υφήλιο και ένας μεγάλος αριθμός από επενδυτές, συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, επέστησαν απώλειες. Οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν κάθετη πτώση όχι μόνο στις αναδυόμενες αγορές αλλά και στον ανεπτυγμένο κόσμο. Συνεπώς, το κεφάλαιο των επενδυτών και των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων διαβρώθηκε, η ρευστότητα αποσύρθηκε από τις αγορές, η αστάθεια αυξήθηκε και οι μεταβολές στη μεταβλητότητα των πιστωτικών περιθωρίων διευρύνθηκαν διεθνώς, απότομα και ταυτοχρόνως.

Η κρίση της Ρωσίας δεν οδήγησε σε χρηματοπιστωτική κατάρρευση. Πρώτα, οι κεντρικές τράπεζες στο κόσμο προσέφεραν άφθονη ρευστότητα στους συμμετέχοντες της αγοράς, με ποικίλους τρόπους. Δεύτερον, οι κεντρικές τράπεζες συνέβαλαν στο συνδυασμό των δραστηριοτήτων των συμμετεχόντων, όπως για παράδειγμα τη πιθανή διάσωση του LTCM από τον ιδιωτικό τομέα. Αδιαμφισβήτητα λοιπόν, οι κινήσεις των κεντρικών τραπεζών προστάτεψαν την Ευρώπη από τα χειρότερα.

3.2.5 Πολιτικές αντιδράσεις-κλειδιά της ζώνης του ευρώ στο κίνδυνο μετάδοσης

Μια πιο λεπτομερής ματιά στα γεγονότα επικεντρώνεται στις δράσεις πολιτικής στην ευρωπαϊκή επικράτεια, εξετάζοντας ρητώς τις πηγές και τη διάδοση της κρίσης χρέους. Με στόχο την διασφάλιση της σωστής λειτουργίας του μηχανισμού νομισματικής πολιτικής, ο οποίος είναι απαραίτητος για να έχει

η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα τη δυνατότητα να διατηρεί τη σταθερότητα των τιμών μεσοπρόθεσμα, θα χρησιμοποιηθεί ένας αριθμός μη σταθερών μέτρων νομισματικής πολιτικής, που έχουν ήδη εισαχθεί κατά τη διάρκεια της κρίσης το καλοκαίρι του 2007. Αυτά συνεισέφεραν στη καθιέρωση όρων χρηματοδότησης και δανειοδότησης στην οικονομία, όλα με σκοπό τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών.

Σε συνέχεια του ξεσπάσματος της κρίσης τον Αύγουστο του 2007 και τη δραματική του χειροτέρευση το Σεπτέμβριο του 2008, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα παρείχε ρευστότητα μέσω διαφόρων και μακροπρόθεσμων διαδικασιών, ώστε να αντιμετωπίσει τις δυσλειτουργίες στην αγορά χρήματος. Επιπλέον, συνεργάστηκε με άλλες κεντρικές τράπεζες για μια ηχηρή απάντηση και επίλυση του προβλήματος στη χρηματαγορά. Η από κοινού προμήθεια της ρευστότητας του δολαρίου από αρχικά τρεις κεντρικές τράπεζες (συμπεριλαμβανομένης και της ΕΚΤ) και αργότερα από περισσότερες, χαρακτηρίστηκε από πολλούς παρατηρητές ως «Plaza Accord» για τις χρηματαγορές. Στον απόηχο της πτώχευσης της Lehman Brothers, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα λάνσαρε τη πολιτική της «ενισχυμένης πιστωτικής στήριξης», μια σειρά από μέτρα για τη βελτίωση της δανειοδότησης πέραν του τι θα μπορούσε να επιτευχθεί αποκλειστικά με τις μειώσεις στα βασικά επιτόκια. Οι πολιτικές διαστάσεις αυτές περιλαμβάνουν απεριόριστη παροχή ρευστότητας μέσω της κατανομής του ποσού στις δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου, παροχή ρευστότητας με επιμηκυμένες προθεσμίες μέχρι και ένα χρόνο, παροχή μεγαλύτερης ρευστότητας σε ξένα συναλλάγματα όχι μόνο στις ευρωπαϊκές τράπεζες αλλά και σε κεντρικές τράπεζες, ώστε να παρέχουν στις εγχώριες τράπεζες και ένα πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών. Καθώς οι τράπεζες μπορούν να κάνουν χρήση μόνο των ταμειακών διευκολύνσεων της ευρωπαϊκής τράπεζας (εάν διαθέτουν εμπράγματα ασφάλεια), η ΕΚΤ επέκτεινε τη λίστα με τα περιουσιακά στοιχεία που δέχεται ως εγγύηση. Όπως συνέβαινε συχνά στα χρόνια πριν τη κρίση, προσαρμόστηκαν τα κριτήρια καταλληλότητας με θέμα τα ενέχυρα στη ματιά των εξελίξεων της αγοράς, με στόχο την επιδιόρθωση αναπτυσσόμενων ασυνεπειών και την αποφυγή πιθανών καταχρήσεων. Η συνολική αξία των αποδεκτών εξασφαλίσεων είναι αρκετά μεγάλη. Ισοδυναμεί περίπου με 14

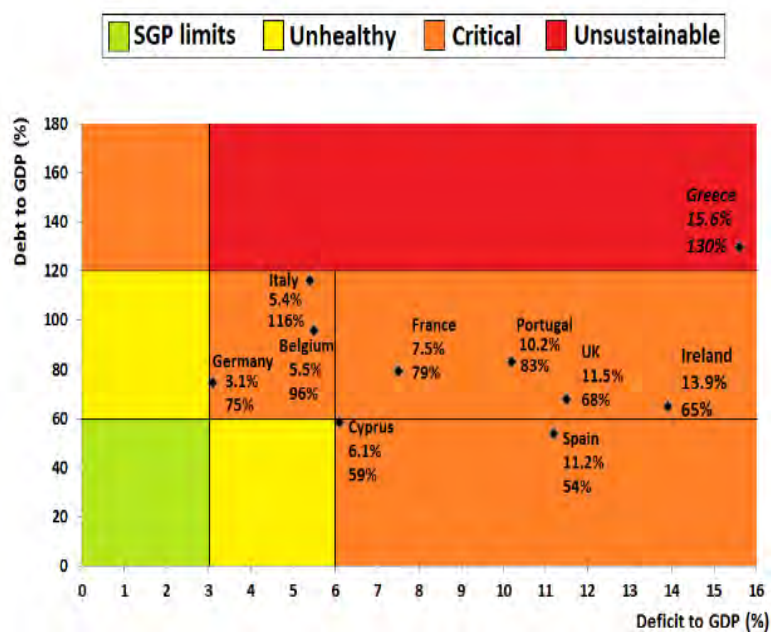
τρισεκατομμύρια ευρώ, το οποίο ταυτίζεται με το 150% του ΑΕΠ της Ευρώπης. Από αυτό το σύνολο, οι ευρωπαϊκές τράπεζες έχουν στους ισολογισμούς τους περίπου 4 τρισεκατομμύρια ευρώ, με το 1,7 αυτών εγκεκριμένα για εκμετάλλευση, δημιουργώντας έτσι χώρο για ελιγμούς στη παροχή ρευστότητας (Eurobank Research, 2011).

Ερχόμενη αντιμέτωπη με τις συνέπειες της κρίσης δημοσίου χρέους στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ θέσπισε το πρόγραμμα για τις αγορές κινητών αξιών. Υπό αυτό, το Ευρωσύστημα αγοράζει τίτλους σε δυσλειτουργικά τμήματα αγοράς, ώστε να ασφαλίσουν τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής. Αυτό το γενικό πλαίσιο, καθιστά για την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα δυνατόν να ανταποκριθεί άμεσα στις εντάσεις της αγοράς, που αναδύθηκαν το καλοκαίρι του 2011. Στις 10 Αυγούστου, η ΕΚΤ παρείχε για μια ακόμα φορά ρευστότητα με εξάμηνη διάρκεια. Στη συνέχεια, στις 15 Σεπτεμβρίου ανακοινώθηκαν τρεις επιπρόσθετες πράξεις σε δολάρια διάρκειας τριών μηνών περίπου, τα οποία καλύπτουν το τέλος του χρόνου. Ουσιαστικά, η ΕΚΤ (σε απάντηση των μη εύρυθμων συνθηκών που επικρατούσαν στις ευρωπαϊκές αγορές ασφαλείας) άρχισε εκ νέου τη προληπτική εφαρμογή του προγράμματος για τις αγορές κινητών αξιών στις 8 Αυγούστου, ώστε να αγοράσει δημόσια χρεόγραφα. Το πρόγραμμα αυτό στοχεύει στη δημιουργία ενός πιο λειτουργικού μηχανισμού μετάδοσης νομισματικής πολιτικής σε όλα τα μέρη της νομισματικής ένωσης και είναι σε πλήρη συμμόρφωση με τη σύγκλιση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Το σχετικό ύψος του προγράμματος, που αντιπροσωπεύει μόλις το 1,7% του ευρωπαϊκού ΑΕΠ έναντι 13,7% του ΑΕΠ που αγοράστηκε από τη Τράπεζα της Αγγλίας ή 11,4% του

ΑΕΠ που αγοράστηκε από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, διευκολύνει τη μετατροπή του σε πλήρως «αποστειρωμένο» (Ligon, 2012).

Διάγραμμα 3.4

Έλλειμμα και δημόσιο χρέος σε σχέση με το ΑΕΠ-200



(Πηγή: Eurostat-Budget Deficit and Public Debt to GDP)

Η δράση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας ήταν γρήγορη, στοχευμένη και αποφασιστική. Ωστόσο δεν πρέπει να επωμιστεί κανείς το βάρος της επίλυσης των προβλημάτων. Οι κυβερνήσεις των ευρωπαϊκών χωρών θα πρέπει να ανταποκριθούν στις ευθύνες τους. Πρώτα, στα πλαίσια των πρόσφατων συμφωνιών για τη βελτίωση της οικονομικής διακυβέρνησης της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τα κράτη είναι απαραίτητο να υιοθετήσουν και να εφαρμόσουν μεγαλεπήβολα και μεσοπρόθεσμα σχέδια δημοσιονομικής εξυγίανσης και να εισαγάγουν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, αποκαθιστώντας τις βάσεις για ανταγωνιστικότητα και ανάπτυξη στις οικονομίες τους. Στη συνάρτηση αυτή, η ΕΚΤ καλωσορίζει επίσης την υιοθέτηση της «εξάδα» νέων κανόνων. Σε ότι αφορά το μέλλον, χρειάζεται να παραμείνει κανείς φιλόδοξος για την ενίσχυση της οικονομικής διακυβέρνησης στην ευρωπαϊκή ζώνη. Προφανώς, οι χώρες του προγράμματος της ΕΕ ή του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου πρέπει να εμείνουν ιδιαίτερος στις δεσμεύσεις τους. Δεύτερον, ακολουθώντας την εντατικοποίηση της κρίσης χρέους το Μάιο του 2010, τα

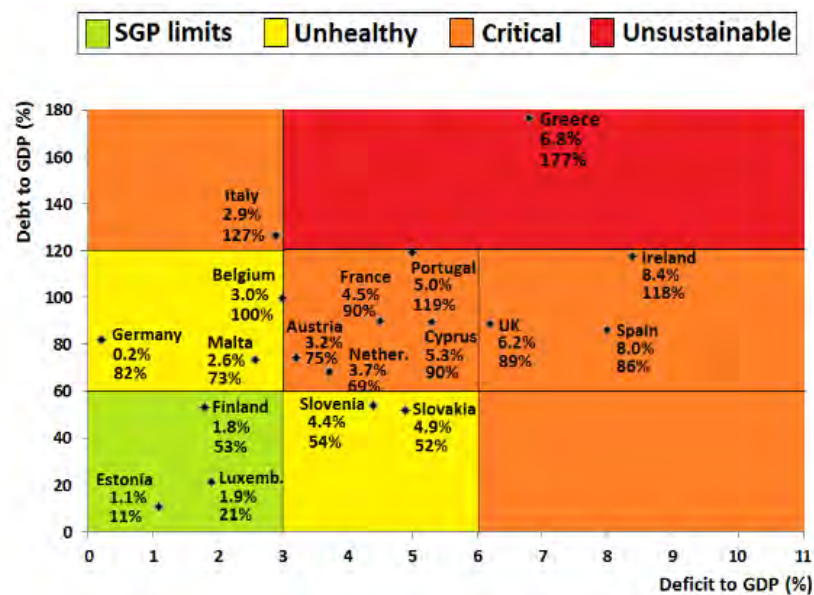
κράτη μέλη της ΕΕ αποφάσισαν τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης (EFSF). Ο EFSF επιτρέπει τη χρηματοδότηση των κρατών της Ευρωπαϊκής Ένωσης σε δύσκολες περιπτώσεις, όταν αυτή υπόκειται σε συνθήκες διαπραγμάτευσης με τη Τρόικα (μέλη: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα). Το πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής βελτιώνει τα οικονομικά θεμέλια και συνεπώς, εξαλείφει τους προβληματισμούς αφερεγγυότητας, το οποίο με τη σειρά του επιτρέπει την επιστροφή της χώρας στις αγορές.

Στις 21 Ιουλίου, οι Ευρωπαίοι Αρχηγοί Κρατών και Κυβερνήσεων επαναεπιβεβαίωσαν τη δέσμευση τους για εξασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας ολόκληρης της περιοχής και των κρατών μελών και αποφάσισαν να καλυτερεύσουν τόσο την αποδοτικότητα όσο και την ευελιξία του EFSF, πιο συγκεκριμένα σχετικά με την προσέγγιση της μετάδοσης της κρίσης. Η μεταρρύθμιση, η οποία αποκτήθηκε στη σύνοδο κορυφής, επιτρέπει στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης να δρα βάσει ενός προληπτικού προγράμματος: τη χρηματοδότηση της ανακεφαλαιοποίησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσω δανείων στις κυβερνήσεις ακόμα και σε χώρες που δεν εντάσσονται σε πρόγραμμα και την παρέμβαση στις πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές, σύμφωνα με μια ανάλυση της ΕΚΤ και μια αμοιβαία συμφωνία των κρατών μελών (CNN, 2018). Πολλές χώρες έχουν ήδη επικυρώσει τις συμφωνίες της 21^{ης} Ιουλίου και είναι εξαιρετικά σημαντική όχι μόνο η επικύρωση των τελικών κυρώσεων αλλά και η εφαρμογή όλων των στοιχείων. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θεωρεί ουσιώδη την ταχεία επιβολή των νέων κανόνων του ESFS σε συνδυασμό με τις αποφάσεις των αρχηγών κρατών της Ευρώπης, στις 21 Ιουλίου. Σε σχέση με αυτό, είναι απολύτως καίριας σημασίας για τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης να έχει την ικανότητα να επιτελέσει τη λειτουργία του, δηλαδή τη περιφρούρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας με αποτελεσματική παρακολούθηση. Αυτό συνεπάγεται ότι, προκειμένου να μεγιστοποιήσει την αποδοτικότητα του, οι πόροι του Μηχανισμού θα ήταν σωστό να αφοσιωθούν στην βελτίωση της έκδοσης νέων κινητών αξιών, πολλαπλασιάζοντας την επίδραση τους (Ruščáková &

Semančíková, 2016). Θα ήταν λιγότερο αποτελεσματικό η σπατάλη των διαθέσιμων κονδυλίων σε δευτερογενή αγορά ή στην στήριξη της κεφαλαιοποίησης των τραπεζών, η οποία είναι μεν ζωτικής σημασίας αλλά λιγότερο σημαντική από την έκδοση ομολόγων, για παράδειγμα από την Ιταλία ή την Ισπανία. Παράλληλα, είναι σπουδαίο το γεγονός ότι οι κυβερνήσεις που επηρεάστηκαν, δεν αντιμετωπίζουν τα εργαλεία σταθεροποίησης ως κίνητρα για να εξασθενίσουν τις προσπάθειες τους, σε σχέση με την ενδυνάμωση της οικονομικής τους θέσης. Είναι καθοριστικής σημασίας, επιπλέον, ότι όλα τα έκτακτα μέτρα στήριξης (είτε με τη μορφή δανείων είτε με την αγορά τίτλων) υπόκεινται σε αυστηρή εξάρτηση σχετικά με φορολογικά και δημοσιονομικά μέτρα και διαρθρωτικές δεσμεύσεις για άνοδο του ρυθμού ανάπτυξης, απαραίτητο στοιχείο για τη σταθεροποίηση του δείκτη δημοσίου χρέους.

Διάγραμμα 3.5

Έλλειμμα και δημόσιο χρέος σε σχέση με το ΑΕΠ-2012



(Πηγή: Eurostat-Budget Deficit and Public Debt to GDP)

Όλα τα «μέρη» της ΕΕ, λοιπόν, πρέπει να επωμιστούν τις ευθύνες τους και οι επικυρωμένες συμφωνίες να εφαρμοστούν άμεσα. Έτσι, η Ευρώπη θα καταφέρει επιτυχώς να ανταπεξέλθει στους δύσκολους καιρούς και να θέσει

δημοσιονομικούς στόχους, για αποκατάσταση ταυτόχρονα της ανταγωνιστικότητας και της πιθανότητας ανάπτυξης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

4.1 Εισαγωγή

Στο σημείο αυτό, παρουσιάζεται η μελέτη επιλεγμένων δημοσιευμένων επιστημονικών άρθρων σχετικά με την κρίση χρέους στην Ευρωζώνη, προβάλλονται αίτια της κρίσης με αναδρομή στην ιστορία και οι συνέπειες της στις διάφορες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Έχουν πραγματοποιηθεί ποικίλες έρευνες που εξετάζουν όχι μόνο τη βραχυχρόνια και μακροχρόνια συσχέτιση των γεγονότων τα οποία οδήγησαν στη μετάδοση της κρίσης στην ευρωπαϊκή επικράτεια, αλλά και τις δραστικές αλλαγές που επακολούθησαν αυτή την έκρηξη της κοινωνικοοικονομικής αναταραχής. Αν μελετηθεί η ιστορία της οικονομίας (Ευρωπαϊκή και μη) σίγουρα κάπου μακριά στο παρελθόν θα εντοπιστούν και τα εναύσματα της διαταραχής που διανύουμε. Καθεμία από τις χώρες της ΕΕ αποτελεί και ένα σχήμα, το οποίο επισημαίνει τη πολύπλοκη σχέση μεταξύ του παγκόσμιου συστήματος και της τοπικής ευημερίας. Η χρηματοπιστωτική κρίση στην Ευρωζώνη υπογραμμίζεται ως ένα από τα πιο άξια διερεύνησης θέματα και μέσω πολύμορφων τεχνικών μεθόδων, οι χρηματοοικονομικές μελέτες εξάγουν αντίστοιχα συμπεράσματα. Προτού λοιπόν πραγματοποιηθεί η εμπειρική προσέγγιση του θέματος, είναι απαραίτητο να εξετασθούν σημαντικές έρευνες της διεθνούς βιβλιογραφίας.

4.2 Πιθανά αίτια της Ευρωπαϊκής κρίσης χρέους

Η πρώτη σημαντική μελέτη ήταν αυτή των Anna Ruščáková και Jozefína Semančíková (2016), που επιχειρούν με νέα μελέτη να ορίσουν τις πιο σημαντικές πηγές της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους και να αναγνωρίσουν τους παράγοντες, οι οποίοι πρέπει να ληφθούν υπ' όψιν στην παροχή λύσεων. Η συνεπής και πολιτικά προωθούμενη μεν οικονομικά ανολοκλήρωτη δε Ευρωπαϊκή Ολοκλήρωση προβάλλεται ως συνθήκη που προκαλεί το συστηματικό κίνδυνο στον χρηματοπιστωτικό τομέα και πηγή των κινήτρων των οικονομικών φορέων για δανεισμό. Αντίθετα, η κρίση εθνικού χρέους θεωρείται αποτέλεσμα μιας σειράς συστηματικών αθετήσεων στη παγκόσμια πολιτική τάξη και σοβαρών διαρθρωτικών ελαττωμάτων στην Ευρώπη. Η έρευνα των Ruščáková και Semančíková (2016) παραθέτει ως πρωταρχικό στόχο της Ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης τη διατήρηση της

ειρήνης και την εξασφάλιση της ελευθερίας και της ευημερίας στην Ευρώπη. Η συνθήκη για τη λειτουργία της ΕΕ, οι διαρκώς εναλλασσόμενες συνθήκες κινδύνου και οι κανόνες στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση σε συνδυασμό με την ολοκλήρωση και την εναρμόνιση των μελών της αποτελούν την επιβεβαίωση της άποψης για τον κύριο στόχο της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης. Ωστόσο η επικύρωση της συνθήκης του Μάαστριχτ δεν μπορεί να θεωρηθεί μια οικονομικά επαρκής και εύλογη απόφαση, καθώς επικρατεί τόσο η απουσία της κινητικότητας των εργαζομένων και των φορολογικών πόρων, όσο και ένα χαμηλό επίπεδο διαφοροποίησης των οικονομιών της Νομισματικής Ένωσης σε συσχέτιση με πληθωριστικές πολιτικές. Ένα παράδειγμα τέτοιας δυσανάλογης κρίσης είναι η δημοσιονομική κρίση της Ευρωζώνης. Επιπλέον, τονίζεται πως η παραβίαση των κύριων αρχών για τη δημιουργία βέλτιστης και χωρίς προβλήματα λειτουργικής ζώνης ενιαίου νομίσματος αποτελεί τη προέλευση των προβλημάτων στην Νομισματική Ένωση. Έτσι, μια χώρα που αποφασίζει να εγκαταλείψει το συνάλλαγμα της υιοθετώντας μια ενιαία νομισματική πολιτική, χάνει ένα σημαντικό εργαλείο ώστε να εξομαλύνουν τόσο τις εσωτερικές όσο και τις εξωτερικές ανισοροπίες (κύριες αιτίες των προβλημάτων χρέους των μελών της Νομισματικής Ένωσης). Συνεχίζοντας την παρουσίαση τους βασισμένες σε διάφορες μελέτες επιστημόνων, οι Ruščáková και Semančíková (2016) υπογραμμίζουν ότι οι χώρες με τα μεγαλύτερα προβλήματα θα έπρεπε να ενστερνιστούν έναν συνδυασμό μακροπροληπτικής πολιτικής (για τον περιορισμό της ιδιωτικής μόχλευσης) και συνετής δημοσιονομικής πολιτικής. Για την αντιμετώπιση της προαναφερθείσας κατάστασης προτείνεται ένας μηχανισμός αναπροσαρμογής, μέσω της διοχέτευσης ρευστότητας και εγκαθίδρυσης μιας κεντρικής φορολογικής αρχής, ο οποίος επίσης θα μπορούσε να συνδυαστεί με ένα σύστημα μεταφοράς φορολογικών και χρηματικών πόρων, υπό τη μορφή όχι μόνο διεθνών επενδύσεων στη παραγωγή σε ελλειμματικές χώρες αλλά και τη σταθεροποίηση του βασικού μισθού στην Ευρώπη.

