



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
“ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ”**

**ΑΠΟ ΚΡΙΣΗ ΣΕ ΚΡΙΣΗ: ΜΙΑ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ  
ΚΡΙΣΕΩΝ 1929 ΚΑΙ 2008**

**ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ: ΓΙΑΛΗ ΒΑΣΙΛΙΚΗ ΤΟΥ ΑΝΤΩΝΙΟΥ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΜΙΧΑΗΛ ΖΟΥΜΠΟΥΛΑΚΗΣ**

**ΒΟΛΟΣ 2011**

## **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 στην διπλωματική εργασία. Επίσης έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης 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.

Υπογραφή.

Βόλος, Ιούνιος 2011

## **Ευχαριστίες.**

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να εκφράσω τις ειλικρινείς μου ευχαριστίες σε όσους συνέβαλαν στη εκπόνηση αυτής της διπλωματικής εργασίας και συγκεκριμένα θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερα τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Ζουμπουλάκη Μιχαήλ για την ουσιαστική βοήθεια που μου προσέφερε με την άψογη συνεργασία, τις πολύτιμες συμβολές και την καθοδήγησή του σε όλη την διάρκεια της εκπόνησης αυτής της διπλωματικής εργασίας.

Τέλος, θέλω να ευχαριστήσω τους γονείς μου και τα κοντινά μου άτομα που μου πρόσφεραν την απαραίτητη ηθική συμπαράσταση για την ολοκλήρωση της μεταπτυχιακής μου εργασίας.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη.....	σελ.5
Εισαγωγή.....	σελ.6
<b>1.ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ</b>	
1.1 Ορισμός και γενικά χαρακτηριστικά.....	σελ.8
1.2 Σύντομη αναδρομή των οικονομικών κρίσεων .....	σελ.12
1.3 Περιοδολογηση οικονομικών διακυμάνσεων.....	σελ.15
1.4 Θεωρίες για την εξήγηση των οικονομικών διακυμάνσεων.....	σελ.18
<b>2 . ΤΟ ΜΕΓΑΛΟ ΚΡΑΧ ΤΟΥ 1929</b>	
2.1 Η οικονομία των ΗΠΑ κατά τη δεκαετία του 1920.....	σελ.20
2.2 Αδυναμίες της οικονομίας των ΗΠΑ.....	σελ.24
2.3 Αιτίες της μεγάλης ύφεσης.....	σελ.27
2.3.1 Υπερπαραγωγή.....	σελ.27
2.3.2 Το τραπεζικό σύστημα.....	σελ.28
2.3.3 Χρηματιστηριακή κερδοσκοπία.....	σελ.32
2.3.4 Στεγαστική φούσκα.....	σελ.37
2.3.5 Ο Χρυσός κανόνας.....	σελ.41
2.4 Συνθήκες που επηρεάζουν τη διεθνή διάδοση των κρίσεων.....	σελ.43
2.5 Από την κρίση στην ανάκαμψη.....	σελ.45
2.6 Το χρονικό της μεγάλης ύφεσης του μεσοπόλεμου.....	σελ.50
<b>3.Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008</b>	
3.1 Εισαγωγικά στοιχεία.....	σελ.52
3.2 Η οικονομία των ΗΠΑ κατά τη δεκαετία του 2000.....	σελ.56
3.3 Αιτίες τις κρίσης .....	σελ.57
3.3.1 Η φούσκα ακινήτων στις ΗΠΑ.....	σελ.58
3.3.2 Ενυπόθηκα Δάνεια Υψηλού Κινδύνου και Τιτλοποίηση.....	σελ.61
3.3.3 Υπερβολική μόχλευση των τραπεζών.....	σελ.68
3.3.4 Η Έλλειψη ουσιαστικής εποπτείας.....	σελ.69
3.3.5 Παγκόσμια μακροοικονομική ανισορροπία.....	σελ.72
3.4 Παγκόσμια διάδοση της κρίσης.....	σελ.74
3.5 Από την κρίση στην ανάκαμψη.....	σελ.80
3.6 Το χρονικό της κρίσης.....	σελ.87

#### **4.Η ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΔΥΟ ΚΡΙΣΕΩΝ**

4.1 Γενικά στοιχεία των δυο κρίσεων .....	σελ.89
4.2 Αίτια των δυο κρίσεων.....	σελ.93
4.3 Μέτρα ανάκαμψης των δυο κρίσεων.....	σελ.95
Συμπεράσματα.....	σελ.100
Βιβλιογραφία.....	σελ.102

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσης εργασίας είναι να μελετήσει την μεγάλη οικονομική κρίση του 1929 καθώς και την πρόσφατη οικονομική κρίση του 2008 καταλήγοντας σε κάποια συγκριτικά συμπεράσματα μεταξύ των δυο. Στο 1<sup>ο</sup> κεφάλαιο της ανάλυσης που ακολουθεί επιχειρείται μια σύντομη παρουσίαση κάποιων θεωρητικών στοιχείων σχετικά με τις οικονομικές διακυμάνσεις και τους οικονομικούς κύκλους. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναφέρομαι στην Μεγάλη οικονομική κρίση του 1929 αναλύοντας την χρονική περίοδο πριν την κρίση, τα αίτια που την προκάλεσαν, τα μετρά που πάρθηκαν για την αντιμετώπιση της καθώς και τους λόγους διεθνοποιήσεως της. Στο τρίτο κεφάλαιο κατά αντιστοιχία θα παρουσιαστούν ακριβώς τα ίδια ζητήματα για την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Τελος θα καταλήξουμε σε μια συγκριτική ανάλυση μεταξύ των δυο κρίσεων βασιζόμενοι σε στατιστικά στοιχεία, συγκρίνοντας τα αίτια των κρίσεων καθώς και τα μετρά αντιμετώπισης τους.

**Λέξεις κλειδιά: κρίση 2008, ύφεση 1929, Οικονομικές διακυμάνσεις.**

## SUMMARY

The aim of this work is to study the economic crisis of 1929 and the recent economic crisis of 2008 leading to a comparative conclusion between them. At the first chapter, some theoretical elements are presented regarding the economic fluctuations and economic cycles. In the second chapter i analyze the economic crisis of 1929, the time period before the crisis, the reasons, the measures which were taken to affront it and the reasons for its internationalization. At the third chapter are presented precisely the same questions for the financial crisis of 2008. At the end there is a comparative analysis between the two crises based on statistical elements as well as comparing the reasons of crises and the measures for its confrontation.

**Key Words: crisis 2008, recession 1929, Economic fluctuations.**

## Εισαγωγή

Σύμφωνα με έναν γενικά αποδεκτό ορισμό, κρίση έχουμε όταν ο ρυθμός της οικονομικής ανάπτυξης διακόπτεται απότομα και η οικονομία εισέρχεται σε ύφεση. Μια οικονομία βρίσκεται σε οικονομική κρίση όταν υπάρχει μια διαρκής και αισθητή μείωση της οικονομικής δραστηριότητας. Όταν λέμε οικονομική δραστηριότητα εννοούμε όλα τα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας, όπως η απασχόληση, το εθνικό προϊόν, οι τιμές, οι επενδύσεις κ.λπ. (Ζουμπουλάκης, 2009).

Η οικονομική κρίση αποτελεί τη μία από τις δύο φάσεις των οικονομικών διακυμάνσεων και συγκεκριμένα την αφετηρία της καθόδου, όταν δηλαδή η οικονομική δραστηριότητα βρίσκεται σε μια συνεχή συρρίκνωση.

Γνωρίζουμε από την ιστορία των δυο τελευταίων αιώνων ότι η οικονομική δραστηριότητα κάνει κύκλους. Οι λεγόμενοι «κλασικοί κύκλοι» διαρκούν κατά μέσο όρο περίπου 8 χρόνια και περιλαμβάνουν 4 χρόνια ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας και άλλα τόσα καθόδου. Από τις αρχές του 19ου αιώνα και μέχρι το 1929 παρατηρήθηκαν 14 τέτοιοι οικονομικοί κύκλοι με μια αξιοθαύμαστη περιοδικότητα. Μετά το 1929 παρατηρήθηκαν 8 νέοι κύκλοι μικρότερης έντασης στην περίοδο της ύφεσης και μεγαλύτερη διάρκεια στην περίοδο της ανάκαμψης. Ο λόγος για την αλλαγή αυτή οφείλεται στο νέο ρόλο του κράτους μετά την κρίση του 1929. Εκτός από τους κλασσικούς κύκλους υπάρχουν και άλλοι κύκλοι μεγαλύτερης διάρκειας που διαρκούν 50 έτη. Μέχρι σήμερα η οικονομία έχει γνωρίσει 5 μακρά κύματα. Ίσως στο μέλλον αποδειχτεί ότι η παρούσα κρίση να είναι η αφετηρία μιας μεγάλης ύφεσης πολλών ετών.

Μετά τον καταστροφικό πρώτο παγκόσμιο πόλεμο ακολουθεί μια ακόμη μεγάλη καταστροφή για τα διεθνή δεδομένα. Η κρίση του 1929 έχει καταλάβει μια μαύρη σελίδα στην παγκόσμια ιστορία. Το 2009 συμπληρώθηκαν 80 χρόνια από το τραγικό γεγονός που επηρέασε αρχικά την οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών ενώ μετέπειτα οι επιπτώσεις της κρίσης εξαπλώθηκαν ευρύτατα σε ολόκληρο τον κόσμο. Ένας αιώνας κοντεύει να περάσει και ακόμη το γεγονός προσελκύει συνεχώς πολλούς μελετητές που σκοπό έχουν να αναλύσουν τι ακριβώς είχε συμβεί τότε. Ακόμα υπάρχει το ερώτημα ότι εάν τότε οι υπεύθυνοι δεν ήταν τόσο προσκολλημένοι σε έναν ισοσκελισμένο ισολογισμό και στο κανόνα του χρυσού εις βάρος της εγχώριας οικονομίας, αν οι αρμόδιοι είχαν σπεύσει να παράσχουν ρευστό στην αγορά και να καλμάρουν τον τραπεζικό πανικό του 1930 τότε ίσως το χρηματιστηριακό κραχ του 1929 να είχε οδηγήσει σε μια σύντομη οικονομική ύφεση. Σήμερα βρισκόμαστε εν μέσω της μεγαλύτερης χρηματοοικονομικής κρίσης έκτοτε.

Η αμερικανική οικονομία το 2009 βίωσε ένα έτος προκλήσεων. Η ύφεση της οικονομικής δραστηριότητας η οποία έγινε αισθητή σε όλους τους τομείς ήδη από το 2008 σε συνδυασμό με τις καταρρεύσεις τραπεζικών κολοσσών έγινε σφοδρότερη στις αρχές του 2009. Κρατικές κινήσεις για αύξηση της ρευστότητας και συνεχής μειώσεις των επιτοκίων ήταν μερικά από τα μέτρα που πάρθηκαν για την αντιμετώπιση της. Οι οικονομολόγοι έκαναν ανοιχτά πλέον λόγο για τη χειρότερη οικονομική κρίση από τη «Μεγάλη Ύφεση» της δεκαετίας του 1930 η οποία από χρηματοοικονομική κρίση των ΗΠΑ έγινε η κρίση του δυτικού κόσμου και τέλος μετατράπηκε σε παγκόσμια οικονομική κρίση της πλειονότητας των χωρών του πλανήτη.

Σε αντίθεση με το 1929 στην πρόσφατη κρίση είδαμε την ταχυστάτη αντίδραση των Κεντρικών Τραπεζών οι οποίες έσπευσαν να χορηγήσουν ρευστότητα ώστε να κρατήσουν τις τράπεζες στην επιφάνεια. Ήταν έτοιμες να επιβαρύνουν τους ισολογισμούς τους με σκοπό να αναθερμάνουν την αγορά. Είναι όμως αυτό αρκετό για την αντιμετώπιση της πρόσφατης κρίσης; Οι ενδείξεις προς αυτήν την κατεύθυνση είναι θετικές, αλλά είναι ακόμη νωρίς για να διακινδυνεύσει την πρόβλεψη ότι η κρίση αποτελεί παρελθόν.



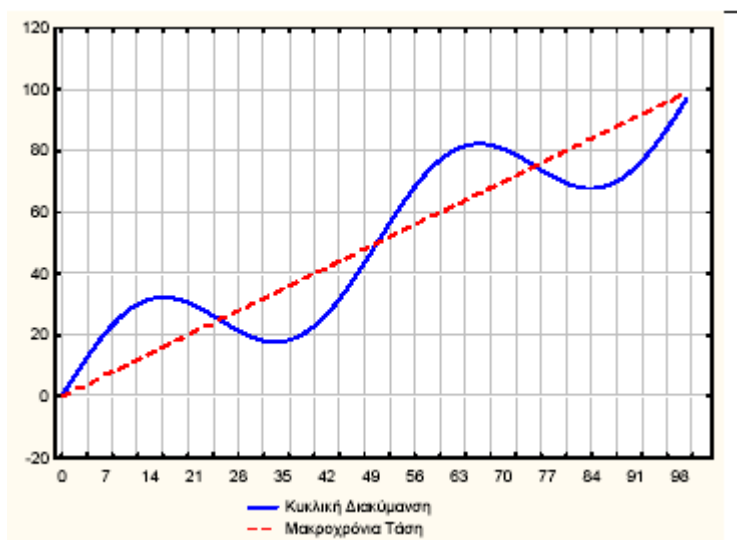
# Κεφάλαιο 1. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ

## 1.1. Ορισμός και γενικά χαρακτηριστικά

Από το δέκατο ένατο αιώνα –χάρη στον Clement Juglar- έχει παρατηρηθεί ότι η πορεία μιας οικονομίας δεν είναι ομαλή αλλά παρουσιάζει διακυμάνσεις που διαφέρουν ως προς τη συχνότητα, τη διάρκεια και την ένταση των αυξομειώσεων της οικονομικής δραστηριότητας. Οι διακυμάνσεις αυτές εκδηλώνονται σε μεγέθη που αντιπροσωπεύουν την οικονομική δραστηριότητα όπως το προϊόν, τα εισοδήματα, την απασχόληση, καθώς και το επίπεδο των τιμών. Σε περιόδους έντονης οικονομικής δραστηριότητας τα μεγέθη αυτά αυξάνονται με σχετικά ταχύτερο ρυθμό ενώ σε περιόδους μειωμένης δραστηριότητας αυξάνονται με αργότερο ρυθμό ή παρουσιάζουν στασιμότητα ή και μείωση. Ορισμένα μεγέθη στην οικονομία ακολουθούν τη φορά των οικονομικών διακυμάνσεων, δηλαδή αυξάνονται ή μειώνονται όταν αυξάνεται ή μειώνεται το εγχώριο προϊόν. Τέτοια μεγέθη είναι το ύψος των επενδύσεων, το μέγεθος της βιομηχανικής παραγωγής, τα κέρδη των επιχειρήσεων, οι εισαγωγές, το ύψος της δανειοδότησης του ιδιωτικού τομέα κ.α. Άλλα οικονομικά μεγέθη μεταβάλλονται αντίθετα προς τη φορά των οικονομικών διακυμάνσεων. Σε αυτή την κατηγορία ανήκουν μεγέθη όπως το ποσοστό της ανεργίας, ο αριθμός των απολύσεων, ο αριθμός των χρεοκοπιών επιχειρήσεων, οι επισφαλείς απαιτήσεις των τραπεζών κ.α.

Έχει παρατηρηθεί ότι τις περιόδους έντονης οικονομικής δραστηριότητας και οικονομικής ευημερίας συνήθως διαδέχονται περίοδοι κάμψης, ύφεσης ή και οικονομικής κρίσης (Α. Πετράκη & Γ. Κώττη 2000, σελ.400). Οι περίοδοι αυτοί ακολουθούνται από περιόδους ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας και οικονομικής ευημερίας και η διαδικασία αυτή των αυξομειώσεων της οικονομικής δραστηριότητας συνεχίζεται. Αν δείξουμε στον κατακόρυφο άξονα ενός διαγράμματος ένα δείκτη της οικονομικής δραστηριότητας (π.χ. προϊόν ή εισόδημα) και στον οριζόντιο τον χρόνο, οι διακυμάνσεις μπορούν να περιγραφούν με μια καμπύλη όπως αυτή του Διαγράμματος 1.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 :Φάσεις επιχειρηματικού κύκλου.



Ο επιχειρηματικός κύκλος ( business cycle) ακολουθεί την διαδοχή 4 φάσεων:

- Ύφεση (Contraction): Φάση συρρίκνωσης-καθόδου, όπου η οικονομική δραστηριότητα σημειώνει καθυστέρηση-πτώση. Συνήθως κατά τη φάση της καθόδου υπάρχει μείωση της κατανάλωσης, στασιμότητα ή μείωση των επενδύσεων, μείωση του εισοδήματος και της απασχόλησης.

- Ελάχιστο (Trough): Φάση της ύφεσης, όπου η οικονομική δραστηριότητα βρίσκεται στο ναδίρ (πυθμένας του κύκλου) και όπου σε κάποια χρονική στιγμή η κάθοδος θα δώσει τη σκυτάλη στην ανάκαμψη. Χαρακτηρίζεται από μεγάλη ανεργία, απουσία επενδύσεων και ανεπαρκή ζήτηση καταναλωτικών αγαθών. Η παραγωγή και το εισόδημα βρίσκονται στο χαμηλότερο επίπεδό τους. Οι τιμές των προϊόντων μειώνονται ή είναι σταθερές και οι επιχειρήσεις γυρίζουν σε ζημιές. Γενικά, επικρατεί ένα κλίμα απαισιοδοξίας.

- Επέκταση (Expansion): Φάση της ανόδου, όπου σημειώνεται μία επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Έχουμε αύξηση παραγωγής, αύξηση της ζήτησης και των κερδών των επιχειρήσεων. Το όλο κλίμα αυτό ευνοεί τις επενδύσεις.

- Μέγιστο (Peak): Φάση της ανόδου, όπου η οικονομική δραστηριότητα βρίσκεται στο ζενίθ (κορυφή του κύκλου) και όπου σε κάποια χρονική στιγμή η άνοδος θα δώσει τη σκυτάλη στην κάθοδο. Χαρακτηρίζεται από έντονες τάσεις για αύξηση τιμών καθώς η οικονομία πλησιάζει το επίπεδο της πλήρους απασχόλησης. Η αύξηση της παραγωγής γίνεται δυσκολότερη, υπάρχει αύξηση του κόστους και γενικευμένη αύξηση τιμών. (Α. Πετράκη & Γ. Κώττη 2000 σελ.403)

Οι επιχειρηματικοί κύκλοι χρονολογούνται σύμφωνα με την ημερομηνία κατά την οποία αλλάζει η κατεύθυνση της οικονομικής δραστηριότητας. Η κορυφή (peak) του κύκλου αναφέρεται στον προηγούμενο μήνα προτού να αρχίσουν να μειώνονται διάφοροι —βασικοί οικονομικοί δείκτες όπως η απασχόληση, η παραγωγή, — και οι λιανικές πωλήσεις. Ο πυθμένας του κύκλου (trough) αναφέρεται στον προηγούμενο μήνα προτού να αρχίσουν να αυξάνονται οι ίδιοι οικονομικοί δείκτες. Επειδή οι βασικοί οικονομικοί δείκτες αλλάζουν συχνά κατεύθυνση ελαφρώς, η χρονολόγηση του μέγιστου και του ελάχιστου είναι υποκειμενική. Το εθνικό γραφείο οικονομικής έρευνας των ΗΠΑ (NBER) παρουσιάζει στον ΠΙΝΑΚΑ 1 μηνιαίες ημερομηνίες για τις κορυφές και τους πυθμένες των επιχειρηματικών κύκλων στην Αμερική από το 1890. Επόμενες έρευνες έχουν δείξει ότι οι ημερομηνίες αναφοράς του NBER για την περίοδο πριν από τον 1ο παγκόσμιο πόλεμο δεν είναι ακριβείς και συγκρίσιμες με εκείνες για τη σύγχρονη εποχή καθώς καθορίστηκαν χρησιμοποιώντας διαφορετικές μεθόδους. Στο παρακάτω πίνακα είναι φανερό ότι η οικονομική κρίση του 1929 είναι η σημαντικότερη κρίση καθώς η μείωση που υπέστη η οικονομική δραστηριότητα (το ΑΕΠ) 53,6% είναι αρκετά μεγαλύτερη συγκριτικά με τις υπόλοιπες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Ακρότατα επιχειρηματικών κύκλων στην Αμερική για 1890 -2001.

Μέγιστο- Peak	% Μείωσης ΑΕΠ	Ελάχιστο-Trough
July 1890	-5.3	May 1891
Jan. 1893	-17.3	June 1894
Dec. 1895	-10.8	June 1897
June 1899	-10.00	Dec. 1900
Sep. 1902	-9.5	Aug. 1904
May 1907	20.1	June 1908
Jan. 1910	-9.1	Jan. 1912
Jan. 1913	-12.1	Dec. 1914
Aug. 1918	-6.2	Mar. 1919
Jan. 1920	-32.5	July 1921
May 1923	-18.0	July 1924
Oct. 1926	-6.0	Nov. 1927
Aug. 1929	-53.6	Mar. 1933
May 1937	-32.5	June 1938
Feb. 1945	-35.2	Oct. 1945
Nov. 1948	-10.1	Oct. 1949
July 1953	-9.5	May 1954
Aug. 1957	-13.6	Apr. 1958
Apr. 1960	-8.6	Feb. 1961
Dec. 1969	-7.0	Nov. 1970
Nov. 1973	-13.1	Mar. 1975
Jan. 1980	-6.6	July 1980
July 1981	-9.4	Nov. 1982
July 1990	-4.1	Mar. 1991
Mar. 2001	-6.2	Nov. 2001

[http://www.econlib.org/library/Enc/Business Cycles.html](http://www.econlib.org/library/Enc/Business%20Cycles.html)

Η αφητηρία των ζητημάτων των οικονομικών διακυμάνσεων ανάγεται στον 19<sup>ο</sup> αιώνα με τον Juglar, ο οποίος μελέτησε κύκλους μέσης διάρκειας, περίπου 9-10 ετών, και τον Kitchin που μελέτησε βραχυχρόνιους κύκλους 3,5 ετών (Romer, 2006, σελ.16). Ιδιαίτερα σημαντική είναι η συνεισφορά του Kondratieff, γνωστού για την έρευνα του στα «μακρά κύματα», δηλαδή τους κύκλους διάρκειας 50 ετών. Άλλοι θεωρητικοί, οι οποίοι προχώρησαν ακόμη παραπέρα την σκέψη του Κοντράτιεφ, επιχείρησαν να καταδείξουν την εσωτερική λογική του μακρού κύματος, όπως αυτή προσδιορίζεται από τις μακρόχρονες διακυμάνσεις στο ποσοστό κέρδους, υποστηρίζοντας ότι η φάση ύφεσης ενός μακρού κύματος οφείλεται στην πτώση του ποσοστού του κέρδους στο σύνολο του επενδυμένου κεφαλαίου, δηλαδή της δυσανάλογης αύξησης των επενδύσεων κεφαλαίου σε μηχανολογικό εξοπλισμό και πρώτες ύλες σε σχέση με τις αντίστοιχες δαπάνες σε μισθούς και ημερομίσθια.

Όμως, άλλοι όπως ο Ernest Mandel, θεωρούσαν ότι το πέρασμα της οικονομίας από την ύφεση στην ανάκαμψη προϋποθέτει έναν εξωτερικό παράγοντα όπως πόλεμους εργατικές κινητοποιήσεις ή κοινωνικούς και πολιτικούς παράγοντες, όπως τα μετρά της κυβερνήσεως για την ανάκαμψη της οικονομίας και την αντίδραση της εργατικής τάξης (Μαντέλ, 1975).

Στις περισσότερες χώρες η συνολική μακροχρόνια τάση της οικονομίας είναι ανοδική. Η ταυτόχρονη ύπαρξη των βραχυχρόνιων και των μακροχρόνιων διακυμάνσεων είναι δυνατόν να εξασθενήσει ή να επιτείνει τις ανόδους και τις πτώσεις της οικονομικής δραστηριότητας, ανάλογα με το αν οι περίοδοι ανόδου ή καθόδου των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων συμπίπτουν με εκείνες των μακροχρόνιων.

Εκτός από τις πιο πάνω διακυμάνσεις, σε πολλούς οικονομικούς κλάδους εμφανίζονται σημαντικές αυξομειώσεις της δραστηριότητας τους ανάλογα με την εποχή του έτους. Οι εποχικές διακυμάνσεις (seasonal fluctuations) είναι δυνατόν να οφείλονται στις καιρικές συνθήκες (π.χ. η οικοδομική δραστηριότητα και μεγάλο μέρος της γεωργικής δραστηριότητας παρουσιάζουν μείωση το χειμώνα και αύξηση στις υπόλοιπες εποχές), στην επίδραση ορισμένων μεγάλων εορτών (στο λιανικό εμπόριο η δραστηριότητα αυξάνεται σημαντικά πριν από το Πάσχα και τα Χριστούγεννα) ή σε άλλους λόγους. Επειδή πολλοί οικονομικοί κλάδοι παρουσιάζουν κάποιες εποχικές διακυμάνσεις πολλές φορές αυτό αντανακλάται στη συνολική δραστηριότητα της οικονομίας.

## **1.2 Σύντομη αναδρομή στην ιστορία των οικονομικών κρίσεων**

Μια σύντομη ανάδρομη στις οικονομικές διακυμάνσεις θα ήταν χρήσιμη σ' αυτό το σημείο. Οι πρώτες δεκαετίες της βιομηχανικής επανάστασης χαρακτηρίστηκαν από χάος, πείνα, εξαθλίωση αλλά ταυτόχρονα και από ανάπτυξη, συσσώρευση κεφαλαίου και τεχνολογική πρόοδο. Ενώ διαφαινόταν ότι για την Βρετανία, η κατάσταση όδευε προς ομαλοποίηση, οι Γαλλο-Βρετανικοί πόλεμοι των αρχών του 19<sup>ου</sup> αι. οδήγησαν την οικονομία σε κρίση. Ο αποκλεισμός της Βρετανίας από την ηπειρωτική Ευρώπη διέκοψε το εμπόριο, έσπρωξε τις τιμές των εισαγόμενων στη Βρετανία προϊόντων στα ύψη, και ανέκοψε την ανάπτυξη. Μετά από τις επαναστάσεις του 1848 η Ευρωπαϊκή οικονομία πέρασε μια περίοδο ανάκαμψης η οποία όμως διεκόπη από μια νέα κρίση προς τα τέλη του 19ου αιώνα. Οι πρώτες δεκαετίες του 20ου αιώνα χαρακτηρίστηκαν από ιδιαίτερους ρυθμούς ανάπτυξης τουλάχιστον στις ΗΠΑ οι οποίοι όμως, έδωσαν τη θέση τους στην Μεγάλη Κρίση που ξέσπασε τον Οκτώβριο του 1929.

Πέρασαν δέκα χρόνια για να ανακάμψει η παγκόσμια οικονομία, μία ανάκαμψη που συνέπεσε με την έκρηξη του Β' Παγκόσμιου Πολέμου. Μετά τον πόλεμο οι περισσότερες οικονομίες γεύτηκαν την μακρύτερη περίοδο ανάπτυξης στην ιστορία των κοινωνιών της αγοράς – του καπιταλισμού. Από το 1950 μέχρι και τα μέσα της δεκαετίας του 1970, οι οικονομίες αναπτύσσονταν με χαμηλά ποσοστά ανεργίας και πληθωρισμού. Όμως οι πετρελαϊκές κρίσεις του 1972 και 1979 έδωσαν το έναυσμα για τον στασιμοπληθωρισμό δηλαδή την ταυτόχρονη ύπαρξη πληθωρισμού και ανεργίας, της δεκαετίας του 1970.

Από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 οι οικονομίες αναπτύχθηκαν και πάλι, ο πληθωρισμός υποχώρησε και τα Χρηματιστήρια έζησαν μεγάλες δόξες. Τον Οκτώβριο του 1987 οι μετοχές κατρακύλησαν περίπου όσο γρήγορα και βίαια είχαν κατρακυλήσει τον Οκτώβριο του 1929. Αν και αυτή τη φορά ο αντίκτυπος στην πραγματική οικονομία (δηλαδή στην παραγωγή και την απασχόληση) δεν ήταν ούτε τόσο άμεσος ούτε τόσο δραματικός όσο το 1929 σήμανε την νέα μείωση της οικονομικής δραστηριότητας που παρατηρήθηκε την περίοδο 1989 με 1992 στην παγκόσμια οικονομία. Μετά το 1992 βρισκόμαστε αντιμέτωποι με την σημερινή οικονομική κρίση.

Η σοβαρότητα των οικονομικών διακυμάνσεων έχει μειωθεί μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, σε σύγκριση με το τι συνέβαινε στο προηγούμενο διάστημα. Σημαντικοί παράγοντες που επηρέασαν την σοβαρότητα των οικονομικών διακυμάνσεων είναι οι παρακάτω (Α. Πετρακη & Γ. Κώττη 2000, σελ.402).

Πρώτον, η διαρθρωτική μεταβολή των οικονομιών με στροφή από τη βιομηχανική παραγωγή που επηρεάζεται πολύ από τον οικονομικό κύκλο προς τον τριτογενή τομέα (π.χ. υπηρεσίες υγείας, εκπαίδευσης κ.α.) που χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη σταθερότητα.

Δεύτερον, το αυξανόμενο ποσοστό της δημόσιας δαπάνης στο σύνολο του εγχώριου προϊόντος. Οι δαπάνες του ευρύτερου δημοσίου τομέα επηρεάζονται λίγο ή καθόλου από τις οικονομικές διακυμάνσεις.

Τρίτον, η επίδραση των αυτόματων δημοσιονομικών σταθεροποιητών.

Τέταρτον, η ενεργότερη παρέμβαση των δημοσιονομικών και νομισματικών αρχών στην οικονομία σε περιόδους οικονομικής ύφεσης ή πληθωρισμού, σε σύγκριση με το τι συνέβαινε παλαιότερα. Όταν το μέγεθος της οικονομικής δραστηριότητας κινδυνεύει να πέσει κάτω από κάποιο επίπεδο, συνήθως παρεμβαίνουν οι αρχές με επεκτατικά μέτρα για να σταματήσει η παραπέρα διολίσθηση της οικονομίας. Όταν παρουσιάζεται υπερθέρμανση της οικονομίας, οι

αρχές χρησιμοποιούν περιοριστικά μέτρα ώστε να μειωθούν οι πληθωριστικές πιέσεις (Α. Πετρακη & Γ. Κώττη 2000, σελ.402).

Οι οικονομικές διακυμάνσεις μεταδίδονται με το διεθνές εμπόριο και γι' αυτό οι βιομηχανικά ανεπτυγμένες χώρες παρουσιάζουν κάποιο συγχρονισμό στις οικονομικές διακυμάνσεις τους. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τις χώρες της Ευρώπης στις οποίες, λόγω της οικονομικής ενοποίησης και της ελεύθερης διακίνησης αγαθών, υπηρεσιών και παραγωγικών συντελεστών, οι αυξομειώσεις της οικονομικής δραστηριότητας μεταδίδονται γρήγορα από χώρα σε χώρα. Από την άλλη μεριά, δεν παρουσιάζεται τόσο μεγάλος συγχρονισμός των οικονομικών διακυμάνσεων της Ευρώπης με εκείνες των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας. Για τη σταθερότητα της παγκόσμιας οικονομίας είναι καλύτερα να μη παρουσιάζεται συγχρονισμός των οικονομικών διακυμάνσεων ώστε να αποφεύγεται η επιδείνωση της οικονομικής ύφεσης.

Στη συνέχεια παρατίθενται ορισμένα στοιχεία για τη διεθνή οικονομία και τον οικονομικό κύκλο που την χαρακτήρισε τα τελευταία εκατό χρόνια. Ο Πίνακας 2 παρουσιάζει τις αυξομειώσεις του ΑΕΠ για τις ΗΠΑ και άλλες τρεις ευρωπαϊκές χώρες για τρεις μακρές περιόδους. Μας πληροφορεί ότι στις ΗΠΑ πριν από τον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο το ΑΕΠ ανέβαινε ή κατέβαινε από έτος σε έτος κατά μέσο όρο 4,28%. Στη διάρκεια του μεσοπολέμου, οι αυξομειώσεις ανήλθαν κατά μέσο όρο στο 9,33%. Αυτό συνέβη επειδή από την βαθιά κρίση της περιόδου 1929 με 1933 η Αμερικανική οικονομία ανέκαμψε θεαματικά στις αρχές της δεκαετίας του 1940. Σε γενικές γραμμές παρατηρούμε ότι οι διακυμάνσεις μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο ήταν σαφώς μικρότερες από ότι στο παρελθόν και για τις τέσσερις αυτές οικονομίες. (Bachus and Kehoe, 1992).

ΠΙΝΑΚΑΣ 2: Οι μέσες διακυμάνσεις του ΑΕΠ στον 20<sup>ο</sup> αιώνα

Μέτρο διακύμανσης ΑΕΠ	Προ του 1914	Μεσοπόλεμος	Μετά το 1945
Γερμανία	3,35%	10,19%	2,3%
Ιταλία	2,52%	3,59%	2,05%
Βρετανία	2,12%	3,47%	1,62%
ΗΠΑ	4,28%	9,33%	2,26%

Πηγή: Bachus, D.K. and Kehoe, P.J. (1992), 'International evidence on the historical properties of business cycles', *American economic Review*, 82, 864-88

<http://www.econ.uoa.gr/UA/content/gr/Article.aspx?folder=483&office=16&article=575>

Ο επόμενος Πίνακας 3 αναφέρει τους ρυθμούς ανάπτυξης ανά εικοσιπενταετία για τις ΗΠΑ και άλλες τέσσερις βιομηχανικές χώρες από το 1870 μέχρι το 1989. Από αυτά τα στοιχεία παρατηρούμε την έντονη ανάπτυξη της Ιαπωνίας μετά το 1950, καθώς και την συνεχή σχετική «καθυστέρηση» της οικονομίας της Βρετανίας, μια «καθυστέρηση» που εξηγεί το τέλος της Βρετανικής Αυτοκρατορίας μετά το 1945.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ 1870-1989

Μέσος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ανά έτος	1870-1913	1913-50	1950-73	1973-89
Γερμανία	2,8%	1,1%	5%	2,3%
Γαλλία	2,8%	1,3%	5,9%	2,1%
Ιαπωνία	2,3%	2,2%	9,3%	3,9%
Βρετανία	1,9%	1,3%	3%	2%
ΗΠΑ	3,9%	2,8%	3,6%	2,7%

Πηγή: Maddison, A. (1991). *Dynamic Forces in Capitalist Development*, Oxford: Oxford University Press

<http://www.econ.uoa.gr/UA/content/gr/Article.aspx?folder=483&office=16&article=575>

### 1.3 Περιοδολόγηση των μακρών οικονομικών διακυμάνσεων

Η θεωρία των μεγάλων κυμάτων πήρε μια πιο ολοκληρωμένη μορφή όταν το 1939 δημοσιεύτηκε η δίτομη εργασία του Σουμπετερ «Επιχειρηματικοί κύκλοι». Στην προσπάθεια του να ερμηνεύσει τους μεγάλους κύκλους δημιούργησε ένα μοντέλο στο οποίο κύρια δύναμη προώθησης είναι οι καινοτομίες. Ο Σουμπετερ υποστήριξε ότι η φάση ανόδου του μεγάλου κύκλου συνδέεται με την εισαγωγή και γρήγορη εξάπλωση των τεχνολογικών καινοτομιών ενώ η φάση της πτώσης του με την εξάντληση τους και ότι η διέξοδος εμφανίζεται μετά από ένα χρονικό διάστημα στην διάρκεια του οποίου έχουν συσσωρευτεί νέες καινοτομίες που είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν άμεσα στην παράγωγη (Τσιακίρης 1991, σελ.39).

Το **πρώτο κύμα**, το οποίο είναι γνωστό και ως Κοντράτιεφ της ατμομηχανής, άρχισε την ανοδική του πορεία το 1800 και έφτασε στην κορυφή του το 1810-17 για να αρχίσει μετά να πέφτει μέχρις ότου ολοκληρώθηκε η περιοδικότητά του, περίπου, το 1850 (πτώση 1810-17 έως 1844-50). Ουσιαστικά, πρόκειται για την περίοδο της πρώτης βιομηχανικής επανάστασης.

Το **δεύτερο κύμα** που διαδέχτηκε το πρώτο, χαρακτηρίστηκε από τις εφαρμογές των ανακαλύψεων του πρώτου: σιδηροδρομική ατμομηχανή, σιδηρόδρομους και βιομηχανία χάλυβα. Άρχισε την ανοδική του πορεία, περίπου το 1850 σταθεροποιήθηκε προς τα τέλη της δεκαετίας του 1860, αρχίζοντας μετά την καθοδική του πορεία, μέχρι που έφτασε στο



κατώτατο σημείο του το 1900 (πτώση: 1870-75 έως 1890-96). Πρόκειται για την περίοδο της πρώτης τεχνολογικής επανάστασης που την χαρακτήρισε η διάδοση των μηχανικά παραγμένων ατμομηχανών ως κινητηρίου μηχανισμού σε όλους τους βιομηχανικούς κλάδους.

Το **τρίτο κύμα** ξεκίνησε την ανοδική του πορεία, σχηματικά, το 1900. Έφτασε στην κορυφή του το 1920, αρχίζοντας κατόπιν την πτωτική του φάση, σημειώνοντας μετά το κραχ του 1929 απότομη πτώση, την οποία ολοκλήρωσε ουσιαστικά το χρονικό διάστημα 1940-45 (άνοδος: 1890-96 έως 1914-20, πτώση: 1914-20 έως 1940-45). Το τρίτο μακρύ κύμα είναι γνωστό και ως Κοντράτιεφ του ηλεκτρισμού και της μηχανής εσωτερικής καύσεως και καλύπτει χρονικά τη δεύτερη βιομηχανική επανάσταση και είναι το τελευταίο που πρόλαβε ο ίδιος να παρατηρήσει. Οι κύριες τεχνολογίες του εν λόγω αναπτυξιακού κύματος διαφέρουν σημαντικά από τις αντίστοιχες του πρώτου και του δεύτερου. Η έμφαση είναι στις καινοτομίες νέων προϊόντων όπως αυτοκίνητα, τηλεφώνά, γραμμόφωνα, γραφομηχανές, φωτογραφικές μηχανές, αεροπλάνα, ραδιόφωνα κλπ. Για τις χώρες που καινοτομούσαν η αύξηση της παράγωγης ήταν πολύ ταχεία και δημιουργήθηκαν διεθνώς ανάγκες για πρώτες ύλες (χαλκός, λάστιχο, πετρέλαιο), οι οποίες άρχισαν να εισάγονται από τις αποικιακές χώρες μέσω της στυγνής εκμετάλλευσης τους από τις ιμπεριαλιστικές μητροπόλεις. Οι τεράστιες επενδύσεις σε εξοπλισμούς στα τέλη της δεκαετίας του 1930 και στις αρχές της δεκαετίας του 1940, καθώς επίσης και η σφοδρότητα του οικονομικού κραχ του 1929, μέσω του οποίου ρυθμίστηκε η καπιταλιστική οικονομία από τα συσσωρευμένα προβλήματα της, έφεραν το ξεκίνημα του **τετάρτου κύματος**, το οποίο ξεκίνησε την ανοδική του πορεία, ουσιαστικά, από το τέλος του δεύτερου Παγκοσμίου Πολέμου, για ευκολία θα μπορούσαμε να πούμε από το 1947, αναδεικνύοντας τις ΗΠΑ ως κυρίαρχη δύναμη και ως ατμομηχανή της παγκόσμιας οικονομίας. Το εν λόγω κύμα, το οποίο χαρακτηρίζεται από την ανάπτυξη νέων τομέων, όπως της βιομηχανίας, της χημείας, της ατομικής ενέργειας, του αεριωθουμένου, των μεταφορών, των επικοινωνιών, των ηλεκτρικών συσκευών κλπ., καθώς επίσης από τη μαζική μεταφορά κεφαλαίων και τεχνολογίας από τις ΗΠΑ προς τις χώρες της Δυτικής Ευρώπης για την οικονομική τους ανόρθωση από τις καταστροφές που επέφερε ο πόλεμος, όλα αυτά έδωσαν ώθηση για μια νέα ταχύρυθμη οικονομική ανάπτυξη. Ποτέ άλλοτε η παγκόσμια οικονομία δεν είχε γνωρίσει τόσο υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης Η *απαρχή της φάσης ύφεσης* του τέταρτου μακρού κύματος χρονολογείται στις αρχές της δεκαετίας του 1970, δηλαδή την εποχή που ο στασιμοπληθωρισμός αρχίζει να εμφανίζεται. Επιπλέον, ένας *εξωγενής παράγοντας*, όπως ήταν οι δύο πετρελαϊκές κρίσεις (η μία το 1973 και η άλλη το 1979), επαύξησαν τα ήδη συσσωρευμένα προβλήματα της διεθνούς οικονομίας. Η μείωση των επενδύσεων και το κλείσιμο επιχειρήσεων, ως αποτέλεσμα της πτώσης του ποσοστού κέρδους και της κρίσης

υπερσυσσώρευσης, η οποία, πάλι σχηματικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι ξεκινά από το 1973, είχαν άμεσες συνέπειες στην απασχόληση και στην αύξηση της ανεργίας. Ταυτόχρονα, η επιβράδυνση των επενδύσεων συνοδεύτηκε (εξαιτίας της αύξησης του ανταγωνισμού) από υποκατάσταση της εργασίας από κεφάλαιο, λόγω της εισαγωγής των νέων τεχνολογιών στην παραγωγική διαδικασία, η οποία επιδείνωσε ακόμη περισσότερο την κατάσταση στην απασχόληση και στην αγορά εργασίας. Το 1991 σημαίνει την αρχή του πέμπτου μακρού κύματος Kondratiev το οποίο εξελίσσεται μέχρι και σήμερα ([www.inegsee.gr/enimervsi-58-doc6.htm](http://www.inegsee.gr/enimervsi-58-doc6.htm)). Στον Πίνακα 4 παρουσιάζονται οι 5 περίοδοι μακρών κυμάτων του Kondratiev.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4: Οι 5 περίοδοι μακρών κυμάτων του Kondratiev

Περίοδος	Ημερομηνίες	Καινοτομία	Σημείο Κορεσμού
Πρώτη Βιομηχανική Επανάσταση	1800–1850	Βαμβακοκαλλιέργεια βασισμένη στην τεχνολογία, νηματοποίηση ύφανση, κλ	1810 –τέλος των ναπολεόντειων πολέμων
Δεύτερη Βιομηχανική Επανάσταση	1850–1900	Εποχή του ατμού, Σιδηρόδρομοι, Ναυτιλία, Βαριά Βιομηχανία, Σίδηρος και Χάλυβας	1870s
Τρίτη Βιομηχανική Επανάσταση	1908–1947	Πετροχημικά, μηχανή εσωτερικής καύσης, ηλεκτροδότηση	Ύφεση Μεσοπολέμου 1920 και 30s
Μεταπολεμική Ανάπτυξη	1947–1991	Καταναλωτικά αγαθά, ηλεκτρονική	1973
Σύγχρονη Εποχή	1991 σήμερα	Διαδίκτυο, Ασύρματη Τεχνολογία, Βιοτεχνολογία	2010s

Πηγή: Freeman.C & C. Perez (1988 σελ. 42)

Τη θεωρία του Σουμπτερ σήμερα υποστηρίζουν γνωστοί οικονομολόγοι όπως ο Δυτικογερμανός Μενς, οι Ολλανδοί Βαν Ντουιεν και Κλαινκνεχτ και ο Αμερικανός Φορρεστερ με σημαντικές όμως αποκλίσεις από τις απόψεις του δασκάλου τους. Στους οπαδούς της θεωρίας των καινοτομιών διακρίνουμε δυο βασικές κατευθύνσεις. Η πρώτη στηρίζει την ερμηνεία των μεγάλων κυμάτων στη διαδικασία της διάδοσης των καινοτομιών ενώ η δεύτερη στην εμφάνιση τους και την δημιουργία τους. (Τσιακίρης 1991, σελ.40)

## 1.4 Θεωρίες για την εξήγηση των οικονομικών διακυμάνσεων

Για να μπορέσουμε να ερμηνεύσουμε το φαινόμενο των κυκλικών διακυμάνσεων είναι χρήσιμες οι οικονομικές θεωρίες των κρίσεων. Οι θεωρίες αυτές είναι πάρα πολλές, κάποιος μάλιστα γερμανός οικονομολόγος καταμέτρησε 250 γεγονόσ που δείχνει όχι μονό την ιδεολογική και θεωρητική σημασία αλλά και την πολυπλοκότητα καθώς επίσης και τη βαρύτητα τους στην οικονομική και πολιτική ζωή (Τσιακίρης 1991, σελ.19).

