



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΛΟΠΟΝΗΣΣΟΥ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΧΕΣΕΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ
ΠΜΣ: «ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΣΧΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ»
ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

**«Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ Η ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ
ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ»**

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟΣ ΦΟΙΤΗΤΗΣ

ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ ΦΑΝΙΔΗΣ (Α.Μ. 3033201250119)

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΠΕΣΜΑΤΖΟΓΛΟΥ

ΚΟΡΙΝΘΟΣ, ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2014

Πίνακας Περιεχομένων

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
1 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ	4
1.1 ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	4
1.1.1 Η Πτώση των Αμερικανικών Επιτοκίων.....	4
1.1.2 Η Εξάπλωση των Στεγαστικών Δανείων Υψηλού Κινδύνου και η Αύξηση στις Τιμές των Ακινήτων.....	6
1.1.3 Η Τιτλοποίηση των Απαιτήσεων.....	9
1.1.4 Ο Ρόλος των Hedge Funds	10
1.2 ΤΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΔΗΜΙΟΥΡΓΗΣΕ Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ.....	12
1.2.1 Δημοσιονομικά Ελλείμματα και η Συσσώρευση Χρέους	12
1.2.2 Η Τραπεζική Κρίση	13
2 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: ΠΑΘΟΓΕΝΕΙΕΣ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΟ ΕΥΡΩ	18
2.1 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΤΗΣ ΔΡΑΧΜΗΣ	18
2.1.1 Προβλήματα με την Εξωτερική και Εσωτερική Αξία της Δραχμής.....	18
2.1.2 Το πρόβλημα της Ανεργίας	20
2.2 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΜΕΤΑ ΤΟ ΕΥΡΩ	22
2.2.1 Το Πρόβλημα Ανταγωνιστικότητας της Ελλάδας	22
2.2.2 Η Αύξηση της Κατανάλωσης και η Μεγέθυνση του Κατασκευαστικού Κλάδου.....	24
2.3 ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	27
2.3.1 Η Δημοσιονομική Κατάσταση της Ελλάδος	29
2.3.1 Σύγκριση με τα Ευρωπαϊκά Δεδομένα	35
2.4 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ.....	39
2.4.1 Η Έκθεση των Αλλοδαπών Τραπεζικών Ιδρυμάτων στο Ελληνικό Χρέος.....	39
2.4.2 Το Πρόγραμμα Αναδιάρθρωσης του Ελληνικού Χρέους	43
3 Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ ΚΑΙ ΕΛΛΑΔΑ	45
3.1 ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	45
3.1.1 Οι Επιδράσεις στον Τραπεζικό Τομέα	45
3.1.2 Η Επίδραση του PSI στον Ελληνικό Τραπεζικό Κλάδο.....	47
3.1.3 Οι Επιδράσεις στο Διαθέσιμο Εισόδημα.....	49
3.2 ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ	52

3.2.1	<i>Οι Επιδράσεις στα Επιτόκια και τη Νομισματική Πολιτική</i>	52
3.2.2	<i>Τα Μη-Συμβατικά μέτρα Νομισματικής Πολιτικής</i>	56
4	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	58
4.1	ΟΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΕΣ ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ	58
4.2	ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΟΙ ΝΕΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ	60
4.2.1	<i>Προτάσεις για την Αντιμετώπιση της Κρίσης σε Επίπεδο Επιχειρήσεων</i>	62
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	65