Ως συνέχεια όλων των παραπάνω, οι χώρες της Ευρώπης δεσμεύτηκαν να προχωρήσουν σε ονομαστική σύγκλιση και νομισματική πειθαρχία, εισάγοντας το νέο ενιαίο νόμισμα και μια κοινή νομισματική πολιτική (Ruščáková & Semančíková, 2016). Παράλληλα, ιδρύθηκε μια κεντρική τράπεζα σε συνδυασμό με ένα σύστημα τεκμαρτών εγγυήσεων, με στόχο τη προστασία των πιο αδύναμων χωρών της Ευρωζώνης, αλλά και μια ψευδαίσθηση ευημερίας στην Ευρώπη. Έτσι, ενώ οι χώρες δανείζονταν σε ένα αντίστοιχο επίπεδο των οικονομιών τους (πριν την είσοδο στην

Ευρωζώνη), πλέον η καθιέρωση του συναλλάγματος εναρμονίζει την ανάπτυξη με τα βασικά επιτόκια στα κυβερνητικά δάνεια. Ακόμη, επισημαίνεται η δημιουργία “φούσκας” είτε στις αγορές ακινήτων είτε στο δημόσιο τομέα, γεγονός που οδήγησε στην εκβάθυνση της ύφεσης και του ηθικού κινδύνου. Η εφαρμογή προγραμμάτων διάσωσης και ενισχύσεων κεφαλαίου στο επίπεδο του δημοσίου χρέους επηρέασε αρνητικά τις αγορές, αυξάνοντας όχι μόνο τη μεταβλητότητα τους αλλά και τη πιθανότητα μετάδοσης της κρίσης σε άλλες χώρες. Μια σημαντική μείωση στα μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα, αντιθέτως μια τεράστια αύξηση στο ρυθμό ανάπτυξης της προσφοράς χρήματος και στα δάνεια, μια σχετικά άμεση ενίσχυση του επιπέδου των τιμών και η επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας αποθάρρυναν της ευρωπαϊκές κυβερνήσεις από την εκτέλεση των μεταρρυθμίσεων και τη συμμόρφωση με τους δημοσιονομικούς περιορισμούς. Γι’ αυτό το λόγο, θα πρέπει να γίνει μια υπενθύμιση των κανόνων της δημοσιονομικής πειθαρχίας, συμπεριλαμβανομένων στο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Στο τελευταίο κομμάτι του παρόντος άρθρου, παρουσιάζονται μερικές από τις αιτίες της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους σε διάφορες προσεγγίσεις. Πρώτα απ’ όλα, στο τραπεζικό τομέα υποστηρίζεται μια καίρια σύνδεση ανάμεσα στις τραπεζικές κρίσεις και τη κρατικές χρεωκοπίες, καθώς οι πρώτες λειτουργούν συχνά ως δείκτες πρόβλεψης των τελευταίων. Βασισμένοι σε ισολογισμούς, οι επιστήμονες θεωρούν πιθανή μια ενσωμάτωση ακόμα και της κρίσης ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων στη κρίση δημοσίου χρέους. Μέσω συστημάτων ανάλυσης, συνεπάγεται η ύπαρξη υψηλών επιπέδων συστημικού ρίσκου και η μεταβίβαση της αποσύνθεσης του χρέους από μια περιφερειακή ενότητα σε μια άλλη. Από τη νομισματική οπτική, κυριαρχούσε μια έλλειψη κατανόησης της ευαισθησίας μιας νομισματικής ένωσης σχετικά με συνθήκες κρίσης, κυρίως κατά την απουσία τόσο τραπεζικής συνοχής όσο και άλλων προστατευόμενων μηχανισμών (Ruščáková & Semančíková, 2016). Παράλληλα, η αναποφασιστικότητα και η αντιφατικότητα (όσον αφορά τις διαχειριστικές αντιδράσεις), οι χαλαρές δημοσιονομικές πολιτικές και η απώλεια ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής αποτέλεσαν αποσταθεροποιητικούς παράγοντες εν μέσω κρίσης για ποικίλες χώρες. Τέλος, σύμφωνα με έναν μεγάλο αριθμό οικονομολόγων, η Ευρωπαϊκή κρίση χρέους θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως μια “κρυμμένη” νομισματική κρίση. Η αποστροφή του διεθνούς κινδύνου, τα μακροοικονομικά μεγέθη, η υπερβολική κεντρική διαχείριση, οι κανονισμοί αλλά και ο κίνδυνος μετάδοσης της κρίσης έχουν ισχυρές επιπτώσεις στη κρίση δημοσίου χρέους, επηρεάζοντας τις αποκλίσεις των κρατικών ομολόγων αλλά και τη ρευστότητα

στη ζώνη του ευρώ. Δευτερογενώς, η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας είχε συνέπειες στις χώρες και πιο συγκεκριμένα, στη χρηματοοικονομικές αγορές. Ένα κατάλληλο εργαλείο, λοιπόν, για την εξισορρόπηση της Ευρωζώνης θα ήταν ένας λειτουργικός μηχανισμός μεταφοράς φορολογικών πόρων και η επακόλουθη δημιουργία τόσο μιας δημοσιονομικής ένωσης όσο και μιας μορφής ευρωπαϊκού κράτους, το οποίο να βασίζεται σε συμβιβαστικές λύσεις ανάμεσα στον παρεμβατισμό και την μη επεμβατική προσέγγιση στη κυβέρνηση μιας χώρας. Ένα ενιαίο ευρωπαϊκό φορολογικό σύστημα και ένας βασικός μισθός, μεγάλα σχέδια επενδύσεων σε ευρωπαϊκό επίπεδο και μια πολλαπλών ταχυτήτων νομισματική ένωση, μεταρρυθμίσεις και διαρθρωτικές πολιτικές θα ήταν απαραίτητο να εφαρμοστούν με στόχο την προώθηση της ευελιξίας σε τιμές και μισθούς, τον περιορισμό της γραφειοκρατίας και του ρυθμιστικού φόρτου και εν τέλει, την ανταγωνιστικότητα της Ευρώπης.

Μια ακόμα σημαντική μελέτη, η οποία συνέβαλε στην περαιτέρω ερμηνεία της ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής κρίσης είναι αυτή του Dimitris Kenourgios (2014), ο οποίος επιχειρεί να ερευνήσει την εξάπλωση της αστάθειας στις αγορές κατά την εποχή της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης σε συνδυασμό με την Ευρωπαϊκή κρίση χρέους. Ο αρθρογράφος, ξεκινώντας από το 1973 όταν για πρώτη φορά παρουσιάστηκαν ποικίλοι τρόποι συναλλαγών, αναφέρει πως δημιουργήθηκαν πολυάριθμα προϊόντα μεταβλητότητας (μέτρα για τη μέτρηση της μεταβλητότητας των τιμών) κυρίως για κερδοσκοπικούς σκοπούς. Ανάμεσα σε αυτά τα προϊόντα, αναπτύχθηκαν παράλληλα και δείκτες αστάθειας ως μέσα καταμέτρησης του φόβου των επενδυτών για μια ενδεχόμενη χρηματοοικονομική κατάρρευση. Μέσω δυναμικών μοντέλων, ο Kenourgios (2014) υπογραμμίζει τη συσχέτιση ανάμεσα στους δείκτες μεταβλητότητας με επιπτώσεις τόσο στη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου όσο και στη διαχείριση του κινδύνου. Ο διαχωρισμός των περιόδων της αναταραχής σε δυο κατηγορίες και τα αντίστοιχα υποδείγματα υποδεικνύουν όχι μόνο τη δραματική αύξηση του κινδύνου σε παγκόσμιο επίπεδο αλλά και το γεγονός ότι οι συνεπαγόμενοι δείκτες μεταβλητότητας εξαπλώνονται. Ο αρχικός κλυδωνισμός στις αγορές επηρέασε δραστικά την αλληλεξάρτηση των προαναφερόμενων συντελεστών και τις προβλέψεις των επενδυτών για μελλοντικές κινήσεις. Επιπλέον, τονίζεται πως η ξαφνική άνοδος του ελληνικού χρέους και της αφερεγγυότητας πυροδότησε έναν νέο κύκλο αβεβαιότητας στις χρηματοοικονομικές αγορές και ενέτεινε τους φόβους των

επενδυτών. Σε τελική ανάλυση και σύμφωνα με το άρθρο του Kenourgios (2014), οι διάφορες φάσεις των δυο κρίσεων αντικατοπτρίζουν και τα πιθανά αίτια τους, τα οποία επικεντρώνονται στην ανθρώπινη ψυχολογία γύρω από την αντίληψη του κινδύνου. Σε περιόδους ευημερίας και οικονομικής άνθησης, πραγματοποιούνται επενδύσεις και κυριαρχεί η αίσθηση της ασφάλειας. Ωστόσο, σε επόμενη περίοδο ακολουθεί η αποστροφή του κινδύνου πάνω από τα φυσιολογικά επίπεδα και οι απώλειες των επενδυτών καθοδηγούνται από τη μόχλευση.

4.3 Συνέπειες και προτεινόμενες λύσεις στην Ευρωπαϊκή κρίση χρέους

Σε περιόδους ύφεσης, η ύπαρξη των ανισορροπιών έχει κάποιες συνέπειες σε διάφορους τομείς των οικονομιών. Το 2012, οι Angela Roman & Irina Bilan έχουν ως επίκεντρο της έρευνας τους τις αρνητικές συνέπειες της κρίσης στις δημόσιες οικονομίες, υπογραμμίζοντας το γεγονός ότι τα μέτρα που ελήφθησαν από τις εθνικές αρχές για τη διάσωση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε συνδυασμό με τους κυκλικούς παράγοντες της οικονομικής ύφεσης αλλά και τα δημοσιονομικά μέτρα τόνωσης οδήγησαν πολλές χώρες τόσο σε επιδείνωση του βασικού τους δημοσιονομικού αποτελέσματος όσο και σε εκρηκτική άνοδο του δημοσίου χρέους. Την αρχική χρηματοπιστωτική κρίση (η οποία παρ' όλα αυτά, φαινόταν να είχε ξεπεραστεί) ακολούθησε μια νέα κρίση δημοσίου χρέους, η οποία απειλούσε σε σοβαρό βαθμό την μακροοικονομική σταθερότητα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Έτσι, κυριάρχησαν και συγκρουόμενες αντιλήψεις σχετικά με την παρέμβαση ή όχι της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και τον ρόλο της στη δημοσιονομική εξυγίανση. Οι Roman & Bilan (2012) επιχείρησαν να δώσουν απαντήσεις σε δυο καίρια θέματα, τη σύνδεση της δημοσιονομικής κρίσης με τις διαταραχές στο τραπεζικό σύστημα αλλά και την αντίδραση-κινήσεις της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στη κρίση αυτή. Δραματική αύξηση του δημοσίου χρέους (εξαιτίας υπεράνθρωπης προσπάθειας διάσωσης των αφερέγγυων τραπεζών, συρρίκνωση του ΑΕΠ και πτώση των φορολογικών εσόδων είναι μερικοί από τους κινδύνους τέτοιων κρίσεων. Δεδομένων όλων των παραπάνω, αναφέρεται στη συνέχεια ότι κύριες προτεραιότητες των κεντρικών τραπεζών είναι η εξασφάλιση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας, η ομαλή άσκηση πολιτικών και η προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων. Σύμφωνα με τις Roman και Bilan (2012), υπάρχει τελικά μια αλληλεξάρτηση ανάμεσα

στις κυβερνήσεις και τους τραπεζικούς τομείς, ακόμα και σε ευρωπαϊκό επίπεδο, κατάσταση που συμβάλλει σημαντικά στην χρηματοοικονομική σταθερότητα. Η ύπαρξη της δημοσιονομικής κρίσης και η μεταβίβασή της στις τράπεζες αντιπροσωπεύεται από τις κρατήσεις λόγω του χρέους στα χαρτοφυλάκια των τραπεζών. Ένα ακόμα συμπέρασμα από την έρευνα των αρθρογράφων ήταν το γεγονός ότι ένα σημαντικό ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων των ιδρυμάτων αποτελούταν από επισφαλή δάνεια και χρεόγραφα, τα οποία εξέθεταν τον τραπεζικό τομέα σε δημοσιονομικό κίνδυνο. Επομένως, θα πρέπει να δοθούν λύσεις στη κρίση δημοσίου χρέους κυρίως από τα εθνικά κράτη και τις υπερχρεωμένες χώρες, όπως για παράδειγμα υιοθέτηση πολιτικών σκληρής δημοσιονομικής λιτότητας, περικοπή του δημοσιονομικού ελλείματος και μείωση του δημοσίου χρέους σε βιώσιμα επίπεδα. Από την άλλη πλευρά, όπως παρουσιάζεται στο κείμενο των Roman & Bilan (2012), η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προσέφυγε σε συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, με στόχο την εξασφάλιση της οικονομικής σταθερότητας και την αύξηση της ρευστότητας των τραπεζών, ώστε να αποφευχθεί η κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Μείωση όχι μόνο του βασικού επιτοκίου από 1% σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα 0,75% τον Ιούλιο του 2012 αλλά και των ελαχίστων αποθεματικών από 2% σε 1%, επανεργοποίηση του προγράμματος για αγορές τίτλων και ένα δεύτερο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολογιών ήταν μερικές από τις βασικές κινήσεις της ΕΚΤ, τις οποίες ακολούθησαν πράξεις αναχρηματοδότησης σε μακροχρόνιο και μη επίπεδο. Τέλος, επισημαίνεται ότι ενώ ο σκοπός της ΕΚΤ ήταν να προωθήσει τον τραπεζικό δανεισμό και τη ρευστότητα στη ευρωπαϊκή αγορά χρήματος, εμφανίστηκαν μείζονες κίνδυνοι. Καίρια παραδείγματα είναι τα εξής: η διατήρηση των μη συμβατικών μέτρων για μεγάλο χρονικό διάστημα θα μπορούσε να οδηγήσει σε εκτεταμένη εξάρτηση από τη νομισματική βάση και κατ' επέκταση αδυναμία των πιστωτικών ιδρυμάτων για αναδιοργάνωση των ισολογισμών τους και η διατήρηση σε ιδιαιτέρως χαμηλά επίπεδα του βασικού επιτοκίου τη στιγμή που η ανάπτυξη προϋποθέτει βελτίωση, ενέχει απειλές για τη σταθερότητα των τιμών και τη μη εκπλήρωση των βασικών στόχων της ΕΚΤ.

Το 2012 θα μπορούσε να πει κανείς ότι ήταν μια χρονιά σημαντικών ερευνών, οι οποίες συνέβαλαν περαιτέρω στη κατανόηση της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους. Παράλληλα, λοιπόν, με τη μελέτη των Roman και Bilan (που αναπτύχθηκε προηγουμένως), ο Trabelsi Mohamed Ali επιχείρησε να αποτυπώσει την επίδραση της

δημοσιονομικής κρίσης (η πιο σοβαρή κρίση μετά τη Μεγάλη Ύφεση του 1929) στις διάφορες χώρες της Ευρωζώνης. Αναφέρει ότι η κρίση επεκτάθηκε ταχύτατα εξαιτίας της αλληλεξάρτησης, κύριο χαρακτηριστικό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, από τη τιτλοποίηση, γεγονός που επέτρεπε στους επενδυτές την πρόσβαση στις ξένες αγορές ακινήτων και στην επαναξιολόγηση της τιμής του κινδύνου. Επιπλέον, μια μείωση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων υψηλού κινδύνου στην Αμερική, επηρέασε και τις ευρωπαϊκές τράπεζες που διέθεταν τέτοια αγαθά, μειώνοντας τις απαιτήσεις τους και επιταχύνοντας τη κατάρρευση. Σύμφωνα με τον Trabelsi(2012), η Ευρωπαϊκή Ένωση (καθώς είναι σε θέση να στηρίζει κάθε χώρα με χρηματοοικονομικές δυσκολίες) έλαβε ισχυρά μέτρα για την αντιμετώπιση της κρίσης διαμορφώνοντας και ένα πρόγραμμα χρηματοδοτικής σταθερότητας με τη μορφή δανείων και ιδίων κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά, τόσο το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (με το μισό χρηματικό ποσό από την ΕΕ) όσο και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα επέδειξαν τη στήριξη τους αγοράζοντας τα δημόσια ή ιδιωτικά χρέη, τα οποία συσσωρεύτηκαν στην ευρωζώνη. Εξαιτίας αυτού, οι χώρες σε κρίση θα πρέπει να αποδεικνύουν την φερεγγυότητα τους και να αναδιοργανώσουν τις οικονομίες τους, εφαρμόζοντας μεταρρυθμίσεις που ευνοούν την οικονομική ανάπτυξη. Στη συνέχεια του άρθρου, ο Trabelsi (2012) παραθέτει κάποιες περιπτώσεις χωρών, άξιες αναφοράς λόγω όχι μόνο της κρίσης τους αλλά και των τρόπων καταπολέμησης της. Ξεκινώντας από την Ελλάδα, η κρίση χρέους γεννήθηκε από τον κυρίαρχο φόβο των πιστωτών για αδυναμία πληρωμής του δημοσίου χρέους και των δεδουλευμένων τόκων εκ μέρους της Ελλάδας. Το υψηλό επίπεδο χρέους, το τεράστιο δημοσιονομικό έλλειμμα σε συνδυασμό και με την ύπαρξη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης συνέστησαν την ελληνική χρηματοπιστωτική κρίση, τονίζοντας και μια ακόμη αδυναμία της νομισματικής ένωσης: την απουσία ελέγχου των δημοσιονομικών πολιτικών των κρατών μελών και τη διευκόλυνση μεν της εισόδου της Ελλάδας στην ΕΕ, δηλώνοντας δε ψευδή στοιχεία για το δημόσιο χρέος (Trabelsi, 2012). Όσον αφορά τη περίπτωση της Ιρλανδίας, το έλλειμμα προήλθε από τις επισφαλείς απαιτήσεις των τραπεζών, λαμβανόμενες σε συνεργασία με το κράτος. Επιπλέον, το πρόγραμμα διάσωσης των ιρλανδικών τραπεζών ήταν τόσο υψηλό (70 δισεκατομμύρια ευρώ), εκπροσωπώντας τον μεγαλύτερο δείκτη χρέους στο κόσμο και μειώνοντας αισθητά τις προοπτικές ανάπτυξης. Ακόμη, ο Trabelsi (2012) επισημαίνει πως επακόλουθα όλων των παραπάνω ήταν όχι μόνο η αύξηση των φόρων σε ποικίλες χώρες αλλά και η επέμβαση κρατών (όπως η Γερμανία) ώστε η Ιρλανδία να αποδεχτεί τη βοήθεια της ΕΕ. Αυτή η

κατάσταση σκόρπισε το φόβο και για ένα ελληνικό σενάριο, όπου τα δημοσιονομικά προβλήματα μιας χώρας βύθισαν ολόκληρη την Ευρωζώνη σε κρίση. Οπότε, η Ιρλανδία σε συνεννόηση με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοπιστωτικής Σταθεροποίησης έθεσαν σε εφαρμογή ένα πρόγραμμα διάσωσης ευρωπαϊκών προδιαγραφών, ασφαλίζοντας το ύψος των δανείων στα 80 με 90 δισεκατομμύρια ευρώ (Trabelsi, 2012). Στη συνέχεια του παρόντος άρθρου, παρουσιάζονται συνοπτικά οι περιπτώσεις των εξής χωρών: Πορτογαλία, Ισπανία, Ιταλία, Γαλλία και Γερμανία. Η αύξηση στα χρεωστικά επιτόκια (με αντίστοιχη υποβάθμιση του δημοσίου χρέους), ο βραδύς ρυθμός πορτογαλικής ανάπτυξης, η νομισματική ολοκλήρωση (σχετική με φτωχές πολιτικές) και η απουσία διαφάνειας και υπευθυνότητας εκ της πολιτικής διακυβέρνησης συνέστησαν τη πορτογαλική κρίση. Από την άλλη πλευρά, τόσο η Ισπανία (έχοντας υποστεί και τη κρίση στην αγορά ακινήτων) εμφάνισε έλλειμμα, το οποίο επιδεινώθηκε και υποβάθμισε την οικονομία στη πιστωτική αξιολόγηση όσο και η Ιταλία, επιβάλλοντας ένα πρόγραμμα λιτότητας, είχε ως αποτέλεσμα την άμβλυνση των εντάσεων και τελικά τη χαμηλότερη βαθμολόγηση της πιστοληπτικής της ικανότητας. Τέλος, ο Trabelsi (2012) υποστηρίζει πως Γαλλία και Γερμανία έλαβαν κάποια μέτρα για την αντιμετώπιση της ύφεσης, εξοικονομώντας ένα μεγάλο χρηματικό ποσό και μειώνοντας το όριο συνταξιοδότησης κατά ένα χρόνο, σε συνδυασμό με τη προώθηση φόρων στις επιχειρήσεις και τον καθορισμό του ΦΠΑ σε ένα επίπεδο τάξης 7%.