Οικονομολόγοι που ανήκουν σε διαφορετικές θεωρητικές σχολές, έχουν διατυπώσει διάφορες θεωρίες για τις αιτίες που προκαλούν τις οικονομικές διακυμάνσεις. Αυτές μπορούν να διακριθούν σε εξωγενείς θεωρίες (exogenous theories), οι οποίες βασίζονται στην υπόθεση ότι οι διακυμάνσεις οφείλονται σε παράγοντες που βρίσκονται έξω από το οικονομικό σύστημα και σε ενδογενείς θεωρίες (endogenous theories), συμφωνά με τις οποίες οι διακυμάνσεις προκαλούνται από μηχανισμούς που βρίσκονται μέσα στο οικονομικό σύστημα (Πετράκη & Κώττη 2000, σελ.407).

Στην περίπτωση των εξωγενών θεωριών γίνεται δεκτό ότι κάποια διατάραξη της οικονομίας από οικονομικά ή αλλά αίτια, όπως πολιτικά, μπορεί να προκαλέσει απότομη μεταβολή της συνολικής ζήτησης ή της συνολικής προσφοράς κι έτσι να προκληθούν τα φαινόμενα που παρατηρούνται στις οικονομικές διακυμάνσεις. Στην περίπτωση των ενδογενών θεωριών υποστηρίζεται ότι κάποιο στοιχείο του ίδιου του οικονομικού συστήματος προκαλεί περιοδικά διακυμάνσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Οι εξωγενείς θεωρίες εντοπίζουν την ρίζα των διακυμάνσεων σε πολέμους, επαναστάσεις και εκλογές (Tute, 1978), στις τιμές του πετρελαίου, στις ανακαλύψεις χρυσού και στη μετανάστευση, στην ανακάλυψη νέων εδαφών και πόρων (Trotsky, 1915), στην επιστημονική επανάσταση και στις τεχνολογικές καινοτομίες (Schumpeter, 1939), ακόμη και στις κηλίδες του ήλιου και στις αλλαγές του καιρού (Jevons, 1884).

Αντίθετα οι ενδογενείς θεωρίες εστιάζονται σε παράγοντες όπως η υποκατανάλωση (Sismondi, 1819), η υπερεπένδυση (Wicksell, 1898, Kalecki, 1939, Samuelson 1939), η υπερπαραγωγή (Marx, 1867), η υποεπένδυση (Tugan-Baranovsky, 1894), η υπερ-αποταμίευση (Hobson, 1909), ο υπερδανεισμός επιχειρήσεων (von Mises, 1912), η υπερβολική πίστωση (Hawtrey, 1913), η υπερκεφαλαιοποίηση (Spiethoff, 1925), το έλλειμμα ενεργούς ζήτησης (Keynes 1936), η εξάντληση του κύκλου επενδύσεων (Kondratiev, 1925) και η εξασθένιση της τεχνικο-οικονομικής επανάστασης (Mandel 1976).

Μετά από όσα αναφέραμε γεννιέται το ερώτημα ποια από αυτές είναι ορθή. Η απάντηση είναι ότι όλες έχουν στοιχεία αλήθειας και καμία δεν μπορεί να θεωρηθεί ως η μονή σωστή,

γιατί οι διακυμάνσεις οφείλονται σε πολλά αίτια που αλληλεπιδρούν μεταξύ τους. Η σπουδαιότητα των αιτιών διαφέρει ανάλογα με την περίπτωση. Στην εποχή μας οι περισσότεροι οικονομολόγοι πιστεύουν ότι οι οικονομικές διακυμάνσεις οφείλονται τόσο σε εξωγενείς όσο και σε ενδογενείς παράγοντες. Συνήθως, ένας ή περισσότεροι εξωγενείς παράγοντες (π.χ. πόλεμος, κυβερνητική πολιτική, απότομη αύξηση της τιμής των καύσιμων ή κάποιων βασικών πρώτων υλών, σύμπτωση πολλών καινοτομιών κ.ο.κ.) προκαλούν μεταβολές στη συνολική ζήτηση ή στη συνολική προσφορά οι οποίες δημιουργούν αλυσιδωτές αντιδράσεις στην οικονομία. Με τη βοήθεια του υποδείγματος συνολικής προσφοράς και συνολικής ζήτησης είναι εύκολο να δούμε ότι αν, π.χ., υπάρξει μια σημαντική αύξηση της συνολικής ζήτησης (λόγω αύξησης της επένδυσης εξ αίτιας τεχνολογικών εξελίξεων, βελτίωσης του επιχειρηματικού κλίματος κ.λπ. ), αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του προϊόντος, της απασχόλησης και του επιπέδου των τιμών, φαινόμενα που παρατηρούνται κατά την ανοδική φάση της οικονομίας. Αντίθετα, αν μειωθεί σημαντικά η συνολική ζήτηση (π.χ. λόγω υπερεπέκτασης και δυσμενών προσδοκιών), η οικονομία μπορεί να οδηγηθεί σε καθοδική πορεία.

Οικονομικές διακυμάνσεις μπορούν να προκληθούν και από τις μεταβολές της συνολικής προσφοράς, σύμφωνα με τη θεωρία του πραγματικού επιχειρηματικού κύκλου, οι οικονομικές διακυμάνσεις προκαλούνται από τις μετακινήσεις της καμπύλης συνολικής προσφοράς. Αν, λόγω χάρη, για κάποιο λόγο αυξηθεί σημαντικά το κόστος παράγωγης (π.χ. λόγω αύξησης των τιμών των καύσιμων ή των πρώτων υλών) και μετακινηθεί προς τα αριστερά η καμπύλη συνολικής προσφοράς, θα μειωθεί το προϊόν και η απασχόληση και η οικονομία μπορεί να εισέρθει σε φάση οικονομικής ύφεσης που μάλιστα θα συνδυάζεται και με πληθωρισμό, κάτι που θα κάνει δυσκολότερη την αντιμετώπιση του προβλήματος. Αντίθετα, αν υπάρξει σημαντική μείωση του κόστους και η καμπύλη συνολικής προσφοράς μετακινηθεί προς τα δεξιά, η οικονομία θα οδηγηθεί σε περίοδο ανάκαμψης και οικονομικής ευημερίας . (Πετράκη & Κώττη 2000, σελ.417).

Οι κυκλικές διακυμάνσεις αποτελούν ένα από τα πλέον ενδιαφέροντα αλλά και αμφιλεγόμενα ζητήματα της μακροοικονομικής θεωρίας και πολιτικής. Ακόμα και αν υπάρχει συμφωνία σχετικά με την ύπαρξη των κύκλων, η διαφωνία παραμένει ως προς το τι προκαλεί αυτούς τους κύκλους. Σε τελική ανάλυση το ζήτημα ανάγεται, για μία ακόμα φορά, στο κατά πόσον ο ιδιωτικός τομέας και η αγορά γενικότερα διέπονται από ευστάθεια ή χρειάζεται, και σε πιο βαθμό, η παρέμβαση του κρατικού τομέα για τον έλεγχο των κυκλικών διακυμάνσεων.

## Κεφάλαιο 2. ΤΟ ΜΕΓΑΛΟ ΚΡΑΧ ΤΟΥ 1929

### 2.1 Η οικονομία των ΗΠΑ κατά την δεκαετία του 1920

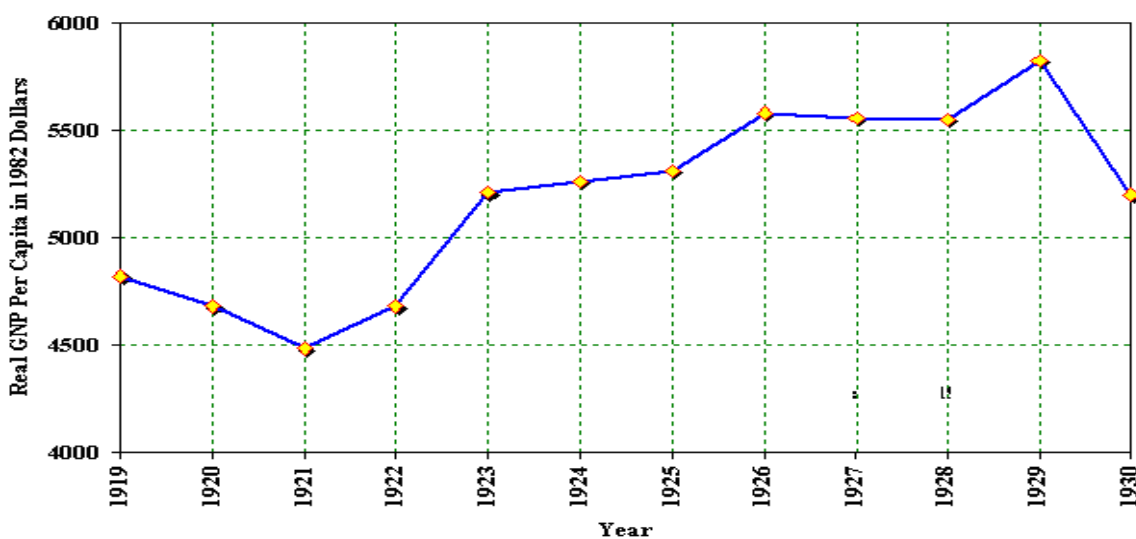
Η περίοδος του μεσοπολέμου στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, και στον υπόλοιπο κόσμο, είναι μια από τις πιο κρίσιμες εποχές. Η δεκαετία του '30 χαρακτηρίζεται από την μεγαλύτερη ύφεση της παγκόσμιας οικονομίας στην ιστορία καθώς και από τις σαρωτικές αλλαγές στο ρόλο που είχε η κυβέρνηση στην διακυβέρνηση 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. 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. Το 1926 παρήχθησαν 4.301.000 αυτοκίνητα, το 1929 η παραγωγή είχε αυξηθεί κατά ένα εκατομμύριο περίπου φτάνοντας τα 5.358.000 αριθμός που συγκρίνεται αξιοπρεπώς με τα 5.700.000 νέα αυτοκίνητα του 1953 που ήταν ένα έτος αφθονίας (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 ευρύτατα 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. Υπήρξαν κάποιες διακοπές σε αυτήν την οικονομική ανάπτυξη καθώς στα μέσα του 1920 η αμερικανική οικονομία αντιμετώπισε μια ύφεση η οποία διήρκεσε 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. Υπήρξε μια ήπια υποχώρηση το 1924 και μια άλλη ακόμη το 1927 η οποία μπορεί να οφείλεται στην τιμή του πετρελαίου (Smiley, 2008). Η υποχώρηση του 1927 συνδέθηκε επίσης με το κλείσιμο όλων των εργοστασίων του Henry Ford για έξι μήνες προκειμένου να γίνει η μεταστροφή από το πρότυπο T στο νέο πρότυπο αυτοκίνητο A. 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. 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). Μια συνολική εικόνα για την πορεία του κατά κεφαλήν ΑΕΠ μπορούμε να δούμε στο Διάγραμμα 2.

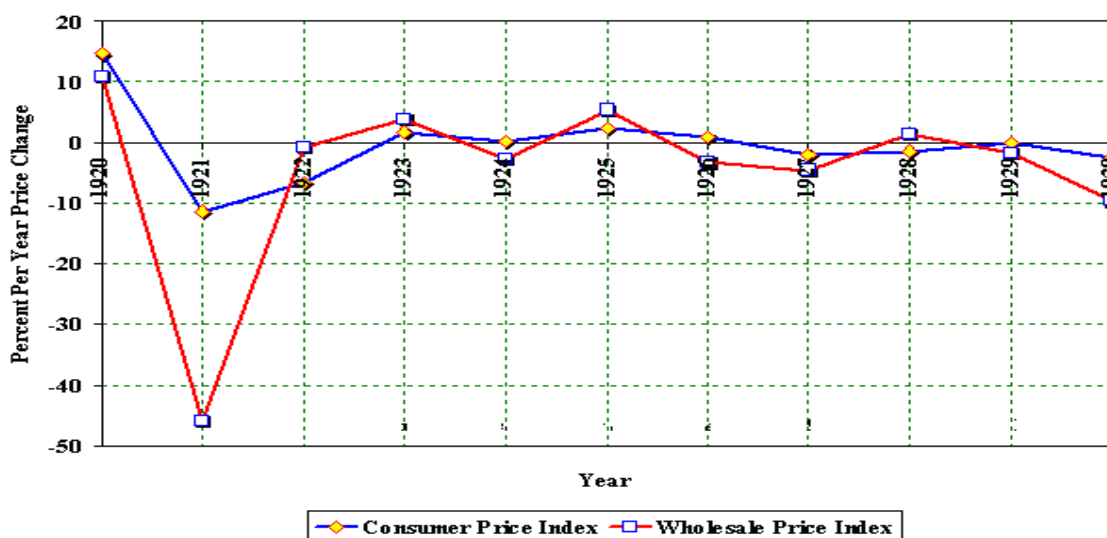
## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 : Ακαθάριστο κατά κεφαλήν Εθνικό Προϊόν



Πηγή: <http://eh.net/encyclopedia/article/smiley.1920s.final>;

Οι μεταβολές των τιμών κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '20 παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 3. Ο δείκτης τιμών καταναλωτή, CPI είναι ένα σύνολο αριθμών που δείχνει την κινητικότητα των τιμών των καθημερινών αγαθών που αγοράζονται από το κοινό σε μία περίοδο χρόνου ενώ ο δείκτης τιμών χονδρικής WPI, είναι ένα μέτρο που δείχνει το κόστος των αγορών για τις επιχειρήσεις (τιμή χονδρικής). Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 3 η περίοδος 1920-1921 χαρακτηρίστηκε από εξαιρετικά μεγάλες μειώσεις τιμών. Ο δείκτης τιμών καταναλωτή (πληθωρισμός) έπεσε 11,3% από το 1920 ως το 1921 και έπεσε ακόμη 6,6% από το 1921 ως το 1922. Τα επόμενα χρόνια βλέπουμε ότι υπάρχει μια ελαφριά μείωση μέχρι και το 1928. Ο δείκτης τιμών χονδρικής βλέπουμε ότι έχει μεγαλύτερες αυξομειώσεις. Οι τιμές είχαν αυξηθεί λόγω της ζήτησης από το εξωτερικό κατά τη διάρκεια του πρώτου παγκόσμιου πολέμου όχι όμως για μεγάλο χρονικό διάστημα καθώς μετά το τέλος του πολέμου η Ευρωπαϊκή αγορά ανέκαμψε και οι τιμές άρχισαν να πέφτουν λόγω ελλιπούς ζήτησης. Το αποτέλεσμα ήταν ότι οι τιμές των πρώτων υλών και των βιομηχανικών προϊόντων μειώθηκαν γρήγορα μαζί με τις τιμές των γεωργικών προϊόντων τονίζοντας τη δριμύτητα της ύφεσης του 1920-1921. Ο δείκτης WPI μειώθηκε κατά 45,9% μεταξύ 1920 και 1921, ενώ στο υπόλοιπο της δεκαετίας του '20 ήταν σχετικά σταθερές (Smiley, 2008).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3: Μεταβολές τιμών

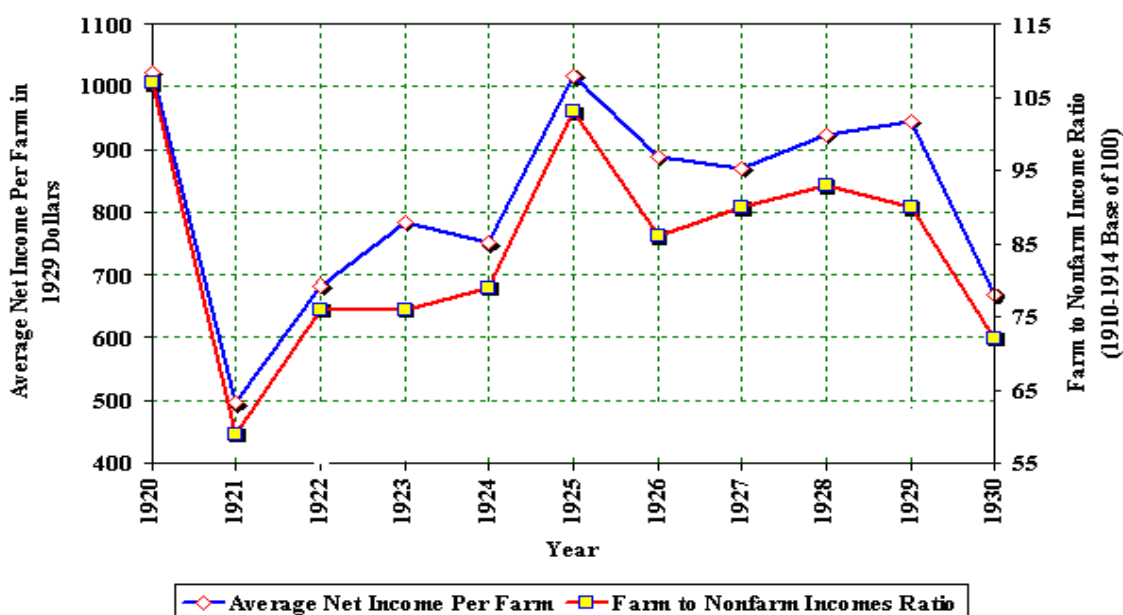


Πηγή:<http://eh.net/encyclopedia/article/smiley.1920s.final>

Παρά την ύφεση του 1920-1921 του 1924 και του 1927, η αμερικανική οικονομία είχε μια εντυπωσιακή οικονομική ανάπτυξη, όπως είπαμε, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '20. Εν τούτοις μερικοί σχολιαστές εκείνα τα χρόνια πίστευαν ότι αυτές η αυξομειώσεις της οικονομίας φανέρωναν τις αδυναμίες της, οι οποίες ίσως και να οδήγησαν στην μεγάλη οικονομική κρίση του 1929. Ο τομέας της γεωργίας, ένας από τους σημαντικότερους τομείς της οικονομίας εκείνη την εποχή, γνώρισε μεγάλη άνθηση δεδομένου ότι η γεωργική παραγωγή στην Ευρώπη μειώθηκε, οι εξαγωγές της Αμερικής αυξήθηκαν οδηγώντας σε αυξανόμενες τιμές αγροτικών προϊόντων και υψηλά εισοδήματα για το κλάδο. Οι αμερικανοί αγρότες αύξησαν την παραγωγή με την αγορά περισσότερων μηχανημάτων, όπως τρακτέρ και αλωνιστικές μηχανές ενώ ολοένα και περισσότεροι ασχολούνταν με την γεωργία εκμεταλλευόμενοι κομμάτια γης που μέχρι τότε έμεναν χέρσα με αποτέλεσμα να αυξηθεί η τιμή των αγροτεμαχίων. Αυτή η επέκταση της αμερικανικής γεωργίας συνεχίστηκε μετά από το τέλος του πρώτου παγκόσμιου πολέμου λόγω των εξαγωγών στην Ευρώπη και οι αγροτικές τιμές παρέμειναν αρχικά υψηλές. Η γεωργική παραγωγή στην Ευρώπη επανήλθε πολύ γρηγορότερα από ότι είχαν προβλέψει και οι τιμές αγροτικών προϊόντων άρχισαν να πέφτουν. Από το 1920 ως το 1921, ο δείκτης τιμών χονδρικής έπεσε 45,9%, και ο δείκτης τιμών αγροτικών προϊόντων έπεσε 53,3%. Το μέσο καθαρό εισόδημα ανά αγρόκτημα μειώθηκε πάνω από 72,6% μεταξύ 1920 και 1921 και ενώ αυξήθηκε στη συνέχεια δεν ανάκτησε ποτέ τα σχετικά επίπεδα του 1918 και 1919 (Smiley, 2008).



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4: Μέσο Καθαρό Εισόδημα ανά Αγρόκτημα



Πηγή: <http://eh.net/encyclopedia/article/smiley.1920s.final>

Η γεωργία δεν ήταν ο μόνος τομέας που αντιμετώπιζε δυσκολίες στις αρχές της δεκαετίας του 1920 το ίδιο συνέβαινε με βιομηχανίες, όπως η κλωστοϋφαντουργία και τα μεταλλεία άνθρακα ενώ άλλες βιομηχανίες όπως ο κλάδος των κατασκευών και οι αυτοκινητοβιομηχανίες αναπτύσσονταν γρήγορα. Οι Ηνωμένες Πολιτείες έγιναν κυρίαρχη βιομηχανική δύναμη την δεκαετία του '20 και τη δεκαετία του '30. Ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής της Κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ (FED) που ήταν κατά μέσο όρο 67, αν θεωρήσουμε σαν βάση το 100 κατά το 1923-1925, ανήλθε σε 110 τον Ιούλιο του 1928 και έφτασε το 126 τον Ιούνιο του 1929 (Galbraith, 2000).

## 2.2 Αδυναμίες της οικονομίας των ΗΠΑ

Η μεγάλη οικονομική κρίση του 1929 κατέχει οπωσδήποτε μια θέση στην ιστορία, μόνο και μόνο γιατί επηρέασε ουσιαστικά κάθε παραγωγική χώρα. Το 1931 ο Keynes παρατήρησε ότι ο κόσμος τότε διένυε την μεγαλύτερη οικονομική καταστροφή. Πράγματι ο Keynes είχε δίκιο όπως ακριβώς δείχνουν οι μεταβολές των οικονομικών μεγεθών των ΗΠΑ .

ΠΙΝΑΚΑΣ 5: Οικονομικά μεγέθη των ΗΠΑ

Year	Δείκτης πραγμ. ΑΕΠ	Δείκτης Τιμών	Ανεργία (%)	Δείκτης Εμπορίου
1929	100.0	100.0	2.9	100.0
1930	91.4	96.4	8.9	69.4
1931	85.6	86.3	15.6	35.8
1932	74.4	76.2	22.9	30.8
1933	73.4	74.2	20.9	46.2
1934	81.3	78.4	16.2	45.8
1935	88.6	79.9	14.4	63.1
1936	100.0	80.7	10.0	79.8
1937	105.3	84.1	9.2	50.5
1938	101.6	81.7	12.5	61.7

Πηγή: Crafts, Fearon (2010 p.287)

Το 1929 η κρίση για κάποιους ξεκίνησε από την απότομη κατάρρευση των τιμών των μετόχων του χρηματιστήριου της Νέας Υόρκης. Άλλοι όμως θεωρούν ότι το αρχικό αίτιο της κρίσης ήταν η περιοριστική πολιτική που ακολουθήθηκε από την κυβέρνηση προκειμένου να αντιμετωπιστεί η χρηματιστηριακή κερδοσκοπία. Μελετώντας την περίοδο 1927-33 διαπιστώνουμε μια διαρκή πτώση στο απόθεμα χρήματος στην οικονομία από 45,9 δισεκατομμύρια δολάρια σε 29,9 (Ψαλιδόπουλος, 1990). Μετά από αυτή την διαπίστωση πολλοί ερμήνευαν την κρίση του 1929 ως πρόβλημα πολιτικής και συγκεκριμένα πρόβλημα λανθασμένης νομισματικής πολιτικής. Γενικότερα, υπήρξαν πολλοί παράγοντες που προκάλεσαν την κρίση, όπως δομικές αδυναμίες και συγκεκριμένα περιστατικά τα οποία τη μετέτρεψαν σε μια γενικευμένη κρίση, καθώς και ο τρόπος με τον οποίο μεταφέρθηκε από χώρα σε χώρα. Όποια και να είναι τα αίτια της κρίσης όλοι συμφωνούν ότι η κρίση επιτάθηκε και πήρε τέτοιες διαστάσεις με τέτοιες συνέπειες λόγω της αδόκιμης οικονομικής πολιτικής με την οποία αντιμετωπίστηκε αλλά και του ανεπαρκούς θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των αγορών.<sup>1</sup> Επίσης, το γεγονός ότι το οικονομικό περιβάλλον εκείνη την εποχή ήταν ιδιαίτερα ασταθές και εμφάνιζε ήδη αρκετές αδυναμίες συνετέλεσε ώστε οποίες και να ήταν οι αιτίες σημαντικές ή μη ήταν ικανές να προκαλέσουν την επερχόμενη μεγάλη οικονομική ύφεση.

Η κυριότερη ίσως αδυναμία που έπρεπε να αντιμετωπίσει η χώρα ήταν ότι η Αμερική ήταν η μεγαλύτερη πιστώτρια χώρα εκείνη την εποχή σε ολόκληρο τον κόσμο. Τα περισσότερα

<sup>1</sup> Ψαλιδόπουλος Μ. (1990) «Σύγχρονες ερμηνείες της κρίσης του 1929» εκδόσεις Ίδρυμα Σάκη Καραγιώργα. (1 συνέδριο 1989 παν. Πάντειο), Αθήνα.

δάνεια ήταν προς κυβερνήσεις, εθνικές, πολιτειακές ή δημοτικές αρχές και τα μεγαλύτερα ποσά ήταν προς την Ευρώπη συγκεκριμένα την Γερμανία και την Κεντρική και Νότια Αμερική (Galbraith 2000, σελ.304).

Την δεκαετία που ακολούθησε μετά τον Πρώτο Παγκόσμιο πόλεμο το πλεόνασμα των εξαγωγών έναντι των εισαγωγών με το οποίο είχαν πληρωθεί προηγουμένως οι τόκοι και το αρχικό κεφάλαιο των δανείων από την Ευρώπη συνεχίστηκε (Crafts Fearon, 2010).

Η πιστώτρια χώρα πρέπει να εισάγει προϊόντα μεγαλύτερης αξίας από εκείνα που εξάγει. Κατ' αυτόν τον τρόπο θα μπορούσαν οι χώρες οφειλέτες να αποπληρώσουν το χρέος αποφεύγοντας τη σύναψη νέων δανείων για αποπληρωμή των παλιών ή την διαγραφή των χρεών. Στην αρχή η δανειοδότηση των χωρών ήταν αρκετά προσοδοφόρα για την Αμερική, αυτό όμως συνέβαινε μέχρι το σημείο κατά το οποίο οι χώρες οφειλέτες ήταν φερέγγυες. Στην συνέχεια όμως οι χώρες που ήταν φερέγγυες εξαντλήθηκαν και οι ΗΠΑ σύναπταν δάνεια και με οφειλέτες δίχως αξιοπιστία. Η Αμερική έπρεπε να περιορίσει δραστικά τις εξαγωγές πράγμα που θα ζημίωνε όσους εξαρτιόνταν από αυτήν στο εσωτερικό όπως για παράδειγμα τους αγρότες ή εναλλακτικά θα έπρεπε να αποσβέσει τα συναφθέντα δάνεια γεγονός που θα ζημίωνε τους κατόχους ομολόγων. Και στις δυο περίπτωσης αποτέλεσμα θα ήταν η μείωση της αγοραστικής δύναμης (Galbraith 2000, σελ.306).

Ένα ακόμα πρόβλημα εκείνης της περιόδου ήταν η μεγάλη εισοδηματική ανισοκατανομή. Σύμφωνα με στατιστικά στοιχεία το 5% του πληθυσμού με τα υψηλότερα εισοδήματα είχε το ένα τρίτο όλων των εισοδημάτων. Αυτή η εξαιρετικά άνιση κατανομή σήμαινε ότι η οικονομία εξαρτιόταν από την ύπαρξη ενός υψηλού επιπέδου επενδύσεων ή ενός υψηλού επιπέδου καταναλωτικών δαπανών πολυτελείας (Galbraith 2000, σελ.299). Η κατανάλωση τέτοιων προϊόντων γινόταν από τους εύπορους και οτιδήποτε επηρέαζε εκείνους επηρέαζε αλυσιδωτά και την διακίνηση χρήματος στην οικονομία. Η πραγματική ευημερία ήταν προνόμιο μιας πολύ μικρής μερίδας των πολιτών. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να αυξάνονται τα κέρδη των επιχειρηματιών με πολύ γρήγορους ρυθμούς. Στο γεγονός αυτό συνέδραμε και η φορολογική πολιτική εκείνης της εποχής, και συγκεκριμένα του υπουργού οικονομικών Mellon, με το να διατηρεί την φορολογία των μεγάλων εισοδημάτων αρκετά χαμηλή.

Μεγάλη τροχοπέδη για μια υγιή οικονομία ήταν η νέα μορφή των εταιρειών. Την δεκαετία του 1920 η αμερικάνικη επιχείρηση είχε γίνει αρκετά μεγάλη και δεκτική σε ένα μεγάλο αριθμό μεσαζόντων, δωροδοκούντων και κατ' επέκταση απατεώνων. Συνήθως συγκροτούσαν ομίλους εταιριών οι οποίες θα είχαν μετοχές άλλων εταιρειών και εκείνες με την σειρά τους άλλων. Έτσι η τελική εταιρεία θα μπορούσε να έχει με την μικρότερη επένδυση τον έλεγχο πολλών εταιρειών. Αυτοί οι όμιλοι εταιριών ονομάζονταν “holding” ή “εταιρείες

εκμετάλλευσης” και στα τέλη της δεκαετίας του 1920 ήταν πολύ διαδεδομένοι καθώς οι δραστηριότητες των εταιριών holding αναγνωρίζονται από το νόμο 2190/1920. Αυτές οι εταιρείες εκείνη την εποχή έλεγχαν μεγάλους τομείς της κοινής ωφέλειας των σιδηροδρόμων και του τομέα αναψυχής ([http://greeklawyer.blogspot.com/2007/03/holding\\_08.html](http://greeklawyer.blogspot.com/2007/03/holding_08.html)).

### **2.3 Αιτίες της μεγάλης ύφεσης.**

Πέρα από τις όποιες αδυναμίες που αντιμετώπιζε η οικονομία των ΗΠΑ, οι αιτίες της ύφεσης ήταν η υπερπαραγωγή, οι νομισματικές και τραπεζικές πολιτικές, οι χρηματιστηριακές δραστηριότητες, η στεγαστική φούσκα και η προσκόλληση στον “ κανόνα του χρυσού ” τις οποίες θα δούμε αναλυτικά.

#### *2.3.1 Υπερπαραγωγή*

Όπως αναφέραμε και προηγουμένως οι ΗΠΑ αντιμετώπισαν την εξαιρετική άνοδο του βιομηχανικού τομέα τους κατά την δεκαετία του 1920. Αυτή η έκρηξη της βιομηχανίας και της κατανάλωσης παραπέμπει σε μια ομάδα ερμηνειών που θεωρούν ότι η κρίση του 1929 ήταν αποτέλεσμα της υπερσυσσώρευσης του κεφαλαίου, των υπερεπενδύσεων οι οποίες, σε συνδυασμό με την μικρή μόνο βελτίωση των μισθών από την έκρηξη αυτή, η κλασική δηλαδή υπερπαραγωγή, επιτάχυνε την αναντιστοιχία ανάμεσα στα διαθέσιμα μέσα παραγωγής και τις δυνατότητες κατανάλωσης των προϊόντων. Ένα κύμα τεχνολογικών καινοτομιών οδηγούσαν στη μαζική παραγωγή αυτοκινήτων, ψυγείων, ραδιοφώνων και άλλων καταναλωτικών αγαθών, στην άνοδο της βαριάς βιομηχανίας και στη διάχυση της ηλεκτρικής ενέργειας. Η υψηλή ζήτηση αγαθών που υπήρχε μετά τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο προκάλεσε στην συνέχεια μια περαιτέρω αύξηση της παραγωγής. Αυτή η αύξηση της παράγωγης σε συνδυασμό με την μεγέθυνση της παράγωγης που υπήρχε στις ΗΠΑ, ενώ τα ευρωπαϊκά αγροκτήματα βίωναν την καταστροφή, τα αμερικανικά αποτελούσαν μια ακμάζουσα δραστηριότητα. Παρατηρούμε λοιπόν πως τη δεκαετία του 1920 η υψηλή ζήτηση αγροτικών προϊόντων και καταναλωτικών αγαθών οδήγησαν σε υπερπαραγωγή.

Μια αντίθετη άποψη είναι ότι δεν υπάρχει καμία μαρτυρία ότι οι επιθυμίες των πολιτών για αυτοκίνητα, ρούχα, ταξίδια ή ακόμα και τρόφιμα είχαν κορεστεί. Αντίθετα όλες οι προγενέστερες μαρτυρίες έδειχναν την ικανότητα για μεγαλύτερη αύξηση της κατανάλωσης με δεδομένο το προς δαπάνη εισόδημα (Galbraith 2000).

Πολλοί οικονομολόγοι απέδωσαν την πτώση των καταναλωτικών δαπανών στην απώλεια πλούτου που προκλήθηκε από την χρηματιστηριακή πτώση των τιμών. Κάποιοι άλλοι ερευνητές υποστηρίζουν ότι το 1929 δεν ήταν πολλοί οι άνθρωποι που επένδυσαν στο χρηματιστήριο ενώ ο όγκος συναλλαγών του χρηματιστηρίου ήταν ένα μικρό μέρος του συνολικού πλούτου (Romer, 2002). Επιπλέον, οι αρνητικές προσδοκίες δεν μπορούν να εξηγήσουν την καταναλωτική συμπεριφορά, επειδή ούτε ο Τύπος ούτε οι οικονομικές προβλέψεις σε εκείνη την φάση δεν περίμεναν μια οικονομική ύφεση. Αυτό που συνέβη ήταν να προκληθεί μια μεγάλη αβεβαιότητα για την μελλοντική οικονομική ανάπτυξη. Ήταν αυτή η αβεβαιότητα, υποστηρίζει η Romer (2002) που οδήγησε σε μείωση των καταναλωτικών δαπανών. Εάν οι καταναλωτές νιώσουν αβεβαιότητα για τα μελλοντικά τους εισοδήματα θα μειώσουν τα έξοδα αναβάλλοντας αγορές κυρίως αγαθών διάρκειας παρά καταναλωτικών αγαθών. Αυτό μπορούμε να το παρατηρήσουμε στον πίνακα 6 όπου τα έξοδα για αγαθά διάρκειας βλέπουμε να έχουν μια μείωση περίπου 60% ενώ στα καταναλωτικά αγαθά η μείωση είναι 35%)

ΠΙΝΑΚΑΣ 6: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν σε δις δολάρια

		1929	1930	1931	1932	1933
1	Προσωπική καταναλωτική δαπάνη	103,6	91,0	76,5	58,7	56,4
2	Ακαθ. Εγχώριο Προϊόν	77,4	70,1	60,7	48,7	45,9
3	Διαρκή Αγαθά	9,8	7,7	5,9	4,0	3,8
4	Καταναλωτικά Αγαθά	33,9	30,5	25,8	20,	20,0
5	Υπηρεσίες	33,6	32,0	29,0	24,6	22,2

Πηγή: Bureau of Economic Analysis U.S department of commerce <http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=5&ViewSeries=NO&Java=no&Request3Place=N&3Place=N&FromView=YES&Freq=Year&FirstYear=1929&LastYear=1933&3Place=N&Update=Update&JavaBox=no#Mid>.

### 2.3.2 Το τραπεζικό σύστημα.

Το τραπεζικό σύστημα ήταν επίσης σαθρό και αρκετά επιρρεπές σε διάφορους κλυδωνισμούς. Οι κύριοι λόγοι ήταν η δομή του τραπεζικού συστήματος, το λεγόμενο unit banking, καθώς και η πιστωτική πολιτική των τραπεζών.

Το Τραπεζικό σύστημα σε διάφορες πολιτείες των ΗΠΑ απαγόρευε τη δημιουργία και λειτουργία υποκαταστημάτων. Οι τράπεζες που αναπτύσσουν δραστηριότητες σε αυτές τις

πολιτείες, αναφέρονται ως *unit banks*. Οι περιοριστικοί αυτοί νόμοι, οι όποιοι επικρατούσαν κυρίως στο δυτικό και νοτιοδυτικό τμήμα των ΗΠΑ, ενθάρρυναν τη δημιουργία πολλών μικρών και αδυνάμων, ανεξάρτητων μεταξύ τους τραπεζικών καταστημάτων και μεγάλες επιχειρήσεις εκμετάλλευσης στις οποίες ανήκαν όλες αυτές οι τραπεζικές μονάδες (Calomiris, 2010).

Ο τύπος Unit banking κατέστησε τις τράπεζες λιγότερο ανταγωνιστικές αποδοτικές, καθώς και λιγότερο κερδοφόρες. Οι Αμερικανικές τράπεζες είχαν δείξει ότι ήταν πιο επιρρεπείς σε δύσκολους καιρούς συγκριτικά με τις υπόλοιπες τράπεζες ανά τον κόσμο καθώς χαρακτηρίζονταν από μεγαλύτερη ροπή προς την αποτυχία και τον τραπεζικό πανικό. Αυτό επιβεβαιώθηκε τη δεκαετία του 1920 όταν πολλές τράπεζες έκλεισαν λόγω του ότι παρασύρθηκαν από την δύσκολη κατάσταση που επικρατούσε στον γεωργικό τομέα καθώς ήταν άμεσα συνυφασμένες με αυτόν (Calomiris, 2010). Λαμβάνοντας υπόψη την εμπειρία της αποτυχίας των τραπεζών τη δεκαετία του '20, η απόφαση να μην επιτραπεί η λειτουργία τραπεζικών υποκαταστημάτων ήταν ακατανόητη. Η έρευνα έχει δείξει ότι οι αποτυχίες τραπεζών της δεκαετίας του '30, όπως και εκείνες της δεκαετίας του '20, προέκυψαν από την ανικανότητα των μικρών, τραπεζικών μονάδων να αντισταθούν στους κλονισμούς της οικονομικής κρίσης (Calomiris and Mason, 2003a). Επιπλέον, ακόμη και οι τράπεζες που επέζησαν από την μεγάλη οικονομική κρίση είχαν μειώσει πάρα πολύ τις χορηγήσεις έτσι ώστε να μπορούν να έχουν την απαιτούμενη κεφαλαιακή επάρκεια συμβάλλοντας έτσι στη δριμύτητα και μεγάλη διάρκεια της κρίσης του '30 (Calomiris and Mason, 2003a).

Τέλος το σύστημα unit banking εμπόδισε την χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση μεταξύ των περιφερειών και αυτό οδήγησε σε μεγάλες διαφορές στα επιτόκια μεταξύ της Ανατολής και της Δύσης, και την υψηλή εποχιακή αστάθεια στον κίνδυνο ρευστότητας. (Calomiris, 2010). Οι εποχιακές μεταβολές στον πιστωτικό κίνδυνο και στον κίνδυνο ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα —ορατές στους εποχιακούς κύκλους στην αναλογία δανείων προς αποθεματικά, καταθέσεων προς κεφάλαια, στα επιτόκια και στη μεταβλητότητα της απόδοσης των μετοχών (που όλα έφταναν στο ζενίθ το φθινόπωρο και την άνοιξη) —αντανακλούσε πρώτιστα τον κύκλο συγκομιδής και κυρίως της συγκομιδής βαμβακιού (και σε μια μικρότερη έκταση, άλλες καλλιέργειες) (Calomiris, 2010).

Αν και δεν υπήρχε συμφωνία ως προς το τι βαρύτητα είχε κάθε μια από αυτές τις πλευρές του unit banking στην ερμηνεία της ιστορίας αστάθειας του τραπεζικού συστήματος και της υψηλής ροπής προς χρεοκοπία στις ΗΠΑ, τα προβλήματα συγκλίνουν προς το unit banking ως την τελική αιτία τραπεζικής αστάθειας. Η προφανής απλή λύση — να επιτραπεί σε εθνικό

επίπεδο η λειτουργία τραπεζικών υποκαταστημάτων —ήταν, εντούτοις, πολιτικά τουλάχιστον ανύπαρκτη.

Ποια είναι όμως τα πλεονεκτήματα του unit banking; Οι υποστηρικτές αυτής της δομής του τραπεζικού συστήματος είχαν δημιουργήσει κάποιους οργανισμούς για να υπερασπιστούν το “unit banking”. Για παράδειγμα στη Minnesota ίδρυσαν το 1930 έναν οργανισμό που έφερε την επωνυμία “Independent Bankers Association” επίσης το 1922 στην California τον “Independent Banker” και τον χαρακτήρισαν ως έναν οργανισμό με σκοπό την διατήρηση του “unit banking”. Κάποια από τα πλεονεκτήματα τα οποία έβλεπαν στην υπάρχουσα λειτουργία του τραπεζικού συστήματος ήταν ότι τα οποία έσοδα του καταστήματος έμεναν σε αυτό και χρησιμοποιούνταν είτε για την ανάπτυξη του καταστήματος είτε για την ανάπτυξη της γύρω περιοχής μέσω δανείων στους τοπικούς πελάτες. Επίσης το πελατολόγιο του καταστήματος είναι συγκεκριμένο και γνωστό έτσι μειώνεται ο κίνδυνος που αναλαμβάνει η τράπεζα αφού γνωρίζει καλύτερα το πελάτη της. Τέλος υπάρχει μειωμένο διοικητικό κόστος και επίσης η δομή του καταστήματος είναι πιο ευέλικτη καθώς οι αποφάσεις δεν παίρνονται κεντρικά αλλά στο συγκεκριμένο κατάστημα. (Chapman -Westerfield 1980)

Αυτή είναι η μια πλευρά. Θα μπορούσε άραγε μια άλλη εκδοχή να είναι ότι μήπως φοβόντουσαν ότι αλλιώς θα δημιουργούνταν πολύ μεγάλες τράπεζες οι οποίες θα αποκτούσαν υπερβολική οικονομική δύναμη και θα καθόριζαν και τις πολιτικές εξελίξεις; Μήπως φοβόντουσαν ότι θα ήταν αδύνατο να διασωθεί μια τόσο μεγάλη τράπεζα, αν κάποτε χρειαζόταν ενώ με μικρές τοπικές τράπεζες η κυβέρνηση θα είχε την ευχέρεια να σώσει τις καταθέσεις των πελατών της πιο εύκολα;

Ο υπερβολικός δανεισμός θεωρείται ένα ακόμη πρόβλημα του τραπεζικού συστήματος και μία από τις αιτίες της μεγάλης κρίσης. Μακροοικονομολόγοι, όπως ο Μπεν Μπερνάνκε, πρόεδρος της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ, επανέφεραν την άποψη της σχέσης χρέους-ύφεσης που πρωτοδιατυπώθηκε από τον Ίρβινγκ Φίσερ την επίμαχη δεκαετία του 1920. Ο τελευταίος συνέδεσε την χαλαρή πίστωση με την υπερχρέωση, κάτι που προλείανε το έδαφος για κερδοσκοπικά παιχνίδια και επενδυτικές φούσκες το οποίο οδηγεί σε ύφεση. (Bernanke 2004).