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1-1: Στοιχεία Ισολογισμού ενός Τραπεζικού Ιδρύματος	14
Πίνακας 1-2: Στοιχεία Ισολογισμού ενός Τραπεζικού Ιδρύματος (η περίπτωση της απομόχλευσης)	15
Πίνακας 1-3: Στοιχεία Ισολογισμού ενός Τραπεζικού Ιδρύματος (η περίπτωση της απομόχλευσης με απαξίωση περιουσιακών στοιχείων)	16
Πίνακας 2-1: Η Διαφορά Πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδας και Ζώνης του ευρώ (1974-2000)	20
Πίνακας 2-2: Η Πορεία του Προϊόντος του Κατασκευαστικού Κλάδου	26
Πίνακας 2-3: Η Επίδραση της Συσταλτικής Δημοσιονομικής Πολιτικής στην Ελλάδα, 1992-1999	33
Πίνακας 2-4: Επιδράσεις της Δημοσιονομικής Πολιτικής	34
Πίνακας 2-5: Δημόσιες Δαπάνες Γενικής Κυβερνήσεως (% του ΑΕΠ)	36
Πίνακας 2-6: Δημόσια Έσοδα Γενικής Κυβερνήσεως (% του ΑΕΠ)	37
Πίνακας 2-7: Έλλειμμα Γενικής Κυβερνήσεως (% του ΑΕΠ)	38
Πίνακας 2-8: Η Κρατική Έκθεση στο Ελληνικό Δημόσιο Χρέος	40
Πίνακας 2-9: Η Έκθεση στο Ελληνικό Δημόσιο Χρέος Επιλεγμένων Τραπεζικών Ιδρυμάτων σε Ελλάδα και Κύπρο	41
Πίνακας 3-1: Ο μηνιαίος Ρυθμός Αύξησης της Πιστωτικής Επέκτασης	47
Πίνακας 3-2: Οι απώλειες των Ελληνικών Τραπεζικών Ιδρυμάτων από την Αναδιάρθρωση του Ελληνικού Χρέους	48
Πίνακας 0-3: Βασικά Επιτόκια της ΕΚΤ το 2009	44

Κατάλογος Σχημάτων

Σχήμα 1-1: Η Εξέλιξη του Αμερικανικού Διατραπεζικού Επιτοκίου (2000-2008)	5
Σχήμα 1-2: Η Αξία των Ενυπόθηκων Δανείων Χαμηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης (\$δισ)	6
Σχήμα 1-3: Ο Δείκτης S&P/Case-Shiller (1987-2008)	7
Σχήμα 1-4: Δείκτης Τιμών Ακινήτων και Χρέος των Νοικοκυριών	8
Σχήμα 1-5: Η Έκδοση Ομολόγων CDOs σε παγκόσμια κλίμακα (\$δισ)	10
Σχήμα 1-6: Η απόδοση στα 10-ετή Ομόλογα, %	12
Σχήμα 1-7: Το ακαθάριστο επίπεδο χρέους της γενικής Κυβέρνησης των χωρών του G20, % του ΑΕΠ ...	13
Σχήμα 2-1: Συναλλαγματική Ισοτιμία Δολαρίου-Δραχμής, 1960-2004	18
Σχήμα 2-2: Υποτιμήσεις της Δραχμής έναντι του Δολαρίου, 1980-2004	19

Σχήμα 2-3: Πληθωρισμός και Ανεργία στην Ελλάδα, 1990-2006.....	21
Σχήμα 2-4: Η Εξέλιξη της Μεγέθυνσης του ΑΕΠ και του Ποσοστού Ανεργίας, 1990-2006.....	22
Σχήμα 2-5: Η Ανταγωνιστικότητα της Ελληνικής Οικονομίας, 2001-2012	24
Σχήμα 2-6: Η σημασία της ιδιωτικής κατανάλωσης στην αύξηση του ΑΕΠ.....	25
Σχήμα 2-7: Το Πλεόνασμα του Δημοσίου ως Ποσοστό του ΑΕΠ, 1965-1999.....	30
Σχήμα 2-8: Το Πλεόνασμα του Δημοσίου ως Ποσοστό του ΑΕΠ, 2001-2010.....	30
Σχήμα 2-9: Ο Επιχειρηματικός Κύκλος και το Δημοσιονομικό Έλλειμμα, 1965-1999.....	31
Σχήμα 3-1: Δάνεια προς Νοικοκυριά και Επιχειρήσεις από Εγχώρια Πιστωτικά Ιδρύματα (2003-2012) .	46
Σχήμα 3-2: Η εξέλιξη του Διαθεσίμου Εισοδήματος στην Ελλάδα, από το 2002 και μετά	50
Σχήμα 3-3: Η εξέλιξη στις Ονομαστικές Απολαβές των Εργαζομένων, 2001-2012	51
Σχήμα 3-4: Η εξέλιξη στην Απασχόληση, 2002-2012.....	52
Σχήμα 3-5: Ο στόχος της Fed για το Αμερικανικό Διατραπεζικό Επιτόκιο (2007:08-2009:01).....	53
Σχήμα 3-6: Το Επιτόκιο Οριακής Χρηματοδότησης στην Ευρωζώνη (2007:06-2009:04).....	54

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε αυτή την εργασία ασχολούμαστε με την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση καθώς και την κρίση χρέους στην ευρωζώνη και ειδικότερα στην Ελλάδα.