Αναρωτώμενος ο Trabelsi (2012) εάν το ευρωπαϊκό νόμισμα αποτελεί αδυναμία ή δύναμη, καταλήγει στα εξής διφορούμενα συμπεράσματα: τα κράτη μέλη ισχυροποίησαν το συνάλλαγμα τους στις οικονομικές αγορές και απέφυγαν την υποτίμηση του, μετατρέποντας το Σύμφωνο Σταθερότητας (οι χώρες να παραμένουν σε εύλογα όρια ελλείμματος και χρέους) και τη συνθήκη του Μάαστριχτ (τίθενται όρια στο δημόσιο χρέος, επιτρέποντας στα κράτη να διατηρούν τις οικονομικές και δημοσιονομικές πολιτικές τους) σε ιδιαίτερος χρήσιμα εργαλεία. Παρ' όλα αυτά, βαθαίνουν οι διαφορές ανάμεσα στις οικονομίες της Ευρωζώνης και δε τηρούνται ολοκληρωτικά οι κανόνες του Συμφώνου Σταθερότητας, αφού κάθε χώρα καλείται να έρθει αντιμέτωπη με τις δικές της δυσκολίες. Επακολούθως, υπάρχει έλλειψη εμπιστοσύνης στο σύστημα και κυριαρχία της τάσης των τραπεζών να εμπιστεύονται την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για τις καταθέσεις τους και όχι τον δανεισμό σε άλλες τράπεζες. Η παράβλεψη των προβλημάτων, όπως αναφέρει ο αρθρογράφος,

μπορεί να προκαλέσει μια κυκλική αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνου και μείωση της φερεγγυότητας των επενδυτών. Ένας μεγάλος αριθμός των ευρωπαϊκών τραπεζικών συστημάτων είναι υποκεφαλαιοποιημένα και το παθητικό των τραπεζών είναι 20 φορές υψηλότερο από το σύνολο των ιδίων τους κεφαλαίων. Το ευρωπαϊκό ταμείο διάσωσης θα μπορούσε μεν να προχωρήσει στη διάσωση των τραπεζών, με αστρονομικά δε χρηματοδοτικά πακέτα. Συμπερασματικά, η Ευρώπη δεν θα έχει τη δυνατότητα να αποφύγει τη κρίση στις αγορές εάν δεν ‘‘θεραπεύσει’’ τον τραπεζικό τομέα. Στη τελευταία ενότητα, γίνεται λόγος για τις αδυναμίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τους τρόπους καταπολέμησης της κρίσης. Οι χώρες της Ευρωζώνης αντέδρασαν με ατομιστικό τρόπο στις χρηματοπιστωτικές κρίσεις χωρίς συνεργασία και με αντίθετες πολλές φορές κατευθύνσεις, με συνέπεια να υπάρχει αποτυχία στις προσπάθειες συνδυασμού νομισματικών και δημοσιονομικών πολιτικών. Το θέμα της Ευρώπης είναι αρκετά δύσκολο και δυσεπίλυτο. Σύμφωνα με τον Trabelsi (2012), ένας τρόπος επίτευξης των παραπάνω θα ήταν η εξισορρόπηση της Νομισματικής και Οικονομικής Ένωσης, ιδρύοντας μια οικονομική διακυβέρνηση και αποκαθιστώντας τον ανταγωνισμό στα ευρωπαϊκά κράτη. Σαν αποτέλεσμα, θα ήταν ο έλεγχος του ιδιωτικού χρέους, η εσωτερίκευση δημοσιονομικών κανονισμών στα κράτη μέλη και η υιοθέτηση κοινών θέσεων απέναντι στην διεθνή χρηματοοικονομική ανισορροπία. Η επόμενη στρατηγική που προτείνεται είναι ο ορισμός ενός διαρθρωμένου μεταρρυθμιστικού προγράμματος για την αντικατάσταση της Συνθήκης της Λισαβόνας και η εξάλειψη ορισμένων χρηματοοικονομικών μέσων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDS) με στόχο το περιορισμό της κερδοσκοπίας στις αγορές, τα οποία σε συνδυασμό με όλα τα προηγούμενα θα δώσουν την ευκαιρία στην Ευρώπη να ανταπεξέλθει στις κρίσεις χρέους.

4.4 Η περίπτωση της Ελλάδας

Το άρθρο του Pronoroulos (2013) περιγράφει τις ρίζες της ελληνικής οικονομικής κρίσης και παρουσιάζει τη πρόοδο που έχει κάνει η Ελλάδα για να προσαρμόσει την οικονομία της. Τα κυριότερα αίτια της κρίσης είναι οι μεγάλες και αναπτυσσόμενες εξωτερικές και δημοσιονομικές ανισορροπίες. Οι βασικοί παράγοντες στους οποίους οφείλεται ο αυξανόμενος ελλειμματικός τρέχων προϋπολογισμός είναι η παρακμή σε όρους ανταγωνιστικότητας και οι αποταμιεύσεις στον δημόσιο τομέα. Ακόμη πρωταρχικό ρόλο στο ξέσπασμα της κρίσης έπαιξε ο τραπεζικός τομέας.

Επομένως το άρθρο περιγράφει την στρατηγική που ανέπτυξε η Τράπεζα της Ελλάδος για να μεταμορφώσει το τραπεζικό σύστημα που την οδήγησε εν τέλει να γίνει αποτελεσματική και ανταγωνιστική. Το πρώτο βήμα της στρατηγικής αυτής ήταν να υπολογισθεί το ποσό των κεφαλαίων που ήταν απαραίτητα για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Το δεύτερο μέρος της στρατηγικής αφορά στην διαδικασία αξιολόγησης των τραπεζών, δηλαδή ποιες είναι οι καλύτερες υποψηφιότητες τραπεζών που μπορούν να ανακεφαλαιοποιηθούν από το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Οι τέσσερις βασικές ελληνικές τράπεζες (Alpha Bank, Eurobank, Piraeus, NBG) ανακεφαλαιοποιήθηκαν από πόρους του ελληνικού δημοσίου. Οι βελτιώσεις αυτές οδηγούν σε αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας και των συνεργιών, και σε γενικές γραμμές σε μια θετική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας από τις διεθνείς αγορές.

Για την ελληνική οικονομία, έχουν γίνει πολυάριθμες προσπάθειες ερμηνείας τόσο των αιτιών όσο και των συνεπειών της κρίσης, την οποία υπέστη. Μια σχετική μελέτη είναι αυτή των Ozturk και Sozdemir (2015), στο 2^ο παγκόσμιο συνέδριο για τις επιχειρήσεις, την οικονομία, τη διαχείριση και τον τουρισμό στη Τσεχία. Η κυριότερη αιτία που οδήγησε στην παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση ήταν η κρίση των ενυπόθηκων δανείων στην Αμερική και η επακόλουθη έντονη αστάθεια που επικράτησε στις αγορές, επηρεάζοντας άλλες χώρες πιο βαθιά και άλλες λιγότερο. Η Ελλάδα, λοιπόν, διαθέτει μια οικονομική διάρθρωση αποτελούμενη από υψηλά επίπεδα χρέους και δημοσιονομικού ελλείμματος, χαμηλή ανταγωνιστικότητα και μη σταθερή πολιτική διακυβέρνηση (Ozturk & Sozdemir, 2015). Θα ήταν λογικό να επισημάνει κανείς ότι η τωρινή κατάσταση στην ελληνική οικονομία είναι αποτέλεσμα λανθασμένων πολιτικών τα τελευταία 25-30 χρόνια. Άδικο σύστημα φορολόγησης, λαϊκίστικες πρακτικές και μη βιώσιμη (ακόμα και αλόγιστη) συνταξιοδότηση είναι μερικές από τις πηγές του προβλήματος. Σύμφωνα με τους Ozturk & Sozdemir (2015), παρόλο που όταν η Ελλάδα έγινε το 10^ο μέλος της Ευρωπαϊκής Κοινότητας υιοθετώντας το ευρώ ως το εθνικό της νόμισμα, οδηγήθηκε σε ανάπτυξη, υψηλό πληθωρισμό και αξιοπιστία των οικονομικών πολιτικών της, από την άλλη πλευρά είχε και αρνητικές συνέπειες όπως για παράδειγμα αξιοσημείωτη αύξηση στις δημόσιες δαπάνες και υψηλή χρηματοοικονομική αστάθεια. Η χώρα είχε τη δυνατότητα να διαχειρίζεται το χρέος της με χαμηλά επιτόκια αλλά και με την υποστήριξη της Goldman Sachs. Ωστόσο, καθώς διαβρώθηκε η διεθνής ανταγωνιστική της δύναμη προκλήθηκαν αμφιβολίες και ανησυχίες για τη πραγματική έκταση των προβλημάτων και των πιθανών αποτελεσμάτων τους. Κάποια από τα πιο σημαντικά προβλήματα της

ελληνικής επικράτειας ήταν η μείωση στα έσοδα από τους φόρους τους κράτους (χαμηλότερα και από τα αναμενόμενα), η φοροδιαφυγή, χαμηλό επίπεδο εσόδων και εξόδων του κράτους και υψηλά έξοδα αμοιβών. Στη συνέχεια του άρθρου, τονίζεται το γεγονός ότι ένα μεγάλο μέρος του εξωτερικού χρέους της Ελλάδας ήταν δημόσιο χρέος και το κράτος δεν κατάφερε ούτε να αξιοποιήσει επαρκώς τους κρατικούς πόρους ούτε να πραγματοποιήσει μεταρρυθμίσεις ώστε να αυξηθεί η παραγωγικότητα και να εξαλειφθεί η χρόνια αδυναμία της χώρας λόγω του ελλείμματος της και των ελλειπών εξαγωγών. Όπως υπογραμμίζουν οι Ozturk & Sozdemir (2015), η χώρα καταναλώνει περισσότερα από όσα παράγει, αντίστοιχα με τις εισαγωγές της να είναι περισσότερες από ότι οι εξαγωγές της. Τα προηγούμενα χρόνια ο ελληνικός πληθωρισμός ήταν και πάλι σε χαμηλά επίπεδα, αλλά σχετικά υψηλά για το σύνολο της Ευρωζώνης. Όμως, οι τιμές και οι αυξήσεις στους μισθούς συγκριτικά με την Ευρώπη μείωσαν για μια ακόμα φορά την ανταγωνιστικότητα. Οι απολύσεις σε συνδυασμό με τους ανέργους και τις περικοπές στις δημόσιες δαπάνες παρουσίασαν άνοδο, ως αποτέλεσμα των μέτρων λιτότητας που επιβλήθηκαν. Η ΕΕ βίωσε τη μεγαλύτερη ύφεση στην ιστορία της το 2009 εισερχόμενη σε μια περίοδο συστολής και αρνητικής αξιολόγησης του ΑΕΠ. Στο τελευταίο κομμάτι της ομιλίας τους, οι Ozturk & Sozdemir (2015) αναφέρονται στην ατελέσφορη και ασυναίσθητη σπατάλη χρημάτων της χώρας (ακόμα και πολύ πριν το ξέσπασμα της παγκόσμιας κρίσης), η οποία οδήγησε σε οικονομικό και κοινωνικό εκφυλισμό, δωροδοκίες και μη αποδοτικότητα στις επενδύσεις. Καταλήγοντας, μερικοί λόγοι για τους οποίους η Ελλάδα έγινε η σημαντικότερη επιχείρηση διάσωσης στην ιστορία της Ευρωζώνης ήταν οι εξής:

- ✓ Η διάρθρωση του δημοσίου χρέους, το μεγαλύτερο μέρος του ήταν εξωτερικό χρέος, που οδήγησε σε εκβάθυνση της κρίσης και κατακύληση του τραπεζικού τομέα.
- ✓ Η ελληνική κρίση δεν περιορίστηκε μόνο στην Ελλάδα αλλά εξαπλώθηκε και σε όλες τις χώρες της Ευρώπης.
- ✓ Μια πιθανή χρεωκοπία της Ελλάδας θα αναγνωριζόταν ως αποτυχία της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Για να επιτευχθεί μια έξοδος από οποιαδήποτε μορφή κρίσης ταλανίζει την Ελλάδα, υπάρχει η ανάγκη για διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις σχετικά με την βιωσιμότητα, την ανταγωνιστικότητα και τη διαφάνεια της οικονομίας.

Μια τελευταία σημαντική μελέτη που έρχεται να δώσει μια ερμηνεία σε καθένα από τα θέματα που τίθενται, είναι αυτή των Diacon, Donici και Maha το 2013. Οι αρθρογράφοι, λοιπόν, ξεκινούν αναφέροντας το γεγονός ότι μετά το πρώτο σοκ της χρηματοοικονομικής κρίσης το 2007 στη παγκόσμια οικονομία, η προσοχή πλέον στράφηκε στις εθνικές οικονομίες. Οι ειδικοί επικεντρώνονται κυρίως στην ανάλυση των συνεπειών της κρίσης, που αποτέλεσαν ντόμινο τόσο στην διεθνή κοινότητα όσο και στην οικονομική κατάσταση κάθε ευρωπαϊκής χώρας ξεχωριστά. Όπως είχε αναφερθεί και σε προηγούμενη μελέτη, το χρέος της κυβέρνησης θεωρείται ο πρωταρχικός παράγοντας που οδήγησε στην επιδείνωση της κατάστασης σε συνδυασμό με την έκρηξη της χρηματοπιστωτικής φούσκας και τη μετατροπή του ιδιωτικού σε δημόσιο χρέος. Με τη κατάρρευση της αγοράς ενυπόθηκων δανείων στις Ηνωμένες Πολιτείες, παρέλυσε όλο το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα, παρόλο που οι τράπεζες και τα κράτη πραγματοποίησαν γιγάντιες προσπάθειες υποστήριξης της ρευστότητας και της φερεγγυότητας τους (Diacon, Donici & Maha, 2013). Αυξήσεις στους φόρους, υποτίμηση του συναλλάγματος και γενικότερα διάφορα προγράμματα ελάφρυνσης του χρέους ήταν αυτά που σηματοδότησαν την έναρξη της κρίσης. Έτσι, η κρίση έγινε παγκόσμια και ειδικότερα χώρες με εύθραυστη εθνική οικονομία υπέστησαν τον μεγαλύτερο κλονισμό. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται συνοπτικά οι τακτικές που εφαρμόστηκαν ως μέσο αντίδρασης στην μετάδοση της κρίσης. Οι κυβερνήσεις ενώ επεμβαίνουν πλέον μαζικά στις χρηματοπιστωτικές αγορές είτε με εισφορές κεφαλαίων, εγγυήσεις υποχρεώσεων, ακόμα και εξαγορές περιουσιακών στοιχείων ή εθνικοποίηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Στα πλαίσια αυτών των παρεμβάσεων, η πολιτική της δημοσιονομικής βιωσιμότητας εφαρμόστηκε με στόχο την αποφυγή των διαταραχών και σημείο εκκίνησης την υποβάθμιση των φορολογικών πολιτικών των κρατών μελών και τη γήρανση του πληθυσμού. Είναι ξεκάθαρο ότι η κρίση εξαπλώθηκε ραγδαία σε ολόκληρο τον κόσμο με ελάχιστες χώρες να παραμένουν ανεπηρέαστες. Η εκδήλωση της κρίσης συνέβη με την εμφάνιση του δημοσιονομικού ελλείμματος, το οποίο βύθισε τις χώρες της Μεσογείου ακόμα περισσότερο, επιφέροντας και απώλεια της ανταγωνιστικότητας τους και καθιερώνοντας μια συνθήκη χάους. Οι Diacon, Donici και Maha (2013) τονίζουν πως η κρίση στα διάφορα ευρωπαϊκά κράτη δρομολόγησε δυο ειδών πολιτικές: τη κατανομή μεγάλων χρηματικών ποσών από τη μια, με σκοπό την υποστήριξη του τραπεζικού συστήματος και από την άλλη πλευρά δημοσιονομικούς περιορισμούς,

ώστε να απαλλαχθεί η οικονομία από τις μη λειτουργικές επιχειρήσεις. Στην Ευρώπη, επομένως, διαχωρίζονται τρεις κατηγορίες χωρών:

- Κράτη, τα οποία δεν επηρεάστηκαν εμφανώς από την κρίση (π.χ Πολωνία)
- Κράτη, τα οποία ξέφυγαν άμεσα από την απειλή των κλυδωνισμών (π.χ Γερμανία και Ολλανδία)

Και

- Κράτη, τα οποία φαίνεται να βουλιάζουν όλο και περισσότερο στις επικίνδυνες καταστάσεις της κρίσης (π.χ Ελλάδα και Ισπανία)

Συμπερασματικά, η επιτυχής αντιμετώπιση της κρίσης από ορισμένες χώρες και αποτυχία άλλων επιδεικνύει την αναφορά σε εθνικές κρίσεις (και όχι παγκόσμια). Πολλά κράτη επιστρέφουν στη φάση της ανάπτυξης και εξαρτάται πλέον από τη διάρθρωσή τους και τις πολιτικές τους η διαίωσιση της αστάθειας. Το 2009 (η χρονιά με την πιο έντονη κρίση), η αξία των μακροοικονομικών δεικτών υπέστη σοβαρή υποβάθμιση με ραγδαία άνοδο της ανεργίας, αύξηση του δημόσιου χρέους και αλυσιδωτές χρεωκοπίες. Οι χώρες προσπάθησαν με κρατικές δημοσιονομικές πολιτικές να αποτρέψουν τη κρίση, όμως χωρίς κάποιο θετικό αποτέλεσμα. Το άρθρο των Diacon, Donici και Maha (2013) κλείνει παρουσιάζοντας μεμονωμένες περιπτώσεις χωρών, με χαρακτηριστικά παρόμοια με αυτά της 'χρεωμένης' Ελλάδας. Ιταλία, Ιρλανδία (δραματική άνοδος στο δημόσιο χρέος), Κύπρος και Πορτογαλία θέσπισαν προγράμματα οικονομικής προσαρμογής, ώστε να επιτύχουν την ισχυροποίηση της οικονομίας τους. Η χαμηλή αποδοτικότητα της παραγωγής, η αύξηση της κατανάλωσης και η, εν τέλει, υπερκατανάλωση και η μείωση του επιπέδου των επιτοκίων στις διάφορες χώρες αφότου εισήχθησαν στην ΕΕ, περιόρισαν ακόμα περισσότερο την ανταγωνιστική δύναμη των κρατών. Έτσι, συσχετίζοντας το ΑΕΠ μιας χώρας με το ποσοστό του χρέους της επί του ΑΕΠ καταλήγει κανείς στην εύλογη εντατικοποίηση των συνεπειών της κρίσης σε περιοχές με προϋπάρχοντα διαρθρωτικά προβλήματα.