Όσον αφορά στη νομισματική πολιτική των τραπεζών θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι πολιτικές των τραπεζών και πιο συγκεκριμένα της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ δημιούργησαν περαιτέρω προβλήματα στην οικονομία. Οι υπάρχουσες αμοιβές των πολιτών δεν συμβάδιζαν με τις τιμές των αγαθών και αυτό αποτελούσε πρόβλημα. Έτσι οι τραπεζικοί

οργανισμοί επέτρεψαν την λεγόμενη «αγορά επί πιστώσει» δηλαδή την ιδέα του να αγοράζεις τώρα και να πληρώνεις αργότερα. Η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ ήταν αρμόδια να καθορίζει το επιτόκιο των δανείων που έδιναν οι τράπεζες, το οποίο έθεσε πολύ χαμηλά με σκοπό να ενθαρρύνει τους πολίτες να αγοράζουν με δόσεις και να αυξηθούν έτσι οι καταναλωτικές δαπάνες. Το 1929 άρχισαν οι ανησυχίες για την ραγδαία ανάπτυξη και αποφάσισε η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ να αυξήσει τα επιτόκια για να περιορίσει την προσφορά του χρήματος. Αυτό όμως όπως αποδείχθηκε εκ των ύστερων ήταν λάθος γιατί με τα ψηλά επιτόκια και το ήδη συσσωρευμένο χρέος το κοινό επιβράδυνε απότομα την αγορά καταναλωτικών αγαθών. Συμπερασματικά αυτή η πολιτική έθεσε σε κίνδυνο την οικονομία καθώς οι αγορές με πίστωση αύξαναν τις ατομικές οφειλές και τα ψηλά πλέον επιτόκια μείωναν περαιτέρω τη ζήτηση των αγαθών επιδεινώνοντας την κατάσταση. Οι καταρρεύσεις πήραν μορφή χιονοστιβάδας καθώς απελπισμένοι τραπεζίτες απέσυραν δάνεια, τα οποία δεν αποπληρώνονταν από τους δανειολήπτες. Όντας χαμηλά τα μελλοντικά κέρδη, η επένδυση κεφαλαίων και οι κατασκευές περιορίστηκαν ή πάγωσαν τελείως. Εν όψει προβληματικών δανείων και χειροτέρευσης μελλοντικών προγραμμάτων, οι διασωθείσες τράπεζες κατέστησαν ακόμη πιο συντηρητικές στις χορηγήσεις δανείων. Άρχισαν να "κτίζουν" κεφαλαιακά αποθέματα και να περικόπτουν τα δάνεια, εντείνοντας την υποτίμηση του χρήματος. Ένας φαύλος κύκλος σχηματίστηκε, ενώ ακολούθησε και η οικονομική κατρακύλα. Αυτή η αυτοεκπληρούμενη προφητεία μετέτρεψε την οικονομική ύφεση του 1930 σε μια μεγάλη οικονομική εξαθλίωση μέχρι το 1933.

Η οικονομική συστολή της μεγάλης κρίσης στις Ηνωμένες Πολιτείες το 1929–33 συνοδευόταν από μια κατάρρευση πολλών αμερικανικών τραπεζών. Σύμφωνα με τη Fed (1943), ο αριθμός τραπεζών μειώθηκε 39% από 24.633 τον Δεκέμβριο του 1929 σε 15.015 τον Δεκέμβριο του 1933. Οι 9.096 τράπεζες που έκλεισαν κατά τη διάρκεια των ετών 1930–33 ήταν συνήθως μικρές τράπεζες. Οι αποτυχημένες τράπεζες, όπως καθορίζονται από την Federal Reserve (1943), αντιπροσώπευαν το 37% των τραπεζών στο τέλος του 1929, αλλά οι καταθέσεις εκείνων των αποτυχημένων τραπεζών (στις ημερομηνίες χρεοκοπίας τους) ήταν μόνο 14% του μέσου επιπέδου καταθέσεων τραπεζών κατά τη διάρκεια των ετών 1930–33, και οι απώλειες που υπέστησαν οι καταθέτες στις τράπεζες που έκλεισαν ήταν κατά προσέγγιση \$1,3 δισεκατομμύρια, αντιπροσωπεύοντας 2,7% του μέσου ποσού καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα για τα έτη 1930–33, και 2 τοις εκατό του μέσου ετήσιου ΑΕΠ για το 1930–33,1 (Calomiris, 2010).

Καθώς οι τράπεζες αποτύγχαναν να επιβιώσουν, ανησυχία γεννιόταν στους κατάθετες ενώ αυτές ξεκινούσαν πολιτική επιθετικής δέσμευσης. Πολλά δάνεια ακυρώνονταν και η τράπεζα



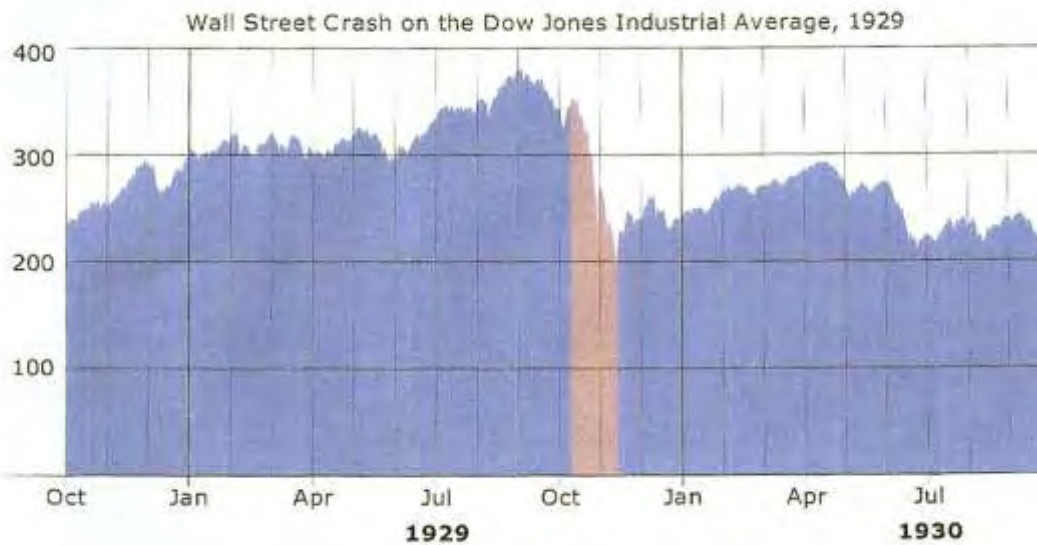
αποκτούσε ρευστότητα μαζί με την πτώχευση πολλών πελατών της. Ο Cristiano (2003) ανακάλυψε ότι οι τριγμοί της κοινωνίας και η αβεβαιότητα που υπήρχε ήταν αυτά που ώθησαν τον κόσμο για ρευστότητα χρημάτων μειώνοντας τις τραπεζικές καταθέσεις και ελαχιστοποιώντας τις επενδύσεις. Οι Friedman και Schwartz το 1963 μετέφρασαν την χρεοκοπία των τραπεζών πρωταρχικά ως το αποτέλεσμα ενός αγώνα για ρευστότητα, υπονοώντας πως εάν η κεντρική τράπεζα της Αμερικής ενεργούσε ως ένας «υγιής» έσχατος δανειστής θα μπορούσαν ίσως να εμποδίσουν την χρεοκοπία του τραπεζικού συστήματος τουλάχιστον κατά τις χρονιές 1930 και 1931 (Calomiris,2010).

Η πτώχευση μεγάλου αριθμού τραπεζών το 1931, παρά το γεγονός ότι περιορίστηκε σε μικρές κυρίως τράπεζες των Ηνωμένων Πολιτειών, ανησύχησε τους καταθέτες και εξασθένησε την εμπιστοσύνη τους στο τραπεζικό σύστημα με αποτέλεσμα να αποσύρουν τα χρήματά τους, κάτι που οδήγησε άμεσα στο κλείσιμο ακόμα περισσότερων τραπεζών. Πολλοί θέλησαν να κρατήσουν τα χρήματά τους στο σπίτι παρά να τα επενδύσουν σε κάποια άλλη τράπεζα (Crafts & Fearon, 2010).

### *2.3.3 Χρηματιστηριακή κερδοσκοπία*

Αναδρομικά είναι εύκολο να δούμε ότι το 1929 προοριζόταν να γίνει μια αξέχαστη χρονία λόγω της θορυβώδους κερδοσκοπικής άνθισης του χρηματιστηρίου και της μεγάλης «χρηματιστηριακής φούσκας». Για τον απλό κόσμο η κατάρρευση των τιμών του χρηματιστηρίου ήταν μια απεικόνιση της μεγάλης οικονομικής κρίσης. Ο βιομηχανικός δείκτης Dow Jones, όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε και στο διάγραμμα 5, έπεσε από τις 381 μονάδες στις 198 από το Σεπτέμβριο του 1929 μέχρι το Νοέμβριο του ίδιου έτους (Crafts & Fearon 2010).

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5: Πορεία χρηματιστηριακού δείκτη Dow Jones



Πηγή: [http://en.wikipedia.org/wiki/Great\\_Depression](http://en.wikipedia.org/wiki/Great_Depression)

Με τον όρο χρηματιστηριακή φούσκα εννοούμε ένα επενδυτικό φαινόμενο κατά το οποίο υπάρχει υπερβολική αύξηση της ζήτησης σε μία ή περισσότερες μετοχές, από τον ενθουσιασμό των επενδυτών, με αποτέλεσμα να αυξηθούν σημαντικά οι όγκοι χρηματιστηριακών συναλλαγών και να εκτοξευθεί η τιμή διαπραγμάτευσης των μετοχών πέραν από οποιαδήποτε λογική αντανάκλαση της πραγματικής τους αξίας και απόδοσης.<sup>2</sup> Όταν η «φούσκα» σκάσει, οι τιμές αρχίζουν να παρουσιάζουν ραγδαία πτώση. Όταν συμβεί αυτό κάθε επενδυτής θα προσπαθήσει να ξεφορτωθεί τις μετοχές που έχει στο χαρτοφυλάκιο του προκαλώντας κατακόρυφη μείωση των τιμών. Στην προσπάθεια τους οι επενδυτές να αποφύγουν μεγαλύτερες ζημιές προβαίνουν σε πωλήσεις πανικού, με αποτέλεσμα η χρηματιστηριακή αγορά να καταρρεύσει.

Κατά την χρηματιστηριακή κρίση του 1929 οι τιμές του χρηματιστήριου είχαν εκτοξευτεί στα ύψη. Χαρακτηριστικό της εποχής αυτής ήταν η εκτόξευση του καταναλωτικού δανεισμού όπου οι Αμερικανοί δανείζονταν για να επενδύσουν σε μετοχές διάφορων εταιρειών, χαρακτηριστικά οι τιμές διαπραγμάτευσης των εταιρειών που κατασκεύαζαν ραδιόφωνα εκτοξεύθηκαν το 1928 κατά 400%. Ο καθημερινός μέσος όρος αγορών ξεπέρασε διαδοχικά τα 6 εκατομμύρια μετοχών. Το 1926 ο χρηματιστηριακός δείκτης Dow Jones βρισκόταν στις 100 μονάδες. Ενώ στις 3 Σεπτεμβρίου του 1929, ο χρηματιστηριακός δείκτης έφτασε στο ψηλότερο

<sup>2</sup> Flood Robert P. Hodrick Robert J. (1990) "On Testing for Speculative Bubbles" *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 2. (Spring, 1990), pp. 85-101

του σημείου, 381 μονάδες. Μέσα στο 1928 περίπου 900 εκατομμύρια τίτλοι αγοραστήκαν και πουλήθηκαν ενώ το 1927 το αντίστοιχο ποσό ήταν μόνο 520 εκατομμύρια (Κλωντελ 1993).

Ορισμένες μετοχές στις οποίες επικεντρώθηκε η κερδοσκοπία τετραπλασίασαν η πενταπλασίαζαν την αξία τους ενώ για κάποιες άλλες η άνοδος ήταν ακόμα μεγαλύτερη όπως για παράδειγμα για την Ratio που πέρασε από 89 σε 450 μονάδες, την Wright Aeroplane από 60 σε 250 ενώ σύμφωνα με την New York Times ο μέσος όρος των μετοχών βρισκόταν τη μέρα που σημειωθήκαν οι υψηλότερες τιμές 61% πάνω από την μέση υψηλότερη τιμή που είχε σημειωθεί ως τότε (Κλωντελ 1993, σελ 91).

Στην πραγματικότητα οι άνθρωποι-και ειδικά οι κερδοσκόποι- είναι αυτοί που ευθύνονται για το φαινόμενο της φούσκας διογκώνοντας τις τιμές των μετοχών πέρα από την πραγματική τους αξία. Σε καμία περίπτωση δεν πρέπει να θεωρηθεί ότι αυτή η αύξηση των χρηματιστηριακών τιμών και ο αριθμός των συναλλαγών ήταν εντελώς αυθόρμητος. Ήταν αποτέλεσμα μιας συνδυασμένης παρόρμησης που διαδίδεται από κάποιους μεγάλους κερδοσκόπους μερικά ονόματα αναφέρονται από την New York Times εκ των όποιων οι σημαντικότεροι είναι ο Κατέν από το Σικάγο ,ο Ντιουραντ από την Νέα Υόρκη και οι αδελφοί Φίσερ από το Ντιτρόιτ (Κλωντελ 1993).

Όταν οι τιμές των μετοχών αυξάνονται απότομα είναι σημάδι επερχόμενης φούσκας. Αυτό σε καμία περίπτωση δεν σημαίνει ότι οι τιμές των μετοχών δεν μπορούν να αυξηθούν, θα πρέπει όμως αυτή η αύξηση να στηρίζεται και να δικαιολογείται από τα αποτελέσματα και τις προοπτικές των εταιρειών και να μη βασίζεται σε μία μάζα επενδυτών που ακολουθούν ο ένας τον άλλο. Η αδικαιολόγητη ελπίδα ότι μπορούμε να γίνουμε πλούσιοι από τη μια μέρα στην άλλη, είναι ο κυριότερος λόγος που χάνονται τόσες περιουσίες και αποταμιεύσεις στις διάφορες επενδύσεις.

Μερικές από τις σημαντικότερες αιτίες της ξέφρενης χρηματιστηριακής κερδοσκοπίας ήταν οι εξής: (Crafts & Fearon 2010).

- Η ανοδική παλίρροια ευημερίας και η εξαιρετική κατάσταση της βιομηχανίας και του εμπορίου της χώρας.
- Η εκλογή του Χουβερ στη προεδρία και η πεποίθηση ότι θα ακολουθούσε την ίδια πολιτική του προέδρου Κουλιτζ σε σχέση με τις επιχειρήσεις και την βιομηχανία.
- Η ελλιπής ενημέρωση του κοινού για την πορεία των αξιών και ο πολλαπλασιασμός εκείνων που κατέχουν τίτλους.
- Η ανάπτυξη του τηλεγραφικού δικτύου του New York Stock Exchange (Χρηματιστήριου Αξιών Νέας Υόρκης) και της χρηματιστηριακής αγοράς που είχε φτάσει σε

όλα τα μήκη και πλάτη της χώρας και η οποία συμπλήρωσε το σύστημα των αυτομάτων tickets επιτρέποντας να παρακολουθεί κανείς εύκολα τις διακυμάνσεις της αγοράς.

( Το ticket είναι μια τεχνολογική καινοτομία που συμβολίζει, την εποχή του μεσοπόλεμου, τις χρηματοπιστωτικές επιδόσεις της Γουόλ Στριτ. Προγονός των οθόνων Reuter, αυτός ο μηχανισμός προσέφερε χωρίς καμία χρονοτριβή στα χρηματιστικά γραφεία τις ατελείωτες χαρτοταινίες όπου αναγράφονταν οι τιμές κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης, αποτρέποντας την παρουσία στο Χρηματιστήριο. Το 1929 η έκλυση της κρίσης ήταν γρηγορότερη από το ticket: "the ticket ran late...."),

- Οι αγορές αμερικανικών τίτλων από ξένους, κυρίως από Άγγλους και Γερμανούς καπιταλιστές και κερδοσκόπους.
- Η τεράστια αύξηση που σημείωσαν οι τίτλοι κάποιων ευνοημένων επιχειρήσεων - General Motors, Radio, Chrysler και ορισμένες άλλες-και η οποία προκάλεσε μια γενική διψά για υπερμεγέθη και γρήγορα κέρδη.
- Οι κινήσεις πλασματικής αύξησης σε εκατοντάδες τίτλους, είτε παλαιότερα διατιμημένους και γνωστούς είτε καινούργιους και σχετικά ασταθείς, που προσδίδουν στην αγορά αυτών των αξιών έναν χαρακτήρα πυρετώδους έντασης.
- Οι πληροφορίες και οι διαδόσεις που κυκλοφορούν πάντα με έντονο ζήλο, για περιουσίες που αποκτήθηκαν γρήγορα χάρη σε επιτυχημένες κερδοσκοπικές κινήσεις. (Crafts & Fearon 2010).

Όταν οι τιμές θα σταματούσαν να ανεβαίνουν, όταν δηλαδή θα εξαντλούνταν η προσφορά των ανθρώπων που αγοράζουν με την προσδοκία της αύξησης των τιμών από την μια μέρα στην άλλη τότε η αγορά χρεογράφων με ενέχυρο τα χρεόγραφα που αγοραστήκαν με περιθώριο δεν θα είχε νόημα και όλοι θα ήθελαν να πουλήσουν. Η πορεία του χρηματιστηρίου θα γινόταν καθοδική με αυξανόμενους ρυθμούς. Το χρηματιστήριο δεν θα επέφερε ισορροπία, καθώς την συγκεκριμένη στιγμή ήταν αρκετά δύσκολο να μπορέσουν οι αρμόδιοι να κάνουν την κερδοσκοπική φούσκα να ξεφουσκώσει σιγά-σιγά. Οι άνθρωποι που είχαν την ευθύνη για αυτές της αναπόφευκτες επιλογές ήταν ο Πρόεδρος των ΗΠΑ, ο υπουργός οικονομικών ,το Διοικητικό Συμβούλιο της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ και ο διοικητής της τράπεζας της Νέας Υόρκης καθώς ήταν η ισχυρότερη από της τράπεζες του συστήματος της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ (Galbraith, 2000, σελ.59)

Η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ αν ήταν αποφασισμένη να δράσει θα μπορούσε να εμποδίσει τις συναλλαγές σε χρεόγραφα με δάνεια που χορηγούνται με ενεχυρίαση των ιδίων

χρεογράφων που αγοράστηκαν με περιθώριο. Το περιθώριο το 1929 δεν ήταν χαμηλό αλλά έπρεπε να γίνει ακόμα υψηλότερο έτσι ώστε να αποθαρρυνθούν πολλοί επενδυτές. Κερδοσκοπική άνθιση θα οδηγούνταν στο τέλος πριν διογκωθεί πολύ και χωρίς να επιφέρει μεγάλες συνέπειες. Ακόμα πιο απλά, μια αναφορά στην επικίνδυνη αύξηση των τιμών των μετόχων χωρίς κάποιο αντίκρισμα λόγω της κερδοσκοπικής άνθισης, από κάποιον άνθρωπο με κύρος θα επανέφερε την κατάσταση σε φυσιολογικά επίπεδα (Galbraith 2000). Στην πραγματικότητα όμως, η σιωπή ήταν αυτό που κυριαρχούσε και άφηνε το χρηματιστήριο ανεξέλεγκτο και τους επενδυτές ανενημέρωτους να πιστεύουν ότι οι αξίες των μετοχών θα αυξάνονταν για μεγάλο χρονικό διάστημα ακόμα.

Εν τούτοις, η κερδοσκοπική άνθιση συνεχιζόταν. Τα δάνεια των χρηματιστών ανήλθαν στο τεράστιο ποσό των 260 εκατομμυρίων δολαρίων. Η θέση της Κεντρικής τράπεζας ήταν αρκετά ουδέτερη καθώς το μόνο που την ενδιέφερε ήταν να μείνει ανέπαφη αυτή η ίδια από όλο αυτό το κερδοσκοπικό παιχνίδι. Δεν είχε καμία πρόθεση να παρέμβει σχετικά με τα δάνεια που στήριζαν την κερδοσκοπία εφόσον δεν εμπλεκόταν πιστώσεις της Κεντρικής Τράπεζας. (Galbraith 2000). Μέχρι που τον Ιανουάριο του 1928 η Κεντρική τράπεζα (FED) τερμάτισε αρκετά χρόνια μιας εύκολης πίστωσης και επιχείρησε πιο σφιχτές τακτικές. Ξεκίνησε την πώληση κρατικών χρεογράφων και βαθμιαία αύξησε το προεξοφλητικό επιτόκιο από 3,5 σε 5% (Crafts & Fearon 2010)<sup>3</sup>. Η FED γνώριζε ότι η ξαφνική αύξηση των επιτοκίων θα μπορούσε να αποσταθεροποιήσει τις επιχειρήσεις και ίσως να έφερνε μια καθόλου ευτυχή κατάληξη. Για να αποφευχθεί η πιθανότητα αυτή, η κεντρική τράπεζα προσπάθησε να περιορίσει τη ``φούσκα`` του χρηματιστηρίου της Wall street με το να κάνει τον τραπεζικό δανεισμό για κερδοσκοπία πιο ακριβό. Οι υπεύθυνοι της νομισματικής αυτής τακτικής πίστευαν πως λειτουργώντας σταθερά και όχι αιφνίδια θα μπορούσαν να ελέγξουν την κερδοσκοπία χωρίς να δημιουργηθούν περαιτέρω προβλήματα στην αγορά. Την παρούσα στιγμή, ήταν μια πολύ καλή ιδέα αλλά δυστυχώς η τακτική αυτή είχε σοβαρές, απρόβλεπτες εσωτερικές και εξωτερικές επιπτώσεις. Οι νέες υψηλές τιμές έφεραν περισσότερα κεφάλαια χρημάτων από μη τραπεζικές πηγές που στην πραγματικότητα, αύξησαν την κερδοσκοπία. Πολλές επιχειρήσεις χρησιμοποίησαν τα αποθεματικά διαθέσιμα που είχαν για να χρηματοδοτήσουν χρηματιστές

---

<sup>3</sup> Bernanke B.(2004b) "Money, Gold, and the Great Depression" Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the H. Parker Willis Lecture in Economic Policy, Washington and Lee University, Lexington, Virginia 2-3- 2004  
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm>

και επενδυτές οι οποίοι έψαχναν δανεισμό από το εξωτερικό ώστε να καταστήσουν το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης μια ελκυστική επένδυση. Οι Ηνωμένες Πολιτείες και η οικονομική άνθηση έφτασε σε ένα υψηλό σημείο τον Αύγουστο του 1929, και λίγους μήνες μετά η εμπιστοσύνη των επενδυτών μειώθηκε και κατέληξε στον πανικό που οδήγησε στην κατάρρευση του χρηματιστηρίου τον Οκτώβριο του 1929. Μετά την κατάρρευση του χρηματιστηρίου, η ομοσπονδιακή τράπεζα επιχείρησε ένα δυνατό άνοιγμα στις αγορές και μείωσε τα επιτόκια της. Η χρηματιστηριακή πτώση μείωσε αισθητά τον πλούτο των μέτοχων. Αργότερα, μέσα στο 1929 η αγορά φάνηκε να σταθεροποιείται στα επίπεδα τιμών που είχε το 1928. Για πολλούς μήνες υπήρχε η αίσθηση ότι η Αμερικανική οικονομία θα ανακτούσε δυνάμεις μετά τις δραματικές οικονομικές συμφωνίες. Ο δανεισμός από το εξωτερικό συνέρχονταν και τα επιτόκια κινούνταν ανοδικά. Οι αισιόδοξοι εκείνης της εποχής έβλεπαν στον ορίζοντα την υγιή οικονομική επέκταση που ερχόταν όπως είχε συμβεί κατά το 1922. Αλλά όλοι αυτοί έκαναν λάθος τελικά καθώς οι τραπεζικές κρίσεις είναι ότι χειρότερο για την οικονομία μιας χώρας καθώς μειώνεται σε μεγάλο βαθμό η πραγματική παραγωγή (Bernanke - James, 1991).

#### *2.3.4 Στεγαστική φούσκα*

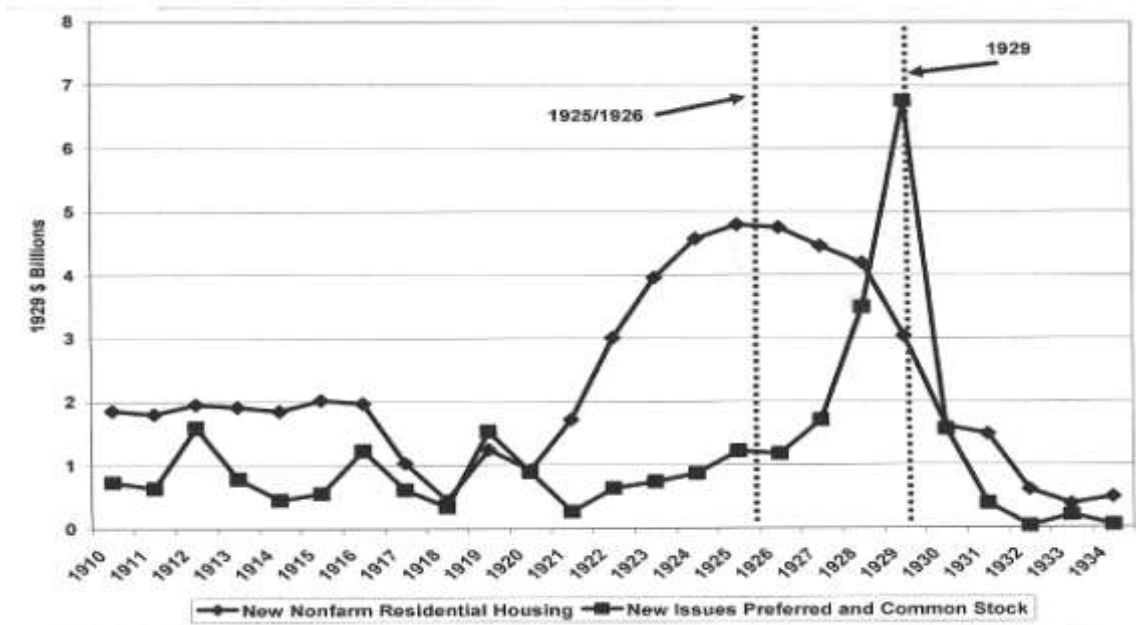
Δεν είναι αρκετοί οι οικονομολόγοι οι οποίοι ασχολήθηκαν με το «φαινόμενο της Φλόριντα» μιας στεγαστικής φούσκας η οποία αποτέλεσε την πρώτη εντυπωσιακή εκδήλωση της επιθυμίας των Αμερικάνων να γίνουν πλούσιοι με την ελαχίστη φυσική προσπάθεια. Ίσως επειδή επισκιάστηκε από την μεγάλη οικονομική κρίση του 1929 έμεινε στην αφάνεια. Εντούτοις ο Galbraith (2000) σχολιάζει το παραπάνω φαινόμενα και επισημαίνει πως η άνθιση της Φλόριντα περιέχει όλα τα στοιχεία της κλασικής κερδοσκοπικής φούσκας. Ο κλάδος των ακινήτων ήταν το πρώτο μέρος της διπλής κερδοσκοπικής φούσκας μαζί με το χρηματιστήριο στο διάστημα 1925-1929. Η κατάρρευση της αγοράς των ακινήτων δεν εκτροχίασε την οικονομία, εντούτοις ευθύνεται για την άμεση πτώση των επενδύσεων κατά την διάρκεια της μεγάλης οικονομικής κρίσης και σίγουρα αποδυνάμωσε σοβαρά την ισορροπία που υπήρχε σε νοικοκυριά και τραπεζικό τομέα.

Δεν υπάρχει κάποιο καθιερωμένο μέτρο για το τι χαρακτηρίζει μια «φούσκα» καθώς η έννοια του ορού διαφοροποιείται για την αγορά ακινήτων. Στην περίπτωση του χρηματιστηρίου θα ερευνούσαμε αρχικά την ύπαρξη μιας ιλιγγιώδους αύξησης των τιμών των μετοχών που ακολουθήθηκε από μια απότομη μείωση. Επιπλέον, ο αριθμός των συναλλαγών θα αυξάνονταν θεαματικά, οδηγώντας σε μια άνοδο του κύκλου εργασιών. Το πρώτο πρόβλημα

που αντιμετωπίζουμε στο να προσδιορίσουμε μια «φούσκα» στην αγορά κατοικίας είναι ότι μέχρι πολύ πρόσφατα υπήρξαν λίγα στοιχεία σχετικά με την πορεία των τιμών στην αγορά κατοικίας. Επίσης δεν υπάρχει κανένα εθνικό στοιχείο για τον αριθμό των πωλήσεων κατοικίας για να έχουμε ένα μέτρο του κύκλου εργασιών (White 2008 σ.2).

Παρόλα αυτά υπάρχουν στοιχεία για την αξία των καινούριων κατασκευών κατοικίας η οποία μπορεί να συγκριθεί με την αξία των νέων εκδόσεων μετοχών. Στο Διάγραμμα 6 μπορούμε να δούμε την πορεία της στεγαστικής και χρηματιστηριακής «φούσκας» καθώς απεικονίζεται η αξία των κατασκευών νέων κατοικιών και η συνολική αξία των νέων εκδόσεων κοινών και προνομιούχων μετοχών. Παρατηρούμε ότι στην αγορά των νεόδμητων ακινήτων οι διακυμάνσεις είναι μικρότερες και ομαλότερες συγκριτικά με την χρηματιστηριακή αγορά ενώ και οι δυο παρουσιάζουν γρήγορη ανοδική πορεία και απότομη καθοδική. Η κορυφή στην αγορά ακινήτων ήταν το 1925 με 5 δισεκατομμύρια δολάρια σε νέο-κατασκευασμένες κατοικίες ενώ στην χρηματιστηριακή αγορά η κορυφή σημειώνεται το 1929 με 7 δισεκατομμύρια δολάρια όταν η αξία των νέων ακινήτων έχει πέσει στα 3 δισεκατομμύρια δολάρια.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6: Πορεία στεγαστικής και χρηματιστηριακής «φούσκας».

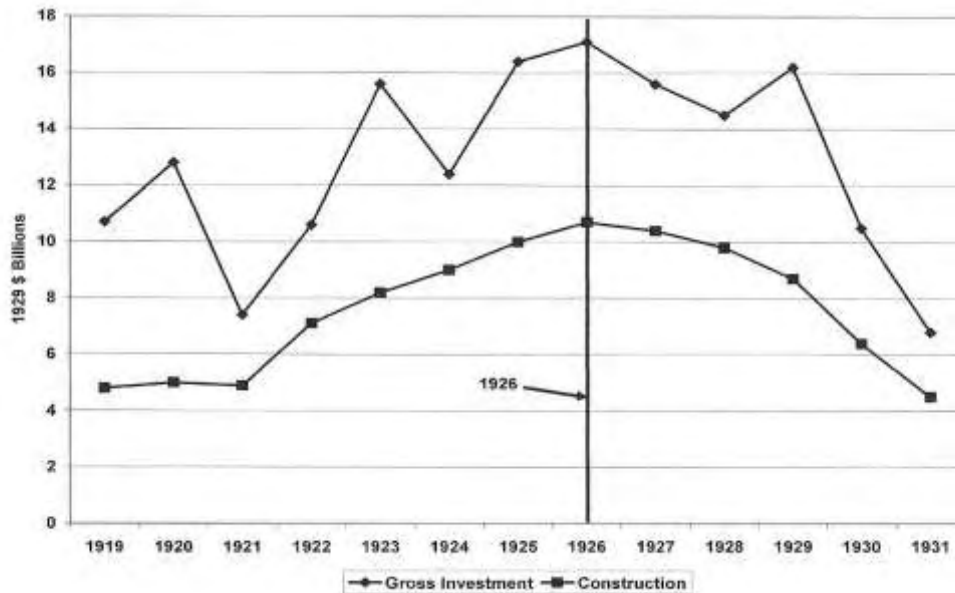


Πηγή: White (2009, σελ.2)

Δεν έχει δοθεί μεγάλη σημασία στον ρόλο της απότομης καθοδικής πορείας που ακολούθησε η αγορά κατοικίας στην αποδυνάμωση της συνολικής επένδυσης και με αυτόν τον

τρόπο της οικονομίας μέχρι που ο Temin (1976) την προσδιόρισε ως βασικό παράγοντα της μεγάλης οικονομικής κρίσης. Το Διάγραμμα 7 παρουσιάζει τη πορεία των ακαθάριστων επενδύσεων και κατασκευών από το 1919 ως το 1931.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7: Πορεία επενδύσεων και κατασκευών



Πηγή: White (2008, σελ.3)

Η ανοδική τάση των επενδύσεων διακόπτεται από μια ύφεση μετά τον πρώτο παγκόσμιο πόλεμο και δυο πιο ήπιες το 1924 και το 1928 πριν ξεκινήσει την μεγάλη καθοδική πορεία μετά το 1929. Όσο αναφορά την αξία των κατασκευών κατοικίας βλέπουμε μια ανοδική τάση το 1921 η οποία συνεχίζεται μέχρι το 1926 όπου είναι το σημείο καμπής και από κει και πέρα αρχίζει η καθοδική πορεία η οποία συνεχίζεται έως και το 1931. Πρέπει να επισημάνουμε ότι κατά το 1929 παρά την υψηλή αξία των επενδύσεων ο κλάδος των κατασκευών δεν μπόρεσε να ορθοποδήσει, υπήρχε μια ύφεση και η αξία του κλάδου μειώθηκε ακόμα περισσότερο. Ήταν δύσκολο να δοθεί μια εξήγηση στο ερώτημα γιατί να υπάρχει αυτή η μείωση στον κλάδο κατασκευής κατοικιών ενώ οι επενδύσεις αυξάνονταν (White,2008). Η πρώτη εξήγηση που δώθηκε ήταν ότι ίσως τα περιοριστικά μετρά μετανάστευσης τα οποία πάρθηκαν το 1921 και 1924 οδήγησαν στην μείωση της ζήτησης αγοράς κατοικίας. Αργότερα όμως απορρίφθηκε λόγω του γεγονότος ότι αυτό αποτελούσε μόνο ένα μικρό ποσοστό, το πολύ 1%, της μείωσης και κατέληξε στην άποψη ότι υπάρχουν μεγάλες χρονικές υστερήσεις στην αγορά οπότε η



καθοδική πορεία του κύκλου οφείλεται στον πρώτο παγκόσμιο πόλεμο και στα γεγονότα γύρω από αυτό (White 2008). Επίσης ο Teminto 1976 υποστήριξε ότι εφόσον υπάρχουν κάποια γεγονότα τα οποία ευθύνονται για την καθοδική πορεία του κύκλου στην αγορά κατοικιών, δεν υφίσταται καμιά «φούσκα» σε αντίθεση με τον Galbraith (2000) ο οποίος έλεγε ότι η οικονομική άνθιση της Φλόριντα ήταν η πρώτη ένδειξη της διάθεσης που επικρατούσε τη δεκαετία του 1920 ότι «ο θεός θέλει η μεσαία τάξη της Αμερικής να γίνει πλούσια». Σύμφωνα με τον Galbraith (2000) η οικονομική άνθιση δεν κατέρρευσε από το ίδιο της το βάρος αλλά από δυο μεγάλους τυφώνες το φθινόπωρο του 1926.

Σύμφωνα με τον Simpson το 1933 η υπερβολική άνθιση στην αγορά ακινήτων οφείλονταν σε προωθητικές ενέργειες μεγάλων γραφείων real estate, τραπεζών και πολιτικών παραγόντων τα οποία βρήκαν ανταπόκριση σε πολίτες οι οποίοι πίστευαν ότι αν επενδύσουν θα έχουν σίγουρα κέρδος λόγω της αυξητικής πορείας των τιμών των ακινήτων στη Φλόριντα. Στην πραγματικότητα η γη στη Φλόριντα ήταν ένα περιουσιακό στοιχείο αμφίβολης αξίας το οποίο κέρδιζε αξία κάθε μέρα (White 2008). Σε απόσταση 60 χιλιομέτρων από το Μαϊάμι τα οικοπέδα πουλιόνταν από 8.000 έως 20.000 δολάρια, οι τιμές των οικοπέδων που έβλεπαν στη θάλασσα κυμαίνονταν από 15.000 έως 25.000 δολάρια και οι τιμές των παραλιακών τοποθεσιών ανήλθαν σε 20.000 έως 75.000 δολάρια (Galbraith, 2000).

Την δεκαετία του '20 η κεντρική τράπεζα είχε συμβάλει στην αδικαιολόγητη επέκταση της κτηματαγοράς το 1920 υιοθετώντας μια επεκτατική νομισματική πολιτική και την συγκάλυψη γεγονότων που έδειχναν ότι κάτι δεν πήγαινε καλά ενώ απέτυχε στον έλεγχο των πιστωτικών ιδρυμάτων τα οποία αναλάμβαναν υπέρμετρους κίνδυνους (White 2009). Οι τιμές οικοπέδου της Φλόριντα βασίστηκαν απλώς στην προσδοκία της εύρεσης ενός επόμενου πελάτη που θα είναι διατεθειμένος να πληρώσει περισσότερο και όχι στην πραγματική αξία του εδάφους.

Επίσης τραπεζίτες της Νέας Υόρκης και το IRS (η εφορία της Αμερικής) άρχισαν να ερευνούν και να αναφέρονται στο φαινόμενο της Φλόριντα σαν έναν «ψεύτικο γίγαντα» (<http://floridahistory.org/landboom.htm>). Η κατάρρευση της αγοράς κατοικίας άρχισε το 1925 και συνεχίστηκε με πιο γρήγορους ρυθμούς το 1926. Μέχρι το μεγάλο κραχ του χρηματιστηρίου το 1929, οι κατασκευές και οι τιμές κατοικίας μειώνονταν ενώ ο αριθμός των κατασχέσεων από υποθήκες αυξάνονταν. Η κτηματομεσιτική αγορά αποδυναμώθηκε περαιτέρω από την άνοδο των επιτοκίων το 1929 η οποία προκλήθηκε από την χρηματιστηριακή έκρηξη και την απόφαση της Κεντρικής Τράπεζας να αυξηθούν τα επιτόκια. Η αντιπληθωριστική πολιτική η οποία ακολουθήθηκε από την FED αποδυνάμωσε ακόμα περισσότερο τους δανειολήπτες επιδεινώνοντας το πρόβλημα της οικονομίας (White, 2008).

Είναι δύσκολο να μπορέσουμε να υπολογίσουμε τα ακριβή αποτελέσματα και τις συνέπειες που επέφερε η κατάρρευση της αγοράς ακινήτων γιατί τα αποτελέσματα της δεν πρόλαβαν να εμφανιστούν πριν αρχίσει η μεγάλη οικονομική κρίση.

### 2.3.5 Ο κανόνας του χρυσού

Η κρίση του 1929 από πολλούς θεωρείται το αποτέλεσμα της προσήλωσης της οικονομίας σε απαρχαιωμένες νομισματικές πολιτικές όπως ήταν ο κανόνας του χρυσού (Διεύθυνση Οικονομικών μελετών, ΤτΕ 2009). Το σύστημα του «κανόνα του χρυσού» είναι ένα Διεθνές νομισματικό σύστημα όπου ο χρυσός χρησιμεύει ως κάλυμμα των νομισμάτων, και ως απόθεμα, το οποίο ίσχυσε από την αρχή του 19ου αιώνα (το Ηνωμένο Βασίλειο ήταν η πρώτη χώρα που θέσπισε στην ουσία κανόνα χρυσού το 1816) έως τον πρώτο παγκόσμιο πόλεμο, 1914 οπότε και σταδιακά εγκαταλείφτηκε από τις χώρες που το ακολουθούσαν έως τότε. Ο κανόνας του χρυσού ήταν ένα μέσο έλεγχου των πιέσεων και διασφάλιζε την μακροοικονομική ισορροπία σε ένα διεθνές περιβάλλον διακίνησης αγαθών και κεφαλαίων.

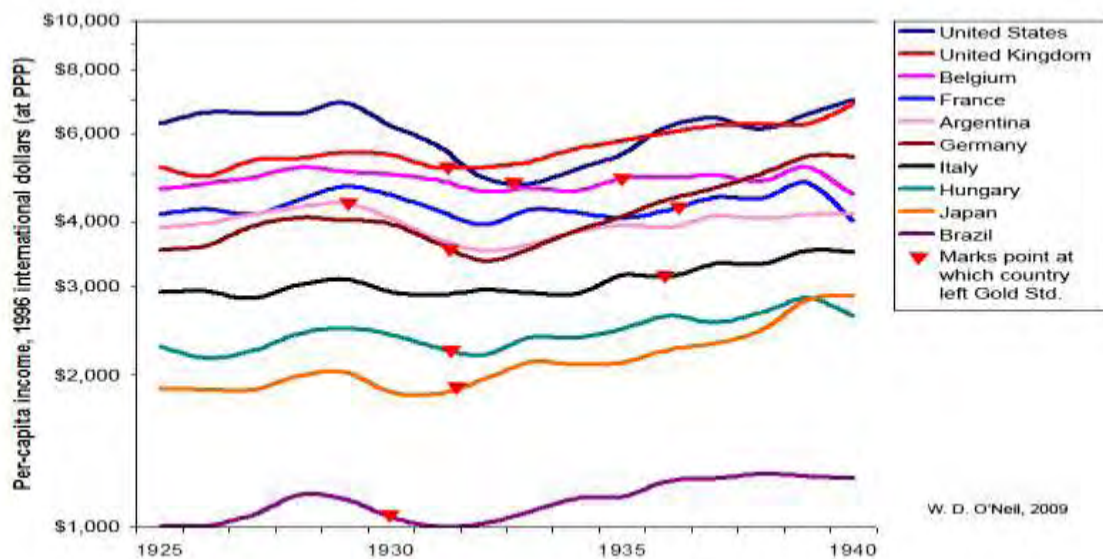
Με την έναρξη του Α΄ Παγκοσμίου Πολέμου πολλές χώρες άρχισαν να τυπώνουν ολοένα και περισσότερα χαρτονομίσματα, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις δαπάνες του πολέμου. Στη Γερμανία, για παράδειγμα, ο αριθμός των χαρτονομισμάτων που εκδόθηκαν από τη Reichsbank εκτινάχθηκε από τα 2.593 εκατομμύρια το 1913 σε συνολικά 92.844.720,7 δισεκατομμύρια στις 18 Νοεμβρίου 1923, το οποίο οδήγησε τελικά σε πρωτοφανή υπερπληθωρισμό ([http://www.ecb.eu/home/pdf/students/booklet\\_el.pdf](http://www.ecb.eu/home/pdf/students/booklet_el.pdf)). Οι περισσότερες χώρες ανέστειλαν τη δυνατότητα μετατροπής των νομισμάτων τους σε χρυσό, καθώς η αυξημένη ποσότητα του χρήματος σε κυκλοφορία δεν ισοσταθμιζόταν πλέον από τα εθνικά αποθέματα χρυσού έτσι το 1914 και λίγες μέρες μετά την έναρξη του παγκοσμίου πολέμου κατέρρευσε ο κανόνας χρυσού ο οποίος αποτελούσε το νομισματικό οικοδόμημα του 19ου αιώνα.

Οι περισσότερες χώρες είχαν επιστρέψει στον κανόνα χρυσού μετά από περίοδο πληθωρισμού για την διασφάλιση της σταθερότητας και τον έλεγχο των πληθωριστικών πιέσεων που προκάλεσε ο πόλεμος. Η νομισματική αστάθεια και ο έντονος πληθωρισμός μετά τον πόλεμο κυρίως από το 1920 έως το 1935 οδήγησαν σε προσπάθειες συντονισμού μεταξύ των χωρών. Το 1931, 47 ήταν οι χώρες που ήταν μέλη της ομάδας του "χρυσού κανόνα" ενώ μέχρι το τέλος του 1932, τα μόνα σημαντικά μέλη ήταν το Βέλγιο, η Γαλλία, η Ολλανδία, η Πολωνία, η Ελβετία και Η.Π.Α (Crafts Fearon, 2010). Όπως βλέπουμε και στο Διάγραμμα 8 το 1933, οι

Ηνωμένες πολιτείες αποφάσισαν να εγκαταλείψουν τον "χρυσό κανόνα" και να προχωρήσουν σε υποτίμηση του δολαρίου καθώς ήταν πιο ξεκάθαρο το ότι έπρεπε να ακολουθηθούν πολιτικές που θα αύξαναν την κυκλοφορία χρημάτων και θα τόνωναν την οικονομία. Ο βρετανικός κανόνας χρυσού κατέρρευσε τελικά το 1931 ενώ το 1936 και η Γαλλία αναγκάστηκε να εγκαταλείψει τον " χρυσό κανόνα". Τα υποτιμημένα νομίσματα έδωσαν ανταγωνιστικότητα στις εξαγωγές, καθώς αμβλύνονταν η επιβολή του δασμολογίου, του επιτρεπόμενου ορίου και των διμερών συμφωνιών του εμπορίου.