Η κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου στις ΗΠΑ ξεκίνησε το 2006. Τα βαθύτερα αίτια της κρίσης εντοπίζονται στην πρακτική χορήγησης δανείων σε δανειολήπτες με δυσμενές πιστωτικό ιστορικό, οι οποίοι υπό φυσιολογικές συνθήκες, δεν θα δικαιούνταν κάποιο ενυπόθηκο δάνειο. Εν συνεχεία, η πτώση των τιμών των κατοικιών στις ΗΠΑ είχε σαν αποτέλεσμα πολλοί ιδιοκτήτες ακινήτων να μην είναι πλέον σε θέση να εξυπηρετήσουν τις συμβατικές υποχρεώσεις που απέρρεαν από τον δανεισμό τους. Οι συνθήκες αυτές οδήγησαν αφ' ενός μεν στην κατάσχεση ακινήτων, αφ' ετέρου δε στην πτώχευση αρκετά σημαντικών ενυπόθηκων δανειστών στην αγορά subprime.

Παραδοσιακά, ο πιστωτικός κίνδυνος, δηλαδή ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων που δημιουργεί η χορήγηση ενός στεγαστικού δανείου, αφορούσε το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, το οποίο χορηγούσε το δάνειο. Ωστόσο, μέσω της διαδικασίας της τιτλοποίησης, ο πιστωτικός κίνδυνος που συνδεόταν με τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου μεταφέρθηκε στις ευρύτερες χρηματοοικονομικές αγορές, στις οποίες συμμετέχουν Αμερικανοί και Ευρωπαίοι επενδυτές. Όταν όμως ξεκίνησαν οι προσημειώσεις και κατασχέσεις σχετικές με τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου στις ΗΠΑ, τότε σταμάτησαν και οι πληρωμές δόσεων για την εξόφληση των εν λόγω δανείων, κάτι που είχε ως συνέπεια την μείωση της αξίας των τίτλων που βασίζονταν σε ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου.

Η κρίση χρέους που ξέσπασε στη ζώνη του ευρώ το 2010 έχει επηρεάσει το παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα, ενώ έχει προκαλέσει παρεμβάσεις από κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες, των οποίων το μέγεθος είναι συγκρίσιμο με τα προγράμματα ενίσχυσης που υλοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008-09. Οι Ευρωπαϊκές αρχές έχουν δεσμεύσει κονδύλια ύψους περίπου €1 τρις για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζικών συστημάτων στις προβληματικές χώρες της ζώνης του ευρώ (IMF, 2012). Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) έχει παράσχει πρωτοφανή ποσά ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης, προκειμένου να αμβλύνει τις συνέπειες επί του τραπεζικού ισολογισμού από την έκθεση του τραπεζικού τομέα, στο δημόσιο χρέος προβληματικών χωρών όπως η Ελλάδα (IMF, 2012).

Η κρίση χρέους ωστόσο ήταν αναμενόμενο να επηρεάσει πρωτίστως το τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης, καθώς οι ευρωπαϊκές τράπεζες είχαν την τάση να διακρατούν ένα μεγάλο ποσό κρατικών χρεογράφων στον ισολογισμό τους. Ένας από τους κύριους λόγους για αυτό ήταν ότι, η Οδηγία για τις Κεφαλαιακές Απαιτήσεις - Capital Requirements Directive (CRD), η οποία ουσιαστικά κατέστησε τις συμφωνίες της Βασιλείας κομμάτι της ευρωπαϊκής νομοθεσίας, επιτρέπει την στάθμιση με 0% κρατικών ομολόγων σε εγχώριο νόμισμα (Poron and Horen, 2013). Επιπλέον, η προαναφερθείσα Οδηγία απαλλάσσει τα ομόλογα του δημοσίου σε εγχώριο νόμισμα από το όριο του 25% για τις μεγάλες εκθέσεις, το οποίο ισχύει για όλα τα άλλα στοιχεία του τραπεζικού ενεργητικού (Poron and Horen, 2013). Επειδή λοιπόν στην περίπτωση των τραπεζών της ζώνης του ευρώ, αυτή η ειδική μεταχείριση του δημόσιου χρέους εφαρμόζεται σε όλα τα χρεόγραφα που εκδίδονται σε ευρώ, οι Ευρωπαϊκές τράπεζες κατείχαν αρκετά μεγάλα ποσά ομολόγων που εξέδιδαν άλλες χώρες του ευρώ.