Σε αυτό το κεφάλαιο, έγινε μια εκτενής ανασκόπηση της βιβλιογραφίας, παρουσιάζοντας μελέτες, οι οποίες έχουν πραγματοποιηθεί κατά καιρούς σχετικά με την Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους. Τα ερευνητικά ερωτήματα αυτών είναι κοινά και έχουν να κάνουν με την ιστορία, τα αίτια, τις συνέπειες και τις στρατηγικές που θα ήταν

χρήσιμο να εφαρμοστούν ώστε να αντιμετωπιστεί η κρίση χρέους. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται στις περισσότερες έρευνες είναι βασισμένη στα γραμμικά και μη γραμμικά υποδείγματα ανάλυσης χρονολογικών σειρών, επιχειρώντας έτσι να δοθεί μια εξήγηση στις κινήσεις του πληθωρισμού, της βιομηχανικής παραγωγής, των επιτοκίων και γενικότερα της κάθε οικονομίας στα πλαίσια της μετάδοσης της κρίσης. Ωστόσο οι εν λόγω έρευνες είναι πολύ περιορισμένες προκειμένου να καλυφτεί απολύτως ο στόχος της παρούσας εργασίας, που είναι η ανάλυση και η πολυποίκιλη μελέτη της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους. Για αυτό τον λόγο, η παρούσα εργασία θα εξετάσει την κατάσταση της οικονομίας της Ελλάδας συγκριτικά με τις οικονομίες της Πορτογαλίας (ευρωπαϊκή χώρα) και της Αργεντινής (σε παγκόσμιο επίπεδο) και θα αντιπαραβάλλει τα αποτελέσματα, με σκοπό μια πιο λεπτομερή ματιά στη δυναμική του χρέους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΜΙΑ ΠΙΟ ΛΕΠΤΟΜΕΡΗΣ ΜΑΤΙΑ ΣΤΗ ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

5.1 Συγκριτική ανάλυση των χωρών Ελλάδα, Πορτογαλία και Αργεντινή

Βασικό αντικείμενο της παρούσας ενότητας είναι η ανάλυση των οικονομικών δεδομένων τριών χωρών κατά τη τελευταία καίρια δεκαετία, με στόχο την αναζήτηση των λόγων της δεινής οικονομικής κατάστασης, την οποία είτε αντιμετώπισαν είτε αντιμετωπίζουν ακόμα οι χώρες αυτές. Στα πλαίσια της ανάλυσης αυτής, θα αναφερθούν μεν και θα σχολιαστούν και οι επιμέρους ιδιαιτερότητες των οικονομιών αυτών, ωστόσο η μελέτη θα επικεντρωθεί κατά κύριο λόγο στις γενικότερες υποβόσκουσες αιτίες της κρίσης στην Ευρωζώνη. Επιπλέον, θα πρέπει να τονιστεί το γεγονός ότι οι παραπάνω ιδιαιτερότητες μπορούν να θεωρηθούν σε κάποιο βαθμό ως διαφορετικοί τρόποι καταπολέμησης (κοινών κατά βάση) προβλημάτων ή μάλλον ως διαφορετικοί τρόποι προσαρμογής των οικονομιών αυτών σε κοινές συνθήκες και στις προκλήσεις, τις οποίες συνεπάγονταν. Πριν προχωρήσουμε στη διεξοδική παράθεση και ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων, υπάρχουν δυο βασικά ερωτήματα που θα καλό θα ήταν να απαντηθούν στην εισαγωγή της ενότητας αυτής. Το πρώτο συνίσταται στο γιατί επιλέγονται οι συγκεκριμένες χώρες και όχι κάποιες άλλες δηλαδή ποιο είναι το κοινό τους στοιχείο που καθιστά θεμιτή μια από κοινού μελέτη των περιπτώσεών τους, διαχωρίζοντας τες από άλλα κράτη τα οποία ίσως έχουν πληγεί εξίσου ή και περισσότερο από την κρίση. Το δεύτερο ερώτημα προκύπτει από το γεγονός ότι η παρούσα μελέτη θα εστιάσει στις οικονομικές εξελίξεις από το έτος 2000 και μετά, χωρίς να επιχειρήσει να εντοπίσει τη ρίζα του κακού σε παλαιότερες αλλά σχετικά πρόσφατες ιστορικές ή άλλες εξελίξεις, οι οποίες διαμόρφωσαν τη δομή των οικονομιών αυτών. Παρ' όλα αυτά, κανένα από τα παραπάνω δε δέχεται άμεση απάντηση. Αρχικά, η επιλογή των τριών χωρών (Ελλάδα, Πορτογαλία και Αργεντινή) δεν ενέχει καμία σκοπιμότητα καθώς επιφανειακά τουλάχιστον πρόκειται για χώρες, οι οποίες διάνυσαν περιόδους τεράστιας ύφεσης και εντάχθηκαν σε προγράμματα στήριξης. Ορισμένα χαρακτηριστικά γνωρίσματα τους είναι η δημοσιονομική απειθαρχία, όχι μόνο ο υπερμοχλευμένος αλλά και ο υπερδιογκωμένος τραπεζικός τομέας, ο κατακλυσμός από τοξικά χρεόγραφα (στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα) και τέλος το γεγονός ότι κάποιες χώρες βάσισαν την ανάπτυξη της εγχώριας

ζήτησης σε εξωφρενικού μεγέθους φούσκες, το 'σκάσιμο' των οποίων τραυμάτισε την εγχώρια οικονομική τους δραστηριότητα. Έτσι, λοιπόν, η παρούσα ανάλυση αποσκοπεί στο να υπογραμμίσει τις ανισορροπίες στο εσωτερικό της ευρωζώνης αρχικά και σε διεθνές επίπεδο μετέπειτα αλλά και να τονίσει την απουσία κατάλληλων μηχανισμών περιορισμού τους, γεγονός που αποτελεί και τη βασική αιτία της σημερινής αρνητικής προοπτικής των χωρών αυτών (ειδικότερα της Ελλάδας και της Πορτογαλίας).

Πίνακας 5. 1

Δημοσιονομικό αποτέλεσμα ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ

Κρατικός προϋπολογισμός (% του ΑΕΠ)	Ελλάδα	Πορτογαλία	Αργεντινή
2000	-3,7	-2,9	-3,6
2001	-4,5	-4,3	-6,4
2002	-4,8	-2,9	-2
2003	-5,6	-3	0,9
2004	-7,5	-3,4	3,7
2005	-5,2	-5,9	2,1
2006	-5,7	-4,1	1,9
2007	-6,7	-3,1	1,1
2008	-10,2	-3,6	1,2
2009	-15,1	-9,8	-1,5
2010	-11,2	-11,2	0,2
2011	-10,3	-7,4	-1,7
2012	-8,8	-5,7	-2,5
2013	-13,1	-4,8	-2,6
2014	-3,7	-7,2	-3,8
2015	-5,9	-4,4	-5,4

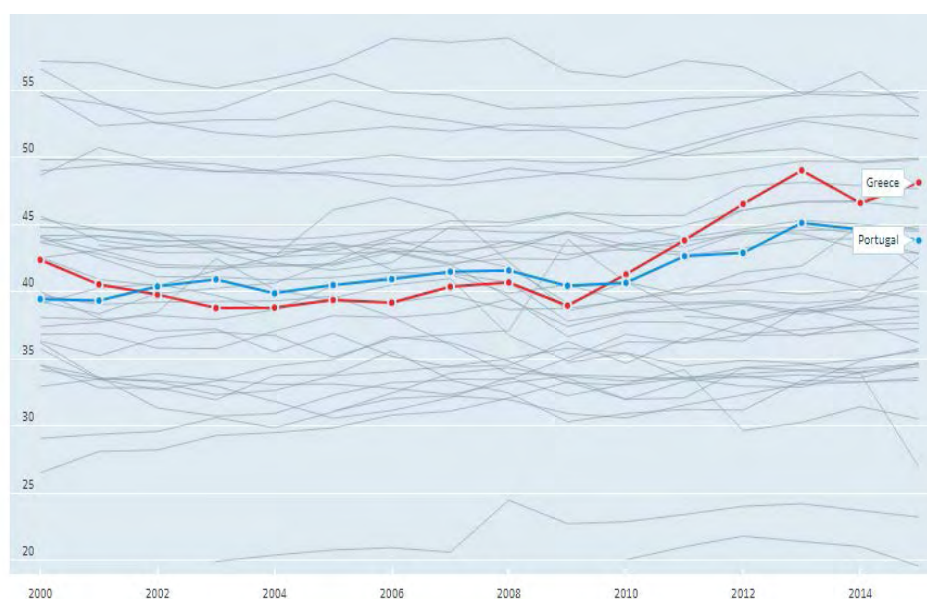
(Πηγή: Eurostat)

Όπως φαίνεται από τα στοιχεία του πίνακα 5.1, οι δυο χώρες που έχουν υποστεί σημαντικό πλήγμα από την κρίση αντιμετωπίσουν σοβαρά δημοσιονομικά προβλήματα. Πιο συγκεκριμένα, το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδας υπήρξε σταθερά υψηλότερο του 3% καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας ενώ η Πορτογαλία κατόρθωσε να αγγίξει το όριο του συμφώνου σταθερότητας μόνο τρεις χρονιές στην αρχή. Αντιθέτως, η Αργεντινή κάνοντας προσπάθειες να εξέλθει της κρίσης, ενώ τα τρία πρώτα χρόνια παρουσιάζει σημαντικά ελλείμματα ακολουθεί μια εξαετία με

πλεονασματικούς προϋπολογισμούς και στη συνέχεια, επικρατούν αμελητέα δημοσιονομικά ελλείμματα.

Διάγραμμα 5.1

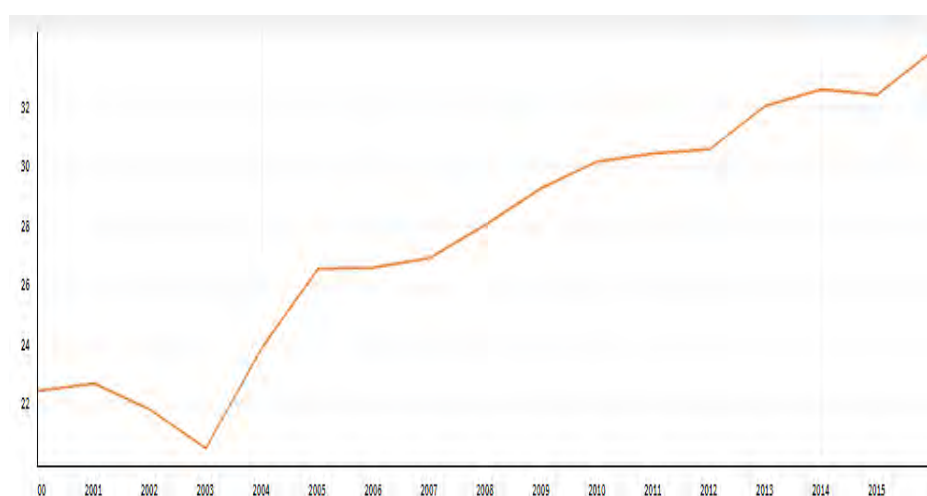
Κρατικά έσοδα (% ΑΕΠ) Ελλάδα και Πορτογαλία



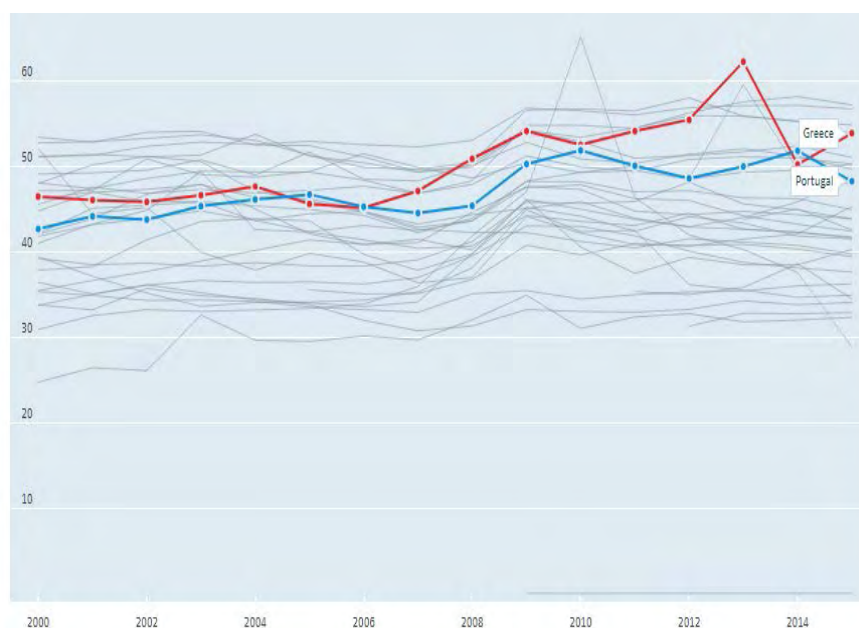
(Πηγή: OECD data)

Διάγραμμα 5.2

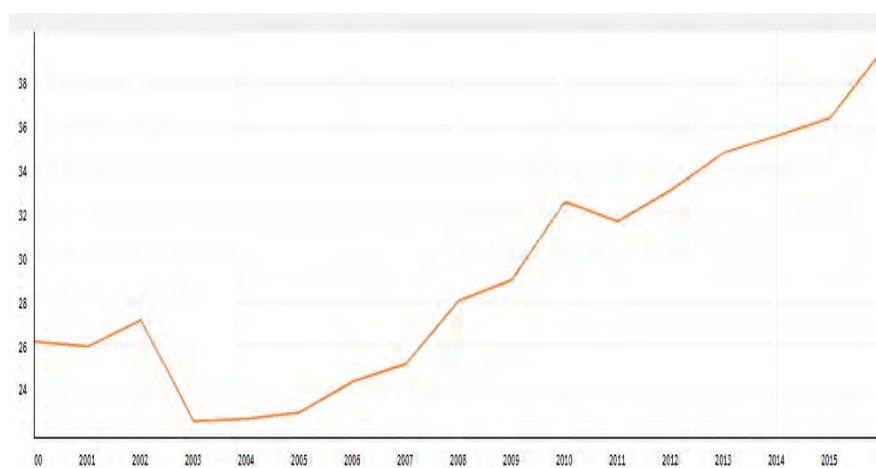
Κρατικά έσοδα: Αργεντινή για τη περίοδο 2000-2015



(Πηγή: Quandl)

Διάγραμμα 5.3**Δημόσιες δαπάνες (%ΑΕΠ) Ελλάδα και Πορτογαλία**

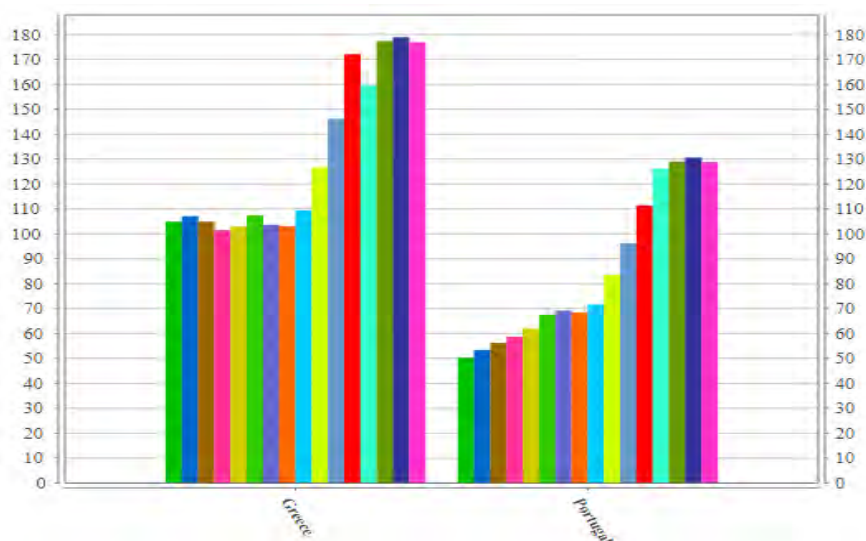
(Πηγή: OECD data)

Διάγραμμα 5.4**Δημόσιες Δαπάνες: Αργεντινή για την περίοδο 2000-2015**

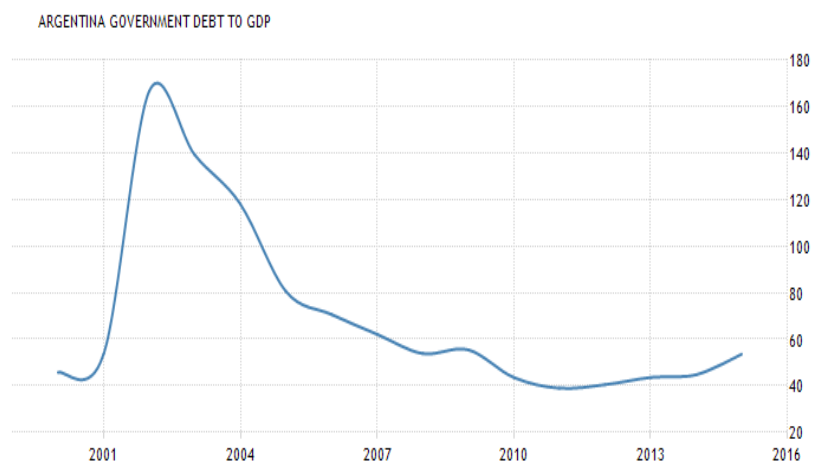
(Πηγή: Quandl)

Τα διαγράμματα 5.1 και 5.2 δείχνουν την εξέλιξη των κρατικών εσόδων ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά τη τελευταία δεκαετία στις υπό εξέταση χώρες (Ελλάδα, Πορτογαλία και Αργεντινή) ενώ τα διαγράμματα 5.3 και 5.4 παρουσιάζουν την

αντίστοιχη εξέλιξη των δημοσίων δαπανών. Το πρώτο στοιχείο που φαίνεται στο διάγραμμα 5.1 και αποκαλύπτει με ξεκάθαρο τρόπο τη ρίζα των μόνιμων δημοσιονομικών προβλημάτων σε Ελλάδα και Πορτογαλία είναι το γεγονός ότι τα κρατικά έσοδα είναι σε σταθερό επίπεδο χαμηλά με τη διαφορά των δυο χωρών να κυμαίνεται ανάμεσα στις 2 με 3 ποσοστιαίες μονάδες. Κατά το 2008-2009, η επιμέρους ανάλυση των κρατικών εσόδων δείχνει το κλείσιμο της ψαλίδας μεταξύ των δυο χωρών και το μετέπειτα άνοιγμα της τη περίοδο 2001-2012, όταν τα έσοδα της Ελλάδας ξεφεύγουν στις 4 ποσοστιαίες μονάδες. Αντιθέτως, τα έσοδα της Αργεντινής, όπως είναι προφανές στο διάγραμμα 5.2 (προερχόμενη από μια μεγάλη κρίση και κάνοντας προσπάθειες για ανάκαμψη) από ένα ιδιαίτερος χαμηλό αρχικό επίπεδο της τάξης του 22% αυξάνονταν με αργό αλλά σταθερό ρυθμό αγγίζοντας το 2015 το ποσοστό του 34% του ΑΕΠ. Εξίσου σημαντικά είναι και τα δεδομένα για τις μόνιμως ελλειμματικές χώρες Ελλάδα και Πορτογαλία. Ενώ στην αρχή της δεκαετίας παρουσίαζαν επίπεδα δημοσίων δαπανών σταθερά και απολύτως συμβατά ακόμα και με το μέσο όρο της Ευρωζώνης (περίπου 45%), το 2008 όταν βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης άρχισαν να αυξάνονται ταχύτατα με το αποκορύφωμα της ιστορίας να βρίσκεται το 2013-2014 στο ποσοστό του 62,2% για την Ελλάδα και 51,8% για τη Πορτογαλία. Από την άλλη πλευρά, οι δαπάνες γενικής κυβέρνησης της Αργεντινής (διάγραμμα 5.4) διατηρούνται σε χαμηλά μεν αυξανόμενα με σταθερό ρυθμό δε επίπεδα με μόνη εξαίρεση την προς τα κάτω απόκλιση τους κατά τη τριετία 2000-2003.

Διάγραμμα 5.5**Δημόσιο χρέος (% ΑΕΠ): Ελλάδα και Πορτογαλία**

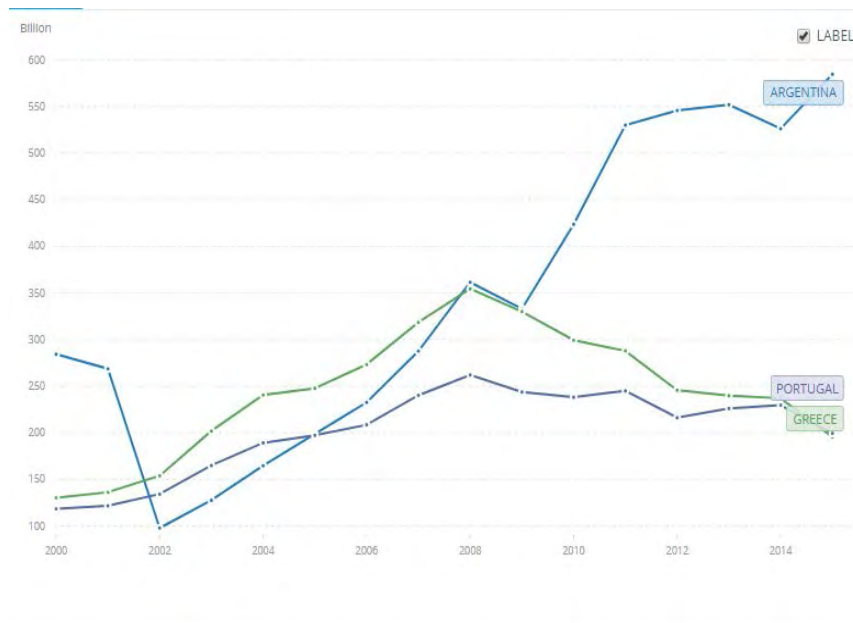
(Πηγή: Eurostat-Διαχρονική Εξέλιξη του χρέους για τις δυο χώρες αντίστοιχα)

Διάγραμμα 5.6**Δημόσιο χρέος Αργεντινής (% ΑΕΠ) για τη περίοδο 2000-2015**

(Πηγή: Trading Economics)

Αν τα δημοσιονομικά ελλείμματα των χωρών της Ευρωζώνης, τα οποία προκλήθηκαν από την οικονομική ύφεση, αποτέλεσαν το σπινθήρα της μετατροπής μιας καταρχήν τραπεζικής κρίσης σε κρίση δανεισμού των χωρών της Ευρωπαϊκής

περιφέρειας, το δημόσιο χρέος των χωρών αυτών αποτέλεσε το πεδίο στο οποίο η κρίση εκδηλώθηκε. Στη διαδικασία αυτή συντέλεσαν πολλοί παράγοντες όπως για παράδειγμα, τα ήδη υψηλά επίπεδα δημοσίου χρέους αρκετών χωρών της Ευρώπης, η αύξησή τους όχι μόνο λόγω των δημοσιονομικών ελλειμμάτων αλλά και λόγω των κρατικών ενισχύσεων προς τα τραπεζικά συστήματα της Ευρωζώνης, η απροθυμία της ΕΚΤ να ασκήσει πληθωριστική πολιτική, το σχετικά μικρό μέγεθος των δευτερογενών αγορών χρέους των περιφερειακών οικονομιών (διευκόλυνση της άσκησης πιέσεων στα περιθώρια των επιτοκίων δανεισμού) και τελικά, ο τρόπος αντιμετώπισης της Ελλάδας, της πρώτης χώρας που ουσιαστικά εξορίστηκε από τις διεθνείς αγορές. Τα υψηλά δημόσια χρέη ήταν σε κάποιο τουλάχιστον βαθμό συμπτώματα των υφισταμένων ανισορροπιών, ενώ στις περισσότερες των περιπτώσεων υπήρχαν επί δεκαετίες. Στα διαγράμματα 5.5 και 5.6, καθίσταται εμφανής η πορεία του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ της Ελλάδας, της Πορτογαλίας και της Αργεντινής τη περίοδο 2000-2015. Η Ελλάδα και η Πορτογαλία, δυο χώρες με τις κατά τεκμήριο χειρότερες επιδόσεις στη διαχείριση του χρέους διατηρούσαν σταθερό λόγο χρέους προς ΑΕΠ (η Ελλάδα με παραδοσιακά υψηλό χρέος και μεγάλες αποκλίσεις από τη Πορτογαλία της τάξης των 40-50 μονάδων) μέχρι την απαρχή της κρίσης όταν επήλθε η αποσταθεροποίηση του, κυρίως στη περίπτωση της Ελλάδας. Η Ελλάδα αποτέλεσε τη θρυαλλίδα των κατοπινών εξελίξεων διότι, όπως φαίνεται από τον πίνακα 5.1 και το διάγραμμα 5.5 όντας μια από τις αδύναμες οικονομίες της Ευρωζώνης, συνδύαζε στο ξεκίνημα της κρίσης ένα υψηλό δημόσιο χρέος με ένα υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα, γεγονός που οδήγησε στην αποσταθεροποίηση της τροχιάς του χρέους. Έτσι, μπορεί να παρατηρήσει κανείς τη μικρή σταθερή αυξητική τάση του δημόσιου χρέους της Ελλάδας και της Πορτογαλίας (το χαμηλό ύψος του χρέους της μετρίαζε τη ταχύτητα της αύξησης) στα πρώτα χρόνια και την εκτόξευση του στο 177% και 130% αντίστοιχα από το 2011 και μετά. Προχωρώντας σε ανάλυση του διαγράμματος 5.6, το χρέος της Αργεντινής ανερχόταν σε μόλις 42,1% του ΑΕΠ το 2000 και μειωνόταν διαρκώς κατά το μεγαλύτερο διάστημα λόγω τόσο των σημαντικών πρωτογενών πλεονασμάτων όσο και των θετικών εντυπωσιακών ρυθμών μεγέθυνσης. Εξαιρέση αποτελεί το έτος 2002 (μεγάλη ύφεση της χώρας), όταν το δημόσιο χρέος παρουσίασε εκρηκτική εξέλιξη στο 152,2% και η διετία 2003-2004 η φάση ανάκαμψης της Αργεντινής σε συνδυασμό με τη προσπάθεια ανόδου στο διεθνές οικονομικό επίπεδο.