Τέλος πρέπει να αναφέρουμε οτι έχει αποδειχτεί ότι χώρες οι οποίες εγκατέλειψαν τον χρυσό κανόνα πιο γρήγορα και υποτίμησαν το νόμισμα τους όπως η Βρετανία και οι Σκανδιναβικές χώρες, ανέκαμψαν ταχύτερα από την οικονομική κρίση συγκριτικά με άλλες χώρες που έμειναν προσκολλημένες για πολύ καιρό μετά την κρίση στο καθεστώς του κανόνα του χρυσού όπως η Γαλλία και το Βέλγιο (Bernanke,2004)

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8: Κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε ισοτιμία αγοραστικής δύναμης (PPP)



Πηγή: [http://en.wikipedia.org/wiki/Great\\_Depression](http://en.wikipedia.org/wiki/Great_Depression)

Σίγουρα για την οικονομική κρίση του 1929 δεν ευθύνεται κάποια καταστροφή ή κάποια λάθος πολιτική ενός συγκεκριμένου ατόμου. Αντίθετα την κρίση επέφερε η αποτυχία προσαρμογής στα νέα δεδομένα. Μετά το τέλος του πολέμου οι συγκρούσεις μεταξύ των χωρών συνεχίστηκαν σχετικά με την διαμόρφωση του νέου πλέον οικονομικού περιβάλλοντος. Η χωρίς λόγο προσήλωση των χωρών στον κανόνα του χρυσού αποδείχτηκε λανθασμένη και αυτό βοήθησε στο ξέσπασμα της μεγάλης οικονομικής κρίσης. Πρωταρχικός στόχος των δημοσιονομικών και νομισματικών αρχών ήταν η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών

πάση θυσία ώστε να τιθασευτούν οι έντονες πληθωριστικές πιέσεις που προκάλεσε ο πόλεμος. Οι αρχές επέτυχαν αυτό που προσπαθούσαν, προκάλεσαν όμως έντονη πτώση του γενικού επιπέδου τιμών με κόστος την οικονομική ύφεση. Έτσι η συγκεκριμένη νομισματική πολιτική όχι μόνο αποδείχτηκε ανίκανη να προστατέψει την οικονομία από τους κραδασμούς αλλά αποτέλεσε την γενεσιουργό αιτία της κρίσης καθώς στράφηκαν σε περιοριστικές πολιτικές και δεν άσκησαν μέτρα τόνωσης της αγοράς. Κατά τους Bernanke και James (1991) η τραπεζική κρίση επιδείνωσε την ύφεση αφού η προκληθείσα πιστωτική ασφυξία περιόρισε τις επενδύσεις.

Ποια ήταν όμως τα αίτια αναποτελεσματικότητας του κανόνα χρυσού?

Πρώτον, η απουσία μιας ηγέτιδας δύναμης, τον ρόλο αυτό έπαιξε η Τράπεζα της Αγγλίας προπολεμικά. Συνεπώς η απουσία ενός «ύστατου δανειστή» που θα παρείχε άφθονες πιστώσεις σε περιόδους κρίσης ρευστότητας αποτέλεσε τον καταλύτη για την ανισορροπία στα ισοζύγια πληρωμών των χωρών οι οποίες σύντομα οδηγήθηκαν στη παύση της μετατρεψιμότητας.

Δεύτερον, η ταυτόχρονη χρήση δυο νομισμάτων δολαρίου και στερλίνας ως διεθνών αποθεματικών μέσων.

Τρίτον, η έλλειψη συντονισμού στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής μεταξύ των κεντρικών τραπεζών και η ανυπαρξία ενός διεθνούς θεσμικού πλαισίου που θα εξασφάλιζε αυτόν τον συντονισμό.

Τέταρτον, η υποταγή της νομισματικής πολιτικής της κάθε χώρας σε εθνικούς στόχους όπως η προσέλκυση και διατήρηση συναλλαγματικών διαθεσίμων και αποθεμάτων χρυσού (Διεύθυνση Οικονομικών μελετών, ΤτΕ 2009).

## **2.4 Συνθήκες που επηρεάζουν τη διεθνή διάδοση των κρίσεων**

Μία γενικευμένη διαπίστωση είναι ότι οι διεθνείς κρίσεις έχουν εθνική ή περιφερειακή προέλευση, όμως μεταδίδονται διεθνώς. Η διεθνής διάδοση εξαρτάται καθοριστικά από τον βαθμό διεθνούς ολοκλήρωσης των επί μέρους εθνικών οικονομιών. Όσο πιο εξωστρεφής και πιο ενσωματωμένη στο διεθνές σύστημα ανταλλαγών, εξειδίκευσης και χρηματοοικονομικών συναλλαγών, είναι μια οικονομία τόσο πιο εκτεθειμένη είναι σε διεθνείς κρίσεις καθώς έχει μεγαλύτερη αλληλεπίδραση με άλλες χώρες.

### **Τι ήταν αυτό όμως που οδήγησε την ύφεση του 1929 να γίνει παγκόσμια;**

Ένας παράγοντας αναφέρεται πως είναι οι περιορισμοί που επιβάλλονται από το 'κανόνα του χρυσού' ενώ ένας δεύτερος ο διεθνής περιορισμός στον τραπεζικό δανεισμό λόγω της άσχημης οικονομικής κατάστασης στην οποία βρισκόταν η Αμερική. Επίσης σημαντικό ρόλο έπαιξε το γεγονός ότι την περίοδο αυτή εντάθηκε το φαινόμενο του προστατευτισμού και των ανταγωνιστικών υποτιμήσεων με σκοπό την τόνωση της εθνικής οικονομίας, καθώς και το γεγονός ότι οι ΗΠΑ κατείχαν ένα μεγάλο μερίδιο του διεθνούς εμπορίου.

Η ύφεση στις Ηνωμένες πολιτείες είχε άμεση επίδραση στις χώρες που παρήγαγαν πρωτογενή αγαθά, ιδιαίτερα στη λατινική Αμερική. Αν και οι Ηνωμένες Πολιτείες ήταν ένας μικρός αγοραστής όσο αφορά τα δευτερογενή εμπορεύματα- βιομηχανικά αγαθά, κατείχαν μεγάλο ποσοστό στην αγορά των πρωτογενών αγαθών. Οι εισαγωγές της σε πρώτες ύλες ήταν περίπου το 40% του εμπορίου το 1927-28 ενώ κατείχε το μισό περίπου μερίδιο των εξαγωγών βιομηχανικών προϊόντων το 1925-29. Η μείωση των εισαγωγών των ΗΠΑ αποδυνάμωσε το παγκόσμιο εμπόριο και άσκησε πιέσεις στους εμπορικούς εταίρους μεταδίδοντας τους την δύσκολη οικονομική κατάσταση την οποία βίωναν (Bernanke, 1983). Η ύφεση στην παραγωγή άσκησε άμεση επίδραση στις εξαγωγές εμπορευμάτων των χωρών που προμήθευαν τις Η.Π.Α. Αυτό οδήγησε σε μια μείωση των τιμών στα πρωτογενή αγαθά και προκάλεσε μια απότομη μείωση στην αγοραστική δύναμη των εξαγωγέων κάνοντας την κατάσταση ιδιαίτερα δύσκολη. Ακόμα και όταν η άμεση επίδραση της Αμερικανικής μείωσης ήταν μικρή οι χώρες επηρεάστηκαν μέσω των προκληθεισών πολιτικών αλλαγών.

Η οικονομική κρίση ξεκινά από τις ΗΠΑ και στη συνέχεια απλώνεται στον υπόλοιπο κόσμο. Σύμφωνα με τους Friedman και Friedman (1980) τα στοιχεία δείχνουν ότι το πολύτιμο μέταλλο συσσωρεύεται στα θησαυροφυλάκια της Fed της Νέας Υόρκης και εκρέει από τις υπόλοιπες χώρες. Ο λόγος είναι ότι ο αντιπληθωρισμός κάνει πιο ανταγωνιστικά τα προϊόντα στις διεθνείς αγορές και άρα αυξάνονται οι εξαγωγές ενώ μειώνονται οι εισαγωγές. Υπό αυτές της συνθήκες εξισορρόπηση στο ισοζύγιο συναλλαγών επέρχεται από την εισροή χρυσού. Τα αντίστροφα φαινόμενα παρατηρούνται σε υπόλοιπες χώρες οι οποίες υφίστανται την κρίση που ξεκίνησε στις ΗΠΑ και στη συνέχεια διαδόθηκε (Τσουλφίδης, 2003 σελ.262). Το 1929, κατά προσέγγιση ο μισός από τον παγκόσμιο χρυσό ήταν στις Ηνωμένες Πολιτείες και στην Γαλλία. Η Γαλλία βίωσε μια ξαφνική συσσώρευση χρυσού η οποία αύξησε το παγκόσμιο μερίδιο της από 7% το 1927 σε 27% το 1932, όταν όμως η εισροή χρυσού σταμάτησε τότε η χώρα οδηγήθηκε σε μια μεγάλη κρίση (Crafts & Fearon, 2010). Ο Irwin (2010) συμπέρανε ότι η Γαλλία ήταν υπεύθυνη για τον παγκόσμιο αντιπληθωρισμό που προκλήθηκε το 1929-1933. Υπολόγισε ότι με την τακτική τους αυτή να συσσωρεύουν χρυσό η FED και η Τράπεζα

της Γαλλίας προκάλεσαν το 30% της πτώσης των τιμών που σημειώθηκε το 1930 και το 1931. Οι χώρες που είχαν έλλειψη χρυσού θα έπρεπε να ακολουθήσουν περιοριστικές νομισματικές πολιτικές. Αν και οι νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές εφαρμόστηκαν για να υπερασπιστούν τον «χρυσό κανόνα» και όχι για να μειώσουν την παραγωγή και να αυξήσουν την ανεργία το αποτέλεσμα ήταν μια παγκόσμια νομισματική συρρίκνωση η οποία έθεσε σε κίνηση τη παγκόσμια οικονομική ύφεση (Crafts & Fearon 2010).

Τα φαινόμενα αυτά οδήγησαν σε συρρίκνωση του παγκόσμιου εμπορίου και σε περαιτέρω υποχώρηση της διεθνούς οικονομικής δραστηριότητας (Διεύθυνση οικονομικών μελετών ΤτΕ 2010)

Σύμφωνα με τον Bernanke (1983) το γεγονός ότι η μεγάλη οικονομική κρίση χτύπησε χώρες που δεν είχαν προβλήματα στο τραπεζικό τομέα δεν αντικρούει το γεγονός ότι το πρόβλημα στο τραπεζικό περιβάλλον καθώς και τα προβλήματα χρέους ήταν σημαντικά στις Ηνωμένες Πολιτείες. Επιπλέον, η ανάλυσή του στο εσωτερικό του οικονομικού συστήματος διαπιστώνει μερικές από τις διεθνείς οικονομικές δυσκολίες της περιόδου καθώς και την άμεση διεθνής διάδοση των οικονομικών κρίσεων από χώρα σε χώρα.

## **2.5 Από την κρίση στην ανάκαμψη**

Η πτώση της οικονομικής δραστηριότητας σε ολόκληρο τον κόσμο έφτασε στο τέλος της το 1932-1933 παρόλο που υπήρχαν ακόμα σημαντικές ρωγμές όσο αναφορά την παράγωγη και οικονομική κατάσταση κάποιων χωρών και μετά το 1933 (Crafts & Fearon 2010). Από την άνοιξη του 1933 η αμερικανική οικονομία άρχισε να ανακάμπτει, αν και έως το τέλος της δεκαετίας συνέχισε να υπολείπεται σε σχέση με τα προ του 1929 επίπεδα. (Διεύθυνση Οικονομικών μελετών, ΤτΕ 2009)

Ακόμα το 1937 το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν δεν είχε φτάσει τα επίπεδα που ήταν πριν το 1929 αφού υπολείπονταν κατά περίπου 5% (Crafts and Fearon, 2010). Η ανεργία ήταν 25% το Μάρτιο του 1933 και συνέχιζε να αυξάνεται μέχρι το 1941 (Parker, 2007). Τέλος ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής το 1932 με έτος βάσης το 1929 με τιμή 100, το 1932 για τις ΗΠΑ ήταν 53 για τη Γερμανία 53 ενώ την Ιαπωνία 98 (Κωστής, 1989 σελ.22).

Αλλαγές στην οικονομική πολιτική είναι αυτές που έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην προώθηση της οικονομικής ανάκαμψης. Στις ΗΠΑ η εκλογή του Roosevelt το 1933 μετά τον Hoover, εγκαινίασε καινούργιες συμφωνίες και τόλμησε την εφαρμογή νέων πολιτικών μέτρων. Μετά από την εκλογή του νέου προέδρου η νέα νομισματική και δημοσιονομική πολιτική που ακολουθήθηκε ήταν περισσότερο επεκτατική απ ότι πριν και συνετέλεσε στην

τόνωση και ανάκαμψη της οικονομίας. Τον επόμενο μήνα οι ΗΠΑ άφησαν πίσω τους τον «κανόνα του χρυσού» και ακολούθησε το κλείσιμο των τραπεζών για 3 ολόκληρες μέρες, για έλεγχο των βιβλίων τους (Parker, 2007).

Απο τα πρώτα μέτρα που πάρθηκαν ήταν το πρόγραμμα αρωγής που θα υλοποιούσε ο Reconstruction Finance Corporation (ένας ανεξάρτητος οργανισμός των ΗΠΑ που καθιερώθηκε από το αμερικανικό Κογκρέσο το 1932), ο οποίος διέθεσε μεγάλα ποσά για να ενισχύσει την ρευστότητα των τραπεζών (Parker 2007). Χορηγούσε μεγάλα ποσά και δάνεια σε ιδιωτικές τράπεζες που αλλιώς θα έκλειναν ή μια πίσω από την άλλη και σε επιχειρήσεις που οι πιστώσεις τους είχαν εξαντληθεί και η κατάσταση τους χειρότερη με την μέρα.

Πολύ σημαντικός παράγοντας ήταν η ανόρθωση, η αποκατάσταση του τραπεζικού συστήματος στις Ηνωμένες Πολιτείες, βάζοντας τέρμα στις χρεοκοπίες τραπεζών και μετριάζοντας τους πιστωτικούς τριγμούς. Πραγματικά, αυτό ήταν και βασική προτεραιότητα για τους νομοθέτες της χώρας. Η κεφαλαιοποίηση και η ρύθμιση εκ νέου τα δυο στοιχεία αυτά μαζί, κριθήκαν απαιτούμενα για την ανοδική πορεία της οικονομίας. Περίπου 4.000 τράπεζες δηλώθηκαν ως αφερέγγυες και χρεοκοπημένες και δεν τους επιτράπηκε να ξαναοίξουν μετά την αναγκαστική αργία των Τραπεζών. Ωστόσο, δημιουργία τραπεζικών υποκαταστημάτων σε ολόκληρο το δίκτυο της χώρας, συνεχίζονταν να απαγορεύεται (Crafts & Fearon 2010). Ο Calomiris (2010) παρατήρησε, ότι η νομοθεσία σχεδιάστηκε για να υποστηρίξει το λεγόμενο unit banking το οποίο ίσχυε μέχρι τότε και αποτελούσε ακόμη τη βασική δομική αδυναμία του συστήματος, περιόριζε τον ανταγωνισμό και ήταν η βασική πηγή της τραπεζικής αστάθειας.

Με σκοπό την αποτελεσματικότερη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος τέθηκε σε ισχύ ο νόμος για την προστασία των καταθέσεων ο λεγόμενος « Glass Steagall Bill» ο οποίος είχε ψηφιστεί το Φεβρουάριο του 1932 και έθεσε τέλος στην ανησυχία των πολιτών για την ασφάλεια των καταθέσεων τους (Parker, 2007). Η ασφάλεια των καταθέσεων έγινε μόνιμη υπό την αιγίδα του Συμβουλίου Ασφαλείας καταθέσεων (federal deposit insurance corporation FDIC).

Τα συστήματα εγγύησης καταθέσεων (ΣΕΚ) αποτελούνται από ένα σύνολο νόμων και διαδικασιών για την εξασφάλιση των καταθετών και συνήθως αποτελούν τμήμα ενός ευρύτερου συστήματος εποπτείας. Τα ΣΕΚ αποσκοπούν στην κάλυψη των καταθετών σε περίπτωση αδυναμίας μιας τράπεζας να αποδώσει τις καταθέσεις στους δικαιούχους. Έτσι, η ύπαρξη των ΣΕΚ συντελεί στην αποφυγή δημιουργίας πανικού και προάγει τη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος. Επίσης, η ύπαρξη της εγγύησης καταθέσεων έχει ως συνέπεια το χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών (Επίσκοπος, 2008).

Ακολούθησε ο νόμος «Glass Steagall Act» γνωστός ως Banking Act που ψηφίστηκε τον Ιούνιο του 1933 και αφορούσε την αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα (Κλωντελ 1993). Ο νόμος αυτός κάλυπτε πολλά πράγματα αλλά βασικό χαρακτηριστικό ήταν να ξεχωρίσουν οι τράπεζες από τις επενδυτικές τράπεζες. Δηλαδή μια χρηματιστηριακή εταιρεία, δεν μπορούσε να δέχεται καταθέσεις. Επίσης μια τράπεζα, δεν μπορούσε να πουλά μετοχές. Για τις εμπορικές τράπεζες προβλέπονταν ένα αυστηρό κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας που περιλάμβανε τον περιορισμό των κινδύνων τους οποίους μπορούσαν να αναλάβουν ενώ αντίθετα οι επενδυτικές υπόκειντο σε λιγότερο αυστηρό κανονιστικό πλαίσιο αφού από την φύση τους δεν κινδύνευαν από πανικό καταθέσεων (Προβόπουλος, 2009 σ.2) Ο λόγος που το έκαναν αυτό ήταν διότι, ήθελαν να περιορίσουν την μόχλευση από την μεριά των επενδυτών και να μην επιτρέψουν στις επενδυτικές τράπεζες να εμπλέκονται με καταθέσεις. (Parker 2007)

Τέλος, θεσπίστηκε ένας νόμος που ρύθμιζε την κεφαλαιαγορά των Ηνωμένων Πολιτειών ήταν ο «Νόμος περί Κεφαλαιαγοράς του 1934» (Securities Exchange Act of 1934). Η κύρια αποστολή το νόμου ήταν η προστασία των επενδυτών και η εξασφάλιση της διαφάνειας των συναλλαγών στην κεφαλαιαγορά. Οι νόμοι και οι κανόνες της κεφαλαιαγοράς στις Ηνωμένες Πολιτείες βασίζονταν στην απλή αρχή ότι κάθε συναλλασσόμενος, θα πρέπει να έχει πρόσβαση σε κάποιες βασικές πληροφορίες σχετικά με την επένδυση την οποία σχεδιάζει να πραγματοποιήσει. Επίσης καθιερώθηκαν τα απαιτητά περιθώρια στα τραπεζικά δάνεια με σκοπό την αγορά μέτοχων ή άλλων επενδυτικών προϊόντων (Parker ,2007)

Ένα βασικό κίνητρο για την ανάκαμψη στις Ηνωμένες Πολιτείες ήταν η νομισματική πολιτική που ακολουθήθηκε, καθώς υπήρξε πολύ γρήγορη αύξηση στην ποσότητα χρήματος που κυκλοφορούσε μετά το 1933 η οποία επηρεάστηκε και από την εισροή χρυσού που σημειώθηκε στις Ηνωμένες Πολιτείες. Οι μεγάλες εισροές χρυσού από την Ευρώπη προς τις ΗΠΑ, εξαιτίας τόσο της υποτίμησης του δολαρίου το 1932 όσο και της επιδείνωσης της πολιτικής κατάστασης στην κεντρική Ευρώπη, επέφεραν αύξηση της προσφοράς χρήματος στην αμερικανική αγορά και διευκόλυναν την παροχή δανείων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. (Διεύθυνση Οικονομικών μελετών, ΤτΕ 2009)

Μετά το 1933 υιοθετήθηκαν πολλές πολιτικές ως μέρος του γνωστού προγράμματος New Deal του Προέδρου Franklin Roosevelt. Το National Industry Recovery Act (NIRA) επίσημα γνωστό ως νόμος της 16ης Ιουνίου 1933 ιδρύθηκε με σκοπό να αυξήσει τις τιμές και τους μισθούς. Ήταν ένας νόμος για να ρυθμίσει τη βιομηχανία και να δώσει άδεια σε σχηματισμό καρτέλ και μονοπωλιακών συνθηκών στην αγορά σε μία προσπάθεια να υποκινηθεί η



οικονομική ανάκαμψη. Παρόμοιο ήταν το πρόγραμμα Agricultural Adjustment Act του 1933 σχεδιασμένο να μειώσει την γεωργική σοδειά και να αυξηθούν έτσι οι τιμές των γεωργικών προϊόντων. Το 1936 και τα δυο προγράμματα θεωρήθηκαν αντισυνταγματικά. Επίσης είχαν δημιουργηθεί κάποιοι κυβερνητικοί οργανισμοί όπως οι Public works Administration, civilian conservation corps οι οποίοι είχαν σκοπό να ανακουφίσουν κατευθείαν τον πολίτη βρίσκοντας δουλειά στους ανέργους ή βοηθώντας με διάφορους άλλους τρόπους.

Όλα αυτά τα διαρθρωτικά προγράμματα για την έξοδο από την κρίση σίγουρα κόστιζαν πολύ και προφανώς το κράτος δεν είχε την οικονομική δυνατότητα να τα χρηματοδοτήσει καθώς ο ισολογισμός του ήταν ήδη επιβαρυνμένος. Για να χρηματοδοτήσουν όλη τη νέα νομοθεσία, τα κυβερνητικά έξοδα αυξήθηκαν. Τα κρατικά έξοδα το 1916 ήταν \$697 εκατομμύρια ενώ το 1936 ήταν \$9 δισεκατομμύρια. Η κυβέρνηση αύξησε την φορολογία κυρίως για τα ψηλά εισοδηματικά στρώματα. Το έλλειμμα καλύφθηκε εν μέρει από τους φόρους και το δανεισμό χρημάτων μέσω πώλησης των κυβερνητικών ομολόγων. Εν τω μεταξύ, το εθνικό χρέος σκαρφάλωσε σε πρωτοφανή ύψη (<http://www.u-s-history.com/pages/h1851.html>). Ο Fishback (2010) επισήμανε ότι οι καινούριες συμφωνίες χρηματοδοτήθηκαν σε μεγάλο βαθμό από την αύξηση των φόρων και υπογράμμισε ότι οι άμεσες συνέπειες της ώθησης του δημοσιονομικού προβλήματος ήταν μέρος της επίλυσης του γενικότερου οικονομικού προβλήματος, ενώ αποτέλεσε σημαντικό αλλά μικρό κομμάτι της ανάκαμψης της οικονομίας από το 1933 (Crafts and Fearon 2010).

Δυο είναι οι προεξέχουσες απόψεις για το τι είναι αυτό που έβγαλε οριστικά τις ΗΠΑ από την μεγάλη οικονομική κρίση. Πρώτον η Αμερικανική είσοδος στον Δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, και τα κυβερνητικά έξοδά τα οποία προκάλεσε αυτό. Σύμφωνα με αυτό αν και η Αμερικανική οικονομία το 1941, είχε αρχίσει να αφήνει πίσω της την άσχημη οικονομική ύφεση την οποία πέρασε, ο πόλεμος εν τούτοις κίνησε την οικονομία μακριά από την κρίση (Steindl, 2007). Κατά τους οικονομολόγους, η έναρξη του Β' Παγκοσμίου Πολέμου τερμάτισε την περίοδο της Μεγάλης Ύφεσης. Στην Ευρώπη, την περίοδο 1937-39 η αύξηση των κρατικών δαπανών για την προετοιμασία των χωρών για τον πόλεμο αύξησε την παραγωγή και μείωσε την ανεργία (Διεύθυνση Οικονομικών μελετών, ΤτΕ 2009). Η δεύτερη προεξέχουσα άποψη, βλέπει τη νομισματική επέκταση, η οποία άρχισε την άνοιξη 1933, ως κύριο λόγο για το τέλος της ύφεσης (Steindl, 2007).

Μήπως τελικά έχουν δίκιο αυτοί που υποστηρίζουν ότι στην ουσία ο Δεύτερος παγκόσμιος πόλεμος ήταν αυτό που έθεσε τέλος στη μεγάλη ύφεση; Ας δεχτούμε ότι ο πόλεμος συνέχισε την ανάκαμψη ώστε να βγει η χώρα από την κρίση, ήδη όμως όπως είπαμε και ποιο πριν, από

το 1933 είχε αρχίσει η ανοδική πορεία της οικονομίας. Συνεπώς η διακυβέρνηση του Roosevelt καθώς και το New Deal επέφεραν σημαντικά αποτελέσματα και σίγουρα ενθάρρυναν τους πολίτες να γίνουν οικονομικά περισσότερο δραστήριοι καθώς και ανακούφισαν τις ανησυχίες τους.

## 2.6 Το χρονικό της μεγάλης ύφεσης του μεσοπόλεμου.

Παρουσιάζουμε στη συνέχεια τη σύνοψη των χρονικών συμβάντων της μεγάλης κρίσης του 1929 σε ένα πίνακα

1929	
Αύγουστος-Σεπτέμβριος	Μετά από μια περίοδο διαρκούς και έντονης ανοδικής πορείας, που αποτελούσε ένδειξη συνθηκών ευημερίας, γρήγορου πλουτισμού και χρηματιστηριακής ευφορίας, οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης εμφάνισαν έντονη μεταβλητότητα. Οι αναλυτές θεώρησαν ότι η μείωση των τιμών είναι προσωρινή και οφείλεται σε εξωγενή αίτια. Η πτώση όμως των τιμών αποτέλεσε την απαρχή της διόρθωσης των μεγεθών της οικονομίας, καθώς οι πωλήσεις βιομηχανικών και διαρκών καταναλωτικών αγαθών, τα κέρδη και η κατασκευαστική δραστηριότητα είχαν ήδη αρχίσει να υποχωρούν πολύ πριν από την υποχώρηση των τιμών των μετοχών.
24 Οκτωβρίου	“Μαύρη Πέμπτη”. Μαζικές ρευστοποιήσεις μετοχών. Αποθησαύριση διαθεσίμων
25 Οκτωβρίου	Από το βράδυ της προηγούμενης ημέρας η J.P. Morgan προβαίνει σε μαζική αγορά μετοχών με την ελπίδα ανακοπής της πτωτικής τροχιάς. Την ακολουθούν και άλλοι.
28 Οκτωβρίου	Νέο κύμα πωλήσεων μετοχών.
29 Οκτωβρίου	“Μαύρη Τρίτη”. Καθολική και απότομη πτώση των τιμών των μετοχών.
13 Νοεμβρίου	Ο δείκτης τιμών μετοχών προσεγγίζει τη χαμηλότερη τιμή του.
1930	
Φεβρουάριος	Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αντιδρά με μείωση των επιτοκίων της από 6% σε 4% και με την αγορά δημόσιων χρεογράφων που κατέχουν οι εμπορικές τράπεζες αυξάνει την ποσότητα χρήματος στην οικονομία.
Μάιος	Απότομη μείωση των πωλήσεων αυτοκινήτων.
17 Ιουνίου	Προστατευτισμός. Επιβολή δασμών στα εισαγόμενα αγαθά. Έγκριση από το Κογκρέσο του νόμου Smoot-Haw-ley Tariff Act. Το παράδειγμα των ΗΠΑ ακολουθούν και οι άλλες χώρες. Το τελικό αποτέλεσμα είναι η μείωση του διεθνούς εμπορίου κατά 50% και η επιδείνωση της ύφεσης.
Τέλος έτους	Πανικός καταθετών. Η κατάρρευση των τιμών των μετοχών και η μείωση του εισοδήματος οδηγούν τους αποταμιευτές να αποσύρουν τις καταθέσεις τους από τις τράπεζες. Εξαιτίας όμως των πολύ χαμηλών αποθεματικών που διακρατούσαν, οι τράπεζες αδυνατούν να επιστρέψουν τις καταθέσεις, τροφοδοτώντας περαιτέρω τον πανικό. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ δεν αντιδρά.
1931	
	Τίθεται σε κίνηση ένας φαύλος κύκλος ύφεσης και μείωσης του επιπέδου των τιμών.
Μάιος	Πτώχευση της Kredit Anstalt, της μεγαλύτερης τράπεζας της Αυστρίας. Πανικός των καταθετών σε ΗΠΑ και Ευρώπη. Νέα πτώση του ΑΕΠ και αύξηση της ανεργίας. Οι οικονομικές αρχές όμως δεν αντιδρούν άμεσα.
21 Σεπτεμβρίου	Η Μεγάλη Βρετανία εγκαταλείπει τον κανόνα χρυσού-συναλλάγματος.
Οκτώβριος-Νοέμβριος	Ο πρόεδρος Χούβερ παροτρύνει τις μεγαλύτερες τράπεζες της χώρας να συστήσουν την κοινοπραξία National Credit Corporation για την πιστωτική διευκόλυνση των πελατών τους.

Οκτώβριος-Δεκέμβριος	Οι ΗΠΑ δεν ακολουθούν τη Μεγάλη Βρετανία στην έξοδό της από τον κανόνα χρυσού και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αυξάνει τα επιτόκια στην προσπάθειά της να προασπίσει το δολάριο.
1932	
	Με το νόμο Federal Home Loan Bank Act η κυβέρνηση των ΗΠΑ προσπαθεί να αναθερμάνει την κατασκευαστική δραστηριότητα και να αποτρέψει τις κατασχέσεις κατοικιών.
Απρίλιος-Ιούλιος	Πτώση των επιτοκίων. Πράξεις ανοικτής αγοράς από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ για την αύξηση της ρευστότητας.
21 Ιουλίου	Ο νόμος Emergency Relief and Construction Act αποτελεί τη σημαντικότερη νομοθετική ρύθμιση, η οποία επιτρέπει την αύξηση των δαπανών για δημόσια έργα. Υιοθετείται αργότερα και από τον πρόεδρο Ρούσβελτ και αποτελεί μέρος του “New Deal”.
4 Νοεμβρίου	Προεδρικές εκλογές. Εύκολη νίκη του Φραγκλίνου Ρούσβελτ επί του απερχόμενου προέδρου Χούβερ. Έλεγχος του Κογκρέσου από τους Δημοκρατικούς. Εγκαινιάζεται η εποχή του New Deal, σε αντιδιαστολή με το καθεστώς laissez-faire του Χούβερ.
1933	
	Πρώτο “New Deal”. Η πολιτική του Ρούσβελτ προσανατολίζεται στην αναδιανομή του πλούτου υπέρ των πτωχότερων, αλλά μέσω ισοσκελισμένου προϋπολογισμού. Ψηφίζεται σωρεία νομοθετημάτων με στόχο την αύξηση των κρατικών δαπανών και την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας, την ανακούφιση των περισσότερο πληγέντων από την κρίση και τη ρύθμιση της λειτουργίας των αγορών (Securities Act, Agricultural Adjustment Act, νόμος για τη σύσταση της National Recovery Administration, Glass-Steagall Act).
Μάρτιος	Κορύφωση της ύφεσης. Αύξηση της ανεργίας στο 25%, μαζικές κατασχέσεις ακινήτων, αδυναμία των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων να αποπληρώσουν τα δάνεια που είχαν συνάψει πριν από την κρίση. Νέος πανικός στις τράπεζες. Συνολικά 10.000 τράπεζες (το 40% του συνόλου) πτωχεύουν ή διακόπτουν τις εργασίες τους. Υποτίμηση του δολαρίου και αποδέσμευση του από τον κανόνα χρυσού.
Απρίλιος	Η κατοχή χρυσού από ιδιώτες κηρύσσεται παράνομη.
6 Απριλίου	Αργία τραπεζών (bank holiday). Η κυβέρνηση Ρούσβελτ διακόπτει κάθε τραπεζική εργασία για τέσσερις ημέρες. Οι τεχνοκράτες στο διάστημα αυτό επεξεργάζονται το σχέδιο νέου τραπεζικού νόμου.
16 Ιουνίου	Τραπεζικός νόμος. Προσωρινό σχέδιο για την παροχή ενός κατώτατου ορίου εγγύησης των καταθέσεων. Τροπολογία του Federal Reserve Act για τη δημιουργία του Οργανισμού Εγγύησης Καταθέσεων (Federal Deposit Insurance Corporation).
1934	
Πρώτα σημάδια ανάκαμψης. Αύξηση του ΑΕΠ κατά 7,7% και μείωση της ανεργίας στο 21,7%.	
1935	
Δεύτερο “New Deal”. Εφαρμογή προγράμματος κοινωνικής ασφάλισης. Νέος τραπεζικός νόμος. Μόνιμη η λειτουργία του Οργανισμού Εγγύησης Καταθέσεων.	

Πηγή: Διεύθυνση Οικονομικών μελετών, ΤτΕ (2009 σελ.16)

## Κεφάλαιο 3. Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008

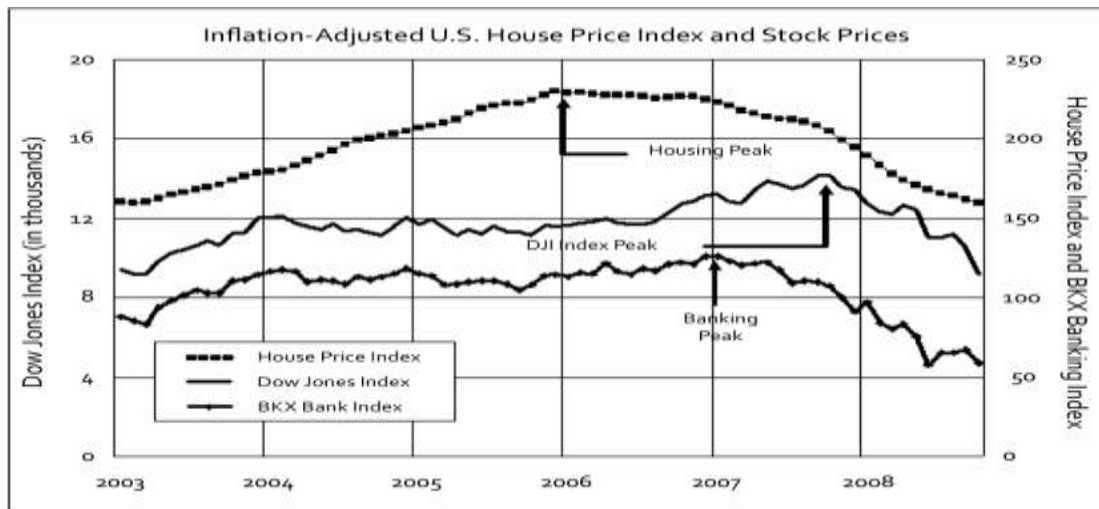
### 3.1 Εισαγωγικά στοιχεία

Όταν ο Olivier Blanchard, πρόεδρος του ΔΝΤ μέχρι το Σεπτέμβριο του 2008, ρωτήθηκε αν υπάρχει πιθανότητα να έχουμε μια οικονομική ύφεση παρόμοια του 1929, απάντησε ότι η πιθανότητα είναι "σχεδόν μηδέν." Πρόσθεσε, "έχουμε μάθει μερικά πράγματα τα τελευταία 80 χρόνια!" (Mankiw, 2008)

Παρ όλα αυτά η διεθνής οικονομία βρίσκεται σήμερα αντιμέτωπη με τη μεγαλύτερη ύφεση μετά το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου. Η χρηματοοικονομική κρίση, που ξεκίνησε στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης (subprime mortgages) των ΗΠΑ το καλοκαίρι του 2007 μετατράπηκε ραγδαία σε κρίση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και μεταφέρθηκε στην πραγματική οικονομία με ταχύ ρυθμό.

Η διαδοχική μετάδοση της κρίσης από τον ένα τομέα της οικονομίας στο άλλον είναι εμφανές στο διάγραμμα 9. Η αγορά κατοικίας φτάνει στο ανώτατο σημείο το 2006 και στη συνέχεια αρχίζει να φθίνει, Μέσω των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και λόγω του ότι οι τιμές των ακινήτων άρχισαν να μειώνονται, η ύφεση μεταδόθηκε και στο τραπεζικό τομέα όπου η αξία μειώθηκε μετά την κορύφωση του το 2007\_σύμφωνα με τον δείκτη Keefe, Bruyette & Woods BKX\_ένα δείκτη αποδοτικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τέλος αυτή η κρίση πέρασε και στην χρηματιστηριακή αγορά καθώς ο δείκτης Dow Jones μετά τα μέσα του 2007 άρχισε να υποχωρεί (Gjerstad, and Smith, 2009 σελ.288).

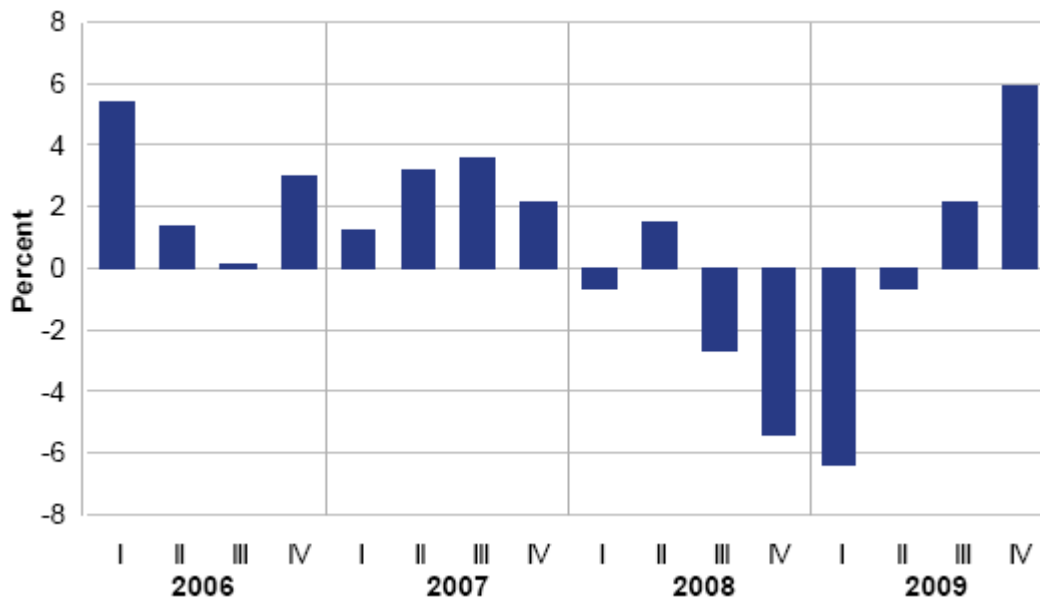
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9: Διαδοχική μετάδοση της κρίσης στην οικονομία.



Πηγή: (Gjerstad, and Smith, 2009 σελ.288)

Σύμφωνα με το Εθνικό Κέντρο Οικονομικών Ερευνών (NBER – National Bureau of Economic Research) το Δεκέμβριο του 2008 χαρακτηρίστηκε επίσημα για πρώτη φορά η οικονομική κρίση που έπληττε την αμερικανική οικονομία ως ύφεση, καθώς πληρούσε τα αναγκαία κριτήρια: αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης, οξεία αύξηση της ανεργίας, πτώση της ιδιωτικής κατανάλωσης και της καταναλωτικής εμπιστοσύνης, υποχώρηση της μεταποιητικής και εμπορικής δραστηριότητας, περιστολή του τραπεζικού δανεισμού προς τις επιχειρήσεις και επιχειρηματική απο-επένδυση κλπ. Σύμφωνα με την ανακοίνωση του NBER, μάλιστα, η οικονομία των ΗΠΑ είχε εισέλθει σε ύφεση ήδη από το Δεκέμβριο του 2007 (Παπαδόπουλος,2010).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10: Πραγματικό ΑΕΠ ΗΠΑ, 2006-2009  
(τριμηνιαία ποσοστιαία μεταβολή)



Πηγή: Παπαδόπουλος (2010, σελ.5)

Αν και για κάποιους η κρίση αποτέλεσε έκπληξη εντούτοις, για κάποιους άλλους ήταν κάτι το αναμενόμενο. Ο John Paulson, διαχειριστής hedge fund, (κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου) πρόβλεψε σωστά την καταστροφή των subprime και κέρδισε \$3,7 δισεκατομμύρια το 2007 (Allen – Carletti, 2008). Η ένταση και η διάρκεια της κρίσης, ιδίως μετά την δραματική επιδείνωσή της στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008, τους εξέπληξε όλους. Μια σειρά από γεγονότα, που μέχρι πριν από 4 χρόνια φάνταζαν απίθανο να συμβούν, οδήγησαν τους παγκόσμιους ρυθμούς ανάπτυξης σε απότομη πτώση και εκτόξευσαν την ανεργία και την ανασφάλεια στο σύνολο σχεδόν των χωρών. Οι εξαγωγικές χώρες επλήγησαν περισσότερο, καθώς το τελευταίο τρίμηνο του 2008, το διεθνές εμπόριο υπέστη καθίζηση (Χαρδούβελης, 2009).

Καθώς η κρίση εκτυλίσσονταν, η ένταση και η έκτασή της αύξαναν συνεχώς, αναγκάζοντας κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες, αναλυτές, επενδυτές, επιχειρηματίες και καταναλωτές να αναθεωρούν συνεχώς τις αντιλήψεις τους και τις προσδοκίες τους. Οι αδυναμίες και οι στρεβλώσεις του τραπεζικού συστήματος κρύβονταν καλά πίσω από μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα και επενδυτικές τράπεζες μέχρι που ο Τύπος, συγκεκριμένα ο Economist, πρόβλεπε ότι οι τιμές κατοικίας στις ΗΠΑ και διάφορες άλλες χώρες ήταν μια φούσκα και δεν θα διαρκούσαν για πολύ. Αν και η πτώση των τιμών, που είναι η θεμελιώδης αιτία της κρίσης είχε προβλεφτεί από κάποιους, τα αποτελέσματα που θα προκαλούσε στους χρηματοδοτικούς

οργανισμούς και τις αγορές δεν τα είχαν καν φανταστεί. Ειδικότερα, δεν είχαν καταλάβει την έννοια της μόχλευσης και το ρόλο που θα έπαιζε στην κρίση.

Με σκοπό την αντιμετώπιση της κρίσης πάρθηκαν μέτρα τα οποία όχι μόνο δεν είχαν προηγουμένο πριν την κρίση αλλά φάνταζαν ξένα με τα τότε δεδομένα, όπως η κρατικοποίηση τραπεζών. Είναι αξιοσημείωτο ότι έως το 2007, οικονομολόγοι και αναλυτές αναζητούσαν σε ποιόν να αποδώσουν τα εύσημα για την επίτευξη την τελευταία πενταετία του συνδυασμού υψηλών ρυθμών παγκόσμιας ανάπτυξης με ταυτόχρονο χαμηλό πληθωρισμό. Συγκεκριμένα στις 19/7/2007 ο δείκτης Dow Jones Industrial Average ξεπέρασε τις 14.000 μονάδες για πρώτη φορά. Δυο εβδομάδες αργότερα ο Λευκός Οίκος έδωσε στην δημοσιότητα ένα δελτίο πληροφόρησης όπου καυχιόταν για τις οικονομικές επιδόσεις της κυβέρνησης Μπους: “Οι αναπτυξιακές πολιτικές του προέδρου συμβάλουν στην ισχυρή ευέλικτη και δυναμική οικονομία μας” (Κρουγκμαν, 2009). Μέχρι το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης τον Αύγουστο του 2007, ήταν μια περίοδος ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης σε όλο τον κόσμο. Η οικονομική ανάπτυξη ήταν ακμάζουσα, ο πληθωρισμός ήταν χαμηλός, το διεθνές εμπόριο και οι χρηματικές ροές συνεχώς αναπτύσσονταν ενώ ο ανεπτυγμένος και αναπτυσσόμενος κόσμος βίωναν μια σημαντική οικονομική ευημερία. Αυτή η ευνοϊκή ισορροπία βασίστηκε, εντούτοις, σε τρεις τάσεις που καθώς περνούσε ο καιρός άρχισαν να εμφανίζουν αδυναμίες και προβλήματα. Πρώτον, οι τιμές των ακίνητων αυξάνονταν με υψηλό ποσοστό σε πολλές χώρες. Δεύτερον, διάφορες χώρες παρουσίαζαν ταυτόχρονα υψηλά και αυξανόμενα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών. Τρίτον, υπήρχε μεγάλη ρευστότητα ειδικότερα μεταξύ των καταναλωτών στις Ηνωμένες Πολιτείες και της Μεγάλης Βρετανίας (Obstfeld - Rogoff, 2009).