Με ποιον τρόπο όμως συνδέεται η κρίση χρέους και η παροχή της τραπεζικής ρευστότητας; Θεωρητικά, μπορούμε να διακρίνουμε δύο κανάλια μέσω των οποίων η αυξημένη επικινδυνότητα του εξωτερικού δημοσίου χρέους που κατέχουν στα χαρτοφυλάκια τους τα τραπεζικά ιδρύματα, μπορεί να οδηγήσει σε μείωση της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων.

Πρώτον, οι κεφαλαιακές απώλειες των τραπεζών μπορεί να έχουν άμεσες δυσμενείς επιπτώσεις στην πλευρά του ενεργητικού του ισολογισμού της τράπεζας και στην κερδοφορία της, εξελίξεις οι οποίες με την σειρά τους θα επηρεάσουν αρνητικά το κόστος και τη διαθεσιμότητα της τραπεζικής χρηματοδότησης (Gertler and Kiyotaki, 2010). Επιπλέον, οι αναμενόμενες ζημίες στα κρατικά ομόλογα μπορεί να εγείρουν ανησυχίες σχετικά με τον κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου. Για παράδειγμα, στον απόηχο της Ευρωπαϊκής κρίσης χρέους οι αντισυμβαλλόμενοι (ιδίως αμερικανικά A/K διαθεσίμων) άρχισαν να ανησυχούν για τα δάνεια που είχαν παράσχει σε τραπεζικά ιδρύματα με σημαντικά ανοίγματα σε κράτη που αντιμετώπιζαν αναπτυξιακές και δημοσιονομικές πιέσεις. Αυτό οδήγησε σε απότομη μείωση της έκθεσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων διαθεσίμων στις ευρωπαϊκές τράπεζες (IMF, 2010). Δεύτερον, τα ομόλογα του δημοσίου χρησιμοποιούνται συχνά από τα τραπεζικά ιδρύματα ως εγγύηση για την εξασφάλιση χρηματοδότησης είτε από την Κεντρική Τράπεζα είτε από την χονδρική αγορά τραπεζικής χρηματοδότησης. Επομένως, η μείωση της πιστοληπτικής

ικανότητας ενός κράτους, μπορεί να μειώσει την καταλληλότητα των προσφερόμενων από τα τραπεζικά ιδρύματα εγγυήσεων, πλήττοντας έτσι την χρηματοδοτική ικανότητα των τραπεζών.

Στην παρούσα εργασία θα εξετάσουμε και την δημοσιονομική πολιτική που ασκείται σε μια χώρα και τη σχέση της με την δημιουργηθείσα οικονομική κρίση. Θα δούμε ότι αυτή ασκείται μέσω των αλλαγών στο συνολικό επίπεδο των κυβερνητικών δαπανών και των φόρων, που αποτελούν κατά βάση το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων ενός κράτους και ότι το μέσο αποτύπωσης της κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής μίας χώρας, είναι το πλεόνασμα του προϋπολογισμού. Ακόμη, θα αποδείξουμε ότι το δημοσιονομικό πλεόνασμα δεν εξαρτάται μόνο από τις επιλογές των δημοσιονομικών αρχών, αλλά και από παράγοντες που επηρεάζουν το επίπεδο του εισοδήματος και των επιτοκίων, ενώ το δημοσιονομικό έλλειμμα κυμαίνεται ανάλογα με την φάση του επιχειρηματικού κύκλου, διότι τόσο τα φορολογικά έσοδα όσο και οι δημόσιες δαπάνες κυμαίνονται ανάλογα με το πραγματικό ΑΕΠ.

1 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

1.1 ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Η σημερινή παγκοσμιοποιημένη οικονομία βρέθηκε το 2007 σε μια πρωτοφανή δίνη, η οποία παραλίγο να συμπαρασύρει το σύνολο των ανεπτυγμένων οικονομιών σε μια βαθιά πτώση, από την οποία η έξοδος, ήταν για μεγάλο διάστημα αμφίβολη, επιρρεπής και ακόμη και σήμερα, επτά χρόνια μετά δεν έχει ολοκληρωθεί. Οι αιτίες βεβαίως ήταν ποικίλες, και μία τόσο μεγάλη σε έκταση οικονομική κρίση, δε θα μπορούσε παρά να ξεκινήσει από τον κλονισμό μιας μεγάλης σε παγκόσμιο επίπεδο οικονομίας. Στη συγκεκριμένη μάλιστα περίπτωση η εκκίνηση της διαδικασίας αυτής ξεκίνησε από τη μεγαλύτερη οικονομία του κόσμου, αυτή των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής.