Διάγραμμα 5.7**Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (σε εκατομμύρια δολάρια)****(Πηγή: World Bank Group)**

Τα επιτεύγματα της κρίσης φαίνονται λιγότερο σημαντικά και η αρνητική της επίδραση αρκετά ισχυρότερη εάν μελετήσουμε τα παρακάτω μεγέθη. Σύμφωνα με τα στοιχεία του World Bank Data, η σύγκλιση της Ελλάδας και της Πορτογαλίας, όσον αφορά το ΑΕΠ, διακόπτεται το 2005 όταν η διαφορά τους αρχίζει να επεκτείνεται με το αποκορύφωμα να είναι το 2008 με το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν της Ελλάδας να φτάνει τις 354,5 χιλιάδες ενώ της Πορτογαλίας 262 χιλιάδες δολάρια. Κατά τα τελευταία χρόνια της δεκαετίας, ακολουθεί μια υποχώρηση στο ΑΕΠ και των δυο υπό εξέταση χωρών με την τελική παράλληλη πορεία τους το 2015 με 190 χιλιάδες δολάρια. Ωστόσο, το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν της Αργεντινής ακολούθησε τη δική του πορεία στο χάρτη της οικονομικής δραστηριότητας. Όπως έχει αναφερθεί και σε προηγούμενες ενότητες, μέχρι το 2002 η χώρα βρισκόταν σε καθεστώς ύφεσης, γι' αυτό και στο διάγραμμα 5.7 είναι ξεκάθαρη η πτώση του ΑΕΠ από τις 268 χιλιάδες (2001) στις 98 χιλιάδες (2002). Στη συνέχεια όμως, η ανοδική του πορεία είναι και το στοιχείο που υποδηλώνει την ανάκαμψη της Αργεντινής με την υψηλότερη τιμή του να είναι το 2015, 584 χιλιάδες.

Πίνακας 5. 2**Βιομηχανική παραγωγή (% ΑΕΠ)**

Βιομηχανική παραγωγή	Ελλάδα	Πορτογαλία	Αργεντινή
2000	20,97	27,9	28,06
2001	21,72	27,51	27,04
2002	21,79	26,84	32,4
2003	22,87	25,86	34,9
2004	22,55	25,4	33,9
2005	19,84	24,64	33,66
2006	22,56	24,49	34,4
2007	20,4	24,39	32,49
2008	17,72	23,43	31,33
2009	17,13	22,4	30,15
2010	15,66	22,62	30,11
2011	15,57	22,1	30,01
2012	16,21	21,83	29,13
2013	16,53	21,47	28,59
2014	16,006	21,65	28,93
2015	15,622	22,39	28,07

(Πηγή: Eurostat)

Προχωρώντας τη μελέτη μας, η βιομηχανική παραγωγή της Ελλάδας και της Πορτογαλίας ήταν σε ευνοϊκά επίπεδα την περίοδο έως το 2006 άνω του 20%. Όμως, τα χρόνια της κρίσης ακολουθεί η καταστροφική πτώση της κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες (ειδικά για την Ελλάδα) συμβάλλοντας ενεργά και στις αρνητικές επιδόσεις των δυο χωρών στο πεδίο του εμπορίου. Η απογοητευτική πορεία της ελληνικής οικονομίας συνεχίστηκε μέχρι το 2015 όταν η βιομηχανική παραγωγή κινούταν σε δραματικά χαμηλά επίπεδα της τάξης του 15% με το ρυθμό μεταβολής της πορτογαλικής παραγωγής να μειώνεται μεν με μικρότερη ταχύτητα δε (από 23 σε 22%). Σχετικά χαμηλά είναι και τα δεδομένα για την Αργεντινή, υψηλότερα όμως από τα στοιχεία των δυο ευρωπαϊκών οικονομιών. Το μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας, η παραγωγή της αμερικάνικης χώρας κυμαίνεται από 30-35% με μικρές αυξητικές τάσεις τη πρώτη εξαετία και μια κάθοδο στο 28% το 2015. Υπό το πρίσμα της βιομηχανικής παραγωγής, στον πίνακα 5.3 και στα διαγράμματα 5.8 και 5.9 παρουσιάζονται αντίστοιχα το εμπορικό ισοζύγιο των υπό εξέταση χωρών, οι εισαγωγές και οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, αντίστοιχα.

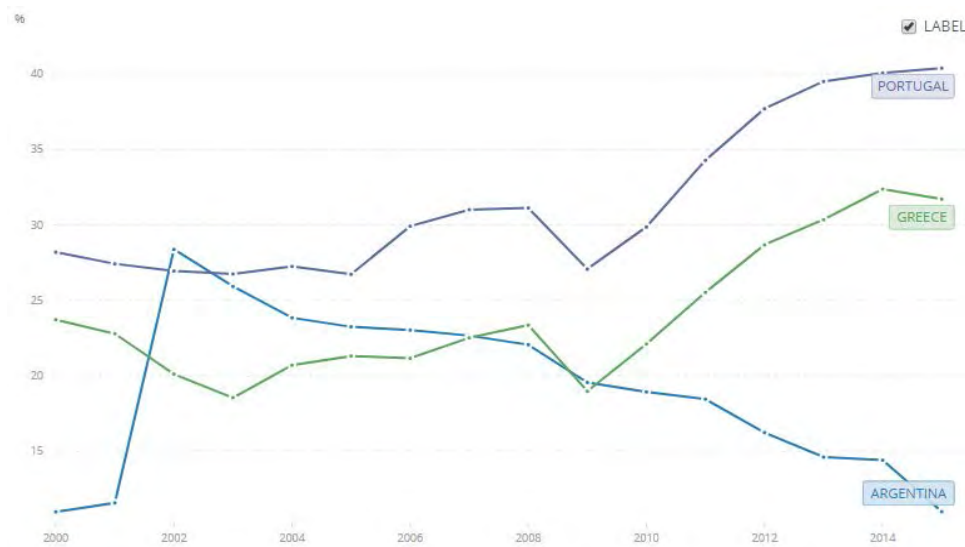
Πίνακας 5. 3**Εμπορικό ισοζύγιο (% ΑΕΠ)**

Εμπορικό ισοζύγιο	Ελλάδα	Πορτογαλία	Αργεντινή
2000	-10,98	-10,9	-0,65
2001	-10,56	-10	1,31
2002	-10,12	-8,2	15,01
2003	-11,1	-6,9	11,22
2004	-8,48	-8,1	7
2005	-8,28	-8,8	5,92
2006	-10,5	-8,2	5,62
2007	-12,48	-7,4	4,38
2008	-12,61	-9,4	3,72
2009	-9,78	-6,7	5,06
2010	-8,62	-7,1	2,9
2011	-6,77	-4,28	1,69
2012	-4,45	-0,51	1,95
2013	-2,81	1,01	-0,1
2014	-2,4	0,19	0,41
2015	0,05	0,58	-0,84

(Πηγή: Trading Economics)

Διάγραμμα 5. 8**Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (% ΑΕΠ)**

(Πηγή: World Bank Data)

Διάγραμμα 5.9**Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών (% ΑΕΠ)**

(Πηγή: World Bank Data)

Στον πίνακα 5.3, απεικονίζεται η εξέλιξη του εμπορικού ισοζυγίου των τριών υπό μελέτη χωρών με τα στοιχεία ειδικά για την ελληνική οικονομία να είναι αποκαρδιωτικά. Οι χειρότερες επιδόσεις είναι προφανώς οι ελληνικές με το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου να είναι σε ύψος κοντά στο 10% τα περισσότερα χρόνια (η μεγάλη κρίση το 2008 έφερε και το χαμηλότερο 12%). Μια προσωρινή βελτίωση της κατάστασης έλαβε χώρα τη διετία 2004-2005 όταν το έλλειμμα μειώθηκε στο 8% του ΑΕΠ, η οποία όμως αντιστράφηκε ταχύτατα στη συνέχεια. Κατά τα τρία τελευταία έτη της δεκαετίας παρατηρείται η σταδιακή αποκλιμάκωση του ελληνικού εμπορικού ελλείμματος, που διαμορφώθηκε στο -2,4% το 2014 και στο ελπιδοφόρο πλεόνασμα 0,05% το 2015. Παρόμοια και λίγο υψηλότερα είναι τα νούμερα για την πορτογαλική οικονομία, της οποίας το έλλειμμα εμπορικού ισοζυγίου κυμαινόταν σταθερά μεταξύ του 6-10 % για να μειωθεί τα τελευταία χρόνια στο 4% το 2011 και να δώσει στην Πορτογαλία τη δυνατότητα να παρουσιάσει πλεονάσματα της τάξης του 0,58% το 2015. Τέλος, αξίζει να γίνει αναφορά και στη θετική πορεία της οικονομίας της Αργεντινής (αν και με πτωτικές τάσεις), η οποία με εξαίρεση τα έτη 2000, 2013 και 2015 (όταν εμφάνισε έλλειμμα εμπορικού ισοζυγίου ελάχιστα υπό το μηδέν) διατήρησε πλεονασματικό εμπορικό ισοζύγιο 0-5%. Τα στοιχεία των διαγραμμάτων 5.8 και 5.9 παρέχουν αρκετές πληροφορίες για τη δομή τόσο του ευρωπαϊκού όσο και του

παγκόσμιου εμπορίου, εν μέρει. Όσον αφορά τις εισαγωγές Ελλάδας και Πορτογαλίας ως ποσοστό του ΑΕΠ παρατηρείται καθ' όλη τη διάρκεια των ετών μια παράλληλη πορεία σε ποσοστά του 30-40% με απότομη πτώση 6-7 ποσοστιαίων μονάδων και για τις δυο χώρες το 2009 (Ελλάδα: 35,97% σε 28,76% και Πορτογαλία: 40,84% σε 34,002%). Ολοκληρώνοντας την εξεταζόμενη περίοδο, οι δυο ευρωπαϊκές οικονομίες φαίνεται πως επιχειρούσαν να εισάγουν προϊόντα και υπηρεσίες με μικρή ανοδική τάση ώστε να αντισταθμίσουν τις εξαγωγές τους (Ελλάδα-> 34% και Πορτογαλία-> 39%). Μια σύγκριση όμως με την εμπορική δραστηριότητα της Αργεντινής αποκαλύπτει τα εξαιρετικά χαμηλά ποσοστά εισαγωγών για μια δυναμική οικονομία. Όντας περίοδο κρίσης, η χώρα από το 2000-2002 είχε δραματικά χαμηλές εισαγωγές της τάξης του 10-13% του ΑΕΠ. Ωστόσο από εκείνο το έτος και μετά, ξεκινάει η ανοδική πορεία χωρίς μεγάλες ταχύτητες. Το πικ των εισαγωγών της Αργεντινής ήταν το 2008 με το υψηλότερο 18%, ενώ στη συνέχεια διατηρήθηκε μια πτωτική τάση αλλά σε σταθερά επίπεδα.

Από την άλλη πλευρά, οι εξαγωγές των δυο ευρωπαϊκών χωρών ακολουθούν παρόμοια πορεία με σχετικά σταθερές τιμές στις αρχές της δεκαετίας, μια απότομη πτώση το 2008-2009 (όπως παρατηρήθηκε και στις εισαγωγές) και ανοδική πορεία στη συνέχεια. Το διάγραμμα 5.9, λοιπόν, προβάλλει τις ελληνικές και πορτογαλικές (ελάχιστα υψηλότερες) εξαγωγές, οι οποίες όμως παραμένουν σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις εισαγωγές που αναλύσαμε προηγουμένως. Αυτός είναι και ένας από τους λόγους που οδηγήθηκαν οι χώρες σε κατάσταση χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η Ελλάδα με 23% μέχρι το 2008 και η Πορτογαλία με 31% δίνουν τη θέση τους στην ύφεση με 18,98% και 27,08%, αντίστοιχα. Ακολουθώντας, η άνοδος είναι εντυπωσιακή αγγίζοντας το ελληνικό 31% και το πορτογαλικό 40%. Η οικονομία της Αργεντινής, παρ' όλα αυτά, δεν φαίνεται να συμφωνεί με την εξέλιξη των παραπάνω. Από ένα εξαιρετικά χαμηλό 10%, η έξοδος από τη κρίση οδηγεί τις εξαγωγές στο 28% του ΑΕΠ για την Αργεντινή το 2002-2003. Εντούτοις, από τη χρονιά αυτή μέχρι και το 2015 η χώρα δεν εξάγει πλέον σε αξιοσημείωτο επίπεδο και κλείνει την περίοδο με 11%, πτώση δηλαδή 17 ποσοστιαίων μονάδων με το πέρασμα των χρόνων. Αυτή η μεταβολή των δομών της ανταγωνιστικότητας μεταξύ των κρατών φαίνεται με απόλυτη καθαρότητα στα στοιχεία για την εξέλιξη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, τα οποία παρατίθενται στον πίνακα 5.4 παρακάτω.

Πίνακας 5. 4**Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% ΑΕΠ)**

Ισοζύγιο τρέχουσων συναλλαγών	Ελλάδα	Πορτογαλία	Αργεντινή
2000	-5,9	-10,8	-3
2001	-5,4	-10,4	-1,4
2002	-6,8	-8,5	7,9
2003	-8,5	-7,2	5,8
2004	-7,7	-8,3	1,8
2005	-8,9	-9,9	2,5
2006	-11,5	-10,7	2,8
2007	-15,2	-9,7	2,1
2008	-15,1	-12,1	1,5
2009	-12,3	-10,4	2,2
2010	-11,4	-10,2	-0,4
2011	-10	-6	-0,83
2012	-3,8	-1,8	-0,2
2013	-2	1,6	-2
2014	-1,6	0,1	-1,4
2015	-0,2	0,1	-2,7

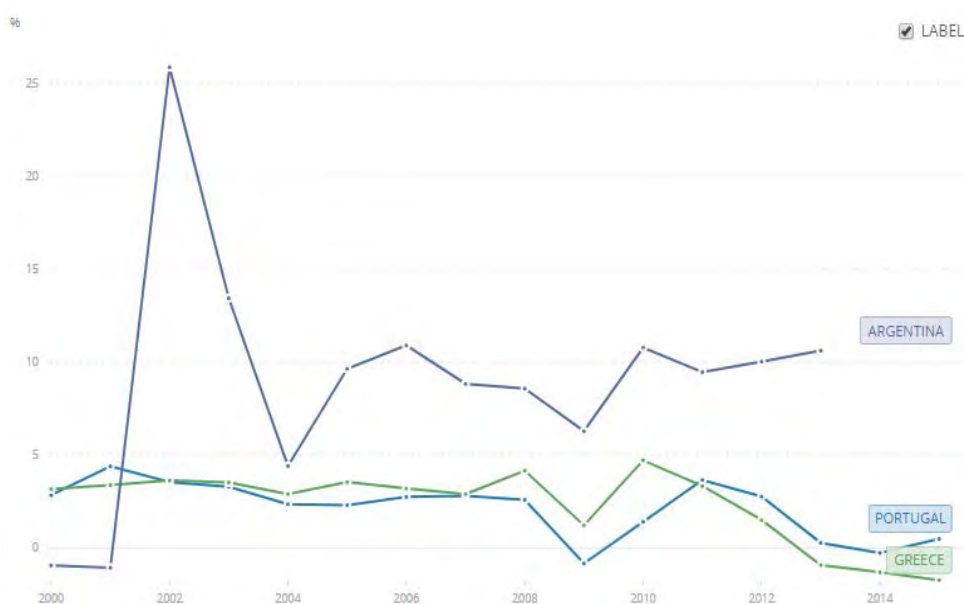
(Πηγή: Eurostat)

Όπως φαίνεται στο πίνακα, το ελληνικό ισοζύγιο παραμένει κατά κανόνα ελλειμματικό με τη χαμηλότερη τιμή να υφίσταται τη διετία της απόλυτης ύφεσης 2007-2008, -15%. Είναι προφανές πως η ελληνική οικονομία υπέστη τόσο μεγάλο πλήγμα όσο και εκρηκτικές μειώσεις σε όλους τους τομείς της δραστηριότητας της στα χρόνια της κρίσης. Στη συνέχεια της δεκαετίας, επέρχεται μια βελτίωση του ισοζυγίου της τάξης των 10 ποσοστιαίων μονάδων (2015: -0,2%) χωρίς όμως να μετατρέπεται σε πλεόνασμα. Η πορτογαλική οικονομία, σε σύγκριση με την ελληνική στο ξεκίνημα του αιώνα, παρουσιάζει ελλειμματικό ισοζύγιο στο -10% το οποίο κινείται μεν στις ίδιες τιμές, αυξάνεται δε σταδιακά και γίνεται πλεονασματικό το 2013 στο 1,6%. Η βελτίωση αυτή έγκειται στις προσπάθειες των επιχειρήσεων των χωρών αυτών να στραφούν προς την εξωτερική αγορά, ώστε να αντισταθμίσουν κατά το δυνατό τις μεγάλες απώλειες που υφίστανται λόγω του περιορισμού της εγχώριας ζήτησης. Ο πίνακας 5.4 δίνει στοιχεία και για την οικονομία της Αργεντινής, που στο μεγαλύτερο μέρος της ήταν πλεονασματική ενώ το έλλειμμα δεν ξεπερνούσε το -3%. Στις αρχές της δεκαετίας, σε λογικά πάντα πλαίσια αν λάβουμε υπ' όψιν την κρίση έως το 2002,

το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Αργεντινής ξεκίνησε ελλειμματικό και η πορεία του συνεχίστηκε ανοδικά και ισοσκελισμένα για επτά χρόνια. Η εκ νέου μετατροπή του σε ελλειμματικό μέχρι το 2015 (-2,7%) δεν είναι δείγμα καίριου προβλήματος καθώς σε κάθε οικονομία (ειδικά όσες έχουν εξέλθει από ύφεση) κυριαρχούν ανισοροπίες με τη πάροδο των ετών.

Διάγραμμα 5. 10

Πληθωρισμός



(Πηγή: World Bank Group)

Σε τελευταία ανάλυση, όπως φαίνεται στο παραπάνω διάγραμμα, η ελληνική και η πορτογαλική οικονομία χαρακτηρίζονταν από σχετικά υψηλούς ρυθμούς μεταβολής των τιμών (σε σχέση με την υπόλοιπη Ευρώπη όπου ο μέσος πληθωρισμός κυμαινόταν σε τιμές 2,2-3 και όχι σε σχέση με την Αργεντινή που το επίπεδο ήταν εντυπωσιακά υψηλότερο) ακολουθώντας σχεδόν παράλληλη πορεία. Ειδικότερα το 2009, ο πληθωρισμός μειώθηκε σε χαμηλότερο επίπεδο από ότι σε οποιαδήποτε άλλη χώρα (για την Ελλάδα από 4,2 το 2008 σε 1,3 το 2009 και για την Πορτογαλία από 2,7 το 2008 σε -0,9 το 2009) για να επιστρέψει δριμύτερος το 2010 σε επίπεδα υψηλότερα των προηγούμενων, παρά τη βαθιά ύφεση στην οποία είχαν επέλθει οι δυο ευρωπαϊκές χώρες. Από την άλλη πλευρά, η οικονομία της Αργεντινής δίνει την εντύπωση ότι δεν ανήκει στην ίδια κατηγορία με τις χώρες της Ευρωζώνης. Στις αρχές της δεκαετίας όταν είχε ξεκινήσει η κρίση και ενώ ο πληθωρισμός κινούταν σε μηδενικό στάδιο

(σημειώνοντας αρνητικό πρόσημο), το 2002 η κατάρρευση της χώρας και η πτώση του πέσο οδήγησε στην εκτίναξη του πληθωρισμού στο εξωπραγματικό 25,9. Ο υψηλός ρυθμός μεταβολής των τιμών επενέργησε αρνητικά στην αγοραστική δύναμη του πληθυσμού και κατέληξε από την σχετική ευμάρεια στην απόλυτη ανέχεια. Τα επόμενα χρόνια οι πτωτικές τάσεις (έως και 10 μονάδες) αποτελούν σημάδι αναστροφής προς την ανάπτυξη. Ωστόσο, το 2014 επέρχεται μια δεύτερη επιλεκτική χρεωκοπία της Αργεντινής, η οποία φέρει τον πληθωρισμό στο ζενίθ του, με το πρωτόγνωρο 26,9.