Λίγο αργότερα, το τοπίο άλλαξε δραματικά καθώς κύριο μέλημα όλων των αρμοδίων ήταν ο μετριασμός των σφοδρών συνεπειών της δεύτερης μεγαλύτερης κρίσης στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Βλέπουμε τις κεντρικές τράπεζες των χωρών που έχουν πληγεί από την παγκόσμια οικονομική ύφεση να χορηγούν ρευστότητα ώστε να κρατήσουν τις τράπεζες στην επιφάνεια, μειώνοντας τα επιτόκια αφήνοντας πίσω τους φόβους για πληθωρισμό φτάνοντας στο αντίθετο άκρο, τον αποπληθωρισμό. Μόνο μία φορά στο παρελθόν η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε μπροστά σε τέτοιο κίνδυνο, πριν από 80 χρόνια: την περίοδο που ονομάστηκε η ‘Μεγάλη Ύφεση’ στη δεκαετία του 1930 και αναλύσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο.



### 3.2 Η οικονομία των ΗΠΑ κατά τη δεκαετία του 2000.

Στα τέλη του 2000 η παγκόσμια οικονομία βρισκόταν σε φάση συνεχούς επιβράδυνσης σε όλες σχεδόν τις μεγάλες οικονομίες. Ο ρυθμός ανόδου του παγκοσμίου Ακαθαρίστου Εγχωρίου Προϊόντος (ΑΕΠ), μετά από συνεχείς προς τα κάτω αναθεωρήσεις, εκτιμάται τώρα ότι ήταν 2,1% το 2001, έναντι 4,4% το προηγούμενο έτος (<http://www.esee.gr/search.asp>). Οι εξελίξεις αυτές ήταν το συνδυασμένο αποτέλεσμα κυρίως: i) της δραστηκής προς τα κάτω αναθεώρησης των προσδοκιών αλλά και της πτώσης των νέων επενδύσεων και της κερδοφορίας στους κλάδους υψηλής τεχνολογίας, κυρίως εκείνων που συνδέονται με το Διαδίκτυο, το ηλεκτρονικό εμπόριο, την πληροφορική και τις τηλεπικοινωνίες, ii) της μεγάλης αύξησης των διεθνών ενεργειακών τιμών τη διετία 1999-2000, iii) της συνακόλουθης αύξησης του κόστους του χρήματος από τη σταδιακή αύξηση των βασικών επιτοκίων από τις Κεντρικές Τράπεζες των περισσότερων μεγάλων οικονομιών για συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων που ασκούσαν τόσο η διαρκής άνοδος της τιμής του πετρελαίου αλλά και του δολαρίου για τις εκτός ΗΠΑ οικονομίες, όσο και οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης και τέλος iv) των τρομοκρατικών επιθέσεων της 11ης Σεπτεμβρίου 2001 στις ΗΠΑ οι οποίες έπληξαν ιδιαίτερος τη δραστηριότητα και την απασχόληση σε κλάδους όπως των αερομεταφορών και του τουρισμού, μείωσαν δραματικά τους δείκτες της επιχειρηματικής εμπιστοσύνης και των καταναλωτικών προσδοκιών και αύξησαν την αβεβαιότητα και τη μεταβλητότητα στις διεθνείς αγορές.<sup>4</sup>

Ύστερα από την κρίση, η οποία είχε πλήξει τις μετοχές των εταιρειών πληροφορικής και επικοινωνίας, η Αμερική προχώρησε συνειδητά σε επεκτατική οικονομική πολιτική έτσι ώστε να στηρίξει τη συγκυρία και να επιτρέψει στις επιχειρήσεις να ξεχρεωθούν από το αβάστακτο δανειακό φορτίο που είχαν αναλάβει στην ανοδική πορεία του χρηματιστηριακού κύκλου της δεκαετίας του '90. Η αμερικανική οικονομία γλιστρούσε στον κατήφορο του αποπληθωρισμού. Λογω αυτής ακριβώς της κατάστασης, ο Alan Greenspan πήρε την απόφαση να προχωρήσει σε μια σταθερή πολιτική ενίσχυσης της ανάπτυξης, πολιτική η οποία είχε αρχικά σχεδιαστεί ως βραχυπρόθεσμος χειρισμός.

Τα επιτόκια διατηρήθηκαν για μεγάλο χρονικό διάστημα στο 1%, πράγμα που ισοδυναμούσε με αρνητικά πραγματικά επιτόκια (και τούτο, παρά τον πολύ χαμηλό πληθωρισμό). Το επιτόκιο μειώθηκε έντεκα φορές κατά τη διάρκεια του 2001, από το 6,5%, στο 1,75% στις 11 Δεκεμβρίου, το χαμηλότερο επίπεδο από το 1961. Επίσης, η FED χαμήλωσε

---

<sup>4</sup> <http://www.esee.gr/UploadFiles/Documents/Research%20ESEE/Etisia2001/1.pdf>

το επιτόκιο όχι λιγότερο από 27 φορές από το 2001 έως το 2003 με σκοπό να διατηρήσει την απαιτούμενη επεκτατική πολιτική (Wim 2009).

Ακόμα ψηφίστηκαν έκτακτα δημοσιονομικά μέτρα τόνωσης της εγχώριας ζήτησης ύψους 130 δις δολ. Παρά τις αλληπάλληλες μειώσεις των επιτοκίων, ο πληθωρισμός μετρούμενος με τον ΔTK (Δείκτης Τιμών Καταναλωτή) υποχώρησε κατά 0,3 εκατοστιαίες μονάδες το 2001, στο 3,0%, ενώ το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε από το 4% το 2000 στο 4,7% το 2001. Το εμπορικό έλλειμμα των ΗΠΑ μειώθηκε στο 4,3% του ΑΕΠ το 2001, ενώ το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών περιορίστηκε, από το 4,4% του ΑΕΠ το 2000 στο 3,7% το 2001. (<http://www.esee.gr/search.asp>).

Κεφάλαια ανευρίσκονταν πολύ φθηνά στις πιστωτικές αγορές για βραχυπρόθεσμες διάρκειες, οπότε οι τράπεζες είχαν τη δυνατότητα να διαμορφώσουν νέα προωθημένα πρότυπα δανεισμού. Αυτό οδήγησε σε μαζική ανάπτυξη της αγοράς ακινήτων. Τα χαμηλά επιτόκια και η υπερβολική χορήγηση πιστώσεων βοήθησε στη δημιουργία της στεγαστικής φούσκας. Παρόμοιες φούσκες υπήρξαν και σε άλλα μέρη του κόσμου, και κυρίως στο Ηνωμένο Βασίλειο, στην Ισπανία και στην Αυστραλία. Αυτό που διαφοροποίησε τη στεγαστική φούσκα των ΗΠΑ από των υπολοίπων χωρών είναι το μέγεθος και η σημασία της στην παγκόσμια οικονομία και στο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα. Σε αντίθεση με τη φούσκα της Ισπανίας που έμεινε στην αφάνεια, η φούσκα των ΗΠΑ επηρέασε το οικονομικό περιβάλλον λόγω του ότι τίτλοι με ενυπόθηκα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης είχαν διανεμηθεί σε όλο τον κόσμο.

Πολλά νοικοκυριά μπόρεσαν να αναλάβουν μεγάλο δανειακό βάρος, λόγω του ότι η αμερικανική αγορά ακινήτων γνώρισε ραγδαία ανάπτυξη. Η τιτλοποίηση οδήγησε σε εύρεση πελατείας σε όλο και φτωχότερες ζώνες πληθυσμού, με όλο και χαμηλότερα εισοδήματα. Έτσι οι επιχειρήσεις που είχαν υπερδανειστεί στη φάση ανάπτυξης της τεχνολογικής φούσκας κατάφεραν να ξεχρεωθούν, τη στιγμή ακριβώς που τα νοικοκυριά χρεώνονταν μαζικά. Εκείνο που είδαμε να συμβαίνει ήταν αληθινή μετάβαση από το χρέος των επιχειρήσεων στο χρέος των νοικοκυριών. Μετά το 2003 η συγκυρία στηρίζεται, πλέον, κατά πολύ στην κατανάλωση η οποία ενθαρρύνεται από τη μείωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της Fed.

### 3.3 Αιτίες της κρίσης

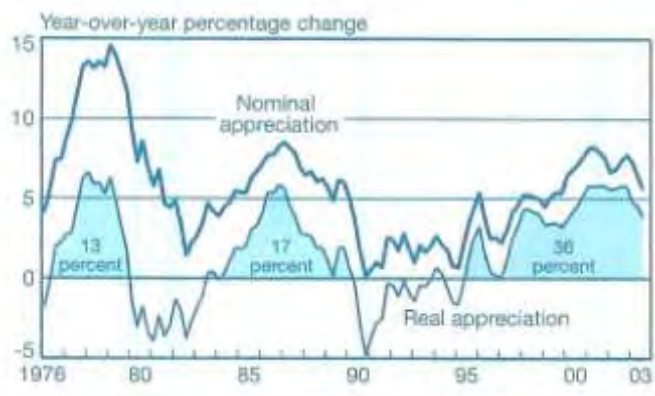
Τα αίτια της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης είναι βαθύτερα και προέρχονται από την αδυναμία του παγκόσμιου πολιτικού, νομικού και ρυθμιστικού συστήματος να διαχειριστεί με επιτυχία τις προκλήσεις μιας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας.

### 3.3.1 Η φούσκα ακινήτων στις ΗΠΑ.

Η γρήγορη αύξηση στις τιμές των ακινήτων στις ΗΠΑ κατά τη διάρκεια των προηγούμενων ετών έχει προκαλέσει τις ανησυχίες για την ύπαρξη «φούσκας». Μια πολύ σχετική ανησυχία —ανεξάρτητα από οποιαδήποτε φούσκα —είναι εάν οι εγχώριες τιμές είναι ευαίσθητες σε μια απότομη πτώση που θα μπορούσε να ασκήσει σημαντική επίδραση στην ευρύτερη οικονομία.

Όπως δείχνει το Διάγραμμα 11 από το 1995, έως το 12/2004 οι πραγματικές τιμές ακινήτων είχαν αυξηθεί περίπου 36 %, κατά προσέγγιση, διπλάσια από την αύξηση των προηγούμενων τιμών στη δεκαετία του '70 και στη δεκαετία του '80 (McCarthy - Peach 2004).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11: Ποσοστιαία αύξηση των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ



Πηγή: McCarthy et al (2004, p.2)

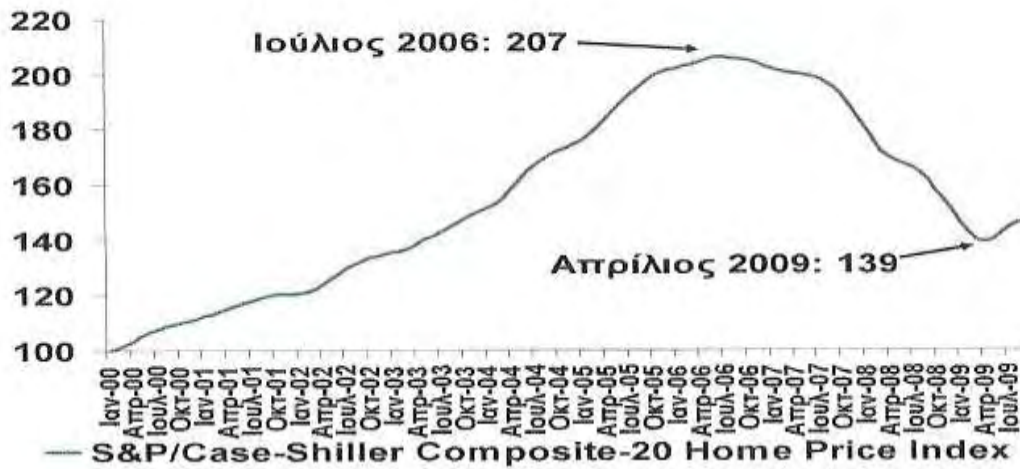
Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι η πρόσφατη αύξηση των τιμών των ακινήτων είναι σύμπτωμα μιας στεγαστικής φούσκας που εκρήγνυται —ακριβώς όπως μια χρηματιστηριακή φούσκα — «εξαφανίζοντας» ένα μέρος του ιδιωτικού πλούτου. Αυτό επιφέρει άμεσα αποτελέσματα στην οικονομία καθώς μειώνεται δραστικά η κατανάλωση καθώς οι καταναλωτές αποταμιεύουν περισσότερο από ότι πριν έτσι ώστε να βελτιώσουν την άσχημη οικονομική κατάσταση τους (McCarthy - Peach 2004).

Οι τιμές των ακινήτων συνέχισαν την ανοδική πορεία, η οποία αν και προβλημάτισε πολλούς αναλυτές, αφήθηκε ελεύθερη να εξαπλωθεί (Χαρδούβελης, 2009). Ορισμένοι αναλυτές μάλιστα δικαιολογούσαν την άνοδο των τιμών ως άνοδο της ποιότητας των κατοικιών. Η ανάλυσή της αγοράς κατοικίας στις ΗΠΑ έδειξε ότι δεν υπάρχουν αρκετά στοιχεία που να υποστηρίζουν ότι η αύξηση των τιμών στην αγορά κατοικιών οφείλεται σε φούσκα. Μάλλον, φαίνεται ότι οι τιμές κατοικιών έχουν αυξηθεί λόγω των αυξήσεων στο

ατομικό εισόδημα των καταναλωτών καθώς και λόγω της μείωσης του ονομαστικού επιτοκίου (McCarthy & Peach 2004).

Μετά την κατάρρευση της φούσκας του διαδικτύου στα τέλη του 2000 η Fed αντέδρασε μειώνοντας τα ομοσπονδιακά επιτόκια από 6.5% σε 3.5% μέσα σε διάστημα λίγων μηνών. Επακολούθησαν οι τρομοκρατικές επιθέσεις της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου. Για να αντιμετωπίσει μια ενδεχόμενη αναταραχή στην οικονομία, συνέχισε να μειώνει το επιτόκιο φτάνοντας το τον Ιούλιο του 2003 στο 1%, το μικρότερο τα τελευταία 50 χρόνια και παρέμεινε σε αυτό το επίπεδο τον τελευταίο ένα χρόνο. Επί τριάντα ένα μήνες συνεχώς το αναπροσαρμοζόμενο με βάση το πληθωρισμό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο ήταν αρνητικό. (Soros, 2008). Το γεγονός αυτό επέτρεψε την ανάπτυξη της στεγαστικής φούσκας στις ΗΠΑ. Μεταξύ 1996 και 2006, οι πραγματικές τιμές κατοικίας αυξήθηκαν κατά 53 % σύμφωνα με τον Federal Housing Finance Agency price index (Κολλίντζας - Ψαλιδόπουλος 2009) ενώ σε εθνικό επίπεδο η στέγη ήταν πιθανώς υπερτιμημένη πάνω από 50% το καλοκαίρι του 2006 πράγμα που σήμαινε ότι η αξία τους πρέπει να μειωθεί κατά 1/3 για να επαλειφθεί η υπερτίμηση. (Krugman 2009). Μια εξήγηση αυτής της ραγδαίας αύξησης των τιμών των ακινήτων είναι ότι προκλήθηκε από την εύκολη πίστωση μέσω χαμηλών πραγματικών επιτοκίων. Κύρια αιτία ήταν η ύπαρξη ενός "παγκόσμιου πλεονάσματος αποταμίευσης," το οποίο οδήγησε σε χαμηλά πραγματικά επιτόκια που αύξησαν τη ζήτηση στην αγορά κατοικίας καθώς και τις τιμές των ακινήτων. (Glaeser - Gottlieb, 2010). Η άνοδος των τιμών των κατοικιών σταμάτησε στα μέσα του 2006 και, έκτοτε, οι τιμές άρχισαν να πέφτουν και να σταθεροποιούνται περίπου τον Απρίλιο του 2009 όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 12 στο οποίο βλέπουμε τον δείκτη S&P/Case-Shiller Home Price Indices ο οποίος είναι ο κύριος δείκτης για την αγορά κατοικίας, ακολουθώντας τις αλλαγές στην αξία των ακινήτων (Χαρδούβελης 2009). Για την ακρίβεια η ραγδαία οικονομική άνοδος στον στεγαστικό τομέα των ΗΠΑ άρχισε να υποχωρεί το φθινόπωρο του 2005 αλλά χρειάστηκε κάποιο διάστημα για να το παρατηρήσουν οι περισσότεροι άνθρωποι (Κρούγκμαν 2009).

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12: Η πορεία των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ



Πηγή: Χαρδούβελης (2009, σελ.22)

Σημείωση: Δείκτης ονομαστικών τιμών κατοικιών των Case& Shiller με βάση το 100 τον Ιανουάριο 2000, καλύπτει γεωγραφικά 20 μητροπολιτικές περιοχές των ΗΠΑ και τα στοιχεία συλλέγονται από γραφεία εκτιμητών.

Η πτώση αυτή, που διήρκεσε για 3 περίπου χρόνια, απελευθέρωσε τις δυνάμεις της κρίσης (Χαρδούβελης, 2009). Οι τιμές έπεσαν περισσότερο στις περιοχές που είχαν αναπτυχθεί οι μεγαλύτερες φούσκες όπως στην Φλόριντα (Krugman 2009). Η πτώση των τιμών οδήγησε στην αύξηση αθέτησης πληρωμών. Ορισμένα νοικοκυριά άρχισαν να αντιλαμβάνονται ότι η αξία του σπιτιού που πρόσφατα αγόρασαν έπεσε κάτω από την αξία του δανείου τους και ότι τους συνέφερε να παραδώσουν τα κλειδιά στην τράπεζα και να φύγουν. Πράγματι υπάρχουν περίπου 12 εκατομμύρια Αμερικανοί ιδιοκτήτες σπιτιών με αρνητική καθαρή αξία το 2009 δηλαδή έχουν μια αξία υποθήκης μεγαλύτερη από την αξία του σπιτιού (Krugman, 2009). Αυτοί οι ιδιοκτήτες με αρνητική καθαρή αξία ήταν οι πρώτοι υποψήφιοι για αθέτηση πληρωμών και κατάσχεση ανεξαρτήτως ιστορικού (Κολλίντζας-Ψαλιδόπουλος 2009).

Το λάθος οφείλεται στην τάση των τραπεζών των Ηνωμένων Πολιτειών να χορηγούν στεγαστικά δάνεια με χαμηλή εξασφάλιση σε ανθρώπους χαμηλού και μη σταθερού εισοδήματος, άτομα που αντιμετωπίζουν προβλήματα υγείας ή φοιτητές που ως εκ τούτου συνδέθηκαν με υψηλό κυμαινόμενο επιτόκιο. Στη δημιουργία της αρχικής φούσκας των ακινήτων στις ΗΠΑ συνέβαλλε η ραγδαία αύξηση των δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime) χωρίς να επιδεικνύεται η ανάλογη τραπεζική εγκράτεια και ο έλεγχος για τον πιστωτικό κίνδυνο.

Είναι γεγονός ότι η στεγαστική πίστη επιταχύνθηκε πολύ περισσότερο από τα υπόλοιπα δάνεια στις Η.Π.Α. το οποίο φαίνεται και στο Διάγραμμα 13.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13: Πιστωτική επέκταση στις ΗΠΑ

Ημερομηνία	Στεγαστικά Δάνεια (Index)	Υπόλοιπα Δάνεια (Index)
12/2000	100	100
6/2001	102	101
12/2001	105	102
6/2002	110	105
12/2002	120	108
6/2003	135	110
12/2003	140	112
6/2004	145	115
12/2004	155	120
6/2005	165	125
12/2005	175	130
6/2006	185	135
12/2006	195	140
6/2007	205	145
12/2007	215	155
6/2008	220	160
12/2008	225	165
6/2009	229.1	54.9

Πηγή: Χαρδούβελης (2009, σελ.23)

Τι ήταν όμως αυτό που έκανε τους δανειστές να χαλαρώσουν τα κριτήρια τους; Αρχικά ήταν η άποψη ότι οι τιμές των ακινήτων θα συνέχιζαν να αυξάνονται εσαεί. Όσο ανέβαιναν οι τιμές, όπως συνέβαινε μέχρι το 2006, ο κίνδυνος πτώχευσης του κάθε νοικοκυριού δεν ενείχε αναμενόμενες απώλειες για τις τράπεζες. Δεύτερον, δικαιολογείται και από τη δυνατότητα τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων. Στην ουσία δεν νοιάζονταν και πολύ για την ποιότητα των δανείων τους επειδή δεν τα κρατούσαν οι ίδιοι (Krugman, 2009). Με την τιτλοποίηση, οι τράπεζες έδωχαν τα δάνεια και κατ' επέκταση και τον πιστωτικό κίνδυνο από τον ισολογισμό τους.

### 3.3.2 Ενυπόθηκα Δάνεια Υψηλού Κινδύνου και Τιτλοποίηση

Όσον αφορά στην κρίση του 2008, αυτή ξέσπασε λόγω της αύξησης της αδυναμίας αποπληρωμής των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου σε συνδυασμό με την χωρίς όρια χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων τα οποία βασίζονταν στα συγκεκριμένα στεγαστικά δάνεια.

### A. Ενυπόθηκα Δάνεια Υψηλού Κινδύνου

Η κύρια αιτία της κρίσης ήταν η πυραμίδα των ενυπόθηκων δανείων της αγοράς ακινήτων στις ΗΠΑ, η οποία βασιζόταν σε μια συνεχή και αύξουσα ροή φθηνού χρήματος σ' αυτήν την αγορά, βασική προϋπόθεση ώστε οι τιμές των ακινήτων να συνεχίσουν να αυξάνονται αδιάκοπα.

Το Διάγραμμα 14 δείχνει την πρωτοφανή αύξηση των ενυπόθηκων χρεών. Τα τελευταία έξι χρόνια οι Αμερικανοί σύναψαν περισσότερα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια από τότε που υφίσταται η αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 14: Αύξηση χρέους ενυπόθηκων δανείων.



Πηγή: Soros (2008, σελ.148)

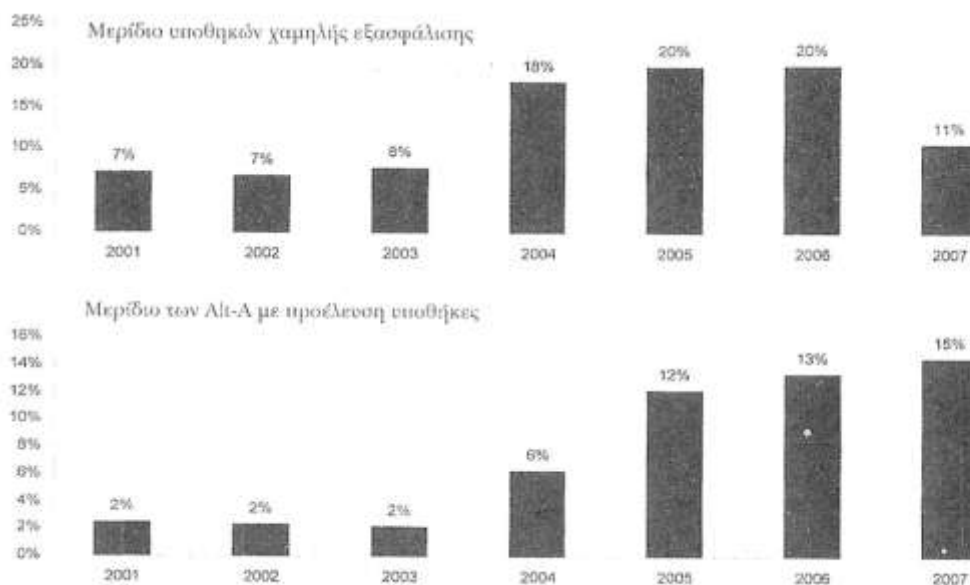
Μια πιθανή πτώση της τιμής των ακινήτων θα απαξίωνε τα υποθηκευμένα ακίνητα, με αποτέλεσμα οι δανειστές να χάνουν χρήματα κάθε φορά που οι δανειολήπτες αδυνατούσαν να πληρώνουν τις μηνιαίες τους δόσεις. Για να συνεχιστεί αυτή η ξέφρενη πορεία των ενυπόθηκων δανείων με μεγάλα έσοδα από τους τόκους και τις άλλες χρεώσεις που πλήρωναν στους δανειστές τα αμερικάνικα νοικοκυριά, έπρεπε να υπάρχουν συνεχώς νέα δάνεια διαμέσου νέων επίδοξων ιδιοκτητών ακινήτων. Καθώς εξαντλούνταν οι φερέγγυοι επίδοξοι ιδιοκτήτες ακινήτων άρχισαν να εμφανίζονται στο προσκήνιο οι λιγότερο φερέγγυοι και ούτω καθ' εξής, μέχρι που στο τέλος στρατολογήθηκαν και οι λεγόμενοι NINJA (No Income, No Job or Asset, δηλαδή άτομα χωρίς δουλειά, χωρίς εισόδημα ή πόρους). Αυτό βέβαια έγινε λόγω του

ότι οι χορηγοί ενυπόθηκων δανείων γίνονταν ολοένα και πιο ελαστικοί στις δανειοδοτικές πολιτικές τους (Τομπάζος, 2010). Σε μελέτη των Mian & Soufi (2009) παρουσιάζονται στοιχεία σύμφωνα με τα οποία, σε περιοχές των Η.Π.Α. με υψηλό δανεισμό των νοικοκυριών σε σχέση με το εισόδημά τους, οι τιμές των ακινήτων αυξήθηκαν γρηγορότερα, ενώ στη συνέχεια έπεσαν περισσότερο.

Τα τελευταία χρόνια μπορούσε κανείς να αγοράσει κατοικία χωρίς προκαταβολή και χωρίς πολλές εισοδηματικές προϋποθέσεις. Τα χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκα δάνεια και τα δάνεια ALT-A που συντάθηκαν το 2005 και το 2006 είναι διαβόητα για τα ανεπαρκή κριτήρια με τα οποία χορηγήθηκαν (Soros, 2008). Ένα ενυπόθηκο δάνειο του τύπου ALT-A (Alternative A-paper) είναι ένα δάνειο υψηλότερου πιστωτικού κινδύνου από τα συμβατικά τα A κατηγορίας δάνεια ή “prime” και χαμηλότερου πιστωτικού κινδύνου από τα subprime δάνεια που είναι B, Γ κατηγορίας δάνεια. Χαρακτηρίζονται έτσι επειδή, λόγω χειρότερων πιστωτικών χαρακτηριστικών αποτυγχάνουν να χαρακτηριστούν A κατηγορίας και φυσικά έχει περισσότερες πιθανότητες επισφάλειας από το A-paper, ([http://www.theseis.com/index2.php?option=com\\_content&do\\_pdf=1&id=1042](http://www.theseis.com/index2.php?option=com_content&do_pdf=1&id=1042)).

Το διάγραμμα 15 απεικονίζει την αυξανόμενη αναλογία των χαμηλής εξασφάλισης ενυπόθηκων δανείων και των ALT-A. Το 2006 το 33% των ενυπόθηκων δανείων άνηκαν σε αυτές τις δυο κατηγορίες, το οποίο κάνει φανερό τον εκφυλισμό των κριτηρίων δανεισμού (Soros 2008, σελ. 150).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 15: Διαθεσιμότητα πίστωσης



Πηγή: Soros (2008, p.150)



Τα Sub-Prime loans (δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου) ουσιαστικά αποτελούν ένα είδος δανείου το οποίο φέρει μεγαλύτερα έξοδα και επιτόκιο από τα συνηθισμένα δάνεια και απευθύνεται σε άτομα τα οποία δεν μπορούν να κάνουν χρήση των παραδοσιακών τύπων δανείων. Τα επιτόκια των Sub-Prime loans είναι μεγαλύτερα από των συνηθισμένων δανείων κατά κάποιο ποσοστό το οποίο αντικατοπτρίζει τον επιπλέον κίνδυνο που αυτά φέρουν. Τα δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου συνήθως χρησιμοποιούνται ως στεγαστικά δάνεια με υποθήκη του ακινήτου που αγοράζεται. Ακόμη συνήθως περιλαμβάνουν ποινές προεξόφλησης έτσι ώστε η αντικατάσταση τους με άλλα (πιο ευνοϊκά, φθηνότερα) δάνεια ή πρόωρη προεξόφληση τους να γίνεται αρκετά κοστοβόρα και δύσκολη. Σε κάποια από αυτά απαιτείται μια δυσανάλογα μεγάλη τελευταία δόση (balloon maturities). Ακόμη οι δανειστές αυτών των δανείων, με σκοπό να τα παρουσιάσουν στην αγορά πιο ελκυστικά αρχικά έβαζαν ένα χαμηλό επιτόκιο το οποίο μετά από ένα δυο χρόνια αυξάνονταν αισθητά, τα λεγόμενα ARM, (Adjustable Rate Mortgages). ([http://www.freddiemac.com/corporate/buyown/english/mortgages/what\\_is/adjustable\\_rate.html](http://www.freddiemac.com/corporate/buyown/english/mortgages/what_is/adjustable_rate.html))

Ξεκάθαρο παράδειγμα της ίδιας επεκτατικής πολιτικής χορηγήσεων αποτελεί η εξάπλωση των interest rate only loans, δηλαδή δανείων στα οποία η μηνιαία πληρωμή δεν ήταν το παραδοσιακό τοκοχρεολύσιο, αλλά μόνον ο τόκος και το κεφάλαιο να πληρώνεται εξ ολοκλήρου στη λήξη (Χαρδούβελης,2009).

## B. Η τιτλοποίηση

Γιατί όμως οι δανειστές διαχειρίστηκαν τα κεφάλαια τους με τόσο ριψοκίνδυνο τρόπο, δανείζοντας σε αφερέγγυους δανειολήπτες; Σίγουρα θα ήταν πιο προσεχτικοί αν το απορρυθμισμένο χρηματοπιστωτικό σύστημα της νεοφιλελεύθερης εποχής δεν επέτρεπε την μετάθεση του κινδύνου, διαμέσου της τιτλοποίησης .

Η τιτλοποίηση περιλαμβάνει τη συγκέντρωση (pooling) ενός συνόλου από πιστώσεις ή τίτλους χρέους των οποίων η αγορά χρηματοδοτείται από την έκδοση νέων τίτλων. Οι νέοι τίτλοι παίρνουν διάφορες ονομασίες ανάλογα με τη μορφή των περιουσιακών στοιχείων της δεξαμενής (pool) στην οποία αντιστοιχούν. Για παράδειγμα, εάν τα συγκεντρωμένα περιουσιακά στοιχεία αποτελούνται από στεγαστικά ενυπόθηκα δάνεια τότε τα νέα αξιόγραφα είναι στεγαστικοί τίτλοι εξασφαλισμένοι με περιουσιακά στοιχεία (residential mortgage backed securities – RMBS), εάν τα συγκεντρωμένα περιουσιακά στοιχεία αποτελούνται από επιχειρηματικά δάνεια τότε οι νέοι τίτλοι είναι γνωστοί ως δομημένα χρεωστικά ομόλογα (collateralized loan obligations – CLOs) και ούτω καθ' εξής ενώ MBS (mortgage backed

securities) είναι η γενικότερη κατηγορία των τίτλων οι οποίοι είναι εξασφαλισμένοι με περιουσιακά στοιχεία ([http://elearn.elke.uoa.gr/growth/ergasies/Diplwmatiki\\_Thanaskos.pdf](http://elearn.elke.uoa.gr/growth/ergasies/Diplwmatiki_Thanaskos.pdf)).

Η τιτλοποίηση των στεγαστικών δανείων, η συνένωση δηλαδή των δανείων σε μεγάλες ομάδες και η πώληση τους στη συνέχεια σε επενδυτικές εταιρείες δεν είναι καινούργια πρακτική. Πρωτοπόρος στον τομέα αυτό υπήρξε η Fannie Mae, ο ομοσπονδιακός οργανισμός ο οποίος ιδρύθηκε το 1930 με σκοπό να παράσχει ρευστότητα στην αγορά αγοράζε ενυπόθηκες απαιτήσεις από τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, ταμειωτήρια κ.τ.λ. Αντίθετα με τη τωρινή κατάσταση η τιτλοποίηση περιοριζόταν σχεδόν πλήρως στις «υψηλής φερεγγυότητας» υποθήκες δηλαδή στα δάνεια προς εκείνους που μπορούν να συμμετάσχουν με σημαντικό ποσό στην αγορά του ακινήτου και έχουν επαρκές εισόδημα για να ανταποκριθούν στην αποπληρωμή της υποθήκης. Συνεπώς τα ποσοστά αθέτησης ήταν χαμηλά και οι αγοραστές των εν λόγω χρεογράφων είχαν πληροφορηθεί για το τι αγόραζαν (Κρουγκμαν, 2008). Η πρακτική των τιτλοποιήσεων πολλαπλασιάστηκε από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 όπως φαίνεται και στον Πίνακα 7, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να γίνονται απλές μεσάζουσες της γραφειοκρατίας του στεγαστικού δανείου. Η τιτλοποίηση αύξανε και τη ρευστότητά τους ώστε να παρέχουν νέα στεγαστικά ή άλλα δάνεια.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7: Ποσοστό τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ.

Έτος	Σύνολο Στεγαστικών Δανείων (δισ. \$)	Τιτλοποιημένα Στεγαστικά Δάνεια Σύνολο στεγαστικών Δανείων (%)
<b>1980</b>	1,458	12%
<b>1985</b>	2,368	25%
<b>1990</b>	3,781	35%
<b>1995</b>	4,525	52%
<b>2000</b>	6,754	53%
<b>2005</b>	12,065	60%
<b>2007</b>	14,529	63%
<b>2008</b>	14,616	62%
<b>9/2009</b>	14,419	64%

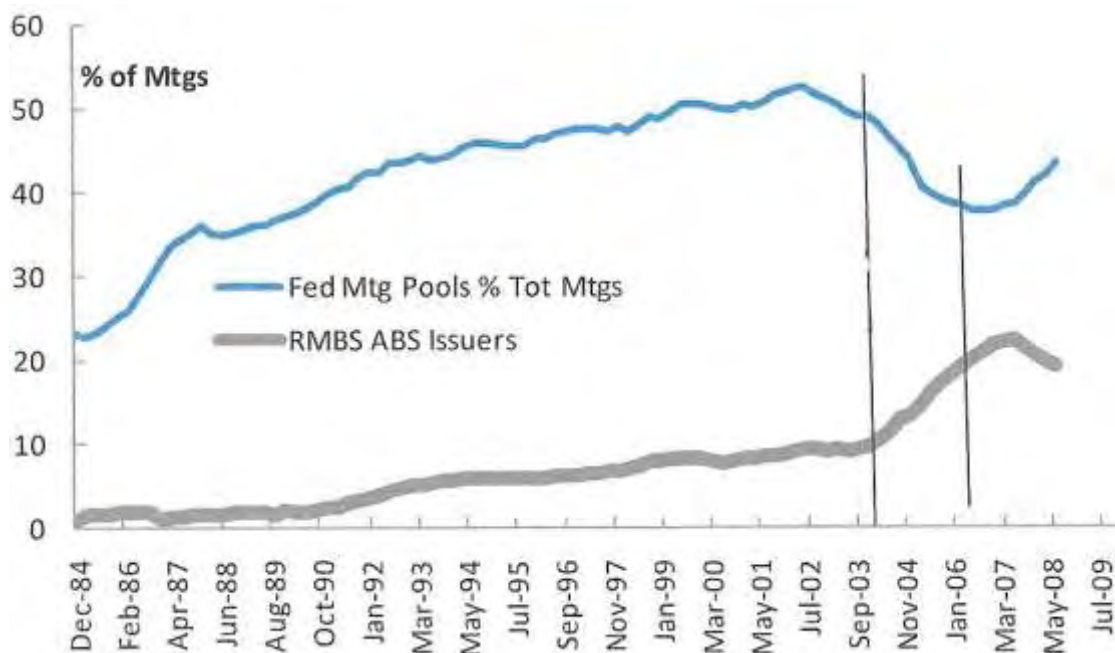
Πηγή: Χαρδούβελης (2009, σελ24)

Οι ιδιωτικές επενδυτικές τράπεζες αγόραζαν δάνεια από τον αρχικό δανειστή και ο ρόλος τους ήταν η μετατροπή τους σε τίτλους ενώ στη συνέχεια τα πουλούσαν στους επενδυτές. Με

αυτό τον τρόπο οι τράπεζες ξεφορτώνονταν τα δάνεια αυτά καθώς και τον κίνδυνο που ελλόχευαν. Το μεγαλύτερο μέρος των τόκων, αυτό που δεν κρατούσαν οι επενδυτικές τράπεζες, μετατρεπόταν αυτόματα σε μερίσματα των αγοραστών των τίτλων, δηλαδή κυρίως κερδοσκοπικών επενδυτικών κεφαλαίων (hedge funds), συνταξιοδοτικών ταμείων, γραφείων διαχείρισης κεφαλαίων, πολυεθνικών εταιριών και άλλων τραπεζών. Με αυτό τον τρόπο ο κίνδυνος μη αποπληρωμής των χρεών διαχεόταν σε μια μυριάδα επενδυτών και χαρτοφυλακίων. Αξίζει να αναφερθεί ότι ενώ οι οργανισμοί Fannie Mae και Freddie Mac που χρηματοδοτούνται από το κράτος παραχωρούσαν και «τιτλοποιούσαν» τα λιγότερο επισφαλής δάνεια, τα λεγόμενα *primes mortgages*, ενώ οι ιδιωτικές επενδυτικές τράπεζες αγόραζαν από τον αρχικό δανειστή και «τιτλοποιούσαν» κυρίως τα πιο επισφαλής δάνεια, τα λεγόμενα *subprimes*. Γι' αυτό η αύξηση του ποσοστού «τιτλοποίησης» των ενυπόθηκων δανείων από τις ιδιωτικές επενδυτικές τράπεζες είναι τόσο σημαντική. Οι συντηρητικοί αρέσκονται να κατηγορούν τις Fannie Mae και Freddie Mac, τους δανειοδοτικούς οργανισμούς κρατικής χρηματοδότησης, οι οποίοι πρωτοστάτησαν στην τιτλοποίηση για την φούσκα στον στεγαστικό τομέα και για την αστάθεια του τραπεζικού συστήματος. Η αλήθεια είναι ότι αυτοί οι δυο οργανισμοί είχαν αναπτυχθεί σε τεράστιο βαθμό ανάμεσα στο 1990-2003 ως επί το πλείστον επειδή κάλυψαν την τρύπα που δημιουργήθηκε με την κατάρρευση των στεγαστικών ταμειωτήριων. Χορήγησαν κάποια δάνεια χωρίς συνετά κριτήρια και εκτός αυτού αναμειχτήκαν σε κάποια λογιστικά σκάνδαλα. Αλλά ο έλεγχος που ασκήθηκε αργότερα στους δυο οργανισμούς τους κράτησε εκτός δραστηριότητας κατά την διάρκεια της πιο πυρετώδους περιόδου της φούσκας από το 2004 έως το 2006, ως αποτέλεσμα έπαιξαν πολύ μικρό ρόλο στην επιδημία του επισφαλούς δανεισμού (Κρουγκμαν 2008).

Το Διάγραμμα 16 δείχνει αυτό ακριβώς που αναφέραμε παραπάνω ότι μετά το 2003 η ανάμειξη των κρατικών τιτλοποιήσεων άρχισε να μειώνεται σε αντίθεση με τις ιδιωτικές οι οποίες τα τελευταία χρόνια γνώρισαν ανάπτυξη.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 16:Κρατικοί ενυπόθηκοι τίτλοι –ιδιωτικοί τίτλοι εξασφαλισμένοι με στεγαστικά δάνεια



Πηγή: Blundell-Wignall et al (2008 p.4)

Καθοριστικό ρόλο στην στρωμάτωση των τίτλων έπαιξαν οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης που αναλύουν την πιστοληπτική ικανότητα όπως οι Moody's και Standard & Poor's. Οι πιο «σίγουροι» τίτλοι που αξιολογήθηκαν με AAA αποτέλεσαν την πρώτη κατηγορία, τη λεγόμενη *super senior*. Η δεύτερη κατηγορία τίτλων με αξιολόγηση AA και A ονομάστηκε «*senior*», η τρίτη με αξιολόγηση BBB και BB «*mezzanine*» μέχρι την τελευταία κατηγορία χωρίς αξιολόγηση που ονομάστηκε «*equity*». Στη γλώσσα της αγοράς, αυτή η τελευταία κατηγορία ονομαζόταν «*toxic waste*», δηλαδή «*τοξικά απόβλητα*». Τα τελευταία, όσο δεν απελευθερώνουν την τοξικότητά τους, όσο δηλαδή και οι πιο αφερέγγυοι δανειολήπτες πληρώνουν τις δόσεις τους, είναι τα πιο αποδοτικά. Αυτή η έσχατη κατηγορία τίτλων υποτίθεται ότι θα προστάτευε και τις άλλες κατηγορίες λειτουργώντας σαν «*συναγερμός*». Αφού αυτοί οι «*τοξικοί*» τίτλοι θα κατέρρεαν πρώτοι, θα υπήρχε χρόνος αντίδρασης για να προστατευθεί η αξία των υπόλοιπων (Τομπάζος, 2010). Επιπροσθέτως η αυξημένη ρευστότητα που υπήρχε στην αγορά βοηθούσε τους επενδυτικούς οίκους και τους θεσμικούς επενδυτές να δανείζονται ολοένα και περισσότερο, για να είναι σε θέση να δημιουργούν και να προωθούν (οι πρώτοι) και να επενδύουν οι δεύτεροι στα νέα αυτά επενδυτικά προϊόντα που βασίζονταν στα *subprime* δάνεια, αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο την μόχλευση ολόκληρου του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Μόλις ξέσπασε η κρίση ένας μεγάλος αριθμός αδυναμιών αποκαλύφθηκε σε μια μικρή χρονική περίοδο. Αυτό που ξεκίνησε σαν κρίση στην αγορά ακινήτων επεκτάθηκε και στον τραπεζικό τομέα λόγω των χαμηλότερης εξασφάλισης ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και τέλος επεκτάθηκε και στα MBS (mortgage backed securities) που είχαν εκδοθεί με βάση τα ενυπόθηκα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης. Επενδυτές έσπευσαν να πουλήσουν με συνέπεια να μειωθεί κατακόρυφα η τιμή τους και να τεθεί υπό αμφισβήτηση η αξία των διαφόρων ειδών MBS. Όλα αυτά είχαν σαν συνέπεια να ασκηθεί τεράστια πίεση στο τραπεζικό σύστημα καθώς η κεφαλαιακή βάση των τραπεζών πλήττονταν από απρόσμενες συνέπειες. Η έκθεση τους σε κίνδυνο ήταν μεγάλη ενώ δεν μπορούσαν να υπολογίσουν και την κατάσταση των άλλων τραπεζών οπότε δίσταζαν να αλληλοδανειστούν ενώ προσπαθούσαν να διατηρήσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια (Soros 2008).

### 3.3.3 Υπερβολική μόχλευση των τραπεζών

Η κρίση αυτή έχει λάβει έκταση χωρίς προηγούμενο επειδή ακριβώς και ο δανεισμός είχε φτάσει σε επίπεδο χωρίς προηγούμενο. Η στεγαστική φούσκα η οποία εμφανίστηκε εν μέρει προκλήθηκε από την μεγάλη μόχλευση που υπήρχε. Το φαινόμενο της μόχλευσης επέτρεψε πράγματι να τροφοδοτηθεί μια δυναμική αγορών και συνεπώς αύξηση των τιμών των στοιχείων ενεργητικού, ιδίως δε των ακινήτων, που είχε διάρκεια χωρίς προηγούμενο και επεκτάθηκε περά από κάθε μέτρο. Χαρακτηριστική ήταν η μεγάλη ελαστικότητα που υπήρχε στη χορήγηση δανείων καθώς τα κριτήρια δανεισμού άρχισαν να ελαχιστοποιούνται στο ελάχιστο μετά το Σεπτέμβριο του 2007 όπως μπορούμε να δούμε και στο Διάγραμμα 17.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 17: Η αυστηρότητα των κριτηρίων δανεισμού στη διάρκεια του οικονομικού κύκλου στις ΗΠΑ (ΗΠΑ, Q1 1990 - Q3 2010)



Πηγή: Χαρδούβελης (2009.b)

Αυτή όμως η λειτουργία των πιστώσεων ως μοχλού έλαβε τέτοια έκταση λόγω των εξελίξεων της χρηματοπιστωτικής αρχιτεκτονικής. Όπως κάθε τεχνολογία έτσι και αυτή είναι αυτή καθεαυτή ουδέτερη, μπορεί να χρησιμοποιηθεί με τον καλύτερο ή με τον χειρότερο τρόπο. Θεωρητικά υπάρχουν πολλοί δείκτες που θα έπρεπε να μας έχουν προειδοποίηση για την κρίση η οποία απειλούσε να εκδηλωθεί, όπως για παράδειγμα ο δείκτης μόχλευσης. Ο δείκτης μόχλευσης είναι ένα μέτρο που υπολογίζει το ρίσκο που αναλαμβάνει μια επιχείρηση. Υψηλότερος δείκτης δείχνει μεγαλύτερο ρίσκο και υπολογίζεται ως το συνολικό χρέος προς Ίδια Κεφάλαια. Ο δείκτης μόχλευσης καταδεικνύει τη σχέση του συνόλου του ενεργητικού (δάνεια) με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων (μετοχικό κεφάλαιο) της τράπεζας, δηλαδή δείχνει πόσες φορές το σύνολο του ενεργητικού καλύπτει τα ίδια κεφάλαια. Ένας σχετικά υψηλός δείκτης μόχλευσης αυξάνει την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αλλά αυξάνει και τον κίνδυνο χρεοκοπίας της τράπεζας.

Όταν οι χορηγούμενες πιστώσεις σημειώνουν αύξηση μεγαλύτερη από τα εισοδήματα τότε υπάρχει πρόδηλος κίνδυνος εκτροχιασμού. Αν δηλαδή οι πιστώσεις σημειώνουν αύξηση μεγαλύτερη από τον πλούτο της χώρας δηλαδή το ΑΕΠ σημαίνει ότι δεν οδηγούνται από την αξία της νέας παραγωγής αλλά από μια μελλοντική πρόβλεψη της αξίας των στοιχείων που αποτελούν την περιουσία. Θα έπρεπε λοιπόν να έχει δοθεί το σήμα συναγερμού όταν την ίδια στιγμή το κόστος δανεισμού είναι πολύ χαμηλό και ο όγκος των πιστώσεων αυξάνεται πιο γρήγορα από τα πραγματικά εισοδήματα. (Aglietta 2009)

Τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια η πιστωτική επέκταση στις ΗΠΑ και σε άλλες οικονομικά ανεπτυγμένες χώρες υπήρξε εντυπωσιακή προερχόμενη από την απίστευτη μόχλευση εντός και εκτός των ισολογισμών των πιστωτικών ιδρυμάτων και κυρίως των επενδυτικών τραπεζών και των hedge funds. Η μόχλευση αυτή, όπως και σε άλλες χρηματοοικονομικές κρίσεις, υποθήκευσε τη χρηματοοικονομική σταθερότητα και άφησε το σύστημα εκτεθειμένο σε συστημικούς κινδύνους (Κολλίντζας - Ψαλιδόπουλος 2009).

### *3.3.4 Η Έλλειψη ουσιαστικής εποπτείας.*

Η κρίση σχετίζεται επίσης με τα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών στις ΗΠΑ. Όταν μιλάμε για εταιρική διακυβέρνηση εννοούμε ένα σύνολο αρχών με βάση το οποίο επιδιώκεται η υπεύθυνη οργάνωση, λειτουργία, διοίκηση και έλεγχος μιας επιχείρησης, με μακροπρόθεσμο στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας της και τη διαφύλαξη των έννομων συμφερόντων όλων όσων συνδέονται με αυτήν. Τα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης προκάλεσαν στις τράπεζες φρενίτιδα υψηλών έκτακτων αμοιβών (bonuses) που συνδέθηκαν

με αυξημένη δανειοδότηση σε δικαιούχους αμφιβόλου ικανότητας αποπληρωμής, δάνεια αμφιβόλου ποιότητας τιτλοποιήθηκαν και πέρασαν σε ισολογισμούς οργανισμών που δεν εποπτεύονται από τις αρχές ή/και διατέθηκαν σε τελικούς πελάτες ως ‘δομημένα’ προϊόντα με αδιαφανή χαρακτηριστικά. Πρέπει να σημειωθεί ότι, αρκετά χρόνια πριν, έγκυροι οικονομολόγοι έκαναν αναφορά ακριβώς σε αυτά τα ανεπιθύμητα χαρακτηριστικά της εταιρικής διακυβέρνησης στις ΗΠΑ ([http://www.iene.gr/energyweek08/articlefiles/page03\\_04/a\\_omilia\\_stournara.pdf](http://www.iene.gr/energyweek08/articlefiles/page03_04/a_omilia_stournara.pdf)).

Η ύπαρξη των εποπτικών αρχών είναι πολύ σημαντική στην εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος το οποίο αποτελεί κομβικό σημείο του οικονομικού συστήματος. Οι εποπτικές αρχές έχουν ως κύρια δραστηριότητα να επιβλέπουν το τραπεζικό σύστημα. Θέτουν όρια κυρίως στην ρευστότητα και την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Όταν λέμε κεφαλαιακή επάρκεια εννοούμε τα απαραίτητα χρηματικά διαθέσιμα τα οποία πρέπει να διαθέτουν οι τράπεζες με σκοπό να μπορούν να ανταπεξέλθουν σε ενδεχόμενες κρίσης. Τα τελευταία χρόνια το πλαίσιο για την εποπτεία των τραπεζών άρχισε να γίνεται πιο χαλαρό κάτι που επέτρεψε να πάρει η χρηματοοικονομική κρίση τέτοιες διαστάσεις. Το 1933 εφαρμόστηκε το νομοσχέδιο “The glass Steagall Act” κύριο στοιχείο του οποίου ήταν ο διαχωρισμός μεταξύ των δραστηριοτήτων των εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών όπως αναφέραμε και στο προηγούμενο κεφάλαιο. Το 1999 ψηφίστηκε ένα νέο νομοσχέδιο το “The Gramm Leach Blibey Act” (GLBA) το οποίο ουσιαστικά κατάργησε την διάκριση που υπήρχε μεταξύ εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών. Επιτρέπονταν δηλαδή οι συνχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταξύ εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών και ασφαλιστικών εταιριών. Το πρόβλημα το οποίο πρόέκυψε ήταν ότι οι επενδυτικές τράπεζες δεν εποπτεύονταν από την FED οπότε δεν υπήρχαν περιορισμοί για την κεφαλαιακή τους επάρκεια ούτε άλλες δικλίδες ασφαλείας. Οι δραστηριότητες των επενδυτικών τραπεζών άρχισαν να αυξάνονται επικίνδυνα καθώς αύξαναν συνεχώς το μέγεθος τους μέσω της μόχλευσης (Τομπάζος 2010).

Όταν άρχισαν να εμφανίζονται τα πρώτα σημάδια της κρίσης η έλλειψη εμπιστοσύνης ήρθε στο προσκήνιο και οι επενδυτικές τράπεζες άρχισαν να εμφανίζουν σημαντικά προβλήματα ρευστότητας. Πανίσχυρες στο παρελθόν επενδυτικές τράπεζες όπως οι Bear Stearns και Lehman Brothers οδηγήθηκαν στην κατάρρευση προκαλώντας τεράστιο πανικό και αβεβαιότητα στο τραπεζικό σύστημα. Η μετάδοση του προβλήματος ήταν άμεση και στις εμπορικές τράπεζες καθώς αλληλεπιδρούσαν μεταξύ τους. Το αποτέλεσμα ήταν μια γενική παράλυση της κυκλοφορίας του χρήματος μεταξύ των τραπεζών. Συνεπώς, όπως έγινε αργότερα φανερό η κατάργηση του νόμου “The glass Steagall Act” έπαιξε πράγματι σημαντικό ρόλο στην κρίση. Στην αρχή οι ρυθμιστικές αρχές θεωρούσαν ότι τα προβλήματα

των επενδυτικών τραπεζών δεν είναι ικανά να προκαλέσουν τριγμούς στο σύστημα, το οποίο φυσικά είναι λάθος καθώς έθεσαν σε κίνδυνο ακόμη και την ύπαρξη του τραπεζικού συστήματος.

Την σφοδρότητα της κατάστασης δείχνει η κατάρρευση των πέντε μεγαλύτερων επενδυτικών τραπεζών των ΗΠΑ. Οι οποίες είναι οι Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers και Bear Stearns. Οι Merrill Lynch και Bear Stearns εξαγοράστηκαν από την JP Morgan και την Bank Of America αντίστοιχα, η Lehman Brothers χρεοκόπησε και οι άλλες δυο, Goldman Sachs και Morgan Stanley, προτίμησαν να τεθούν κάτω από την εποπτεία της FED ώστε να έχουν πρόσβαση στις πιστώσεις που παρείχε, το οποίο από την μια τους πρόσφερε ρευστότητα από την άλλη όμως έπρεπε να συμμορφωθούν άμεσα με τους κανόνες περί κεφαλαιακής επάρκειας (Χαρδούβελης 2011).

Ένα άλλο κομβικό σημείο σχετικά με την ελλειμματική εποπτεία των τραπεζών ήταν το γεγονός ότι τους επιτρέπονταν να μην κρατάνε οι ίδιες στους ισολογισμούς τους τα χρεόγραφα καθώς τα ξεφορτώνονταν μεταφέροντας τα σε εταιρείες SPV (Special Purpose Vehicles: «οχήματα» ειδικών σκοπών) ή SIV (Special Investment Vehicles: ειδικά επενδυτικά «οχήματα»). Οι επενδυτικές τράπεζες, οι οποίες εποπτεύονται πολύ λιγότερο από τις εμπορικές τράπεζες, καθώς δεν ήταν υπό την εποπτεία της FED, παρέκαμπταν εντελώς τις εποπτικές αρχές και τους κανόνες, τοποθετώντας τις δραστηριότητες τους με παράγωγα προϊόντα εκτός ισολογισμού. Αυτές οι δραστηριότητες εκτός ισολογισμού ισοδυναμούν ουσιαστικά με ένα παράλληλο και πλήρως απορυθμισμένο τραπεζικό σύστημα αποτελούμενο από τα λεγόμενα SIV ή SPV (Τομπάζος 2010). Αυτό είχε δυο αποτελέσματα το πρώτο ήταν η μεγαλύτερη μόχλευση των τραπεζών από αυτή που εμφανίζονταν στους ισολογισμούς τους και το δεύτερο ότι με αυτό τον τρόπο οι τράπεζες περιόριζαν το ύψος των ιδίων κεφαλαίων που διατηρούσαν. Επέλεξαν να μεταφέρουν ορισμένα στοιχεία του ενεργητικού τους εκτός ισολογισμού προκειμένου να περιορίσουν τις απαιτήσεις των εποπτικών αρχών σε ίδια κεφάλαια.

Γενικότερα υπήρχε έλλειψη ουσιαστικής εποπτείας του χρηματοοικονομικού κλάδου η οποία επέτρεπε στις τράπεζες να δρουν ανεξέλεγκτα με αποτέλεσμα την σφοδρή κρίση. Είναι εμφανές λοιπόν ότι οι εποπτικές αρχές έχουν σημαντικό μερίδιο ευθύνης για την κρίση καθώς είτε γνώριζαν την κατάσταση και έμεναν αδρανείς είτε δεν την γνώριζαν το οποίο σημαίνει ότι δεν έκαναν καλά την δουλειά τους και στις δυο περιπτώσεις το αποτέλεσμα είναι το ίδιο.



### 3.3.5 Παγκόσμια μακροοικονομική ανισορροπία

In my view ... it is impossible to understand this crisis without reference to the global imbalances in trade and capital flows that began in the latter half of the 1990s.

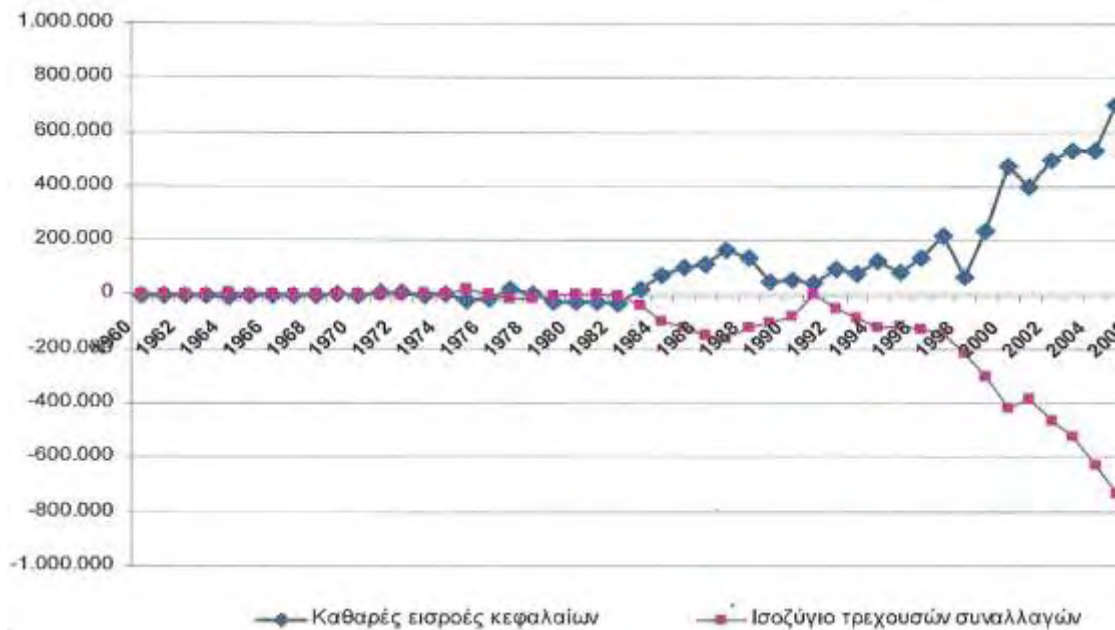
--Ben S. Bernanke(2009)

Πέρα από το αναπτυξιακό θαύμα που επιτελούνταν τα τελευταία χρόνια στις χώρες της Ασίας, υπάρχει μια οικονομική κρίση που ξεκίνησε από τις ΗΠΑ και εξαπλώθηκε στις αναπτυσσόμενες οικονομίες της Δύσης, απειλώντας την παγκόσμια ανάπτυξη και την ευημερία. Ως κύριος λοιπόν παράγοντας αναφέρονται οι διεθνείς ανισορροπίες μεταξύ των χωρών του πλανήτη όσον αφορά την εσωτερική τους αποταμίευση και επένδυση (Obstfeld - Rogoff 2009). Τα προηγούμενα περίπου είκοσι πέντε χρόνια οι Ασιατικές χώρες και ιδιαίτερα η Κίνα καθώς και οι πετρέλαιο-παραγωγικές χώρες πέτυχαν μια εξαιρετική οικονομική ανάπτυξη μέσω των εξαγωγών βιομηχανικών αγαθών και πετρελαίου στις ΗΠΑ. Αυτά τα κεφάλαια που προέρχονταν από αυτές τις χώρες, βοήθησαν στο να διατηρηθούν χαμηλά τα επίπεδα μακροπρόθεσμων επιτοκίων στις ΗΠΑ για μακρύ χρονικό διάστημα. Οι εξαγωγές αυτές οδήγησαν σε τεράστια πλεονάσματα στο εμπορικό ισοζύγιο κυρίως της Κίνας, τα οποία, όμως δεν τροφοδότησαν την εγχώρια ζήτηση, αλλά τοποθετήθηκαν σε ομόλογα των ΗΠΑ και άλλα δολαριακά αξιόγραφα που κράτησαν το δολάριο σε σχετικά υψηλά επίπεδα και αντίθετα τα επιτόκια δανεισμού στις ΗΠΑ σε σχετικά χαμηλά επίπεδα (Κολλίντζας - Ψαλιδόπουλος 2009).

Αυτή ακριβώς η σύμπτωση μεταξύ αφενός του πλεονάσματος στις αναδυόμενες οικονομίες σε σχέση με την δυνατότητα τους να καταναλώνουν, και αφετέρου της ανεπάρκειας αποταμιεύσεων των Αμερικανών σε σχέση με την παραγωγική τους ικανότητα προξένησε μαζική μεταβίβαση τόσο αγαθών όσο και κεφαλαίων από τις αναδυόμενες χώρες προς τις ΗΠΑ. Κυρίως οι Ασιατικές χώρες πραγματοποιούσαν μαζικές εξαγωγές προς τις ΗΠΑ. Το προϊόν αυτών των εξαγωγών το μετέτρεπαν σε δανεισμό, δάνεια προς το αμερικανικό Δημόσιο και σε οτιδήποτε τιλοποιούσαν οι αμερικανικές τράπεζες επενδύσεων (Aglietta, 2009).

Το Διάγραμμα 18 δείχνει τις καθαρές χρηματοοικονομικές εισροές στις ΗΠΑ από το εξωτερικό καθώς και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σε εκατομμύρια δολάρια. Όπως παρατηρούμε υπάρχει μια ραγδαία αύξηση στις καθαρές εισροές κεφαλαίων μετά το 2000 ενώ το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών γίνεται όλο και πιο ελλειμματικό.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 18: Καθαρές χρηματοοικονομικές εισροές από το εξωτερικό και ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (εκ.\$ ΗΠΑ)



Πηγή: [http://www.omikronconsulting.gr/projpdf/pdf\\_projid\\_275.pdf](http://www.omikronconsulting.gr/projpdf/pdf_projid_275.pdf)

Παρόλο που οι ΗΠΑ αποτελούν υπερδύναμη αδυνατούσαν να ελέγξουν τη μεγάλη ρευστότητα που κατέφθανε στην αγορά τους, καθώς η ρευστότητα αυτή προέκυπτε από παγκόσμια νομισματική επέκταση λόγω της αύξησης των συναλλαγματικών αποθεμάτων των άλλων χωρών του κόσμου. Ο Alan Greenspan (τέως κεντρικός τραπεζίτης των ΗΠΑ) αναφέρθηκε σε αυτό ως «γρίφο» ενώ ο νυν κεντρικός τραπεζίτης των ΗΠΑ, Ben Bernanke το αναγνώρισε ως πρόβλημα (Κολλίντζας -Ψαλιδόπουλος 2009).

Ακριβώς αυτό το φαινόμενο το οποίο συνδυάστηκε με την δημιουργία προωθημένης χρηματοπιστωτικής αρχιτεκτονικής δηλαδή την δημιουργία νέων καινοτόμων επενδυτικών προϊόντων όπως η ευρεία και χωρίς όρια τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων σε μακροοικονομικό επίπεδο δημιούργησε την υπερβάλλουσα ρευστότητα. Οδήγησε σε μια ευκολία χρηματοδότησης «περιθωριακών» επενδύσεων υψηλού ρίσκου στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και στην κατάρρευση της αγοράς ακινήτων στις ΗΠΑ. Πυροδοτήθηκε λοιπόν η παρούσα κρίση που απειλεί τις οικονομίες παγκοσμίως. Δημιουργήθηκε μια πελώρια φούσκα ακινήτων κυρίως στις ΗΠΑ αλλά και στη Ευρώπη (Ισπανία και Μ. Βρετανία) καθώς και στην αγορά προϊόντων κυρίως του πετρελαίου και πολύτιμων μετάλλων (Aglietta, 2009 σελ36)

Την άποψη αυτή δεν ενστερνίζεται ο πρώην Διοικητής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας κ. Greenspan, ο οποίος αντιλέγει ότι τα χαμηλά επιτόκια της Fed δικαιολογούνταν από την

κατάσταση της οικονομίας και ότι οι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης δεν ήταν μέχρι το 2004 ανησυχητικοί. Επίσης θεωρεί ότι η φούσκα στην αγορά ακινήτων των ΗΠΑ ήταν παρόμοιου μεγέθους με αυτές στον υπόλοιπο κόσμο και ότι η στατιστική έρευνα δεν δίνει επαρκώς ισχυρές ενδείξεις για την ευθύνη της νομισματικής πολιτικής. Άλλωστε αρνητικά πραγματικά επιτόκια είχαμε στις Η.Π.Α. και τη δεκαετία του 1970, αλλά τότε δεν είχαμε κρίση. Τα χαμηλά επιτόκια πρέπει να συνοδεύονται και από άλλους παράγοντες (Χαρδούβελης 2009).

Αυτοί λοιπόν είναι παράγοντες κινδύνου που ενισχύουν αλλά και ενισχύονται από τις παγκόσμιες ανισορροπίες και είναι δύσκολο να ανατραπούν καθώς για τους δικούς τους λόγους η κάθε μια, ούτε η Ευρωπαϊκή Ένωση (προβλήματα ανταγωνιστικότητας), ούτε η Ιαπωνία (χαμηλή εγχώρια ζήτηση) μπόρεσαν να παρέμβουν αποτρεπτικά.<sup>5</sup>

### 3.4 Παγκόσμια διάδοση της κρίσης

Η κρίση αρχικά ξέσπασε στην αμερικανική κτηματαγορά στην συνέχεια όμως επεκτάθηκε και στις υπόλοιπες πιστωτικές αγορές ενώ δεν άργησε να επεκταθεί και σε παγκόσμιο επίπεδο.

Κάποιοι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν σήμερα θετικά τη διάδοση των κρίσεων είναι οι παρακάτω:<sup>6</sup>

- Η σύγκλιση των εθνικών οικονομικών συστημάτων μετά το 1989 και η ενσωμάτωση νέων χωρών στο οικονομικό σύστημα της «Δύσης».
- Το αυξανόμενο εξωτερικό άνοιγμα των εθνικών οικονομιών.
- Η αυξηθείσα αλληλεξάρτηση εθνικών οικονομικών πολιτικών, αλλά και των εθνικών αγορών.
- Ελλείμματα στην παγκόσμια οικονομική διακυβέρνηση και, κυρίως, στους τομείς των διεθνών νομισματικών και αναπτυξιακών σχέσεων, καθώς και σε κενά του διεθνούς θεσμικού πλαισίου
- Η αύξηση της βαρύτητας των εξωτερικών οικονομικών παραμέτρων όπως για παράδειγμα το εξωτερικό εμπόριο, οι άμεσες ξένες επενδύσεις, ο εξωτερικός δημόσιος και ιδιωτικός δανεισμός, η διεθνής κίνηση συντελεστών παραγωγής, το outsourcing (η έννοια της λήψης υπηρεσιών από τρίτους σε τομείς δραστηριότητας μιας επιχείρησης) η οικονομική μεγέθυνση και ανάπτυξη.

---

<sup>5</sup> Obstfeld Maurice , Rogoff Kenneth (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” <http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf>

<sup>6</sup> [http://www.unipi.gr/akad\\_tmhm/diethn/news\\_files/2010-01-18\\_simeioseis\\_oik\\_kriseis.pdf](http://www.unipi.gr/akad_tmhm/diethn/news_files/2010-01-18_simeioseis_oik_kriseis.pdf)

- Η αύξηση της εισοδηματικής ελαστικότητας του εξωτερικού εμπορίου λόγω, κυρίως, των διεθνών αλυσίδων (δικτύων) παραγωγής, αλλά και του ανοίγματος των οικονομιών.

Κάθε κρίση ανάλογα με το είδος της έχει τους δικούς της μηχανισμούς διεθνούς διάδοσης. Το εξωτερικό εμπόριο, οι διεθνείς επενδύσεις καθώς και ψυχολογικοί λόγοι μπορούν να προκαλέσουν διάδοση μιας ύφεσης σε διεθνές επίπεδο. Οι συναλλαγματικές αγορές καθώς και οι κινήσεις κεφαλαίων αποτελούν κανάλι διάδοσης μιας πληθωριστικής κρίσης. Σε περίπτωση τραπεζικών κρίσεων το γεγονός ότι πλέον τα περισσότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δραστηριοποιούνται σε περισσότερες από μία χώρες θα βοηθήσει στην διάδοση των κρίσεων. Τέλος όσο αναφορά τις κρίσεις στις διεθνείς αγορές α' υλών π.χ. αύξηση τιμών πετρελαίου το εμπόριο, οι όροι εμπορίου, η μεταφορά εισοδημάτων υπέρ των χωρών εξαγωγής και η κίνηση κεφαλαίων είναι τα κύρια κανάλια διάδοσης του.

Η μεταφορά της πρόσφατης οικονομικής κρίσης του 2008 στην πραγματική οικονομία έγινε μέσω της απομόχλευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τα προβλήματα φερεγγυότητας που δημιουργήθηκαν λόγω της έλλειψης ρευστότητας οδήγησαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε προσπάθεια εύρεσης ρευστότητας και μείωσης του μεγέθους του ενεργητικού τους δηλαδή την μείωση των χορηγήσεων και των επενδύσεων στο εξωτερικό. Η πολλαπλασιαστική αυτή αρνητική επίδραση στην μείωση του δανεισμού είναι ένας τρόπος μεταφοράς της κρίσης στην πραγματική οικονομία.

Το κύριο μέσο για την εξάπλωση της κρίσης στο σύνολο της οικονομίας ήταν η τιτλοποίηση καθώς στις δεξαμενές pools των τιτλοποιημένων πιστώσεων βρίσκονταν αναμειγμένα διάφορα ήδη δανείων κάποια από τα οποία ήταν αρκετά ασφαλή τα οποία όμως συμπαρασύρθηκαν και έτσι υποβαθμίστηκε η αξία τους. Επίσης, υπήρχε η πρακτική της μεταβίβασης των κινδύνων με βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση από την διατραπεζική αγορά το αποτέλεσμα ήταν να διαδοθεί η απώλεια εμπιστοσύνης των επενδυτών από τους τίτλους επί μη εξυπηρετούμενων πιστώσεων στη χρηματαγορά βραχυπροθέσμων τοποθετήσεων. Η παγκοσμιοποιημένη οικονομία επέτρεπε στις ευρωπαϊκές τράπεζες κυρίως αλλά και από τον υπόλοιπο κόσμο να αναμειχτούν σε όλες αυτές τις αμερικανικές αγορές. Έτσι όσο εκτεθειμένες ήταν οι τράπεζες της Αμερικής άλλο τόσο ήταν και οι υπόλοιπες τράπεζες ανά τον κόσμο.

Σημαντικός παράγοντας στη διάδοση της ύφεσης παγκοσμίως ήταν ότι υπήρχε διατραπεζική αβεβαιότητα. Τον Σεπτέμβριο του 2008 η κρίση έγινε συστημική όταν έγινε φανερό ότι πολλές Αμερικανικές και Ευρωπαϊκές τράπεζες δεν είχαν την απαιτούμενη ρευστότητα προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις συσσωρευμένες ζημιές από τις μη

εξυπηρετούμενες πλέον πιστώσεις που είχαν χορηγηθεί κυρίως της στεγαστικής πίστης. Μετά την χρεοκοπία της Lehman Brothers στις 15 Σεπτεμβρίου 2008 οι διατραπεζικές αγορές πάγωσαν, επλήγη σχεδόν αμέσως το διεθνές εμπόριο και η παραγωγή των χωρών διεθνώς (Aglietta 2009). Η αγορά των βραχυπρόθεσμων τίτλων, δηλαδή δανείων μέσω βραχυπρόθεσμων ομόλογων μεταξύ των τραπεζών ώστε να χρηματοδοτήσουν τα δικά τους χρέη σταμάτησε να λειτουργεί. Λόγω της διάχυτης αβεβαιότητας όσον αφορά στον πιστωτικό κίνδυνο μεμονωμένων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, η αγορά διατραπεζικών δανείων παρέλυσε με αποτέλεσμα να καταστεί βαθμιαία δυσκολότερη η πρόσβαση σε ρευστότητα για όλους τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

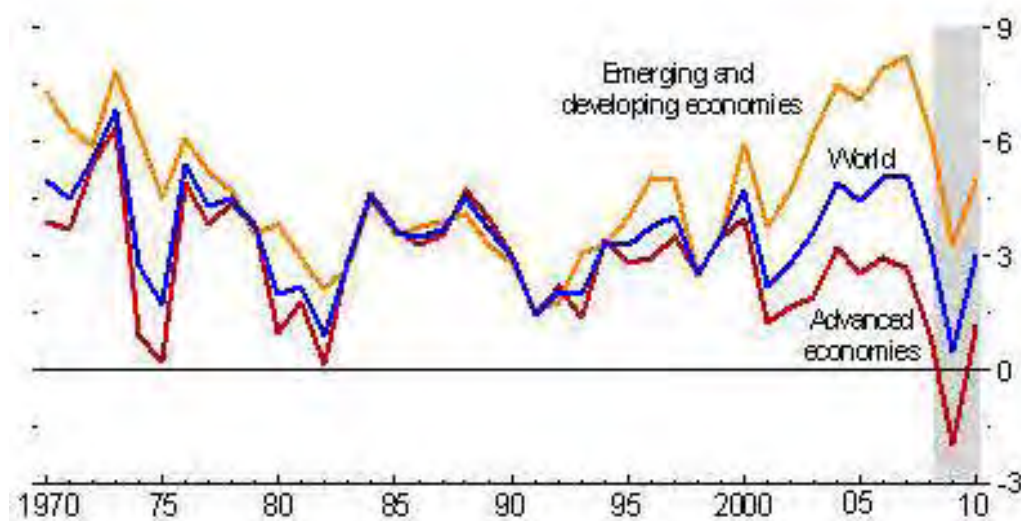
Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα όλες οι τράπεζες, παγκοσμίως να ζητούν απεγνωσμένα ρευστότητα ως εκ τούτου οι πιστωτικές δυνατότητες των τραπεζών περιορίστηκαν. Συνεπώς μειώθηκαν τα δάνεια όλων των ειδών καταναλωτικά επιχειρηματικά και στεγαστικά με συνέπεια να περιοριστεί η ιδιωτική κατανάλωση και αυτό να έχει πολλαπλασιαστικές επιπτώσεις σε όλο τον κόσμο. Την ίδια στιγμή άρχισαν να διστάζουν και οι αναδυόμενες οικονομίες να δανειστούν βραχυπρόθεσμα από τράπεζες της Αμερικής ή της Ευρώπης καθώς χρησιμοποιούσαν το δανεισμό σε συνάλλαγμα από τις δυτικές τράπεζες σαν μια ζωτική πηγή χρηματοδότησης.

Η ύφεση επηρέασε πρωτίστως το εμπόριο και μέσω του διεθνούς εμπορίου είχαμε μια περαιτέρω διάδοση της κρίσης. Ο φόβος των πτωχεύσεων των αντισυμβαλλόμενων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στέρεψε πρώτα τη ρευστότητα και στη συνέχεια τις πιστώσεις στο εξαγωγικό εμπόριο. Η συρρίκνωση των πιστώσεων συνέβαλε στην κατάρρευση του παγκόσμιου εμπορίου. Το παγκόσμιο εμπόριο έχει σημειώσει σημαντική πτώση σε τρεις χρονικές περιόδους μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο: κατά την διάρκεια της πετρελαϊκής κρίσης το 1974-75, το 1982-83 και κατά το 2001-02 με το σπάσιμο της φούσκας των τεχνολογικών μετοχών και τις επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου. Η επιβράδυνση, όμως, που ξεκίνησε στα μέσα του 2007 μαζί με την χρηματοοικονομική κρίση, εξελίχθηκε από το τελευταίο τρίμηνο του 2008 σε κατάρρευση (Χαρδούβελης 2011). Οι αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης του εμπορίου συνεχίστηκαν και όλο το 2009. Χαρακτηριστικό της κρίσης είναι ότι η πτώση του εμπορίου συνέβη σε παγκόσμιο επίπεδο, συγχρονισμένα και αφορούσε το σύνολο των εμπορευμάτων.

Οι οικονομολόγοι υποστήριζαν ότι οι αναπτυσσόμενες χώρες και οι χώρες με δυνατή οικονομία όπως η Κίνα ήταν σε λιγότερο επικίνδυνη θέση από της ΗΠΑ και θα μπορούσαν να ξεπεράσουν την κρίση (Jawadi, Arouri 2010). Μάλιστα υπήρχε η άποψη ότι οι αναδυόμενες αγορές και κυρίως η Κίνα, θα διαδραμάτιζαν τον ρόλο του σταθεροποιητή που θα αντιστάθμιζε την χρηματοπιστωτική αταξία. Διαψεύσθηκε όμως αυτή η θεωρία της αποσύνδεσης ή

«decoupling» για τις αναδυόμενες οικονομίες. Έτσι, όπως μπορούμε να δούμε και στο Διάγραμμα 19 το 2009 η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε αντιμέτωπη με τη χειρότερη ύφεση της μεταπολεμικής περιόδου, με το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης να φτάνει σε πολύ χαμηλά επίπεδα, για πρώτη φορά μετά το πρώτο μισό της δεκαετίας του 1930 και τη Μεγάλη Ύφεση (Χαρδούβελης, 2011).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 19: Παγκόσμιος ρυθμός ανάπτυξης (ποσοστιαία μεταβολή)



Πηγή: World Economic Outlook Update (2009 σελ.1)

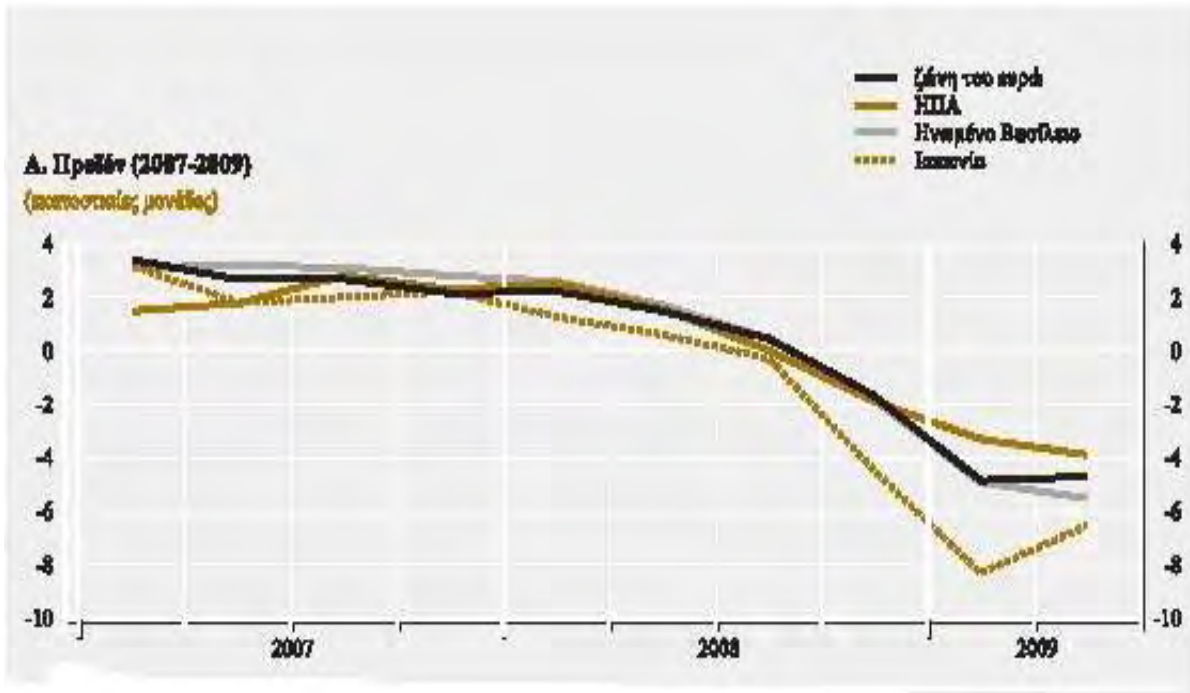
Οι άμεσα συνδεδεμένες οικονομίες οι οποίες διάμεσου των τραπεζών της Δυτικής Ευρώπης δανείζονταν σε συνάλλαγμα για να εξασφαλίσουν την ανάπτυξη τους, ήταν αυτές που επλήγησαν περισσότερο από την οικονομική κρίση. Αυτό ίσχυσε για την Λατινική Αμερική, κυρίως το Μεξικό και την Αργεντινή, η οποία ήταν άρτια συνδεδεμένη με την οικονομία της Αμερικής και της Ισπανίας. Στην περίπτωση της Ισλανδίας έχουμε μια χώρα όπου τα τελευταία χρόνια είχε φιλοξενήσει πολλές off shore εταιρείες όποτε υπήρχε μεγάλη κινητικότητα στην οικονομική ζωή της χώρας, οι τράπεζες της χώρας είχαν δανειστεί υπέρμετρα και είχαν δημιουργήσει ένα τεράστιο χρέος και στα νοικοκυριά. Τέλος, είχε κινηθεί πολύ δραστικά στην αγορά των ριψοκίνδυνων δομημένων πιστωτικών προϊόντων των ΗΠΑ. Η διάδοση της κρίσης στις χώρες της ανατολικής Ευρώπης συνέβη μέσω του υπέρμετρου δανεισμού των τραπεζών αυτών των χωρών από τις τράπεζες της Δυτικής Ευρώπης.

Συνεπώς μιλάμε για ένα συστημικό κίνδυνο κύριο χαρακτηριστικό του οποίου ήταν ότι το κόστος του χρήματος αυξήθηκε σημαντικά. Τα επιτόκια της χρηματαγοράς, αυτά τα οποία

ισχύουν στο διεθνή διατραπεζικό δανεισμό έφτασαν στο 6% την στιγμή που τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου ήταν στο 2%. Υπό κανονικές συνθήκες η διαφορά μεταξύ των δυο είναι 0,5% το οποίο δείχνει ότι ήταν αδύνατη η χρηματοδότηση μεταξύ των τραπεζών σε παγκόσμιο επίπεδο (Aglietta 2009).

Παρακάτω παραθέτω τρία διαγράμματα τα οποία απεικονίζουν την διεθνή διάσταση της κρίσης του 2007. Το Διάγραμμα 20 δείχνει την ποσοστιαία μεταβολή του προϊόντος για τέσσερις διαφορετικές οικονομίες αυτή των ΗΠΑ ,της ζώνης του Ευρώ, της Ιαπωνίας και του Ηνωμένου Βασιλείου. Τα επόμενα δυο Διαγράμματα 21, 22 δείχνουν την πορεία δυο ακόμη οικονομικών μεγεθών της ανεργίας και του πληθωρισμού για τις τέσσερις διαφορετικές οικονομίες. Αυτό στο οποίο καταλήγουμε παρατηρώντας τα Διαγράμματα είναι η κοινή πορεία των οικονομιών οι οποίες αδιαμφισβήτητα επηρεάστηκαν από την οικονομική κρίση.

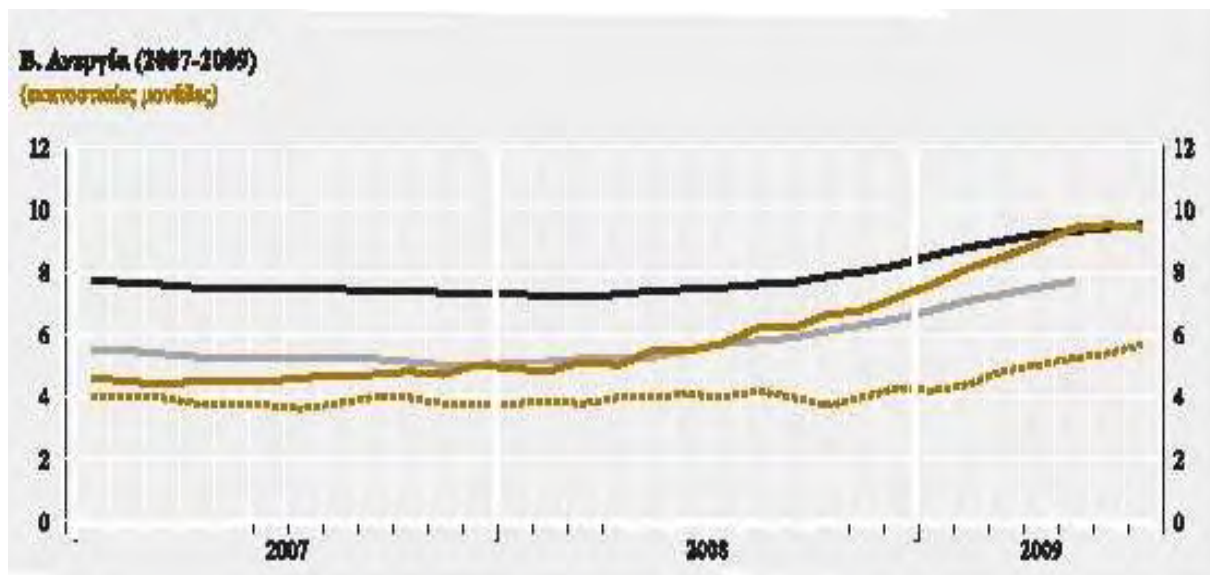
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 20: Μεταβολή του ΑΕΠ



Πηγή: Διεύθυνση Οικονομικών μελετών, ΤτΕ (2009 σελ.14)

Σημείωση: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν σε σταθερές τιμές

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 21: Μεταβολή της ανεργίας

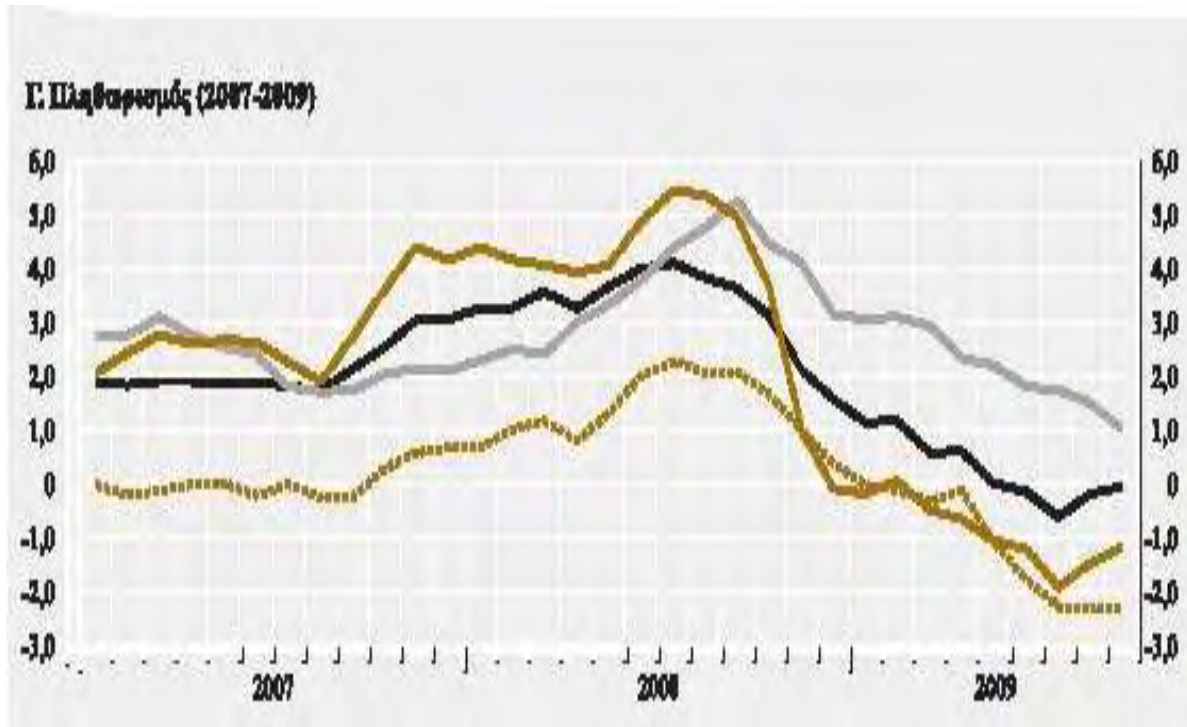


Πηγή: Διεύθυνση Οικονομικών μελετών, ΤτΕ (2009 σελ.14 )

Σημείωση: Συνολική ανεργία ως ποσοστό του εργατικού δυναμικού



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 22: Μεταβολή του πληθωρισμού.