5.2 Εμφάνιση των κρίσεων και σύγκρισή τους

5.2.1 Η κρίση της Ελλάδας

Η ελληνική κρίση αποτελεί μια σειρά από δημοσιονομικές κρίσεις χρέους, οι οποίες έχουν την απαρχή τους στην παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Τα αίτια της θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν κυρίως ενδογενή παρά εξωγενή, αφού η βάση τους βρίσκεται στα διαχειριστικά λάθη τόσο της ελληνικής οικονομίας όσο και των δημοσίων οικονομικών και όχι σε διεθνείς παράγοντες. Επιπλέον, η συμμετοχή της Ελλάδας στην Ευρωζώνη δεν της επέτρεπε να έχει πλήρη έλεγχο της νομισματικής της πολιτικής, συνθήκη που διατηρούσε τα επιτόκια σε χαμηλό βαθμό για μεγάλο χρονικό διάστημα σε συνδυασμό με πληθωριστικές πιέσεις. Η νομισματική πολιτική βρισκόταν σε ασύμπτωτη πορεία με μια οικονομία σε άνθηση και μια εύκολη πρόσβαση στο χρέος (Kindreich CFA, 2017). Η ελληνική χρηματοοικονομική κρίση οφείλεται κατά κύριο λόγο σε δυο παράγοντες. Πρώτον, η χώρα υπονομευόταν από κρατική οικονομική δυσλειτουργία που περιλάμβανε όχι μόνο διάσπαρτες απάτες αλλά και απουσία δημόσιας ευθύνης. Δεύτερον, η παρουσία της Ελλάδας στην ΕΕ επέβαλε ουσιαστικά έναν ασφυκτικό οικονομικό περιορισμό, ο οποίος δεν ήταν κατάλληλος και δεν συνάδει με τους πολιτικούς και χρηματοοικονομικούς της στόχους. Παρόλο που το ελληνικό κράτος αντιμετώπιζε σωρεία προβλημάτων σχετικά με όσα αναφέρθηκαν παραπάνω, οι επενδυτές απέτυχαν στο να ενεργήσουν με βάση τα προειδοποιητικά σημάδια: μη βιώσιμα επίπεδα χρέους, υπερβολικές δημόσιες δαπάνες, υψηλές αυξήσεις μισθών που δεν υποστηρίζονταν από την αντίστοιχη ανάπτυξη στη

παραγωγή (γεγονός που οδήγησε και στη μείωση της ανταγωνιστικότητας της χώρας), κύμα δανεισμού και μαζική φοροδιαφυγή.

Εικόνα 5. 1

Η ελληνική κρίση



(Πηγή: Pellanet.gr)

Από τα τέλη της δεκαετίας του 1990 ακόμα, η επικείμενη προσχώρηση της Ελλάδας στην Ευρωζώνη ενθάρρυνε τους επενδυτές στην αγορά μεγάλων ποσοστών του ελληνικού δημοσίου χρέους και τη μείωση των επιτοκίων καθώς τα επιτοκιακά περιθώρια συσφίγγονταν. Τα χαμηλά επιτόκια επέφεραν περιόδους οικονομικής άνθησης, οι οποίες κατακλύστηκαν και από τεράστια έσοδα λόγω άμεσων ξένων επενδύσεων. Με αυτό το τρόπο, δημιουργήθηκε μια φούσκα στον ιδιωτικό τομέα και με τη πάροδο των χρόνων (εν μέσω και της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης) η ελληνική κυβέρνηση επέλεξε να κινηθεί ευκαιριακά σε αυξημένες δαπάνες, προκαλώντας μια αναπόφευκτη άνοδο στον προϋπολογισμό και στα συγκεντρωτικά επίπεδα χρέους (Brunsden, Khan & Hope, 2018). Ωστόσο, καθώς τα δημοσιονομικά ελλείμματα αυξήθηκαν τα έτη 2008-2010 τα επιτόκια της ελληνικής οικονομίας (τόσο στον ιδιωτικό όσο και στον δημόσιο τομέα) παρουσίασαν κατακόρυφη άνοδο. Με την παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, η Ελλάδα δεν ήταν σε θέση να καταφύγει είτε σε μείωση του ρυθμού των επιτοκίων είτε σε υποτίμηση του νομίσματος, ώστε να εξασφαλίσει μια οικονομική ανάπτυξη. Με λίγα λόγια, η χώρα ήταν ανίκανη να διαχειριστεί τη νομισματική της πολιτική σε συσχέτιση με τις

πολιτικές και δημοσιονομικές της ανάγκες. Στη συνέχεια, επιχειρώντας προσπάθειες διάσωσης (συνολικά 246 δισεκατομμυρίων ευρώ) και εφαρμόζοντας αυστηρά μέτρα λιτότητας, το ελληνικό κράτος πέτυχε τη μερική σταθεροποίηση της κατάστασης χωρίς την αποφυγή εκτεταμένου ανθρώπινου χρέους, εξαιρετικά υψηλών ποσοστών ανεργίας, γενικευμένης φτώχειας και πτωτικών εισοδημάτων. Μεταξύ του 2009 και του 2015, το πραγματικό ΑΕΠ συρρικνώθηκε στο ένα τέταρτο της τιμής του (όπως παρουσιάστηκε και στη προηγούμενη ενότητα) και οι οργανισμοί αξιολόγησης (για παράδειγμα Fitch, Moody's & Standard and Poor's) υποβάθμισαν τη πιστοληπτική της ικανότητα. Η ισχυρή οικονομική ανάκαμψη και η σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας με τα μέλη της Ευρωζώνης απέσπασαν την προσοχή των επενδυτών από τον στενό έλεγχο των βασικών χρηματοοικονομικών προβλημάτων. Καταλήγοντας, λοιπόν, η πολιτική της εκάστοτε κυβέρνησης (η οποία προώθησε και μια δυναμική αν και πληθωριστική άνθηση), η κακή διαχείριση των οικονομικών, το χαμηλό επίπεδο λογοδοσίας, οι υπέρογκες δημόσιες δαπάνες και η μαζική φοροδιαφυγή συνέβαλαν στην εξάπλωση της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης. Οι επενδυτές (απόλυτα κατανοητά) πανικοβλήθηκαν με τα γεγονότα στην οικονομία της Ελλάδας και πλέον δε διέθεταν ένα κοινό πλαίσιο αναφοράς. Τα προηγούμενα χρόνια, αρκετές φορές η Ελλάδα αθέτησε τις πληρωμές του χρέους της όμως το 2009 ήταν η πιο ισχυρή και παρατεταμένη κρίση, αποτρέποντας τη χώρα από τη παρουσίαση έμπιστων και ειλικρινών οικονομικών δεδομένων και κατ' επέκταση καταρρίπτοντας την εξασφάλιση της εμπιστοσύνης των επενδυτών.

5.2.2 Η περίπτωση της Πορτογαλίας

Το 2009 αποτελεί μια χρονιά ποικίλων γεγονότων καίριας σημασίας για τα οικονομικά δεδομένα. Η Πορτογαλία ανήκει και αυτή στις χώρες που αντιμετώπισαν μια σοβαρή οικονομική κρίση, με κύρια χαρακτηριστικά τη πτώση του πραγματικού ΑΕΠ, υψηλή ανεργία, αναδύομενο δημόσιο χρέος και υψηλά ομόλογα. Οι παραπάνω συνθήκες ήταν αποτέλεσμα ενός συνδυασμού της διεθνούς ύφεσης, της απουσίας ανταγωνιστικότητας και των περιορισμών της συμμετοχής στο ευρώ. Από τον Ιανουάριο του 2010, οι φόβοι για τη

σταθερότητα των ευρωζωνικών ομολόγων και τη ρευστότητα εξαπλώθηκαν και στη Πορτογαλία, οδηγώντας τα πορτογαλικά ομόλογα σε μη βιώσιμα επίπεδα (Gaspar, 2015). Οι τράπεζες ήταν περισσότερο επιφυλακτικές στο να φέρουν οποιοδήποτε χρέος της Ευρωζώνης και η αμφιβολία για τη μελλοντική οικονομική ανάπτυξη επέφερε αυστηρά μέτρα λιτότητας στη χώρα. Ακόμη, μεταξύ 2009-2011 το δημοσιονομικό αποτέλεσμα μειώθηκε κατά 7,9% του ΑΕΠ και το κράτος προχώρησε σε περικοπές δαπανών και αύξηση φόρων, οδηγώντας έτσι τόσο σε απώλειες στον επαγγελματικό τομέα όσο και σε πτώση του μέσου διαθέσιμου εισοδήματος. Και σε αυτή τη περίπτωση, περιορίστηκε η εμπιστοσύνη των καταναλωτών και των εταιρειών ενώ η αποπληθωριστική πολιτική αποτέλεσε το έναυσμα για μια σημαντική πτώση του πραγματικού ΑΕΠ. Το 2008, το έλλειμμα των τρεχόντων λογαριασμών της Πορτογαλίας ήταν σε επίπεδα άνω του 12% του ΑΕΠ, γεγονός που αντικατόπτριζε την έλλειψη ανταγωνιστικότητας έναντι των υπολοίπων χωρών. Στη ζώνη του ευρώ, οι τιμές και τα κόστη αυξήθηκαν στη Πορτογαλία περισσότερο από οποιαδήποτε άλλη οικονομία χωρίς όμως να υπάρχει η δυνατότητα υποτίμησης. Η χρηματοδότηση των συναλλαγών γινόταν προσωρινά με εισροές ιδιωτικών κεφαλαίων, κατάσταση που υπέστη περιορισμό μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Από την άλλη πλευρά, από το 1986 (όταν η Πορτογαλία εισήχθη στην ΕΕ) η χώρα πραγματοποιούσε επενδύσεις στο τομέα της εκπαίδευσης σε περιορισμένο βαθμό, γεγονός που οδήγησε σε ανισότητες και μείωση του ρυθμού σύγκλισης με τις υπόλοιπες χώρες μέχρι και σήμερα (Pettinger, 2017. Economics help). Οι διαρθρωτικές αδυναμίες της πορτογαλικής οικονομίας επιδεινώθηκαν με τα ραγδαία πρόοδο της παγκοσμιοποίησης της παραγωγής, καθιστώντας τη πορτογαλική βιομηχανία ανεπαρκή.

Εικόνα 5. 2

Η πορτογαλική κρίση



(Πηγή: newsit.com.cy)

Ιστορικά, η είσοδος της Πορτογαλίας στην Ευρωζώνη οδήγησε σε χαμηλά επιτόκια και οι εύκολες πιστώσεις είχαν ως αποτέλεσμα τη μείωση στις ιδιωτικές αποταμιεύσεις με ταυτόχρονη αύξηση στη κατανάλωση και τις επενδύσεις, καταλήγοντας σε μια ισχυρή οικονομική ανάπτυξη και χαμηλή ανεργία. Πιο συγκεκριμένα, οι αυξημένες δαπάνες αφορούσαν κυρίως μη διαπραγματεύσιμους και μη ανταγωνιστικούς τομείς όπως για παράδειγμα τηλεπικοινωνίες και ηλεκτρισμός. Όλα τα παραπάνω οδήγησαν μεν σε “μια πολιτικοοικονομική ισορροπία που παρέμενε σταθερή για ένα χρονικό διάστημα” επέφεραν δε άνοδο των τιμών και μη συσχέτιση τους με καινοτομία, παραγωγικότητα και βιώσιμα επίπεδα δημιουργικής απασχόλησης (Costa & Laureano, 2014). Παράλληλα, η ανάπτυξη των ονομαστικών μισθών ξεπέρασε τη παραγωγικότητα της εργασίας, βυθίζοντας την ανταγωνιστικότητα της χώρας και δημιουργώντας όλο και περισσότερα ελλείμματα στους τρέχοντες λογαριασμούς. Επιπλέον, η Πορτογαλία είχε να αντιμετωπίσει και τον ανταγωνισμό με τις υπόλοιπες χώρες και τις αναδυόμενες οικονομίες, φτάνοντας στο 2000 όταν το έλλειμμα της συνοδεύτηκε πλέον και από εκρηκτική αύξηση του ρυθμού της ανεργίας. Οι εξελίξεις σταμάτησαν το 2001, όταν ήρθαν στην επιφάνεια μειώσεις στην ιδιωτική εγχώρια ζήτηση, η

παγκοσμιοποίηση και ένα αδύναμο επιχειρηματικό περιβάλλον. Αναφορικά, η χώρα διήλθε από δυο φάσεις δημοσιονομικής εξυγίανσης, το 2002-2004 και 2006-2008, καθιερώνοντας διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις από το τομέα των δημοσίων δαπανών έως και της δημόσιας διοίκησης. Η πορτογαλική οικονομία άρχισε να κερδίζει την ανταγωνιστικότητα της μέσω τόσο του αποπληθωρισμού των μισθών όσο και την ανάπτυξη της παραγωγικότητας. Συνολικά, μπορεί οι εξαγωγές της χώρας να ξεπέρασαν το μέσο όρο της Ευρώπης το 2006-2010 αντισταθμίστηκαν όμως με επιδείνωση στο εισόδημα και υψηλότερες τιμές ενέργειας διατηρώντας το έλλειμμα σταθερό και χαρακτηρίζοντας από τη μια πλευρά τα κρατικά έσοδα με πτωτικές τάσεις και από την άλλη πλευρά, τις δημόσιες δαπάνες με ανοδικές τάσεις. Όπως είχε τονίσει ο Victor Gaspar (ο τότε υπουργός οικονομικών της Πορτογαλίας), “ η κρίση πυροδοτήθηκε από την απόφαση της πορτογαλικής κυβέρνησης το 2008 για επέκταση του προϋπολογισμού σχετικά επιθετικά, ως απάντηση στην παγκόσμια κρίση”.

5.2.3 Οι απαρχές της κρίσης στην Αργεντινή

Η Αργεντινή ήταν μια από τις πλουσιότερες οικονομίες του κόσμου και μαζί με αρκετές χώρες της Ευρώπης και της Βορείου Αμερικής, στην αλλαγή του αιώνα, ήταν μέλος της ελίτ των εύπορων χωρών. Σύμφωνα με τη Παγκόσμια Τράπεζα, όμως, υποβαθμίστηκε σύντομα σε χώρα υψηλού μεσαίου εισοδήματος αποτυγχάνοντας να διατηρήσει τη θέση που κατείχε πριν από μερικά χρόνια καθώς είχε να αντιμετωπίσει πολυάριθμες κρίσεις σε βάθος των χρόνων. Υπεύθυνες για αυτή την ύφεση ήταν η φτωχή οικονομική πολιτική και η ανάγκη για στήριγμα στις εξαγωγές, συνθήκες που είχαν ως αποτέλεσμα τη βύθιση εκατομμύρια ανθρώπων κάτω από το όριο της φτώχειας, τη τοποθέτηση της χώρας εκτός των ορίων της, την απόσυρση των αποθεματικών των ξένων τραπεζών (με άμεση συνέπεια τη μείωση των ταμειακών διαθεσίμων) και τη δέσμευση των καταθέσεων των πολιτών . Τα έτη 1930, 1955, 1976 και 1989 ήταν σταθμοί στην ιστορία της χώρας μέχρι το 2001, που αποτέλεσε τη σπουδαιότερη οικονομική ύφεση. Ο Carlos Menem (ο τότε πρόεδρος της Αργεντινής) το 1990 αφοσιώθηκε στη καλλιέργεια ξένων επενδύσεων, φθηνών

εισαγωγικών δασμών και ιδιωτικοποιήσεων των κρατικών επιχειρήσεων. Ο πληθωρισμός έπεσε σε μονοψήφια νούμερα και η Αργεντινή χαρακτηρίστηκε, από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, ως πρότυπο μεταρρυθμίσεων στην ελεύθερη αγορά (Reuters Staff, 2014). Το 1999, όταν ο Menem σταμάτησε τη θητεία του, η ανεξέλεγκτη διαφθορά και η μετάδοση των κρίσεων από την Ασία και την Ρωσία προκάλεσε όχι μόνο τον φόβο σε πολλούς επενδυτές αλλά και την απώλεια κεφαλαίου. Το κράτος δεν ήταν πλέον σε θέση να τυπώσει νομίσματα και αντ' αυτού προχώρησε σε δανεισμό. Παράλληλα, η ανεργία έφτασε επίπεδα άνω του 20% με χιλιάδες νέους να μεταναστεύουν στην Ευρώπη. Είναι γεγονός ότι πριν την έξοδο από τη κρίση, η οικονομία υποχώρησε κατά το ένα πέμπτο και η κυβέρνηση ήρθε αντιμέτωπη με το μεγαλύτερο στη παγκόσμια ιστορία δημοσιονομικό έλλειμμα.

Έκτοτε, η Αργεντινή παρέμεινε αποκομμένη από την κεφαλαιαγορά και θεωρούταν από τους επενδυτές ως “παρία”, αποκλεισμένη και από τις διάφορες ευκαιρίες για οικονομική μεγέθυνση. Ωστόσο, αφήφισε τα καταστροφολογικά σενάρια και τις προβλέψεις της Wall Street και δια μέσου μέτρων και διαρθρωτικών αλλαγών με μια επιπλέον αναδιάρθρωση το 2005 και κούρεμα 75%, βελτιώθηκε σημαντικά και χαρακτηρίστηκε από την καλύτερη ανάπτυξη στην ιστορία της (Reinhart & Rogoff, 2009). Τα υψηλά κρατικά έξοδα σε προγράμματα κοινωνικής πρόνοιας, η τύπωση νέων νομισμάτων και ένα προβληματικό συνάλλαγμα τροφοδότησαν έναν από τους πιο υψηλούς σε παγκόσμιο επίπεδο πληθωρισμούς και οδήγησαν τη κυβέρνηση στην υποτίμηση του νομίσματος περίπου στο 20% της αξίας του (πέσο). Τελικά, η μεγάλη πολιτική αστάθεια που επικρατούσε μέχρι το 1983 και η ισοτιμία του νομίσματος με το δολάριο αντί της ελεύθερης διακύμανσης οδήγησαν στη δημιουργία ενός αρνητικού εμπορικού ισοζυγίου, το οποίο έπρεπε να ισοσκελισθεί μέσω ενός νέου δανεισμού. Οι αγορές ομολόγων εκτιμούν πως η χώρα δεν είναι σε θέση να ανταποκριθεί στο χρέος της διότι τα προβλήματα της (ανεξέλεγκτα κρατικά έξοδα, βαρύτατη φορολογία στις εξαγωγές σε συνδυασμό με περιοριστικά μέτρα στις εισαγωγές και αντικίνητρα στους επενδυτές) είναι μακράν πιο σοβαρά σε σχέση με αυτά άλλων χωρών σε ύφεση όπως η Τουρκία και η Βραζιλία (The Washington Post, 2014).

5.3 Ελλάδα-Πορτογαλία-Αργεντινή

Η εμπειρία που έχει αποκομίσει ο επιστημονικός (και όχι μόνο) κόσμος από τις κρίσεις της Πορτογαλίας και της Αργεντινής έχει πολλά κοινά σημεία με τη σημερινή ελληνική κρίση. Πολλοί οικονομολόγοι παρατηρώντας τη πορεία των τριών οικονομιών κρίνουν ότι τα μέτρα που προκρίνονται για την αντιμετώπιση του ελληνικού προβλήματος είναι πανομοιότυπα με αυτά των άλλων χωρών και προδικάζουν παρόμοια έκβαση. Εντούτοις μπορεί οι ομοιότητες να είναι πολλές και εμφανείς, αλλά ωστόσο υπάρχουν και κρίσιμες διαφορές.