Πηγή: Διεύθυνση Οικονομικών μελετών, ΤτΕ (2009 σελ.14)

Σημείωση: Εκατοστιαίος ρυθμός μεταβολής του ΔΤΚ

### 3.5 Από την κρίση στην ανάκαμψη

Σε αντίθεση με το 1929 το 2008 έχοντας πάρει πολύτιμα μαθήματα από τη Μεγάλη Ύφεση οι Αρχές αντέδρασαν άμεσα και συντονισμένα χωρίς να αφήσουν τον χρόνο ανεκμετάλλετο με σκοπό να αντιμετωπίσουν την οικονομική κρίση η οποία είχε φανεί στο προσκήνιο. Η σωστή επεκτατική και δημοσιονομική πολιτική ήταν ικανή να αποτρέψει μια μεγαλύτερη και σφοδρότερη κρίση.

Η μείωση των επιτοκίων δεν ήταν η μόνη πολιτική που υιοθέτησαν οι κεντρικές τράπεζες. Εκτός από αυτό ακολούθησαν και μεγάλα δημοσιονομικά πακέτα αναζωογόνησης της οικονομίας. Εφεύραν νέους τρόπους παροχής ρευστότητας, αύξησαν το ελάχιστο ποσό των εγγυημένων τραπεζικών καταθέσεων, συνέδραμαν τις κυβερνήσεις στον καθορισμό πακέτων διάσωσης των τραπεζών. Η σωστή άσκηση των παραπάνω οικονομικών πολιτικών είναι επαρκώς αποτελεσματική καθώς και μόνο η ανακοίνωση τους από μόνη της- δοθείσης της αξιοπιστίας της κεντρικής τράπεζας –τονώνει την ρευστότητα στην αγορά.

Από το Δεκέμβριο του 2008 και καθ' όλη τη διάρκεια του έτους το καθοδηγητικό Επιτόκιο Κατατεθειμένων Διαθεσίμων της (Federal Funds Rate -FFR20) παρέμεινε στο ιστορικά χαμηλό

εύρος 0%-0,25%, ενώ τόσο το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) όσο και το επιτόκιο επί των υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων και υπερβαλλόντων αποθεματικών των τραπεζών παρέμειναν σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα (0,5% και 0,25% αντίστοιχα).

Ο Πίνακας 8 απεικονίζει την εξέλιξη των βασικών καθοδηγητικών επιτοκίων της Fed από τις αρχές του 2007 μέχρι και το τέλος του 2009 (Παπαδόπουλος 2010).

ΠΙΝΑΚΑΣ 8: Πορεία βασικών επιτοκίων της Fed.

Έτος	2007					2008							2009	
	Ημερ/νια	31/1-7/8	17/8	18/9	31/10	11/12	22/1	30/1	16/3	18/3	30/4	8/10	29/10	16/12
FFR	5,25%	5,25%	4,75%	4,50%	4,25%	3,50%	3,00%	3,00%	2,25%	2,00%	1,50%	1,00%	0%-0,25%	0%-0,25%
Discount Rate	6,25%	5,75%	5,25%	5,00%	4,75%	4,00%	3,50%	3,25%	2,50%	2,25%	1,75%	1,25%	0,50%	0,50%

Πηγή: Παπαδόπουλος (2010 σελ.5)

Ένα από τα βασικά ζητήματα για την αντιμετώπιση της παράλυσης του οικονομικού συστήματος τουλάχιστον στα πρώτα στάδια της κρίσης, ήταν να επανέλθει η λειτουργία του μηχανισμού της ρευστότητας με άλλα λόγια να εξασφαλιστεί η επανακυκλοφορία του χρήματος και η ρευστότητα των διατραπεζικών σχέσεων. Ένας τρόπος είναι εκείνοι που εισφέρουν ρευστότητα στο σύστημα να στραφούν και πάλι σε τοποθετήσεις στις τράπεζες αντί να περιορίζονται μόνο σε κρατικά ομολογά. Αυτοί είναι κυρίως οι θεσμικοί επενδυτές οι οποίοι έχουν χρηματικά κεφάλαια προς τοποθέτηση και έτσι εξασφαλίζουν ρευστότητα πουλώντας και αγοράζοντας βραχυπρόθεσμους τίτλους. Προκειμένου να συμβεί κάτι τέτοιο θα πρέπει οι πιστωτές να αισθάνονται την ασφάλεια ότι θα πάρουν πίσω τα κεφάλαια τους. Μετά τα πρώτα σημάδια της κρίσης αυτή ήταν η πρώτη προσπάθεια της Κεντρικής Τράπεζας η οποία στην συνέχεια αποδείχτηκε ανεπαρκής.

Μετά την πτώση της Lehman Brothers στις 15 Σεπτεμβρίου το 2008 η ανασφάλεια και η αταξία ήταν τα κυρίαρχα χαρακτηριστικά της αγοράς (Jawadi, Arouri, 2010). Η απόσυρση των εμπορικών τραπεζών από την δραστηριότητα της διατραπεζικής αγοράς και των θεσμικών επενδυτών από τις συναλλαγές στην αγορά ανάγκασε τις κεντρικές τράπεζες να αναλάβουν το

ρόλο του αντισυμβαλλόμενου στις αγορές, εκτείνοντας το εύρος των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποδέχονται ως εγγυήσεις.

Οι κεντρικές τράπεζες παρενέβησαν σε αυτόν το τομέα παρέχοντας ρευστότητα εκτάκτου ανάγκης στο σύστημα ασκώντας απλά τον ρόλο του χρηματοπιστωτικού σταθεροποιητή. Η FED στις 10 Αυγούστου το 2007 ανακοίνωσε “the Federal Reserve is providing liquidity to facilitate the orderly functioning of financial markets” (Wheelock, 2010). Αυτός ο ρόλος δεν είναι και πολύ καινοτόμος καθώς ίσχυε όποτε είχε παραστεί ανάγκη από τον 19<sup>ο</sup> αιώνα. Η δυνατότητα χορήγησης πιστώσεων έσχατης ανάγκης αποτελεί από τις σημαντικότερες λειτουργίες της κεντρικής τράπεζας. Στον ρόλο τους αυτόν, οι κεντρικές τράπεζες τυπικά έχουν την αρμοδιότητα χορήγησης βραχυπρόθεσμης ρευστότητας στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έναντι κατάλληλων ρητρών χρήσης της ρευστότητας και έναντι κατάθεσης εγγυήσεων υπό την μορφή δέσμευσης χρηματοοικονομικών απαιτήσεων ή χρηματοπιστωτικών μέσων υψηλής ρευστότητας.

Αυτό όμως δεν ήταν αρκετό στη συγκεκριμένη περίπτωση καθώς οι τράπεζες δεν είχαν ανάγκη από επείγουσα βραχυπρόθεσμη ενίσχυση ώστε να ξεπεράσουν την εφήμερη κάμψη. Αντίθετα χρειαζόνταν βαθμιαίες πιστώσεις οι διάρκειες των οποίων ξεπερνούσαν κατά πολύ εκείνη που παραδοσιακά παρείχε ο «δανειστής τελικού καταφύγιου». Άρχισε λοιπόν η Κεντρική Τράπεζα να επιμηκύνει την διάρκεια των πιστώσεων που χορηγούσε στις επενδυτικές τράπεζες μετά το χρεοστάσιο της Bear Stearns τον Μάρτιο του 2008. Στη συνέχεια οι Κεντρικές Τράπεζες δέχονταν ως καλλύμα για την εγγύηση παροχής ρευστότητας και τίτλους επί στεγαστικών δανείων οι οποίοι είχαν μεγάλο κίνδυνο. Κατ'αυτόν τον τρόπο άρχισε να υποβαθμίζετε σιγά σιγά η ποιότητα των στοιχείων ενεργητικού των Κεντρικών Τραπεζών.

Η κρίση όμως άρχισε να γίνεται παγκόσμια, και για να αντιμετωπίσουν αυτό το φαινόμενο οι κεντρικές τράπεζες συντόνισαν τις πολιτικές τους ώστε να τροφοδοτούνται οι τράπεζες στα τέσσερα σημεία του ορίζοντα με τα ανάλογα νομίσματα που αυτές χρειαζόνταν, δημιούργησαν δηλαδή έναν διεθνή δανειστή «τελικού καταφυγίου» Οι προσπάθειες κυβερνήσεων και κεντρικών τραπεζών συντονίστηκαν μέσω των G-20 και του αναβαθμισμένου Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (Χαρδούβελης ,2011). Προσπάθησαν να μην επαναλάβουν τα λάθη του παρελθόντος λαμβάνοντας προστατευτικά μέτρα τα οποία θα επιδείνωναν την κατάσταση αλλά να ακολουθήσουν μια κοινή πολιτική εξόδου από την κρίση.

Η κεντρική τράπεζα της Αμερικής ανέλαβε ακόμη μεγαλύτερο ρίσκο καθώς άρχισε να δανείζει απείθειας στις επιχειρήσεις αγοράζοντας εταιρικά ομόλογα τους. Είδαν λοιπόν οι Κεντρικές Τράπεζες την ποιότητα των ισολογισμών τους να υποβαθμίζεται. Τον Σεπτέμβριο

του 2008 τα κρατικά ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του δημοσίου ενώ άλλοτε αποτελούσαν το 90%-95% του ισολογισμού της FED είχαν πλέον περιοριστεί σε μόλις 50% καθώς αντικαταστάθηκαν από εταιρικά ομόλογα (Jawadi -Arouri, 2010).

Στο τέλος του έτους 2009 είχαν περιέλθει στην κατοχή της τραπεζικά χρεόγραφα αξίας μεγαλύτερης του ενός τρισεκατομμυρίου δολάρια (900 δις δολάρια σε ενυπόθηκους τίτλους - mortgage-backed securities- εμπορικών τραπεζών και 160 δις χρεογράφων από ΝΠΙΔ –πχ. Fannie Mae/Freddie Mac), προκειμένου να διατηρηθεί η ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά και το δανεισμό και να κρατηθούν χαμηλά τα επιτόκια ( Παπαδόπουλος 2010)

ΑΓΡΑΜΜΑ 23: Σύνθεση του ισολογισμού της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ



Πηγή: Wheelock,(2010 P.95)

Το Διάγραμμα 23 παρουσιάζει τις αλλαγές στον όγκο και τη σύνθεση στο ενεργητικό της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ από την αρχή του 2007 έως και το τέλος του 2009. Το ενεργητικό της FED αποτελούνταν πριν από την κρίση κυρίως από δάνεια και διάφορες εγγυήσεις μέχρι που εμφανίστηκε οικονομική κρίση στις διατραπεζικές αγορές χρηματοδότησης και η σύνθεση του ενεργητικού διαφοροποιούνταν καθώς μεγάλο ποσοστό κάλυπταν πλέον τα λεγόμενα discount window loans. Με την έννοια αυτή εννοούμε τη διευκόλυνση που παρέχεται από την κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ η οποία επιτρέπει στις τράπεζες - μέλη να δανείζονται αποθεματικά κεφάλαια με εγγύηση ομολογίες του δημοσίου ή άλλα αποδεκτά χρεόγραφα. Το μέγεθος του ενεργητικού παρόλο που άλλαζε σύνθεση

παρέμεινε κατά προσέγγιση σταθερό μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2008. Μετά όμως το Σεπτέμβριο του 2008 τα πράγματα άλλαξαν όταν η FED άρχισε να δανείζει κεφάλαια και σε ιδιωτικές εταιρείες. Την δεύτερη εβδομάδα του Δεκεμβρίου το συνολικό ενεργητικό έφτασε στο υψηλότερο σημείο και στη συνέχεια άρχισε μια καθοδική πορεία μέχρι το δεύτερο τετράμηνο του 2009 όταν η Fed άρχισε να αγοράζει τα επικίνδυνα τιτλοποιημένα δάνεια για να εξυγιάνει την αγορά.

Όσον αφορά στην εγγύηση των τραπεζικών καταθέσεων η οποία είναι σημαντική σε περιπτώσεις αφερεγγυότητας και πτώχευσης ιδρυμάτων, ήδη ίσχυε αλλά όπως φάνηκε δεν ήταν ικανή για να επαναφέρει την ασφάλεια του τραπεζικού συστήματος. Η εγγύηση των τραπεζικών καταθέσεων ιδιωτών αποταμιευτών έχει χρησιμοποιηθεί ευρέως για να διασφαλιστεί η συνεχής πρόσβαση σε χρηματοδότηση με βάση τις καταθέσεις. Έτσι το υπουργείο οικονομικών μαζί με την FED αποφάσισαν να επεκταθεί η εγγύηση κεφαλαίων και στα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (Aglietta 2009).

Όλες οι παραπάνω ρυθμίσεις όμως αφορούν μόνο την κρίση ρευστότητας η οποία είναι το αποτέλεσμα και όχι η πηγή του προβλήματος. Το βασικό πρόβλημα ήταν οι πιστώσεις αμφίβολης ποιότητας. Οι κυβερνήσεις κατάλαβαν ότι τα μέτρα των Κεντρικών Τραπεζών δεν ήταν ικανά να βελτιώσουν σημαντικά την κατάσταση και έτσι έγινε φανερό ότι τα κράτη θα έπρεπε να λάβουν άμεσα πιο εντατικά μέτρα. Οι κυβερνήσεις έθεταν αυτές κρατικά κεφάλαια, συγκεκριμένα η Αμερικανική κυβέρνηση υιοθέτησε ένα σχέδιο 700 δισεκατομμυρίων δολαρίων που εκπονήθηκε από τον υπουργό οικονομικών Henry Paulson και ονομάστηκε «Νόμος έκτακτης οικονομικής σταθεροποίησης του 2008» Trouble Assets Relief Program (TARP). Το TARP προτάθηκε από την Κυβέρνηση Bush και το νομοθέτησε το Κογκρέσο στις 3 Οκτωβρίου του 2008 το οποίο αποτέλεσε μέρος ενός ευρύτερου νόμου του «Νόμου οικονομικής σταθεροποίησης και έκτακτης ανάγκης του 2008» ([http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=110\\_cong\\_public\\_laws&docid=f:publ343.110.pdf](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=110_cong_public_laws&docid=f:publ343.110.pdf)).

Ο μηχανισμός αυτός, ανάμεσα σε άλλα, έδινε το δικαίωμα στο Αμερικανικό δημόσιο να εξαγοράζει προβληματικά στοιχεία ενεργητικού των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που είχαν πληγεί από την κρίση των διαβόητων subprime δανείων. Στο πλαίσιο αυτού του προγράμματος στις 25 Νοεμβρίου 2008, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Νομισματικών Υποθέσεων (FOMC) ανήγγειλε τη πρόθεσή της να αγοράσει μεγάλα ποσά τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων από την Fannie Mae και Freddie Mac, αύξησαν το ποσό για τις αγορές το 2009. Ο σκοπός της αγοράς αυτών των τίτλων ήταν για να μειώσει το κόστος και να αυξήσει τη διαθεσιμότητα πιστώσεων στην αγορά των ακινήτων (Wheelock, 2010).

Κύριος στόχος ήταν η αποτροπή μιας ολικής κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού οικοδομήματος, το οποίο θα προκαλούσε συστημικό κίνδυνο στο σύνολο της οικονομίας. Το TARP περιελάμβανε εξαγορά επισφαλών ('toxic'), κυρίως ενυπόθηκων περιουσιακών στοιχείων και δανείων των τραπεζών από το κράτος, προκειμένου να 'καθαριστούν' οι βεβαρημένοι ισολογισμοί τους και να διατηρηθεί η ρευστότητα στο οικονομικό κύκλωμα, μέτρα διευκόλυνσης του διατραπεζικού δανεισμού κ.ά. (Παπαδόπουλος, 2010).

Σύμφωνα με την τριμηνιαία έκθεση που είναι υποχρεωτική να εκδίδεται από το Υπουργείο οικονομικών των ΗΠΑ -και συγκεκριμένα το Congressional Budget Office- \$432 δισεκατομμύρια δολάρια ξοδευτήκαν μέχρι τον Μάρτιο του 2011 ενώ αρχικά ο προϋπολογισμός για το συγκεκριμένο πρόγραμμα στήριξης ήταν 700 δισεκατομμύρια δολάρια ενώ γενικότερα τα αποτελέσματα από το συγκεκριμένο πρόγραμμα ήταν ζωτικής σημασίας για την αναζωογόνηση της οικονομίας (<http://www.cbo.gov/ftpdocs/121xx/doc12118/03-29-TARP.pdf>).

Τον Φεβρουάριο του 2009, αμέσως μετά την αλλαγή στην Προεδρία του Obama, το TARP εντάχθηκε σε ένα ευρύτερο πακέτο διάσωσης το Financial Stability Plan (FSP) με επιπλέον πόρους ύψους 2 τρισεκατομμυρίων δολαρίων ή 14% του ΑΕΠ των Η.Π.Α (Χαρδούβελης 2011).

Το σχέδιο περιλαμβάνει προγράμματα χρησιμοποιώντας τα κεφάλαια φορολογούμενων για να επαναδραστηριοποιήσει τον δανεισμό και άλλες οικονομικές δραστηριότητες. Νομοθετικά, ένα μεγάλο μέρος της χρηματοδότησης για το σχέδιο προέρχεται από το Νόμο οικονομικής σταθεροποίησης έκτακτης ανάγκης του 2008 (Emergency Economic Stabilization Act of 2008 ) ο νόμος που καθιέρωσε και το TARP, μεταξύ άλλων οικονομικών προγραμμάτων διάσωσης (Teslik 2009).

Σύμφωνα με το FSP (Financial Stability Plan) το πρόγραμμα διάσωσης των τραπεζών ενισχύοταν με πρόσθετα ποσά από τον κρατικό προϋπολογισμό, για την επίτευξη ευρύτερων στόχων: ενίσχυση της εγχώριας αυτοκινητοβιομηχανίας (Auto Industry Financing Program), ανακούφιση των δανειοληπτών, κυρίως στην αγορά κατοικίας (Home Affordable Modification Program), ενίσχυση του τραπεζικού δανεισμού σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις μέσω της αναδιάρθρωσης στεγαστικών δανείων ώστε να περιοριστούν οι κατασχέσεις. (Consumer and Business Lending Initiative), να επαναδραστηριοποιηθεί η αγορά πιστώσεων και να μειωθούν τα επιτόκια των καταναλωτικών και επιχειρηματικών δανείων (X. Παπαδόπουλος, 2010).

Ένα ακόμα πρόγραμμα για την αναζωογόνηση της αμερικανικής οικονομίας ήταν το ARRA Πρόκειται για ένα σχέδιο κρατικής παρέμβασης στην οικονομία, αποτιμώμενο σε

οικονομικούς όρους: 787 δις δολ. Οι δύο κύριοι στόχοι του η δημιουργία νέων/διατήρηση υπαρχόντων θέσεων εργασίας, αφενός, και η επίτευξη βιώσιμης οικονομικής ανάπτυξης αφετέρου.<sup>7</sup>

Το ARRA είναι ένα μείγμα δράσεων, που περιλαμβάνει δημόσιες επενδύσεις σε έργα υποδομής (λιμάνια, αεροδρόμια, αυτοκινητόδρομοι, ηλεκτρικό δίκτυο), φοροελαφρύνσεις (κυρίως για τη μεσαία εισοδηματική κατηγορία), κοινωνικές παροχές (επιδόματα ανεργίας, περίθαλψη), και περιβαλλοντικά/ενεργειακά προγράμματα (μετατροπή κυβερνητικών κτιρίων σε 'πράσινα' κτίρια, επιδοτήσεις για ενεργειακές παρεμβάσεις σε ιδιωτικές κατοικίες κλπ). Η κατανομή των 787 δις δολ., σύμφωνα με το αρχικό σχέδιο, είχε ως εξής: 288 δις δολ. σε φοροαπαλλαγές και φοροελαφρύνσεις για τα χαμηλά και μεσαία εισοδηματικά στρώματα, 224 δις δολ. σε δημόσια προγράμματα στην εκπαίδευση, την υγεία, καθώς και σε κοινωνικές παροχές, και 275 δις δολ. σε κρατικά συμβόλαια που αφορούν έργα υποδομής, καθώς και σε επιχορηγήσεις και δάνεια. (Παπαδόπουλος, 2010).

Τα μέτρα που αναφέραμε ήταν στην ουσία η παρέμβαση του Κράτους με σκοπό να περιορίσει τις ζημιές απορροφώντας ένα τμήμα τους, προκειμένου η οικονομία να ανακάμψει.

---

<sup>7</sup> <http://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/fxreportfinalfor%20webapril152009.pdf>

### 3.6 Το χρονικό της κρίσης.

Παρουσιάζουμε στη συνέχεια τη σύνοψη των χρονικών συμβάντων της κρίσης του 2008 σε ένα πίνακα<sup>8</sup>.

2007	
8 Φεβρουαρίου	Η HSBC σε ανακοίνωση της πρώτη φορά προειδοποιεί ότι η αγορά ίσως αντιμετωπίσει προβλήματα από την αύξηση των επισφαλειών στον κλάδο των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime mortgage market).
27 Φεβρουαρίου	Οι παγκόσμιες αγορές μετοχών διακατέχονται από φόβους όσον αφορά τις ασιατικές αγορές μετοχών και δημιουργούνται περαιτέρω ανησυχίες σχετικά με μεγαλύτερη επιδείνωση στην αγορά των αμερικανικών στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης. Η σχετικά μικρή διόρθωση των χρηματιστηριακών δεικτών (Dow Jones EURO STOXX 8%, S&P 500 6%) τελειώνει στις 14 Μαρτίου και οι αγορές μετοχών επανακτούν την ανοδική τους τάση.
20 Ιουνίου	Δύο hedge funds που ελέγχονται από την Bear Stearns ανακοινώνουν ζημιές εξαιτίας της επένδυσής τους σε μετοχές που συνδέονται με τα στεγαστικά δάνεια μειωμένης πιστοληπτικής εξασφάλισης.
Τέλος-Ιουνίου/Ιουλίου	Οι εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης υποβαθμίζουν πολλούς τίτλους όπως (ομόλογα, ABSs και οι υποχρεώσεις χρέους (CDOs) που τροφοδοτούνται από δάνεια μειωμένης εξασφάλισης.
6 Αυγούστου	Η American Home Mortgage ένας από τους μεγαλύτερους ανεξάρτητους χορηγούς στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ υπέβαλε αίτηση χρεοκοπίας λόγω της κρίσης στη στεγαστική αγορά των ΗΠΑ.
9 Αυγούστου	Η BNP μεγάλη γαλλική τράπεζα διέκοψε την λειτουργία τριών επενδυτικών κεφαλαίων της. Η EKT λαμβάνει μέτρα σε απάντηση της πιστωτικής αναταραχής με μια σειρά διαδικασιών παροχής ρευστότητας ύψους 95 δις. Ευρώ στις αγορές συναλλάγματος. Παρόμοια μέτρα παίρνουν η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ και η τράπεζα της Ιαπωνίας.
10 Αυγούστου	Η Fed δήλωσε ότι θα χορηγούσε αυθημερόν όσα χρήματα ήταν αναγκαία για να καταπολεμηθούν οι τριγμοί στον τομέα της πιστώσεις.
17 Αυγούστου	Η Fed μείωσε κατά μίση μονάδα το επιτόκιο δανεισμού της προς τις τράπεζες διαμορφώνοντας το στο 5,75%.
Αρχές Νοεμβρίου	Συνεχίζονται οι ανησυχίες σχετικά με τις απώλειες των τραπεζών από την έκθεση τους στα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα και δημιουργούνται ανησυχίες για την περαιτέρω μετάδοση της κρίσης
2008	
20 Μαρτίου	Παρά την προσπάθεια διάσωσης της από τη Federal Reserve Bank of New York, η Bear Stearns Companies Inc. εν τέλει καταρρέει και πωλείται σε πολύ χαμηλή τιμή στην J.P. Morgan Chase. Έντονη φημολογία επερχόμενης κατάρρευσης της Lehman Brothers.
14 Σεπτεμβρίου	Αίτηση πτώχευσης της Lehman Brothers. Η Merrill Lynch εξαγοράζει την Bank of America.

<sup>8</sup> Soros, G. (2008) «Η οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της» εκδόσεις Λιβάνη ABE Αθήνα.

Διεύθυνση Οικονομικών μελετών, ΤτΕ (2009) 'Η κρίση του 1929 ,η Ελληνική οικονομία και οι εκθέσεις της τράπεζας της Ελλάδος για τα έτη 1928-1940' Νοεμβριος 2009



16 Σεπτεμβρίου	Η κυβέρνηση και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αντιδρούν αποφασίζοντας να διασώσουν την American International Group, Inc. (AIG) και τους οργανισμούς παροχής στεγαστικών δανείων υπό καθεστώς κρατικής εγγύησης Fannie Mae και Freddie Mac, αλλά αρνούνται να διασώσουν τη Lehman..
3 Οκτωβρίου	Το «Trouble Assets Relief Program» (TARP) προτάθηκε από την Κυβέρνηση Bush και το νομοθέτησε το Κογκρέσο.
12-19 Οκτωβρίου	Οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις ανακοινώνουν σχέδια διάσωσης των τραπεζών. Διασώζονται η UBS και η ING.
9 Νοεμβρίου	Η κυβέρνηση της Κίνας ανακοινώνει την εφαρμογή διετούς σχεδίου διάσωσης.
19 Νοεμβρίου	Μεγάλη πτώση του δείκτη Dow Jones στη χαμηλότερη τιμή της πενταετίας.
1 Δεκεμβρίου	Δημοσιοποίηση οικονομικών αποτελεσμάτων με βάση τα οποία η οικονομία των ΗΠΑ βρίσκεται σε ύφεση.
2009	
13 Ιανουαρίου	Οι ΗΠΑ παρέχουν ρευστότητα στις τράπεζες.
20 Ιανουαρίου	Νέος Πρόεδρος των ΗΠΑ αναλαμβάνει ο Μπαράκ Ομπάμα.
2 Απριλίου	Σύνοδος των ηγετών των G-20 στο Λονδίνο. Διεθνής συνεργασία για τη διαχείριση της κρίσης και την έξοδο από αυτή. Μέτρα πρόληψης μελλοντικών κρίσεων. Οι ηγέτες των G-20 υποστηρίζουν ότι πρέπει να ενισχυθεί η εποπτεία του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και τονίζουν την ανάγκη εφαρμογής ενός απλούστερου και αποτελεσματικότερου ρυθμιστικού πλαισίου. Αναγνωρίζουν την ανάγκη παρακολούθησης των κινδύνων στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος ώστε να περιοριστεί η έκταση μελλοντικών κρίσεων. Ενίσχυση του ρόλου του ΔΝΤ με διπλασιασμό των πόρων του. Συμφωνία ίδρυσης μιας ρυθμιστικής αρχής, του Διεθνούς Συμβουλίου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Board), για την ενίσχυση της συνεργασίας των εποπτικών αρχών και την έγκαιρη προειδοποίηση. Θα καταγράφει τις κινήσεις όλων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και θα είναι σε θέση να παρεμβαίνει, προλαμβάνοντας έτσι την “επιμόλυνση” των υπόλοιπων μερών του συστήματος.
8 Μαΐου	Προσομοιώσεις ακραίων καταστάσεων (“stress tests”) για τις αμερικανικές τράπεζες. Διαπιστώνεται η ανάγκη για κεφαλαιακή ενίσχυση αρκετών από αυτές.
17 Ιουνίου	Πέραν του TARP και του Financial Stability Plan, και η Fed προχώρησε σε σημαντικές κινήσεις στήριξης του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Κυριότεροι στόχοι του σχεδίου είναι: η αποτελεσματική ρύθμιση και εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η εποπτεία όλων των χρηματοπιστωτικών αγορών, συμπεριλαμβανομένων των αγορών παράγωγων προϊόντων, η προστασία των καταναλωτών και των επενδυτών, η δημιουργία μηχανισμών για την αποτελεσματική διαχείριση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, η βελτίωση της εποπτείας και της συνεργασίας σε διεθνές επίπεδο.

## Κεφάλαιο 4. Η ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΔΥΟ ΚΡΙΣΕΩΝ

### 4.1 Γενικά χαρακτηριστικά των δυο κρίσεων

Η κρίση του μεσοπολέμου μπορεί, όπως προαναφέρθηκε, να θεωρηθεί ως κρίση οικονομικής πολιτικής και παραμένει έως σήμερα η “μητέρα” όλων των κρίσεων. Η κρίση των ημερών μας είναι η μεγαλύτερη χρηματοοικονομική κρίση που γνώρισε η παγκόσμια οικονομία μεταπολεμικά. Εκδηλώθηκε ως “κρίση εμπιστοσύνης” μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων, η οποία μεταδόθηκε στις διατραπεζικές αγορές προκαλώντας έντονο πρόβλημα ρευστότητας.



Δεν υπάρχουν αρκετές μελέτες οι οποίες συγκρίνουν τις δυο κρίσεις λόγω της έλλειψης στοιχείων για ερευνητικούς σκοπούς. Κανείς από τους μεγάλους οργανισμούς (ΟΟΣΑ, ΕΕ, ΔΝΤ) δεν έχει επαρκή στοιχεία που να καλύπτουν την πρόσφατη κρίση και τη μεγάλη οικονομική κρίση του 1929. Ένας άλλος λόγος για την έλλειψη ποσοτικών συγκρίσεων των δύο κρίσεων είναι ότι δεν είμαστε βέβαιοι ότι η πρόσφατη κρίση έχει τελειώσει. Δεν μπορούμε να είμαστε σίγουροι ότι η κρίση δεν θα πάρει μια W-shaped μορφή και θα υπάρξει μια ακόμα υφεσιακή περίοδος πριν την μεγάλη ανάκαμψη (Aiginger, 2010a σελ.4)

Δεν είναι αποδεκτό από όλους, ότι όντως η κρίση του 1929 είναι η μεγαλύτερη κρίση επισκιάζοντας όλες τις μετέπειτα και την κρίση του 2008. Οι Romer (2009) και Aglietta (2009) υποστηρίζουν ότι η πρόσφατη κρίση είναι επισκιασμένη από τη κρίση του 1929 ενώ οι Eichengreen και O'Rourke (2010) από την άλλη πλευρά βασισμένοι σε δείκτες κυρίως της βιομηχανικής παραγωγής, το παγκόσμιο εμπόριο και το χρηματιστήριο, υποστηρίζουν ότι η πρόσφατη κρίση είναι το ίδιο σημαντική και καταστρεπτική για την παγκόσμια οικονομία. (Aiginger 2010b σελ.3)

Σύμφωνα με τους Eichengreen και O'Rourke (2010) μια πιο λεπτομερής ανάλυση δείχνει ότι η ταχύτητα της μείωσης της οικονομικής δραστηριότητας στα τρία πρώτα τρίμηνα του 2008 ήταν, για πολλούς δείκτες, συγκεκριμένα για τις εξαγωγές και τη βιομηχανική παραγωγή ισχυρότερη ή τουλάχιστον παρόμοια με τη μεγάλη οικονομική κρίση. Αυτό, μαζί με την παγκοσμιοποιημένη οικονομική αγορά ενισχύει την άποψη ότι αυτή η κρίση έχει προδιαγραφές για να γίνει όμοια αυτής του 1929.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται κάποιοι οικονομικοί δείκτες για την περίοδο των δυο κρίσεων για την οικονομία των ΗΠΑ οι οποίοι εκφράζουν την άποψη της Romer ότι η κρίση του 1929 ήταν σφοδρότερη από την σημερινή. Σύμφωνα με τους οικονομικούς δείκτες η πρόσφατη κρίση είναι συγκριτικά μικρότερη. Καθορίζουμε το βάθος της κρίσης ως την σχετική πτώση μεταξύ του έτους με τη μέγιστη δραστηριότητα και του έτους με τη χαμηλότερη δραστηριότητα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9:Στοιχεία των κρίσεων του 1929 και 2008

	 Η ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 1929	 Η ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008
ΚΡΕΟΚΟΠΙΕ Σ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	9.096-50% των τραπεζών ( Ιαν.1930-Μαρτ.1933)	57-0,6% των τραπεζών (Δεκ.2007-Μάιος 2009)
ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΝΕΡΓΙΑΣ	25%	8,5%
ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ ΑΕΠ	-26,5% (1929-1933)	-3,3%(2ο τριμ.2008-1ο Τριμ.2009)
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ Dow Jones	-89,2 % (3 Σεπτ.1929-8 Ιουλ.1932)	-53,8% (9 Οκτ.2007-9 Μαρτ.2009)
ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ	-25%(1929-1933)	+0,5%(Δεκ. 2007-Μάρτ. 2009)

Πηγή: <http://www.wealthvest.com/blog/wp-content/uploads/2010/12/Great-Depression-vs.-Great-Recession.png>

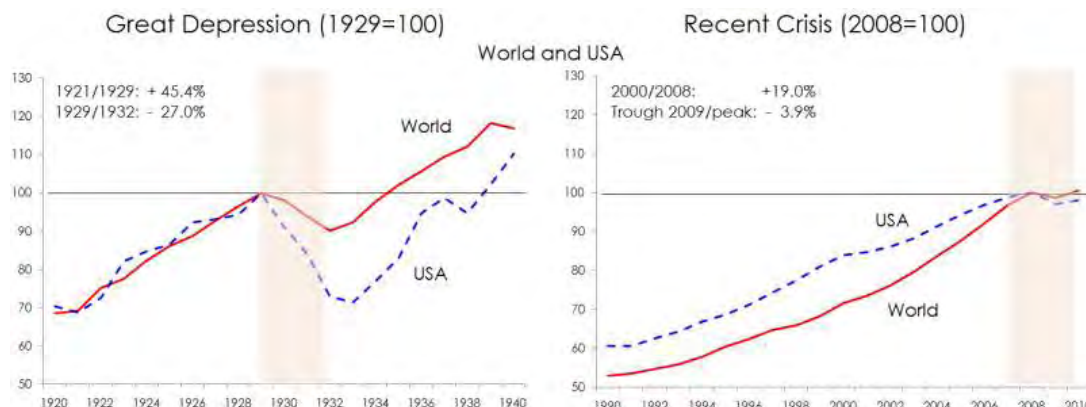
Στα παρακάτω δυο διαγράμματα μπορούμε να δούμε την πορεία του ΑΕΠ των ΗΠΑ σε σύγκριση με το παγκόσμιο ΑΕΠ κατά την διάρκεια των δυο κρίσεων. Στα διαγράμματα θέτουμε τα δυο ΑΕΠ στη βάση 2008=100, τα εξισώνουμε δηλαδή τεχνητά εκείνη τη χρόνια, και μετά πάμε πίσω και παίρνοντας τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής, κατασκευάζουμε τα προηγούμενα χρόνια. Παρατηρούμε ότι και στις δυο περιπτώσεις η μείωση που υπέστη το ΑΕΠ των ΗΠΑ ήταν μεγαλύτερη από αυτήν του υπόλοιπου κόσμου. Για την περίοδο πριν από την κρίση παρατηρούμε ότι το παγκόσμιο ΑΕΠ αυξήθηκε ταχύτερα από το ΑΕΠ των ΗΠΑ μεταξύ 1990-2008 αφού πήγε από το 50 στο 100, ενώ το αμερικανικό πήγε από το 60 στο 100.

Επίσης παρατηρούμε ότι η μείωση του ΑΕΠ από το 1929 έως το 1932 ήταν 27% ενώ στην πρόσφατη κρίση η αντίστοιχη μείωση ήταν 3,9% από το 2008 έως το 2010.

Κοινό χαρακτηριστικό και των δυο κρίσεων ήταν ότι είχαν προηγηθεί περιοδοι ανάπτυξης και ευφορίας. Στα χρονικά διαστήματα 1920-1929 και 2000-2007 υπήρχε μια έξαρση υλικής ευδαιμονίας. Επίσης υπήρχαν πρακτικές υψηλής ρευστότητας και υπερδανεισμού, με σκοπό την τόνωση της οικονομίας, καθώς στην περίοδο του 1920 η οικονομία έπρεπε να αναθερμανθεί μετά το πρώτο παγκόσμιο πόλεμο ενώ την περίοδο του 2000 μετά την φούσκα “dot.com”

Συγκεκριμένα κατά την δεκαετία του 1920 μέχρι το 1929 όπου είχαμε την μεγάλη οικονομική κρίση η αύξηση του ΑΕΠ στις ΗΠΑ ήταν της τάξης του 45,4% σε σύγκριση με το 19% κατά την περίοδο 2000-2008.

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 24: Μακροοικονομική ανάπτυξη (πραγματικό ΑΕΠ)



Πηγή: (Aiginger, 2010a σ.6)

Αναφερομένη όχι μόνο στις ΗΠΑ αλλά χρησιμοποιώντας στοιχεία τα οποία προκύπτουν ως ένας μέσος όρος των στοιχείων 10 βιομηχανοποιημένων χωρών, συμπεριλαμβανόμενων των ΗΠΑ, έχουμε τα εξής συμπεράσματα. Η διαφορά μεταξύ της οικονομικής κρίσης του 1929 και της πρόσφατης κρίσης σε διεθνές επίπεδο είναι συγκριτικά μεγαλύτερη για το δείκτη του ΑΕΠ και του επιπέδου τιμών (πληθωρισμός-αντιπληθωρισμός). Η διαφορά είναι επίσης πολύ έντονη για την απασχόληση και την ανεργία καθώς και για τις εξαγωγές, ενώ μικρότερη για τις τιμές του χρηματιστηρίου και για την βιομηχανική παράγωγη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 10: Οικονομικοί δείκτες ως Μ.Ο 10 βιομηχανοποιημένων χωρών.

	Great Depression 1929/1932	Recent Crisis 2007/2009
	Percentage change	
Πραγματικό ΑΕΠ (Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν)	-10,0	-4,0
Βιομηχανική Παράγωγη	-23,2	-20,2
Εξαγωγές	-58,5	-20,9
Χρηματιστήριο	-55,4	-53,4
Απασχόληση	-17,3	-2,5
Ανεργία 1932/2010	19,6	9, 2
Πληθωρισμός	-12,8	1

\*Σε ισοτιμία αγοραστικής δύναμης (PPP). -10 βιομηχανοποιημένες χώρες: Αυστρία Γερμανία Βέλγιο Ισπανία Γαλλία Φιλανδία Σουηδία Αγγλία ΗΠΑ και Ιαπωνία

Πηγή: (Aiginger, 2010a σελ.5)

Ένα ακόμα κοινό χαρακτηριστικό είναι ότι και οι δύο κρίσεις τόσο του 1929 όσο και του 2008 ξεκίνησαν από τις ΗΠΑ και στη συνέχεια εξαπλώθηκαν παντού. Του 1929 εξαπλώθηκε κυρίως στη Λατινική Αμερική, ενώ του 2008 κυρίως στην Ευρώπη.

Σε αντιδιαστολή με προγενέστερες κρίσεις που εκδηλώθηκαν σε μεμονωμένες χώρες και μεταδόθηκαν σε περιορισμένο αριθμό χωρών, η κρίση του 2008-2009, όπως και η κρίση του μεσοπολέμου, προήλθε από τον πυρήνα των ανεπτυγμένων οικονομιών. Αν και η παγκόσμια κλίμακα αποτελεί κοινό στοιχείο τους, το ποσοτικό μέγεθος των επιπτώσεων διαφέρει.

Ενώ την δεκαετία του 1930 ήταν ο κανόνας του χρυσού που εν τέλει έδρασε ως μηχανισμός μετάδοσης της ύφεσης από χώρα σε χώρα, το 2008 ήταν η “οικονομική απληστία” των επενδυτών και των τραπεζών, σε συνδυασμό με τις ατέλειες και τις αδυναμίες του εποπτικού πλαισίου, που δημιούργησε συνθήκες οι οποίες ευνόησαν την εκδήλωση της κρίσης. Αν και, όπως προαναφέρθηκε, η υφεσιακή διαταραχή του μεσοπολέμου ήταν πολύ έντονη, ορισμένες επιπτώσεις ήταν παρόμοιες και στις δυο κρίσεις π.χ. η άμεση και μαζική ρευστοποίηση τίτλων, η διακράτηση ρευστών διαθεσίμων και η πιστωτική ασφυξία (Διεύθυνση οικονομικών μελετών ΤτΕ ,2010 σελ.12).

Στην αρχή υπήρξε μια ελπίδα ότι η τρέχουσα κρίση θα είναι μια αμερικανική εμπειρία, και έτσι η παγκόσμια ζήτηση θα μπορούσε να παραμείνει υψηλή και ίσως να βοηθήσει στην ανάκαμψη της οικονομίας των ΗΠΑ. Εντούτοις, στη συνέχεια συνειδητοποιήσαμε ότι αυτή η ελπίδα ήταν ψεύτικη δεδομένου ότι η Ευρώπη, η Ασία, και πολλές άλλες περιοχές αντιμετωπίζουν προβλήματα όμοια αν όχι μεγαλύτερα από αυτά των ΗΠΑ. (Romer 2009 σελ.3)

## 4.2 Αίτια των δυο κρίσεων

Μια από τις σημαντικότερες αιτίες και στις δυο περιπτώσεις ήταν η ελλιπής εποπτεία του τραπεζικού συστήματος και η ανοχή σε «ριψοκίνδυνα» τραπεζικά προϊόντα τα οποία χρησιμοποιήθηκαν ως μέσα στήριξης της κερδοσκοπικής ζήτησης και δημιούργησαν υπερβολική μόχλευση.

Η «κερδοσκοπική φούσκα» δημιουργεί την υπερβολική απαίτηση για κεφάλαια και συνεπώς για νέα προϊόντα χρηματοδότησης. Το 1929 η αγορά μετοχών με περιθώριο και χρήση δανεικών (margin), η ασύδοτη χρηματοδότηση αγοράς μετοχών από τις τράπεζες, οι εταιρείες επενδύσεων, οι εταιρείες holding και το split μετοχών ενώ για το 2008 η ασύδοτη χρηματοδότηση αγοράς κατοικιών, οι τιτλοποιήσεις και τα κάθε είδους δομημένα ομόλογα.

Αναπόφευκτα, οι «φούσκες» κάποια στιγμή σκάνε και αυτό οδηγεί σε πτώχευση των χρηματοδοτικών οργανισμών λόγω του υπερβολικά μεγάλου όγκου των μη εξυπηρετούμενων δανείων και του ποσοστού των επισφαλειών το οποίο συνέβη κατά την διάρκεια και των δυο κρίσεων.

Και στις δύο κρίσεις τα κράτη ήταν ανέτοιμα να αντιμετωπίσουν τέτοιας μορφής γεγονότα με την διαφορά ότι το 1928 δεν υπήρχε η απαραίτητη νομοθεσία που να ελέγχει τις δραστηριότητες των τραπεζών, ενώ το 2008 η τεχνολογία και η καινοτομία των τραπεζικών προϊόντων ξεπέρασε τη νομοθεσία ακυρώνοντάς την στην ουσία χωρίς να γίνει αντιληπτό από τις εποπτικές αρχές.

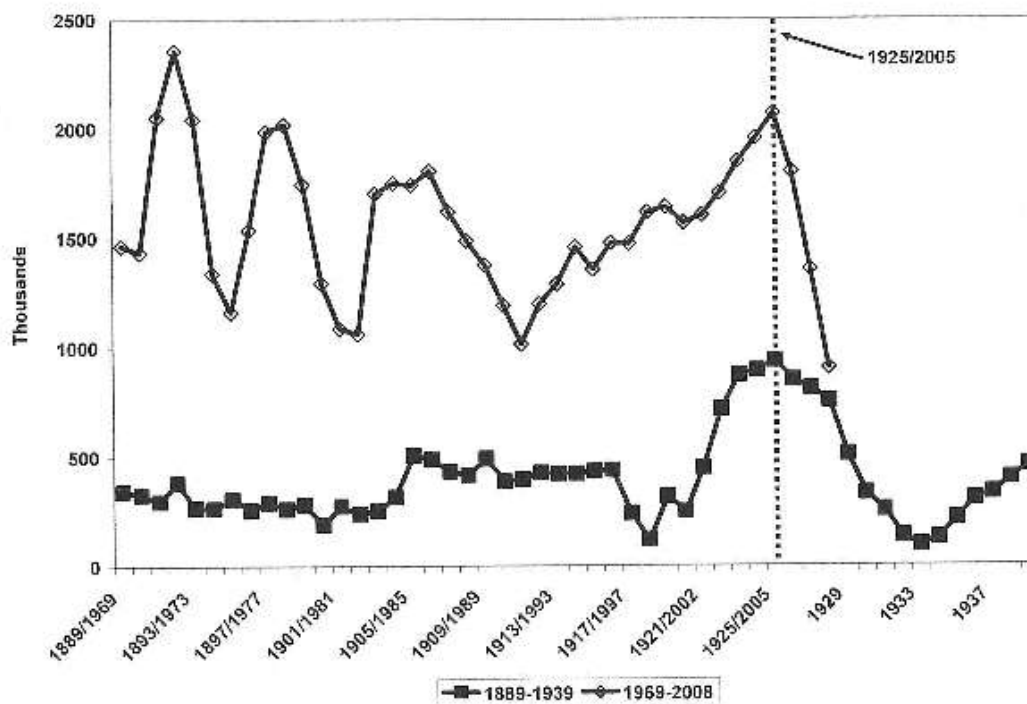
Μια ακόμη κοινή αιτία και των δυο κρίσεων είναι η λεγομένη «στεγαστική φούσκα» Αν και η φούσκα του 2000 εμφανίζεται μεγαλύτερη από αυτήν της δεκαετίας του '20 και στις δυο περιπτώσεις κατάφεραν να προκαλέσουν μεγάλη οικονομική ύφεση (Shiller 2007 σελ.21). Οι προωθητικές ενέργειες μεγάλων γραφείων real estate, τραπεζών και πολιτικών παραγόντων, η επεκτατική νομισματική πολιτική μέσω χαμηλών επιτοκίων δανεισμού και η συγκάλυψη γεγονότων που έδειχναν ότι κάτι δεν πήγαινε καλά σχετικά με την αδικαιολόγητη

επέκταση της κτηματαγοράς το 1920 συνέβαλαν στη δημιουργία και διατήρηση της στεγαστικής φούσκας.

Αντίθετα όμως από τα γεγονότα του 2008, η μείωση των τιμών ακινήτων δεν προκάλεσε μια κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος. Τα στοιχεία τα οποία επέτρεψαν την κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος στη δεκαετία του 2000 ήταν οι κυβερνητικές πολιτικές που επέτρεπαν την όλο και μεγαλύτερη ανάληψη κίνδυνου των τραπεζικών συστημάτων λόγω ελαστικών κριτηρίων κατά την χορήγηση δανείων και στη συνέχεια την τιτλοποίηση αυτών μεταδίδοντας με αυτόν τον τρόπο την αστάθεια στην πραγματική οικονομία. Επιπλέον, η ασφάλεια καταθέσεων και το ρητό "πολύ μεγάλος για να αποτύχει" (too big to fail) δημιούργησε ηθικό κίνδυνο (moral hazard) ενθαρρύνοντας τις τράπεζες να αναλαμβάνουν περισσότερο κίνδυνο.

Κατά την δεκαετία του 1920 η στεγαστική αγορά βίωσε μια ραγδαία ανάπτυξη με την κορύφωση κατά το 1925 και την κατάρρευση της πριν από την μεγάλη κρίση του 1929. Το Διάγραμμα 25 δείχνει αυτήν ακριβώς την «φούσκα» σε σύγκριση με την πρόσφατη στεγαστική φούσκα βάση του δείκτη «Housing Starts» ο οποίος δείχνει τον αριθμό των νεόδμητων κατοικιών (White 2009, σελ.3).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 25: Νέες κατασκευές κατοικιών 1889-1939 και 1969-2008



Πηγή: (White 2009, σελ.3)

Οι διακυμάνσεις κατά το χρονικό διάστημα 1889-1939 ήταν πολύ μικρότερες καθώς συγκρατούνταν από τις τιμές του χρυσού σε αντίθεση με την ευμετάβλητη περίοδο 1969-1980 η οποία επηρεαζόταν άμεσα από τις πληθωριστικές πιέσεις και τις διακυμάνσεις των επιτοκίων. Ο πληθυσμός της χώρας ήταν αρκετά μικρότερος ενενήντα χρόνια πριν, συνεπώς το επίπεδο ενάρξεων κατοικίας (ο αριθμός κατασκευής νέων κατοικιών) ήταν χαμηλότερο. Εάν το 1920 και το 2000 θεωρηθούν ως έτη βάσης η φούσκα κατά την δεκαετία του '20 πρόσθεσε 2,6 εκατομμύρια δολάρια ενώ της πρώτης δεκαετίας του εικοστού πρώτου αιώνα πρόσθεσε 1,3 εκατομμύρια δολάρια με τις ενάρξεις νέων κατοικιών να είναι 690.000 και 500.000 υψηλότερα στα τελικά έτη σχετικά με τα αρχικά έτη (White 2009 σελ.4).

Το τέλος της στεγαστικής φούσκας έχει αποδοθεί στον καταστρεπτικό τυφώνα της Φλόριντας, τον Σεπτέμβριο του 1926, καθώς και στην οικονομική ύφεση που άρχισε να διαφαίνεται τον Οκτώβριο του 1926 μέχρι τον Σεπτέμβριο 1927. Στην πραγματικότητα βέβαια το τέλος αυτής της ξέφρενης πορείας των τιμών των ακινήτων είναι η υπερβολική παροχή των νέων σπιτιών και το ότι οι κερδοσκόποι αποσύρθηκαν από το «παιχνίδι». Το τέλος δεν επήλθε απλά λόγω της αλλαγής στην ψυχολογία των πολιτών. Ο ανεξέλεγκτος ενθουσιασμός για επένδυση στην στεγαστική αγορά, ένα αίσθημα κοροϊδίας στη συνέχεια και η υπερβολική πίστωση των τραπεζών προκάλεσαν την δημιουργία αλλά και το τέλος της φούσκας. Σύμφωνα με τον Shiller (2007) οι πολιτικές που μειώνουν την λήψη επικινδυνότητας των τραπεζών είναι σημαντικός παράγοντας στο να μειώσουν την πιθανότητα ενός οικονομικού κλονισμού δημιουργώντας μια σημαντική ύφεση. Συνεπώς και η Μεγάλη Ύφεση όσο και η παρούσα κρίση έχουν την αφετηρία τους στον υπερβολικό δανεισμό, ιδίως στο στεγαστικό χρέος, όπου η απότομη πτώση των αξιών των ακινήτων μεταβίβασε την κρίση στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Κατά τη διάρκεια της κρίσης του 1929 το σοβαρό πλήγμα που είχε δεχθεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα το κατέστησε αδύναμο να επιτελεί τον οικονομικό ρόλο του δανείζοντας τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Σήμερα βλέπουμε αυτή τη διαδικασία να επαναλαμβάνεται καθώς η δανειοδότηση παρέλυσε.

### **4.3 Μέτρα ανάκαμψης κατά τις δυο κρίσεις**

Αναφορικά με τα μέτρα που πάρθηκαν για την αντιμετώπιση της κρίσης και την ανάκαμψη της οικονομίας και στις δυο περιπτώσεις υπάρχουν κάποια κοινά σημεία αλλά και σημαντικές διαφορές.



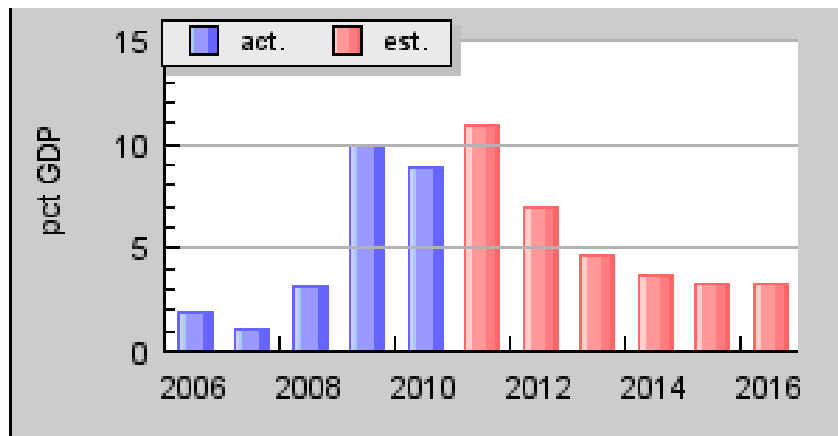
Και στις δύο κρίσεις οι ΗΠΑ χρησιμοποίησαν την ίδια συνταγή για την αποφυγή του αποπληθωρισμού, την υποτίμηση του αμερικανικού δολαρίου. Επιπροσθέτως άλλα μέτρα ήταν η μείωση των επιτοκίων και η αγορά ομολόγων από τις τράπεζες και τις επιχειρήσεις. Επίσης προγράμματα ενίσχυσης της οικονομίας όπως το New Deal του Προέδρου Franklin Roosevelt και το National Industry Recovery Act (NIRA) κατά το 1929 και το αντίστοιχο Financial Stability Plan (FSP) κατά το 2008.

Το 1928 η πολιτική που ακολούθησε η FED ήταν διφορούμενη. Ενώ στην αρχή ενθάρρυνε την φούσκα των μετοχών, με τη μείωση των επιτοκίων και την παροχή ρευστότητας, κατά την έναρξη της κρίσης άρχισε να αυξάνει τα επιτόκια οδηγώντας την οικονομία σε πλήρη ασφυξία. Αντίθετα το 2008 η στάση της κεντρικής τράπεζας ήταν απόλυτα ενεργητική. Από τη στιγμή που διαπιστώθηκε το πρόβλημα, άρχισε να μειώνει τα επιτόκια οδηγώντας σε μηδενικά επίπεδα πράγμα πρωτόγνωρο για την επιτοκιακή ιστορία των ΗΠΑ. Επίσης ενίσχυσε τη ρευστότητα με τρόπους που θα χαρακτηρίζαμε ρηξικέλευτους, αγοράζοντας ομόλογα και ανασφάλιστους επιχειρηματικούς τίτλους.

Η οικονομική πολιτική, συγκεκριμένα η νομισματική και η δημοσιονομική πολιτική, αντέδρασαν αρκετά διαφορετικά σε κάθε κρίση. Αυτό οφειλόταν εν μέρει στα λάθη του παρελθόντος κατά την οικονομική κρίση του 1929 που έγιναν μαθήματα. Το 1929 η δημοσιονομική πολιτική ήταν περιοριστική. Η κυβέρνηση προσπάθησε να κρατήσει ισοσκελισμένο ισοζύγιο με την αύξηση των δασμολογίων και των φόρων και με τη μείωση των δαπανών. Το έλλειμμα του προϋπολογισμού των ΗΠΑ αυξήθηκε ελάχιστα το 1934, σε 5,9% του ΑΕΠ από 4,5% το αμέσως προηγούμενο έτος (Διεύθυνση οικονομικών μελετών ΤτΕ, 2010 σελ.12).

Σήμερα, η ομοσπονδιακή κυβέρνηση των ΗΠΑ έχει ακολουθήσει έντονα επιθετική πολιτική τόνωσης της ζήτησης και εφαρμόζει ένα δαπανηρό πρόγραμμα σταθεροποίησης, αυξάνοντας το έλλειμμα της κυβέρνησης σε 10% του ΑΕΠ το 2009 από 4% το 2008 και 1.5% το 2007, όπως βλέπουμε και στο Διάγραμμα 26.

Διάγραμμα 26: Έλλειμμα των ΗΠΑ 2006-2016



Πηγή: [http://www.usgovernmentspending.com/federal\\_deficit\\_chart.html](http://www.usgovernmentspending.com/federal_deficit_chart.html)

Η ίδια λογική ισχύει και για τη νομισματική πολιτική. Το 1929 τα επιτόκια αρχικά αυξάνονταν ενώ στην συνέχεια μειώθηκαν όχι όμως αρκετά ώστε να βοηθήσουν στην ανάκαμψη της οικονομίας. Ο αποπληθωρισμός έφτασε σε υψηλά ποσοστά. Η χορήγηση κεφαλαίων στην αγορά μειώθηκε κατά τη διάρκεια αρκετών ετών για πολλές χώρες. Τότε η κυβέρνηση μείωσε τα επιτόκια κοντά στο μηδέν και ακολούθησε μια πιο επεκτατική νομισματική πολιτική.

Στην πρόσφατη κρίση δεν υπήρχε ο κανόνας του χρυσού ως περιοριστικός παράγοντας για την χορήγηση κεφαλαίων στην αγορά ενώ υπήρχε ένας διεθνής συντονισμός των G7, G20, της Ευρωπαϊκής Ένωσης, και του ΔΝΤ ικανός να πετύχει μια ταχύτερη και αποτελεσματικότερη ανάκαμψη (Aiginger, 2010b σελ.5).

Επίσης, η μακροοικονομική πολιτική έχει πλέον στη διάθεσή της σημαντικά εργαλεία για την αντιμετώπιση των οικονομικών διακυμάνσεων. Τέλος, η θεσμοθετημένη εγγύηση των καταθέσεων απέτρεψε φαινόμενα πανικού των καταθετών, ενώ το διεθνές νομισματικό σύστημα δεν αποτέλεσε εμπόδιο για αποτελεσματικές αντιδράσεις πολιτικής αντίθετα από ότι είχε συμβεί με τον κανόνα χρυσού κατά την κρίση του 1929 (Προβοπουλος, 2009 σελ.4).

Στην Ευρώπη, όλες οι κυβερνήσεις προχώρησαν σε πρωτοφανείς παρεμβάσεις σταθεροποίησης, εξαντλώντας τα δημοσιονομικά περιθώρια. Στη ζώνη του ευρώ, το συνολικό δημοσιονομικό έλλειμμα της κυβέρνησης αυξήθηκε το 2009 σε 6,2% του ΑΕΠ από μόλις 1,8% το 2008. Η άσκηση μιας έντονα επιθετικής δημοσιονομικής πολιτικής, σε συνδυασμό με τη σημαντική μείωση των επιτοκίων παρέμβασης και την παροχή ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες σε όλο τον κόσμο, που οδήγησε σε μείωση των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς

και των τραπεζικών επιτοκίων χορηγήσεων και σε βελτίωση των συνθηκών χρηματοδότησης, προσδοκάται ότι θα ενεργοποιήσει μηχανισμούς ανάκαμψης (Διεύθυνση οικονομικών μελετών ΤτΕ , 2010 σελ.12).

Πόσο ασφαλές είναι να υποθέσουμε ότι αυτή η κρίση θα είναι λιγότερο καταστροφική από τη δεκαετία του '30 καθώς αυτή τη φορά, η κυβέρνηση έχει πάρει πολύ πιο άμεσα και αποτελεσματικά μέτρα όπως αναφέραμε και παραπάνω; Πράγματι, η κυβερνητική παρέμβαση είναι ένας σημαντικός παράγοντας αλλά υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που μπορούν να αντισταθμίσουν ή ακόμα και να συντρίψουν τον κυβερνητικό αντίκτυπο: (Weiss, 2008)

\*Πριν από τη συντριβή του 1929, οι «φούσκες» περιορίζονταν πρώτιστα στην κερδοσκοπία κεφαλαίων και αναφέρονταν σε μια μικρή μερίδα πληθυσμού. Στην κρίση του 2008 η κερδοσκοπία είχε πάρει πολύ μεγαλύτερες διαστάσεις καθώς ενυπήρχε και στην στεγαστική αγορά εκτός από την χρηματιστηριακή.

\* Περισσότερο ιδιωτικό χρέος: οι Αμερικανικές οικογένειες σήμερα είναι πολύ περισσότερο χρεωμένες με πολύ λιγότερη αποταμίευση συγκριτικά πάντα με το 1929. Στη δεκαετία του '30, οι υποθήκες ήταν σπανιότερες και λιγότερο επιζήμιες. Τα καταναλωτικά δάνεια δεν υπήρχαν σε μεγάλο βαθμό , οι πιστωτικές κάρτες δεν υπήρχαν καν ενώ σήμερα, είναι παντού.

\* Ενώ το 1929 η ΗΠΑ ήταν η μεγαλύτερη πιστώτρια στον κόσμο με μεγάλα πλεονάσματα, τώρα έχει ελλειμματικό ισολογισμό και τεράστια ξένα χρέη. Κατά συνέπεια, η ΗΠΑ είναι πολύ περισσότερο εξαρτημένη από τις ξένες πιστώσεις και δεν μπορεί να είναι σίγουρη αν και για πόσο θα συνεχίσουν να υπάρχουν. Αν οι ξένοι εγκαταλείψουν το δολάριο, η Αμερική θα αντιμετωπίσει τον δίδυμο εφιάλτη που στοιχειώνει τις αναπτυσσόμενες χώρες σε περίπτωση χρηματοοικονομικής κατάρρευσης: τον εφιάλτη μιας ταυτόχρονης τραπεζικής και νομισματικής κρίσης.

\* Τέλος όσον αφορά την διάδοση της κρίσης και το διεθνές εμπόριο ,κατά την μεγάλη κρίση του 1929 ίσχυε ο νόμος Smoot-Hawley Act σύμφωνα με τον οποίο ο υπέρ-προστατευτισμός των αμερικανών τους οδήγησε σε οικονομική απομόνωση μετά την υιοθέτηση δασμών στο διεθνές εμπόριο. Κάθε χώρα προσπαθούσε να τονώσει την δική της εγχώρια αγορά. Αντίθετα σήμερα υπάρχει ένα ανεπτυγμένο εμπόριο σε διεθνές επίπεδο όποτε υπάρχει μεγαλύτερη αλληλεξάρτηση μεταξύ των χωρών. Σε περίοδο κρίσης η κάθε χώρα θα

κάνει τα πάντα να συγκεντρώσει κεφάλαια το οποίο θα επιτείνει την οικονομική αστάθεια σε παγκόσμιο επίπεδο.

Πιθανόν πάντως φαίνεται ότι αυτή η παγκόσμια κρίση θα έχει επιπτώσεις πολύ διαφορετικές από εκείνες του μεσοπολέμου.

Τα αποτελέσματα των δυο κρίσεων διαφέρουν καθώς τότε οι τράπεζες ήταν ποιο εύθραυστες ,χωρίς ασφάλιση των καταθέσεων, οι αγορές αγροτικών προϊόντων ήταν ιδιαίτερα ευάλωτες και επίσης ο προστατευτικός μηχανισμός με επιδόματα ανεργίας, παροχές κοινωνικής πρόνοιας και κοινωνική ασφάλιση ήταν σε πειραματικό στάδιο μέχρι το 1930. Η Μεγάλη ύφεση της δεκαετίας του 1930 κατέληξε στην εξαφάνιση της πρώτης παγκοσμιοποίησης που είχε κορυφωθεί το 1913.Οι διεθνείς ροές κεφαλαίων εξαφανίστηκαν, η χρηματοδότηση του διεθνούς εμπορίου έγινε ιδιαίτερα δύσκολη και οι χώρες υιοθέτησαν προστατευτικούς φραγμούς. Αν και έγινε μια προσπάθεια για μια συντονισμένη διεθνή πολιτική, στο πλαίσιο της Συνόδου Κορυφής στην Μ. Βρετανία το 1933, αυτή όμως απέτυχε. Συνεπώς αυτό οδήγησε στην κατάρρευση των διεθνών σχέσεων και στο εθνικιστικό αδιέξοδο πολλών χωρών και σε έναν παγκόσμιο πόλεμο. Η κρίση αντίθετα του 2008 δεν φαίνεται να θέτει τέρμα στην δεύτερη παγκοσμιοποίηση. Ασφαλώς όμως η παγκοσμιοποίηση θα λάβει διαφορετικές μορφές. Ενώ οι δυτικές χώρες θα ζήσουν την εμπειρία της ύφεσης οι ασιατικές χώρες απλά θα υποστούν μια επιβράδυνση της οικονομίας τους. Το κέντρο βάρους τόσο της οικονομίας όσο και του εμπορίου θα τείνει να μετακινηθεί προς την Ανατολή. Σε αντίθεση όμως με ότι συνέβη το 1929 η παγκοσμιοποίηση μάλλον θα συνεχίσει την πορεία της (Aglietta, 2009 σελ.53).

Η συγκριτική ανάλυση των κρίσεων των τελευταίων 80 ετών οδηγεί στη διαπίστωση ότι όταν η οικονομική κρίση συνδέεται με χρηματοπιστωτική κρίση, όπως συνέβη το 1929 και όπως συμβαίνει και σήμερα, η υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας είναι πιο έντονη και παρατεταμένη, ενώ η ανάκαμψη εν συνεχεία είναι ασθενέστερη και βραδύτερη. Το ίδιο ισχύει και όταν υπάρχει σημαντικός συγχρονισμός της υποχώρησης της οικονομικής δραστηριότητας παγκοσμίως. Παράλληλα, όταν η οικονομία των ΗΠΑ – με το μεγάλο μέγεθος και τις πολλαπλές διεθνείς διασυνδέσεις της βρίσκεται στο επίκεντρο της κρίσης (όπως τόσο το 1929 όσο και σήμερα), ο συγχρονισμός αυτός είναι σχεδόν αναπόφευκτος.(Προβόπουλος 2009).

## Γενικό συμπέρασμα

Συμπερασματικά θα μπορούσα να πω ότι η τρέχουσα κρίση φαίνεται λιγότερο δραματική και πιο σύντομη από την μεγάλη οικονομική κρίση του 1929. Αυτή τη φορά η οικονομική πολιτική αντέδρασε γρήγορα και αποφασιστικά και αυτό ήταν πιθανόν ο κύριος λόγος που η κρίση δεν κατέληξε σε μια μακροχρόνια και παρατεταμένη ύφεση. Αυτό είναι επιτυχία για τους οικονομολόγους και αυτούς που ήταν αρμόδιοι για τις κρίσιμες αποφάσεις καθώς ήταν σε θέση να μάθουν από τις λανθασμένες πολιτικές της μεγάλης κρίσης του παρελθόντος.

Είναι σίγουρο ότι πρέπει και μέσα από αυτήν την πρόσφατη οικονομική κρίση να μάθουμε κάποια πράγματα τα οποία θα μας βοηθήσουν να αντιμετωπίσουμε καλύτερα τις μελλοντικές κρίσεις ή καλύτερα να τις αποτρέψουμε.

Πρώτον, η δημιουργία μιας καινούργιας αρχιτεκτονικής για το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα της οποίας οι βασικοί στόχοι να αφορούν στα εξής: ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας, πιο αποτελεσματική εποπτεία, προώθηση της χρηστής λειτουργίας των αγορών και της προστασίας των συμφερόντων των επενδυτών και των καταναλωτών, διεύρυνση της διεθνούς συνεργασίας, μεταρρύθμιση των διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών (όπως το ΔΝΤ και η Παγκόσμια Τράπεζα).

Δεύτερον, χρειάζεται τιθάσευση της μυωπικής συμπεριφοράς των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των επενδυτών. Πρέπει δηλαδή να εξουδετερωθούν τα κίνητρα που οδηγούν σε υπερβολική προσήλωση στις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις και ανταμοιβές και σε αδιαφορία για τις πιο μακρόπνοες στοχεύσεις, από τις οποίες όμως εξαρτώνται η σταθερότητα του συστήματος και η κοινωνική ευημερία. Η μυωπική νοοτροπία οδηγεί σε στρεβλή εκτίμηση των κινδύνων ή των ζημιών που θα προκύψουν, εάν οι κίνδυνοι επαληθευθούν (Προβόπουλος 2009 σελ 6).

Το σημαντικότερο όλων είναι ότι θα πρέπει να γίνει κατανοητό ότι είναι πιο εύκολο να αποτρέψεις τις μελλοντικές κρίσεις θωρακίζοντας την οικονομία με μεγαλύτερη σταθερότητα, περισσότερη διαφάνεια και αυστηρότερη εποπτεία, παρά να προσπαθείς να βρεις κατάλληλους τρόπους θεραπείας –ανάκαμψης της οικονομίας μετά την κρίση.

Είναι δύσκολο να καθοριστεί ποιος είναι υπαίτιος για την σημερινή κατάσταση, οι δανειστές ενυπόθηκων δανείων, οι εμπορικές τράπεζες που εμπορεύονται τους τίτλους, οι επενδυτικές τράπεζες, οι επενδυτές που αγοράζουν αυτούς τους τίτλους, οι ελαστικές εποπτικές αρχές, τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια, οι κυβερνητικές πολιτικές, ή η ακαδημαϊκή οικονομική

κοινότητα ,από ότι συμπεραίνουμε μάλλον όλα τα παραπάνω συνδυαστικά ευθύνονται για την σημερινή κρίση.

Το μόνο σίγουρο είναι ότι οι οικονομικές κρίσεις θα συνεχίσουν να υπάρχουν σε κάθε οικονομία. Οι νέοι κανονισμοί βοηθούν, αλλά μόνο στην αποφυγή των προηγούμενων κρίσεων. Μόλις θεσπιστούν οι νέοι κανονισμοί, η αγορά βρίσκει νέους τρόπους για να παρακαμφθούν. Είναι αφελές να πιστεύει κάποιος ότι μπορεί να σχεδιάσει το κατάλληλο ρυθμιστικό, εποπτικό πλαίσια που θα αποτρέψει τις μελλοντικές κρίσεις καθώς μ' αυτό τον τρόπο υποτίμα την ικανότητα της ανθρώπινης ύπαρξης να αυξήσει την προσωπική ευημερία της με κάθε τρόπο. (Shachmurove Yochanan 2010).

Ένα πεδίο για περαιτέρω έρευνα θα μπορούσε να είναι το πως επηρέασαν οι δυο κρίσεις τον Ελλαδικό χώρο. Ενδιαφέρον θα είχε να μελετούσαμε με ποιο τρόπο διαδόθηκαν στην ελληνική οικονομία, τι επιπτώσεις επέφεραν καθώς και ποιες οικονομικές πολιτικές ακολουθηθήκαν ώστε να αντιμετωπιστεί η κρίση αντίστοιχα για την κρίση του 1929 αλλά και για την πρόσφατη οικονομική κρίση.

## Βιβλιογραφία

Aglietta M. (2009) *Η οικονομική κρίση* Εκδόσεις Πόλις, Αθήνα

Aiginger Karl, (2010a) «The Great Recession versus the Great Depression: Stylized Facts on Siblings That Were Given Different Foster Parents» Vol. 4, 2010-9 | February 15, 2010 | <http://www.economics-ejournal.org/economics/journalarticles/2010-9>

Aiginger Karl, (2010b) «Post Crisis Policy: Some Reflections of a Keynesian Economist» *WIFO Working Papers*, No. 371 May 2010

Allen Franklin, Carletti Elena (2008) “The Role of Liquidity in Financial Crises” September 14, 2008 <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2008/AllenandCarletti.09.14.08.pdf>

Bachus D.K. and Kehoe P.J. (1992) «International evidence on the historical properties of business cycles», *American economic Review*, 82, 864-88

Bernanke B. (1983) “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression” *The American Economic Review*, Vol. 73, No. 3 (Jun., 1983), pp. 257-27

Bernanke B. James H (1991). “The gold standard deflation and financial crisis in the great depression. An international comparison” in R.G. Hubbard (ed.) *financial markets and financial crisis* Chicago, IL University of Chicago Press 33-68

Bernanke B. (2004a) “The great moderation”, “Fedspeak” at the meeting of the American Economic Association, 20- 2 -2004 <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.html>

Bernanke B.(2004b) “Money, Gold, and the Great Depression” Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the H. Parker Willis Lecture in Economic Policy, Washington and Lee University, Lexington, Virginia 2-3- 2004 <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm>

Bernanke B. (2009) “Speech to Council on Foreign Relations” <http://www.reuters.com/article/2009/03/10/us-usa-fed-bernanke-text-sb-idUSTRE52939S20090310>

Blundell-Wignall Adrian, Paul Atkinson and Se Hoon Lee, (2008) «The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues» *Financial market trends*, ISSN 1995-2864 - OECD

Calomiris C.W. Mason J.R (2003a) “Consequences of Bank Distress during the great depression” *American Economic Review*, 93 937

Calomiris C. (2010) “The political lessons of Depression-era banking reform” *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 26, Number 3, 2010, pp. 540–560

Chapman J. Westerfield R. (1980) *Branch banking its historical and theoretical position in America and abroad* Arno press New York.

Christiano L. Motto R. Rostagno M. (2003) “The great depression and the Friedman-Schwartz hypothesis” *Journal of money, credit and banking*” 35 1119-97

Congress of the United States Congressional Budget Office. (2011) «Report on the Troubled Asset Relief Program» March 2011

<http://www.cbo.gov/ftpdocs/121xx/doc12118/03-29-TARP.pdf>

Crafts N. and Fearon P. (2010) “Lesson from the 1930s great depression” *Oxford review of Economic Policy*, vol.26 n.3 2010 p.285-317

Eichengreen Barry, O’Rourke Kevin (2010) « A tale of two depressions: What do the new data tell us? » 8 March 2010

<http://ebookbrowse.com/tale-of-2-depressions-update-pdf-d79999343>

Eggertsson Gauti B. (2008) “Great Expectations and the End of the Depression” *The American Economic Review*, Vol. 98, No. 4 pp. 1476-1516

Fishback Price (2010) “US monetary and fiscal policy in the 1930s”

*Oxford Review of Economic Policy*, Volume 26, Number 3, pp. 385–413

Flood Robert P. Hodrick Robert J. (1990) “On Testing for Speculative Bubbles”

*The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 2. (Spring, 1990), pp. 85-101.

Freeman.C & C. Perez (1988) «Structural crises of adjustment, business cycles and investment behaviour, In G. Dosi, C. Freeman, R. Nelson, G. Silverberg, and L. Soete (Eds.), *Technical Change and Economic Theory* (pp. 38-66). London: Pinter.

Galbraith K. (2000) Το μεγάλο κραχ του 1929 Εκδόσεις Λιβάνη Αθήνα.

Gerardi Kristopher, Lehnert Andreas et al (2008) «Making Sense of the Subprime Crisis Comments and Discussion»*Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 69-159  
*DOI:10.1353/eca.0.0017*

Gjerstad Steven and Smith Vernon (2009) «Monetary police credit extension and housing bubbles: 2008 and 1929», *Critical Review*, 21: 2, 269 — 300

<http://www.informaworld.com/smpp/content~db=all~content=a913109740>

Glaeser Edward L. Gottlieb Joshua D. (2010) “Can cheap credits explain the housing boom?” University of Pennsylvania July 28, 2010

[http://www.economics.harvard.edu/files/faculty/25\\_Glaeser\\_Cheap\\_Credit.pdf](http://www.economics.harvard.edu/files/faculty/25_Glaeser_Cheap_Credit.pdf)

Irwin D.A, (2010) “Did France cause the great depression?” NBER Working paper N16350

<http://www.dartmouth.edu/~dirwin/Did%20France%20Cause%20the%20Great%20Depression.pdf>

Jawadi Fredj, Arouri Mohamed Hedi, (2010) «The current international financial crisis in 10 questions: some lessons»*Applied Economics Letters*, 18: 3, 279 — 283



Maddison A. 1991 «Dynamic Forces in Capitalist Development» Oxford: Oxford University Press

Mankiw G. (2002) *Μακροοικονομική θεωρία* Εκδόσεις Gutenberg, Αθήνα.

Mankiw Gregory (2008) «But Have We Learned Enough? » Economic View The New York Times, October 26, 2008  
<http://www.economics.harvard.edu/faculty/mankiw/files/But%20Have%20We%20Learned%20Enough.pdf>

McCarthy J. and Peach R. (2004) «Are Home Prices the Next “Bubble”? » FRBNY *Economic Policy Review* /December 2004  
<http://www.newyorkfed.org/research/epr/04v10n3/0412mcca.pdf>

Mian A. Sufia.A (2010) «House Prices, Home Equity-Based Borrowing, and the U.S. Household Leverage Crisis» [http://econ.as.nyu.edu/docs/IO/12650/Sufi\\_B\\_20091104.pdf](http://econ.as.nyu.edu/docs/IO/12650/Sufi_B_20091104.pdf)

Miller A. C. (1935) “Responsibility for Federal Reserve Policies: 1927-1929”  
*The American Economic Review*, Vol. 25, No. 3 (Sep., 1935), pp. 442-458

Obstfeld Maurice , Rogoff Kenneth (2009) “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes” <http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf>

Parker R. (2002) *Reflections on the Great Depression* E. Elgar Publishing Inc. USA.

Parker R. (2007) *The economics of the Great Depression* E. Elgar Publishing Inc. USA.

Romer Christina D. (2002), “Business Cycles”  
<http://www.econlib.org/library/Enc/BusinessCycles.html>

Romer Christina D. (2002) “Back to the future: lessons from the great depression” by Farah Ebrahimi third IMF annual research conference vol.31 number 22 12/ /2002  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/2002/120202.pdf>

Romer Christina D. (2009) «Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009» March 9, 2009  
URL:<http://www.wealthvest.com/blog/wp-content/uploads/2010/12/Christine-Romers-Analysis-of-the-Great-Recession.pdf>

Romer D. (2006) *Προχωρημένη μακροοικονομική* Εκδόσεις Τυπωθητω, Αθήνα.

Roncaglia, Alessandro, (2005) *The Wealth of Ideas* Cambridge University Press English translation, First paperback edition 2006

Shachmurove Yochanan (2010) «The Next Financial Crisis» PIER Working Paper 10-027 August 6, 2010  
URL: <http://www.econ.upenn.edu/system/files/10-027.pdf>

Shiller Robert J. (2007) «Historic turning points in real estate»Cowles foundation discussion paper No. 1610 Yale University. <http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d16a/d1610.pdf>

Smiley, Gene. (2008) US Economy in the 1920s. EH.Net Encyclopedia, edited by Robert Whaples. URL <http://eh.net/encyclopedia/article/Smiley.1920s.final>

Soros G. (2008) *Η οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της* Εκδόσεις Λιβάνη ABE Αθήνα.

Steindl F. (2007) “What Ended the Great Depression? It Was Not World War II” *The Independent Review*, v. XII, n. 2, Fall 2007, pp. 179–197.  
[http://www.independent.org/pdf/tir/tir\\_12\\_02\\_02\\_steindl.pdf](http://www.independent.org/pdf/tir/tir_12_02_02_steindl.pdf)

Teslik Lee Hudson (2009) «Primer: The Financial Stability Plan» March 24, 2009  
URL:<http://www.cfr.org/united-states/primer-financial-stability-plan/p18921>)

Weiss Martin (2008) «Great Depression 2009 Similarities to 1930's»  
URL: <http://www.marketoracle.co.uk/Article7996.html>

Wheelock David (2010) «Lessons Learned? Comparing the Federal Reserve’s Responses to the Crises of 1929-1933 and 2007-2009» *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April 2010, 92(2), pp. 89-107.  
<http://research.stlouisfed.org/publications/review/10/03/Wheelock.pdf>

White E. (2008) “The Great American Real Estate Bubble of the 1920s: Causes and Consequences”  
<http://www.sv.uio.no/econ/forskning/aktuelt/arrangementer/torsdagseminaret/2009/torsdag-v09/white.pdf>

White E. (2009) “Lessons from the Great American Real Estate Boom and Bust of the 1920s”  
[http://www.econ.barnard.columbia.edu/~econhist/papers/White%20\\_1920s\\_Real\\_Estate\\_September\\_2009.pdf](http://www.econ.barnard.columbia.edu/~econhist/papers/White%20_1920s_Real_Estate_September_2009.pdf)

Wim Naudé (2009) «The Financial Crisis of 2008 and the Developing Countries» Discussion Paper No. 2009/01 UNU-WIDER [http://www.wider.unu.edu/publications/working-papers/discussion-papers/2009/en\\_GB/dp2009-01/](http://www.wider.unu.edu/publications/working-papers/discussion-papers/2009/en_GB/dp2009-01/)

World Economic Outlook Update, 2009«Global Economic Slump Challenges Policies»January28,2009.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/update/01/pdf/0109.pdf>

Διεύθυνση Οικονομικών μελετών, ΤτΕ (2009) ‘Η κρίση του 1929 ,η Ελληνική οικονομία και οι εκθέσεις της τράπεζας της Ελλάδος για τα έτη 1928-1940’Νοεμβριος 2009

Επίσκοπος Αθανάσιος (2008), «Εγγύηση καταθέσεων των χρηματοπιστωτικών οργανισμών και χρηματοπιστωτικές κρίσεις»16 Απριλίου, 2008.  
[www.aueb.gr/users/episcopos/ek.pdf](http://www.aueb.gr/users/episcopos/ek.pdf)

Ζουμπουλάκης Μιχαήλ (2009), «Από κρίση σε κρίση. Γιατί το 2009 δεν είναι 1929» *Μετροπολιταν* Τεύχος 14-15 Φεβρουαρίου

Κλωντελ Πωλ,(1993). *Η κρίση , Αμερική 1927-1932* Εκδόσεις Ολκός ΕΠΕ, Αθήνα.

Κολλίντζας Τρύφων - Ψαλιδόπουλος Μιχάλης, (2009) “Οι Κρίσεις του 1929 και του 2008 και οι πολιτικές αντιμετώπισής τους” Παρουσίαση στην Ημερίδα του Ιδρύματος της Βουλής των Ελλήνων με θέμα: «Από την Κρίση του 1929 στην Κρίση του 2009», Αθήνα 12/11/2009.

Κρουγκμαν Πωλ (2009) *Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης* Εκδόσεις Καστανιώτη Α.Ε

Κωστής Κ.(1989) *Οι τράπεζες και η κρίση 1929-1932* Εκδόσεις Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα

Λαπατσιώρας Σπύρος, Μηλιός Γιάννης , “Χρηματοπιστωτική κρίση και «οικονομική ρύθμιση». Μέρος 2” Θέσεις - τριμηνιαία επιθεώρηση  
[http://www.theseis.com/index2.php?option=com\\_content&do\\_pdf=1&id=1042](http://www.theseis.com/index2.php?option=com_content&do_pdf=1&id=1042)

Μαντελ Ε. (1975) *Ο ύστερος καπιταλισμός* Εκδόσεις Gutenberg, Αθήνα.

Παπαδόπουλος Χαράλαμπος, (2010), «Κατάσταση αμερικανικής οικονομίας και σημαντικότερες εξελίξεις κατά το 2009» Μάρτιος 2010 Πρεσβεία της Ελλάδος Γραφείο Οικονομικών & Εμπορικών Υποθέσεων, Ουάσιγκτον  
<http://www.agora.mfa.gr/agora/images/docs/radB5F3DStateOfUSEconomy2009.pdf>

Πετράκη Α.-Κώττη Γ.(2000) *Σύγχρονη μακροοικονομική* εκδόσεις Μπένου, Αθήνα

Προβόπουλος Γεώργιος (2009) «Οι δύο παγκόσμιες κρίσεις και η ελληνική οικονομία» Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος στην Ημερίδα του Ιδρύματος της Βουλής για τον Κοινοβουλευτισμό και τη Δημοκρατία 12 Νοεμβρίου 2009  
[http://www.economist.gr/index.php?option=com\\_content&view=article&id=6551:-1929-&catid=23:2008-07-02-15-56-03&Itemid=31](http://www.economist.gr/index.php?option=com_content&view=article&id=6551:-1929-&catid=23:2008-07-02-15-56-03&Itemid=31)

Στουρνάρας Γιάννης «Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, οι επιπτώσεις, οι προοπτικές και η νέα αρχιτεκτονική»  
[http://www.iene.gr/energyweek08/articlefiles/page03\\_04/a\\_omilia\\_stournara.pdf](http://www.iene.gr/energyweek08/articlefiles/page03_04/a_omilia_stournara.pdf)

Τομπάζος, Σταύρος (2010) *Φυγόκεντροι καιροί. Η παγκόσμια οικονομική κρίση 2007, 2008, 2009...* Εκδότης Παπαζήσης Αθήνα.

Τσιακίρης Λ. (1991) *Θεωρία των κρίσεων και η Ελληνική εμπειρία* Εκδόσεις Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος, Αθήνα.

Τσουλιφίδης Λευτέρης (2003) *Οικονομική Ιστορία της Ελλάδος* Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας Θεσσαλονίκη

Χαρδούβελης, Γκίκας Α.(2009) “Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας Οικονομίας” Eurobank Research «*Οικονομία και αγορές*»τόμος IV Τεύχος 8 Δεκέμβριος 2009

Χαρδούβελης Γ. (2011) «Το χρονικό της διεθνούς και συνακόλουθης ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης: αίτια, επιπτώσεις, αντιδράσεις, προοπτική»  
[http://web.xrh.unipi.gr/attachments/131\\_Hardouvelis\\_Crises\\_Feb\\_2011.pdf](http://web.xrh.unipi.gr/attachments/131_Hardouvelis_Crises_Feb_2011.pdf)

Ψαλιδόπουλος Μ. (1990) *Σύγχρονες ερμηνείες της κρίσης του 1929* Εκδόσεις Ίδρυμα Σάκη Καραγιώργα.(1 συνέδριο 1989 παν. Πάντειο), Αθήνα

### Ιστοσελίδες

[http://en.wikipedia.org/wiki/Wesley\\_Clair\\_Mitchell](http://en.wikipedia.org/wiki/Wesley_Clair_Mitchell)

<http://www.inegsee.gr/enimervsi-58-doc6.html>

<http://www.nber.org/papers/w15573>

<http://www.census.gov/prod/cen2000/phc-2-a.pdf>

<http://floridahistory.org/landboom.html>

<http://www.census.gov/const/www/newresconstindex.html>

[http://en.wikipedia.org/wiki/Florida\\_land\\_boom\\_of\\_the\\_1920s](http://en.wikipedia.org/wiki/Florida_land_boom_of_the_1920s)

<http://www.u-s-history.com/pages/h1851.html>

<http://www.brookings.edu/>

[http://greeklawyer.blogspot.com/2007/03/holding\\_08.html](http://greeklawyer.blogspot.com/2007/03/holding_08.html)

<http://www.federalreserve.gov>

[http://www.usgovernmentsspending.com/federal\\_deficit\\_chart.html](http://www.usgovernmentsspending.com/federal_deficit_chart.html)

[http://www.freddiemac.com/corporate/buyown/english/mortgages/what\\_is/adjustable\\_rate.html](http://www.freddiemac.com/corporate/buyown/english/mortgages/what_is/adjustable_rate.html)

[http://www.ecb.eu/home/pdf/students/booklet\\_el.pdf](http://www.ecb.eu/home/pdf/students/booklet_el.pdf)

[http://www.independent.org/pdf/tir/tir\\_12\\_02\\_02\\_steindl.pdf](http://www.independent.org/pdf/tir/tir_12_02_02_steindl.pdf)

<http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=5&ViewSeries=NO&Java=no&Request3Place=N&3Place=N&FromView=YES&Freq=Year&FirstYear=1929&LastYear=1933&3Place=N&Update=Update&JavaBox=no#Mid>

<http://www.esee.gr/search.asp>

<http://www.esee.gr/UploadFiles/Documents/Research%20ESEE/Etisia2001/1.pdf>

[http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=110\\_cong\\_public\\_laws&docid=f:publ343.110.pdf](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=110_cong_public_laws&docid=f:publ343.110.pdf)

[http://www.unipi.gr/akad\\_tmhm/diethn/news\\_files/2010-01-18\\_simeioseis\\_oik\\_kriseis.pdf](http://www.unipi.gr/akad_tmhm/diethn/news_files/2010-01-18_simeioseis_oik_kriseis.pdf)

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/c4.pdf>

<http://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/fxreportfinalfor%20webapril152009.pdf>

[http://www.omikronconsulting.gr/projpdf/pdf\\_projid\\_275.pdf](http://www.omikronconsulting.gr/projpdf/pdf_projid_275.pdf)

<http://www.wealthvest.com/blog/wp-content/uploads/2010/12/Great-Depression-vs.-Great-Recession.png>