Παρότι η Ελλάδα και οι πιστωτές της έχουν εκφράσει τη βούληση να υπάρξει συμφωνία, οι θέσεις τους εξακολουθούν να απέχουν με το ενδεχόμενο μιας ελληνικής χρεοκοπίας να προκαλεί γενικευμένο σοκ στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Ένας μεγάλος αριθμός Ελλήνων γνωρίζουν για την χρεοκοπία και την υποτίμηση στην Αργεντινή το 2002 και αναρωτώνται εάν η Ελλάδα μπορεί να πάρει τον ίδιο δρόμο. Η προ χρεοκοπίας Αργεντινή δεν είχε δυνατότητα να ασκήσει νομισματική πολιτική (ακριβώς και η σημερινή Ελλάδα) και στις αρχές της δεκαετίας του 1990 όπως αναφέρθηκε στη προηγούμενη ενότητα εισήγαγε τον σταθερό συναλλαγματικό δεσμό του πέσο με το δολάριο για να αντιμετωπίσει τον υπερπληθωρισμό. Αυτό είχε ως συνέπεια την άμεση εξαφάνιση μεν του πληθωρισμού, την αδυναμία δε της Αργεντινής να αντιμετωπίζει τις οικονομικές κρίσεις μέσω της διαχείρισης του νομίσματος. Έτσι, μια σειρά από χρηματοοικονομικές κρίσεις έπληξε την χώρα και οδήγησε στην επιστράτευση δημοσιονομικών πολιτικών διαχείρισης, δηλαδή λιτότητα. Μια ακόμη ομοιότητα με την ελληνική οικονομία αποτελεί το γεγονός ότι η Αργεντινή πιέστηκε από τους πιστωτές της να εισάγει σκληρές περικοπές δαπανών σε αντάλλαγμα για πακέτα διάσωσης. Εν συνεχεία, η οικονομία της Αργεντινής συρρικνώθηκε με τη παράλληλη εκτόξευση της ανεργίας και την τελική κατάρρευση της κυβέρνησης μέσα στα πλαίσια μαζικής αναταραχής και ακραίας πολιτικής αστάθειας (Stratfor, 2015). Η χρεοκοπία της Αργεντινής λειτουργεί ως υπενθύμιση του γεγονότος ότι το χρέος αποτελεί ουσιαστικά ένα συμβόλαιο, το οποίο δεν τηρείται όταν κυριαρχεί υπερβολικό κόστος για μια από τις δυο πλευρές. Τα χρόνια που ακολούθησαν (2003-2007) η οικονομία της Αργεντινής παρουσίαζε μέσο ρυθμό ανάπτυξης περίπου 8% ετησίως και ταυτόχρονη κάθοδο της ανεργίας. Παρόλα αυτά και καθώς ο αποκλεισμός από τις αγορές και ο πληθωρισμός ήταν αναπόφευκτα, η χρεοκοπία της Αργεντινής και η νομισματική

υποτίμηση εκτόνωσαν προσωρινά μια εξαιρετικά περίπλοκη κοινωνική, πολιτική και οικονομική κατάσταση. Από την άλλη πλευρά, η σύγκριση ανάμεσα σε Ελλάδα και Αργεντινή έχει συγκεκριμένα όρια. Μπορεί η Αργεντινή να διέθετε έναν σταθερό συναλλαγματικό δεσμό, όμως δεν εγκατέλειψε το εθνικό της νόμισμα όπως έκανε η Ελλάδα υιοθετώντας το ευρώ. Πολλοί Αργεντινοί έχασαν τις καταθέσεις τους σε δολάρια και προχώρησαν σε διαδηλώσεις, ωστόσο εξακολούθησαν να παίρνουν τους μισθούς τους σε πέσο και να αγοράζουν αγαθά χρησιμοποιώντας το εθνικό τους νόμισμα. Στη περίπτωση της Ελλάδας, η εγκατάλειψη του ευρώ θα απαιτούσε όχι μόνο την επιστροφή στη δραχμή και εκτενείς λογιστικούς ελέγχους στη κίνηση κεφαλαίων αλλά και μια υψηλή κοινωνική αναταραχή. Μια δεύτερη μεγάλη διαφορά για τις δυο χώρες είναι ότι η Αργεντινή μπορούσε να επωφεληθεί το 2001 από ένα ευνοϊκό εξωτερικό περιβάλλον. Η υποτίμηση της συνέπεσε με μια παγκόσμια έκρηξη στην αγορά εμπορευμάτων και η ζήτηση για προϊόντα της Αργεντινής ήταν ισχυρή. Τα τελευταία χρόνια, το διεθνές οικονομικό περιβάλλον έχει αλλάξει ριζικά και αν η Ελλάδα επέστρεφε στη δραχμή θα γινόταν εν μέσω δυσχερέστατων συνθηκών αφού η κρίση πλήττει τους οικονομικούς εταίρους (ευρωπαίοι καταναλωτές και Ρώσοι τουρίστες) και το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας απελευθερώνει μια μεγάλη ποσότητα ρευστού στις ευρωπαϊκές αγορές.

Επιπλέον, η Αργεντινή είχε βρει τότε έναν σύμμαχο-κλειδί στην Βενεζουέλα, η οποία εκτιμάται ότι αγόρασε περίπου 5,6 δισεκατομμύρια δολάρια από το χρέος της Αργεντινής, ένα αξιοσημείωτο ποσό σε μια περίοδο που δεν υπήρχαν πολλοί επενδυτές πρόθυμοι να αγοράσουν αργεντινικά ομόλογα. Η Αθήνα, συγκριτικά, έκανε μια προσπάθεια να δείξει στην Ευρώπη ότι έχει στενούς δεσμούς με τη Ρωσία αλλά δε θα πρέπει να θεωρείται δεδομένα ότι η χώρα θα αποτελέσει τον χορηγό που χρειάζεται η ελληνική οικονομία (Στίγκλιτς, 2014). Στις αρχές της δεκαετίας του 2000, η Αργεντινή ήταν αυτόρκτη σε όρους ενέργειας ενώ η Ελλάδα δεν είναι. Μια επιστροφή στην δραχμή θα μετέτρεπε τις εισαγωγές ενέργειας σε πολύ ακριβές, καθιστώντας τη σύνδεση με τη Ρωσία ακόμα πιο σημαντική για την Ελλάδα. Επιπροσθέτως, η Αργεντινή μετά τη χρεοκοπία και την υποτίμηση του νομίσματος εισήγαγε υψηλούς δασμούς στις εισαγωγές για να προστατεύσει τις εθνικές βιομηχανίες και επέβαλε υψηλή φορολογία στις αγροτικές εξαγωγές για να επωφεληθεί από την υψηλή ζήτηση για τα εμπορεύματα. Με αυτό το τρόπο, αποδόθηκαν μεγάλα έσοδα στο Μπουένος Άιρες και τέθηκε δυνατή η χρηματοδότηση τόσο κοινωνικών προγραμμάτων όσο και

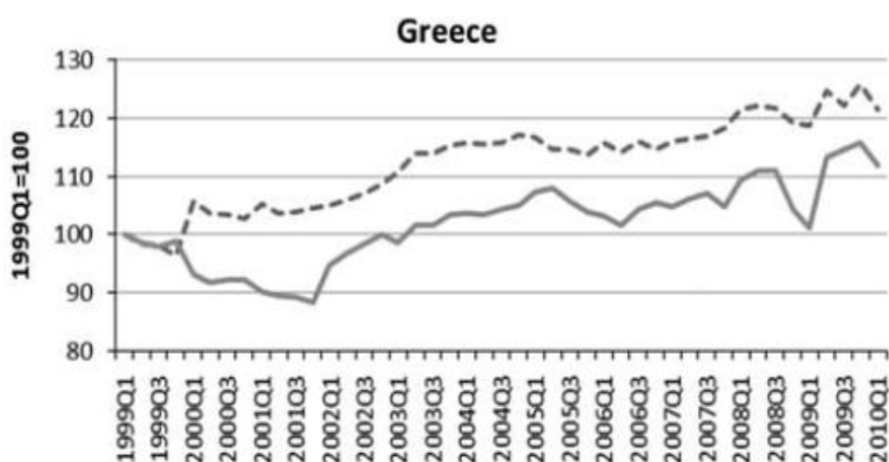
επιδοτήσεων. Παρόμοια, μολονότι η ελληνική κυβέρνηση υπόσχεται περισσότερες δημόσιες δαπάνες και επιδόματα σε νοικοκυριά χαμηλού εισοδήματος, δε διαθέτει χρήματα για να τα υλοποιήσει. Η Αθήνα, εν τέλει, έχει σημαντικά λιγότερα περιθώρια κινήσεων σε σχέση με την κυβέρνηση της Αργεντινής που παρέμενε σε πλήρη εθνική κυριαρχία όταν δρομολογούσε τις προτάσεις της. Όπως είχε δηλώσει ο βραβευμένος οικονομολόγος Τζόζεφ Στίγκλιτς για την υπόθεση της Αργεντινής (που ταιριάζει και στη περίπτωση της Ελλάδας): “Κάθε οικονομολόγος που σέβεται το όνομά του θα μπορούσε να προβλέψει ότι οι πολιτικές της λιτότητας, προκαλούν επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και ότι οι δημοσιονομικοί στόχοι δεν θα επιτευχθούν”.

Σε ευρωπαϊκό επίπεδο και μετά τη κατάρρευση των τραπεζών στις Ηνωμένες Πολιτείες (2007-2008), τα ευρωπαϊκά κράτη αποφάσισαν να παρεμβαίνουν σε μεγάλο βαθμό στις οικονομίες τους για να ελαχιστοποιήσουν το αντίκτυπο της οικονομικής ύφεσης και να διατηρήσουν την ανάπτυξη μέσω των δημοσίων επενδύσεων. Παρόλο που ορισμένες χώρες είχαν ήδη πολύ υψηλά δημόσια χρέη, σε άλλες η αναλογία του δημόσιου χρέους προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν ήταν αρκετά κοντά ή χαμηλότερη από το μέσο όρο της ΕΕ πριν την ύφεση. Ως επακόλουθο αυτής της αντίδρασης στην κρίση, οι ήδη υφιστάμενες ανισορροπίες στα δημόσια οικονομικά κάθε χώρας ήταν υπερβολικές και αυτό οδήγησε στην εμφάνιση της κρίσης δημοσίου χρέους στην νότια Ευρώπη (Blyth, 2013). Το 2010 η Ελλάδα έγινε η πρώτη χώρα που ζήτησε οικονομική βοήθεια από την ΕΕ και σύντομα και η Πορτογαλία αναγνωρίστηκε ως επένδυση υψηλού κινδύνου, με αποτέλεσμα τη μείωση της ζήτησης των κρατικών ομολόγων και τη δραματική άνοδο των προσφερόμενων επιτοκίων. Οι ρίζες και η εξέλιξη των χρηματοοικονομικών σε Ελλάδα και Πορτογαλία δεν είναι εντελώς ισοδύναμες, όμως και οι δυο χώρες έχριζαν τη παρέμβαση των διεθνών δανειστών (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και Διεθνές Νομισματικό Ταμείο) σε συνδυασμό με αυστηρά μέτρα λιτότητας. Οι περιπτώσεις των δυο ευρωπαϊκών χωρών αν και φαίνεται να έχουν παράλληλη πορεία στα πλαίσια της ύφεσης, παρουσιάζουν καίριες διαφοροποιήσεις, οι οποίες είναι υπεύθυνες για τα αποτελέσματα των πολιτικών που εφαρμόστηκαν με στόχο την αντιμετώπιση της κρίσης. Πέραν των βραχυπρόθεσμων οικονομικών και χρηματοπιστωτικών κρίσεων, η Ελλάδα και η Πορτογαλία παρουσιάζουν ορισμένες διαρθρωτικές και θεσμικές ομοιότητες, για παράδειγμα η δημοκρατική τροχιά (η πορτογαλική χώρα είναι δημοκρατία από το 1976 και η Ελλάδα από το 1975), η ένταξη στην ΕΕ (η Ελλάδα

εντάχθηκε το 1981 και η Πορτογαλία το 1986) αλλά και τα παρόμοια επίπεδα κατά κεφαλήν ΑΕΠ. Οι πυρήνες των οικονομικών, πολιτικών και κοινωνικών συστημάτων των δυο χωρών έρχονται αντιμέτωποι με θεμελιώδη προβλήματα επί δεκαετίες, γεγονός που προκάλεσε και τα παρόμοια αίτια των κρίσεων τους. Η φύση των παραπάνω προβλημάτων ήταν κοινή και στις δυο χώρες αλλά το μέγεθος τους μεγαλύτερο στην ελληνική επικράτεια. Έπειτα από την παγκόσμια κρίση του 2007-2008, τα δημόσια οικονομικά επιδεινώθηκαν (η Ελλάδα ήδη είχε υποστεί αυστηρότητα στις δημοσιονομικές της ισορροπίες), αφού οι διαδοχικές κυβερνήσεις δεν κατάφεραν να μειώσουν τον λόγο δημοσίου χρέους προς ΑΕΠ. Και οι δυο χώρες είχαν υψηλά ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών, τα οποία αυξάνονταν σταθερά από την αρχή του αιώνα, έχοντας υποστεί παράλληλα και εσωτερικές εκτιμήσεις πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών η έκταση των οποίων ποικίλλει ανάλογα με τον δείκτη των σχετικών τιμών που χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της. Τα διαγράμματα 5.11 και 5.12 παραθέτουν την εξέλιξη των δυο εναρμονισμένων δεικτών ανταγωνιστικότητας για την Ελλάδα και τη Πορτογαλία το διάστημα 1999-2010, όταν ξέσπασε η κρίση δημοσίου χρέους απεικονίζοντας τις πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες έναντι των άλλων μελών της ζώνης του ευρώ και το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος για ολόκληρη την οικονομία. Ένας δείκτης με τιμή μεγαλύτερη του 100 δείχνει τη πραγματική εκτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Διάγραμμα 5. 11

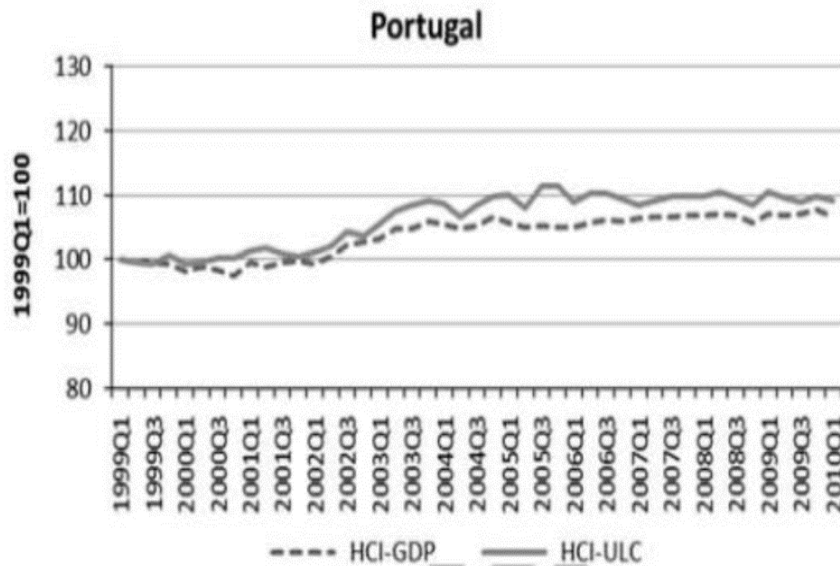
Ελλάδα: αποπληθωριστής του ΑΕΠ & κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος



(Πηγή: Theodoropoulou, 2016)

Διάγραμμα 5. 12

Πορτογαλία: αποπληθωριστής του ΑΕΠ & κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος



(Πηγή: Theodoropoulou, 2016)

Στην Ελλάδα, η ανατίμηση ήταν πιο έντονη όταν η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία υπολογίστηκε με βάση τον αποπληθωριστή ΑΕΠ, που σημαίνει ότι η μεταβολή των σχετικών τιμών λόγω της έντονης αύξησης της ζήτησης και της ονομαστικής παραγωγής στην ελληνική οικονομία αποτέλεσε ισχυρότερο παράγοντα από ότι οι αυξήσεις του σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Στη Πορτογαλία, από την άλλη πλευρά, βλέπουμε μια αντίθετη εικόνα, η οποία είναι σύμφωνη με το γεγονός ότι η παραγωγικότητα της εργασίας επιβραδύνθηκε σημαντικά από το 2000 ωθώντας το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος προς τα επάνω. Εκτός των άλλων, η Ελλάδα και η Πορτογαλία παρουσιάζουν ομοιότητες στον τομέα της πρόνοιας ιδιαίτερα στην αδυναμία τους που συνδέεται με την υψηλή ανισότητα, υψηλή φτώχεια, τον ισχυρό διαχωρισμό μεταξύ εσωτερικών και εξωτερικών παραγόντων, τη περιορισμένη ανακατανομή και τις αναποτελεσματικές δαπάνες κοινωνικής πρόνοιας. Οι φορείς χάραξης πολιτικής χρησιμοποίησαν τις μεταρρυθμίσεις εκσυγχρονισμού της κορυφαίας ευρωπαϊκής οικονομίας σε τομείς όπως οι συντάξεις, οι ενεργές πολιτικές αγοράς εργασίας και η στήριξη του εισοδήματος, αν και η Πορτογαλία όχι μόνο είχε σημειώσει μεγαλύτερη πρόοδο στα προβλήματα βιωσιμότητας αλλά και είχε θεσπίσει το ελάχιστο εγγυημένο εισόδημα. Έτσι, κανένα από τα δυο κράτη δεν είχε καταφέρει

να καλύψει τις μέσες δημόσιες δαπάνες της ΕΕ για κοινωνικές μεταβιβάσεις κατά τη κρίση και η απόκλιση έγινε ακόμα εντονότερη το 2009 με απότομες αυξήσεις της ανεργίας (Zartaloudis, 2014). Ανεξάρτητα από τις ομοιότητες τους, οι δυο χώρες παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές, οι οποίες τελικά οδήγησαν στα διαφορετικά αποτελέσματα. Τα τρία ελληνικά προγράμματα απέτυχαν ελάχιστα να αποκαταστήσουν τις οικονομικές αγορές της χώρας και να προχωρήσουν προς τη κατεύθυνση των προβλέψεων των κρίσιμων μακροοικονομικών μεταβλητών. Το πορτογαλικό πρόγραμμα (2011) αντιθέτως φαίνεται να συνέβαλε στη διατήρηση της Πορτογαλίας στη σωστή πορεία προς την επιστροφή στις αγορές αν και πρόκειται για μια εύθραυστη οικονομία η οποία απαιτεί μεγάλο χρονικό διάστημα και συνεχείς προσπάθειες για βελτίωση. Συμπληρωματικά, η Πορτογαλία δεν προχώρησε σε αναδιάρθρωση του δημοσίου χρέους της (όπως η Ελλάδα το 2012) και τόσο η οικονομική της υποβάθμιση και τα ποσοστά ανεργίας όσο και τα δημόσια οικονομικά της βρίσκονται σε ευνοϊκότερη θέση σε σχέση με αυτά της Ελλάδας, όπως φάνηκε και από την παρουσίαση των μακροοικονομικών στοιχείων των δυο χωρών στη προηγούμενη ενότητα.

Ένα ακόμα ενδιαφέρον γεγονός είναι ότι μεταξύ των δυο χωρών, τα κυβερνώντα κόμματα είχαν διαφορετική στάση απέναντι στα προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής. Τα κόμματα της πορτογαλικής Βουλής συμφώνησαν γενικά ότι η λιτότητα και η προσαρμογή ήταν απαραίτητες σε αντίθεση με τους Έλληνες, σημαντικές ομάδες των οποίων όταν ζητήθηκε η διάσωση αμφισβήτησαν την ανάγκη για λιτότητα και επέδειξαν απροθυμία στην εφαρμογή των προγραμμάτων προσαρμογής. Γενικότερα, λοιπόν, στην Ελλάδα υπήρχε λιγότερη πολιτική υποστήριξη για το πρόγραμμα από ότι στη Πορτογαλία ενώ θα πρέπει να υπογραμμιστεί το γεγονός ότι οι δυο κυβερνήσεις ενήργησαν ευκαιριακά όσον αφορά τις δαπάνες υπό την παρουσία των πολιτικών κύκλων (Castro&Martins, 2015). Μια πιθανή εξήγηση για τα παραπάνω στοιχεία είναι τα χαμηλότερα επίπεδα πελατειακών σχέσεων (ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών έναντι πολιτικής υποστήριξης) στη πορτογαλική πολιτική, σε σύγκριση με την Ελλάδα. Σε γενικές γραμμές, οι δυο χώρες είχαν διαφορετικές αντιδράσεις στη κρίση τόσο σε επίπεδο κομματικού συστήματος όσο και σε επίπεδο λαϊκής πολιτικής διαμαρτυρίας. Οι Freire et al (2014) βασιζόμενοι στην εμπειρία των ευρωπαϊκών χωρών χρησιμοποίησαν δεδομένα που συλλέχθηκαν πριν και μετά το 2008 για να εξετάσουν πως άλλαξαν τα πρότυπα πολιτικής εκπροσώπησης. Οι

ερευνητές υποστηρίζουν ότι τα μέτρα λιτότητας έχουν επηρεάσει σημαντικά το τρόπο με τον οποίο οι βουλευτές εκπροσωπούν τα εκλογικά τους μέλη και η οικονομική κρίση άσκησε δραστική πίεση στις αντίστοιχες κυβερνήσεις εντείνοντας και τη κρίση νομιμότητας στις χώρες που εξετάζονται. Στην Ελλάδα, οι πολιτικές αναταραχές πλησίασαν το σημείο για νέες εκλογές, ενώ η Πορτογαλία οδηγήθηκε πράγματι σε εκλογές και τελικά, σε μια συνεργατική κυβέρνηση.

Κλείνοντας το 5^ο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, θα ήταν σωστό να επισημάνει κανείς το γεγονός ότι η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Αργεντινή είναι τρεις χώρες που διήλθαν από καταστάσεις χρηματοπιστωτικής κρίσης με ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά. Ωστόσο, η σύμπραξη των κυβερνώντων στις δυο τελευταίες χώρες, το συλλογικό τους έργο και η διαφορετική νοοτροπία τις κατέστησαν ικανές και ιδιαίτερες δυναμικές για την έξοδο τους από την κρίση και την είσοδο τους σε περιόδους άνθησης και οικονομικής μεγέθυνσης.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 ήταν μια από τις μεγαλύτερες κρίσεις στη σύγχρονη ιστορία. Ξεκίνησε από την αντίπερα όχθη του Ατλαντικού (ΗΠΑ), ωστόσο πολύ σύντομα μεταφέρθηκε στον ευρωπαϊκό χώρο και εξελίχθηκε σε μια σοβαρότατη κρίση χρέους για τις πιο αδύναμες χώρες. Η κρίση στην Ευρωζώνη κατέδειξε τις αδυναμίες στο σχεδιασμό της νομισματικής ένωσης και έθεσε υπό αμφισβήτηση τις προοπτικές εξέλιξης και ολοκλήρωσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Πολλοί αναλυτές, οικονομολόγοι, καθηγητές, πολιτικοί και απλοί πολίτες όχι μόνο εκφράζουν τις αμφιβολίες τους για το μέλλον του κοινού νομίσματος αλλά και κάνουν λόγο για έλλειμμα δημοκρατίας στους κόλπους της Ευρώπης. Έτσι, ένας μεγάλος αριθμός ευρωπαϊκών οικονομιών, με κυριότερες την Ελλάδα και την Πορτογαλία, βρέθηκαν με μη παραγωγικούς δημόσιους τομείς, αναποτελεσματικά συστήματα συλλογής φόρων και μια χαμηλή ανταγωνιστικότητα. Παράλληλα, το ρυθμιστικό πλαίσιο αποθαρρύνει τις επενδύσεις και τη δημιουργία θέσεων εργασίας, έχοντας ως συνέπεια την απώλεια δημιουργικών και επιχειρηματικών ατόμων και την άνοδο της ανεργίας. Θα ήταν χρήσιμο να αναφερθεί τα υψηλά δημόσια ελλείμματα, η ανεπαρκής δημοσιονομική προσαρμογή, το συσσωρευμένο μεγάλο χρέος και η χρηματοδότηση του είναι βασικές αιτίες των δυσχερειών, στις οποίες προσκρούει η σταθεροποίηση της οικονομίας και όλων των οικονομικών ανισορροπιών. Το κρίσιμότερο ερώτημα, λοιπόν, σε σχέση με την οικονομική κατάσταση των χωρών που μελετήθηκαν είναι αυτό της άμεσης και μεσοπρόθεσμης μελλοντικής τους προοπτικής, η οποία φαίνεται να εκλείπει εν μέσω της αδυναμίας κάλυψης των χρηματοδοτικών τους αναγκών και της σκληρής λιτότητας. Η Ελλάδα και η Πορτογαλία ακολούθησαν παρεμφερείς πορείες ως προς τα δημοσιονομικά τους μεγέθη από την υιοθέτηση του ευρώ μέχρι και τη τελευταία χρηματοπιστωτική κρίση. Για πολλά χρόνια, παρουσίαζαν διαρθρωτικά προβλήματα, τα οποία επιδεινώθηκαν με την είσοδο στην ΕΕ αφού ήρθαν αντιμέτωπες με ανεπτυγμένες οικονομίες, κάνοντας αδύνατο τον ανταγωνισμό επί ίσοις όροις.

Παρ' όλα αυτά, όπως διερευνήθηκε στη παρούσα εργασία, καίριες διαφορές ήταν αυτές που μετέτρεψαν την Πορτογαλία σε “καλό μαθητή” της Ευρώπης και την Ελλάδα στην καταβράθρωση της. Στην ελληνική οικονομία, υπήρχε λιγότερη υποστήριξη στο πρόγραμμα από ότι στη Πορτογαλία και έτσι, η εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων δεν ήταν επιτυχής. Πολλά προβλήματα παρακωλύουν την

ανταγωνιστικότητα: η ταχύτερη αύξηση του κόστους εργασίας, η πτώση της παραγωγικότητας, η ακαμψία ορισμένων αγορών και προϊόντων και η απώλεια ελέγχου της νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, στη Πορτογαλία η ύφεση ήταν λιγότερο έντονη καθώς η μείωση της εγχώριας ζήτησης αντισταθμίστηκε από την αύξηση των καθαρών εξαγωγών. Αν και η πτώση των εισαγωγών συνέβαλε στην εξισορρόπηση των εξωτερικών λογαριασμών, η Ελλάδα εμφάνισε χειρότερες επιδόσεις ανάκαμψης με τη συγκέντρωση στις εξαγωγές των βιομηχανιών χαμηλής και μέσης τεχνολογίας να μην της επιτρέπει να παράγει υψηλή προστιθέμενη αξία στα προϊόντα. Εν συνεχεία, όσον αφορά την Ελλάδα, η μείωση της βιομηχανικής παραγωγής έχει ξεκινήσει από το 2007, εξαιτίας του προσανατολισμού των επιχειρηματιών στις εισαγωγές που έφερναν ευκολότερο κέρδος και στην ταυτόχρονη αποβιομηχανοποίηση της χώρας με αφορμή το ακριβό κόστος παραγωγής και τα υψηλά επιτόκια τραπεζικού δανεισμού. Από την άλλη πλευρά, η αισθητή σταθεροποίηση του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής που συνοδεύεται από μικρή αλλά σημαντική άνοδο και η ενίσχυση αυτή της πορτογαλικής βιομηχανικής παραγωγής έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση της ανεργίας με τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας και βρίσκεται σε απόλυτη ακολουθία με την αύξηση εξαγωγών, άρα ενίσχυση εσόδων στην ιδιωτική αλλά και δημόσια οικονομία. Το ελληνικό κράτος θα πρέπει να εφαρμόσει μεταρρυθμίσεις που προϋποθέτουν και διασφαλίζουν τη συνέχιση της χρηματοδότησης του, ενώ ο μόνος ασφαλής δρόμος είναι η δημοσιονομική εξυγίανση, η πειθαρχία και η επιστροφή της χώρας στην ανάπτυξη. Επομένως, κάτω από τις σημερινές συνθήκες, οι προκλήσεις για το ελληνικό (και όχι μόνο) τραπεζικό σύστημα είναι οι εξής:

- Να βελτιωθεί η ποιότητα των συνθηκών ρευστότητας, με σταδιακή αποκλιμάκωση της εξάρτησης από την ρευστότητα που αντλείται από την ΕΚΤ.
- Να διατηρηθεί η σταθερότητα, με ταυτόχρονη καθιέρωση υψηλών δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας.
- Να συγκρατηθούν ή και να μειωθούν τα λειτουργικά έξοδα.
- Να συνεχιστεί η στήριξη των διεθνών δραστηριοτήτων, ειδικά σε χώρες όπου η οικονομική συγκυρία βελτιώνεται ή έχει βελτιωθεί αισθητά.

Θα ήταν αναγκαίο να αρθούν όλες οι διαρθρωτικές αδυναμίες των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των οικονομιών, διότι έτσι θα έχει ανοδική πορεία ο ρυθμός αύξησης

του ΑΕΠ, θα βελτιωθεί η παραγωγικότητα και θα τονωθεί η ανταγωνιστικότητα. Συνέπεια θα είναι να μειωθούν τα ελλείμματα και επομένως θα μειωθούν και οι δανειακές ανάγκες για την κάλυψη των ελλειμμάτων αυτών. Η μείωση των δανειακών αναγκών θα απελευθερώσει πόρους, οι οποίοι θα μπορέσουν να διατεθούν για την κοινωνική πολιτική και ευημερία των πολιτών της, ενώ ταυτόχρονα θα δύναται να χαραχθεί μια αποτελεσματική αναπτυξιακή πολιτική. Τελικά, υπάρχει περιθώριο βελτίωσης σε κάθε περίπτωση, έχοντας ως εργαλείο συγκεκριμένες μεταρρυθμίσεις που θα επιτρέψουν την εκάστοτε οικονομία να ανακτήσει το χαμένο έδαφος , τονώνοντας την ανταγωνιστικότητά της, που αποτελεί τη βασικότερη πρόκληση στο εξελισσόμενο με ταχείς ρυθμούς διεθνές και παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενόγλωσση

1. Aigbe, A., & Jeff M. (2001). Why do contagion effects vary among bankfailures? *Journal of Banking and Finance*, 25, 657-680
2. Ali, T. M. (2012). The Impact of the sovereign debt crisis on the eurozone countries. *WC-BEM 2012*. High School of Business of Tunis, University of Manouba
3. Austin, M. (2008). An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions, *Working Paper, Oakland University*
4. Barrios, S., Iversen, P., Lewandowska, M., & Setzer, R. (2009). Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis. *European Commission, Economic Paper 338*
5. Borensztein, E., De Gregorio, J., & Lee, J-W. (1998). How does foreign direct investment affect economic growth? *Journal of International Economics*, 45, 115-135
6. Breuer, B. J. (2004). An exegesis on currency and banking crises, *Journal of Economic Surveys*, 18, 293-315
7. Carneiro, A., Portugal, P., & Varejao, J. (2014). Catastrophic job Destruction during the Portuguese Economic Crisis. *Journal of Macroeconomics*, 39, 444-457
8. Cassim F., Rivera K. R., Rebib R., Reuber T., Wannaprapa K. (2009). The Bankruptcy of Lehman Brothers and its Acquisition by Nomura, *Working Paper, University of Zurich*
9. Cecchetti, S. G., & Zhu, F. (2009). Real Consequences of financial Crises. *Bank of Mexico Conference on Challenges and strategies for promoting economic growth, Mexico City*
10. Dimitriou, D., & Kenourgios, D. (2013). Financial Crises and dynamic linkages among international currencies. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 26, 319-332
11. Dimitriou, D., Kenourgios, D., & Simos, T. (2013). Global financial crisis and emerging stock market contagion: A multivariate FIAPARCH-DCC approach. *International Review of Financial Analysis*, 30, 46-56

12. Dungey, M., & Gajurel, D. (2015). Contagion and Banking Crisis-International Evidence for 2007-2009. *Journal of Banking and Finance*, 60, 271-283
13. Elkhalidi, A., Chebbi, T., & Naoui, K. (2013). Measuring Contagious Effects on Euro Area Debt Crisis Using Daily CDS Spreads Changes. *Procedia Economics and Finance*, 13, 14-29
14. Elliott, L. (2011). Global Financial Crisis: five key stages 2007-2011. *The Guardian*. Retrieved from <https://www.theguardian.com/business/2011/aug/07/global-financial-crisis-key-stages>
15. Ellis, L. (2009). The Global Financial Crisis: Causes, Consequences and Countermeasures. “*Emerging from the Global Storm: Growth and Climate Change Policies in Australia Conference*”, Victoria University, Melbourne
16. Fourie, L., & Botha, I. (2015). Sovereign credit rating contagion in the EU. *Procedia Economics and Finance*, 24, 218-227
17. Gay G., Timme S., & Yung K. Summer (1991). Bank failure and contagion effects: Evidence from Hong Kong, *Journal of Financial Research*, 14, 153-165
18. Gros, D., & Alcidi, C. (2010). The impact of the Financial Crisis on the Real Economy. *Intereconomics*. Retrieved from <https://link.springer.com/article/10.1007/s10272-010-0320-0>
19. Havemann, J. (2008). The Financial Crisis of 2008. *Encyclopedia Britannica*. Retrieved from <https://www.britannica.com/topic/Financial-Crisis-of-2008-The-1484264>
20. Huaihu, C., & Jianming, Z. (2012). Research on Banking Crisis Contagion Dynamics Based on the Complex Network of System Engineering. *Systems Engineering Procedia* 5, 156-161
21. Hurd, M. D., & Rohwedder, S. (2010). Effects of the Financial Crisis and Great Recession on American Households. *National Bureau of Economic Research*. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w16407>
22. IMF country report. (2017). *2017 Article 4th consultation-press release; staff report; And statement by the executive director for Portugal, Press Release No 17/349*. Washington: International Monetary Fund
23. Joseph, H., & Itzhak, S. (1983). Contagion effects of Bank failures: Evidence from capital markets, *Journal of Business*, 56, 305-322

24. Katel, P. (2001). Argentina's Crisis Explained. *Times*. Retrieved from <http://content.time.com/time/world/article/0,8599,189393,00.html>
25. Kenourgios, D. (2014). On financial contagion and implied market volatility. *International Review of Financial Analysis*, 34, 21-30
26. Kenourgios, D., & Dimitriou, D. (2014). Contagion of the Global Financial Crisis and the real economy: A regional analysis. *Economic Modelling*, 44, 283-293
27. Kenourgios, D., & Padhi, P. (2012). Emerging Markets and Financial Crises: Regional, global or isolated shocks? *Journal of Multinational Financial Management*, 22, 24-38
28. Kimberly, A. (2018). Stock Market Crash of 1929 Facts, Causes and Impact. *The Balance*. Retrieved from <https://www.thebalance.com/stock-market-crash-of-1929-causes-effects-and-facts-3305891>
29. Lash, H. (2014). Chronology: Argentina's turbulent history of economic crisis. *Reuters*. Retrieved from <https://www.reuters.com/article/us-argentina-debt-chronology/chronology-argentinas-turbulent-history-of-economic-crises-idUSKBN0FZ23N20140730>
30. Ligon, J. (2012). How contagious is Europe's economic Crisis? *The Heritage Foundation*. Retrieved from <https://www.heritage.org/international-economies/report/how-contagious-europes-economic-crisis>
31. Maciejczyk-Bujnowicz, I. (2016). International Investment Position of European countries-chosen aspects. *Acta Universitatis Lodziensis*. Retrieved from [dx.doi.org/10.18778/0208-6018.326.06](https://doi.org/10.18778/0208-6018.326.06)
32. Mulraine, M. (2005). An analysis of the 2002 Argentine currency crisis. *University of Toronto, Mimeo* Retrieved from <http://homes.chass.utoronto.ca/~mulraine/arg.pdf>
33. Mussa, M. (2002). *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*. Washington: Institute for International Economics
34. Ötoker-Robe, I., & Podpiera, A. M. (2013). The Social Impact of Financial Crises. *The World Bank Development Economics*
35. Ozturk, S., & Sozdemir, A. (2014). Effects of Global Financial Crisis on Greece Economy. *Procedia Economics and Finance*, 23, 568-575
36. Portugal, P. (2015). *The Portuguese Economic Crisis: Policies and Outcomes*. Gutersloh: Bertelsmann Stiftung

37. Reinhart, C. M. (2009). The Economic and Fiscal Consequences of Financial Crises. *Development Outreach: World Bank Institute*
38. Reinhart, C., & Rogoff, K. (2009). This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crisis. *NBER, Working Paper No 13882*
39. Roman, A., & Bilan, I. (2012). The Euro Area sovereign debt crisis and the role of ECB'S monetary policy. *Procedia Economics and Finance, 3, 763-768*
40. Ruščáková, A., & Semančíková, J. (2016). The European debt crisis: a brief discussion of its causes and possible solutions. *19th International Conference Enterprise and Competitive Environment 2016, ECE 2016*
41. Sachs, J. D. (1989). *New Approaches to the Latin American Debt Crisis*. New Jersey: Princeton University Press
42. Stracca, L. (2013). *THE GLOBAL EFFECTS OF THE EURO DEBT CRISIS*. Germany: European Central Bank
43. Summers, L. H., Minsky, H. P., Samuelson, P. A., Poole, W., & Volcker, P. A. (1991). *Macroeconomic Consequences of Financial Crises*. Chicago: University of Chicago Press
44. Thornett, A. (2002). A short history of the Eurozone. *Socialist Resistance*. Retrieved from <http://socialistresistance.org/a-short-history-of-the-euro-zone/3049>
45. Toarna, A., & Cojanu, V. (2015). The 2008 Crisis: Causes and Future Direction for The Academic Research. *Procedia Economics and Finance, 27, 385-393*
46. Wallison, P. J. (2010). The causes of the financial crisis and its consequences. *Presentation to the IPPA, Colorado Springs*
47. Watson, K. (2014). Argentina defaults for second time. *BBC news*. Retrieved from <http://www.bbc.com/news/business-28578179>
48. Werner, R. (2014). Enhanced Debt Management: Solving the eurozone crisis by linking debt management with fiscal and monetary policy. *Journal of International Money and Finance, 49, 443-469*
49. Whalen, R. C. (2008). The Subprime Crisis – Cause, Effect and Consequences», *Networks Financial Institute - Indiana State University*
50. Zartaloudis, S. (2014). The impact of the fiscal crisis on Greek and Portuguese Welfare States: Retrenchment before the Catch-up? *Social Policy & Administration, 48, 430-449*

51. Zingales, L. (2008). Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy, *United States House of Representatives*

Ελληνική

1. Αναστασάτος, Τ. (2010). Οι επιπτώσεις στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα από την υπαγωγή της Ελλάδας στον μηχανισμό στήριξης ΕΕ/ΔΝΤ. *Eurobank Research*, Οικονομία και Αγορές, Τόμος 5, Τεύχος 2
2. Βαρβιτσιώτη, Ε. (2014). Σε τι διαφέρουν Ελλάδα και Πορτογαλία. *Η Καθημερινή*, ανακτήθηκε από <http://www.kathimerini.gr/759403/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/seti-diaferoyn-ellada---portogalia>
3. Βαρουφάκης, Γ., Πατόκος, Τ., Τσερκέζης, Λ., & Κουτσοπέτρος, Χ. (2011). Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011. *Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ-Παρατηρητήριο οικονομικών και κοινωνικών εξελίξεων*
4. Γαλιανός Μ. (2010). "Αναλύοντας την ελληνική κρίση. Πώς φτάσαμε ως εδώ;», ανακτήθηκε από http://www.paspaase.gr/arkheioarthron/arkheiostelesoikonomikostakhudromos/a_naluontastenellenikekriseposphtasameosedo.html
5. Γκόρτσος, Χ. (2012). Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η τρέχουσα δημοσιονομική κρίση στην ευρωζώνη: θεσμικές και ρυθμιστικές εξελίξεις, *Πάντειο Πανεπιστήμιο*
6. Δοξαράς, Δ. (2014). ONE-Ελλάδα Πορτογαλία και οικονομική κρίση, *Πανεπιστήμιο Πατρών*
7. Εφήμερος, Κ. (2014). Αλήθειες και Ψέματα για τη χρεοκοπία της Αργεντινής. *The Press Project*, ανακτήθηκε από <https://www.thepressproject.gr/article/66275/Alitheies-kai-psemata-gia-ti-xreokopia-tis-Argentinis>
8. Κουφάρης, Γ. (2010). «Η παγκόσμια οικονομική κρίση και οι χρηματιστηριακές αγορές», *Περιοδικό Χρήμα*, 2010.
9. Λαπαβίτσας, Κ., Καλτενμπρούνερ, Α., Λίντο, Ν., Μίτσελ, Τ., Παϊνσέιρα, Χ., Πίρες, Ε., Πάουελ, Τ., Στένφορς, Α., & Τέλες, Ν. (2010). Κρίση Ευρωζώνης: Φτώχεια του δυνατού πτώχευση του αδυνάτου. *1^η μελέτη του RMF*, εκδόσεις ΝΟΒΟΛΙ

10. Μελάς, Κ. (2011). Οι σύγχρονες κρίσεις του Παγκόσμιου Χρηματοπιστωτικού συστήματος 1974-2008, εκδόσεις Λιβάνη, σελ.274
11. Μούλου, Ν. (2015). “Βόμβα” έτοιμη να σκάσει το χρέος της Πορτογαλίας. *Newsport*. ανακτήθηκε από <http://newpost.gr/oikonomia/471012/bomba-etoimh-na-skasei-to-xreos-ths-portogalias>
12. Παπανικολάου, Κ. (2013). Κρίση Χρέους της Ζώνης του Ευρώ: Επιπτώσεις στην εξωτερική διάσταση της ΕΕ. *Ελληνικό Ίδρυμα Ευρωπαϊκής και Εξωτερικής Πολιτικής*, Αθήνα
13. Παπαστάμκος, Γ., & Κότιος, Α. (2011). Η κρίση της Ευρωζώνης: Κρίση του συστήματος ή της πολιτικής; *Naftemporiki*, ανακτήθηκε από: <http://www.naftemporiki.gr/news/cstory.asp?id=2013057>
14. Πετράκης, Π. (2016). Το χρέος αυξάνεται ξανά. *Intelligent Deep Analysis*. ανακτήθηκε από <http://www.indeepanalysis.gr/makroekonomia/to-chreos-auxanetai-xana>
15. Προβόπουλος, Γ. (2009). “Οι δύο παγκόσμιες κρίσεις (του 1929 και η σημερινή) και η ελληνική οικονομία: κρίσιμες- και χρήσιμες – συγκρίσεις”
16. Σαμπανιώτης, Θ. (2010). Η περίπτωση της Αργεντινής. Αίτια της χρεοκοπίας του 2001 & σύγκριση με Ελλάδα. *Eurobank Research, Οικονομία και Αγορές*, Τόμος 5, Τεύχος 3
17. Σημειώσεις Αναπληρωτή Καθηγητή κ. Παπαδάμου Στέφανου για το Μάθημα Νομισματική και Τραπεζική Οικονομική
18. Σιάτρας, Γ. (2010). «Η ιστορία των χρεοκοπιών και των αναδιαρθρώσεων κρατικών χρεών». Eurocapital, ανακτήθηκε από <http://www.eurocapital.gr/index.php/permalink/15142.html>
19. Συριόπουλος, Κ., & Παπαδάμου Σ. (2014). *Εισαγωγή στη Τραπεζική Οικονομική και τις Κεφαλαιαγορές*, Εκδόσεις Utopia
20. Τοπαλίδης, Χ. (2017). Οικονομικές κρίσεις: Αιτίες και αποτελέσματα. *ΕΛΙΑΜΕΠ-Παρατηρητήριο για την κρίση*
21. Τσιμάρα, Μ. (2012). Από τον Peron Στο ΔΝΤ Και την Πτώχευση. *Power Politics*, ανακτήθηκε από <https://powerpolitics.eu/αργεντινή-από-τον-peron-στο-δντ-και-την-πτώχ/>
22. Χαρδούβελης Γ., (2011). *Το χρονικό της διεθνούς και της συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: Αίτια, αντιδράσεις, επιπτώσεις, προοπτική*. Αθήνα: εκδόσεις Λιβάνης

23. Χαρδούβελης, Γ. (2011). Η ελληνική και ευρωπαϊκή κρίση και η νέα αρχιτεκτονική της ευρωζώνης. *Eurobank Research, Οικονομία και Αγορές*
24. Alpha Bank, (2012). Κρίση Χρέους στην Ευρωζώνη. *Διεύθυνση Πωλήσεων χρηματοοικονομικών προϊόντων*
25. Mayer, T. (2011). «Διδάγματα από την κρίση χρέους στην Ελλάδα», Άρθρο Δ.1, *Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;*, Επιμέλεια Καραμούζης Ν. και Γκίκας Χ, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.