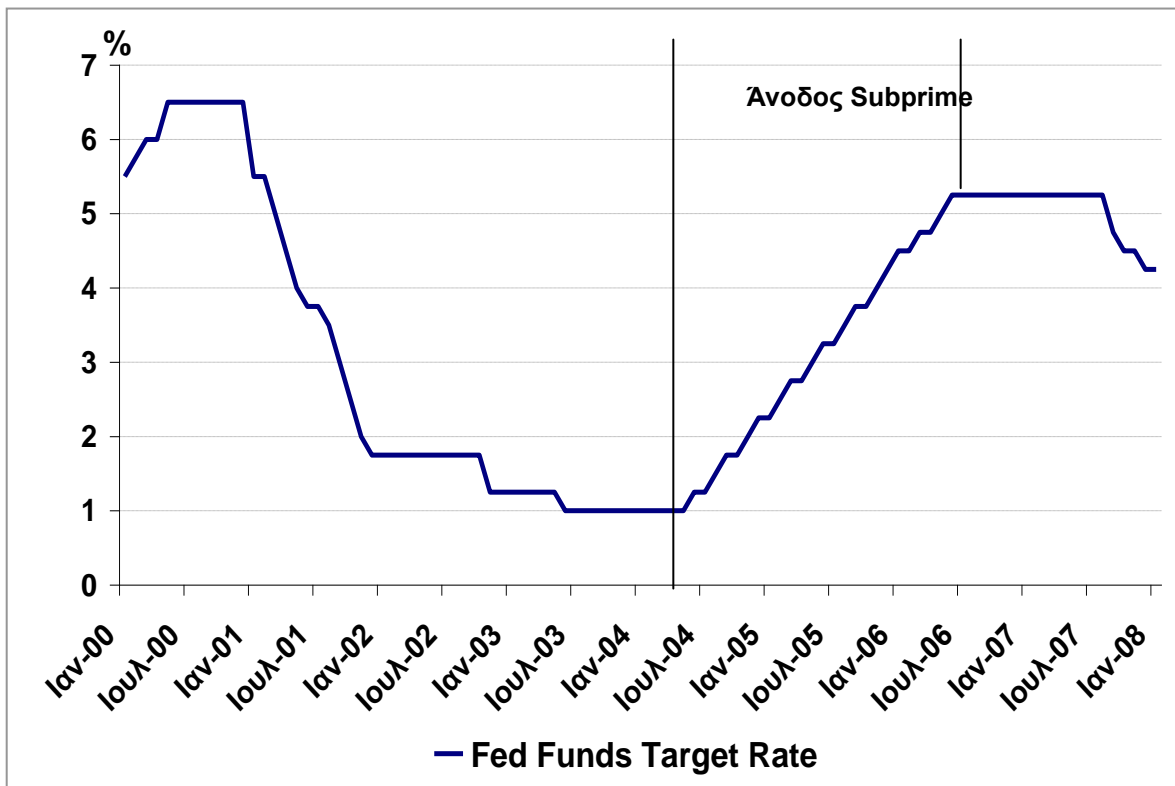
Η εκκίνηση δόθηκε από την κρίση στην αγορά κατοικίας, το χρονικό της οποίας θα εξετάσουμε στην πρώτη αυτή ενότητα. Το χρονικό της κρίσης με τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου (subprime loans), ξέσπασε τον Αύγουστο του 2007 και είχε κυρίως τις ακόλουθες αιτίες:

- 1) την πτώση των επιτοκίων
- 2) τη ραγδαία εξάπλωση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime)
- 3) την τιτλοποίηση μέσω μεταφοράς του πιστωτικού κινδύνου από τους ισολογισμούς των τραπεζών στους επενδυτές
- 4) το ρόλο των Hedge Funds στην ενίσχυση της ζήτησης ομολόγων CDOs

1.1.1 Η Πτώση των Αμερικανικών Επιτοκίων

Η αρχή της κρίσης στα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου δύναται να εντοπιστεί στην περίοδο μετά την χρηματιστηριακή κατάρρευση του 2000, όταν οι νομισματικές αρχές στην Αμερική μείωσαν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια σε πολύ χαμηλά επίπεδα, προκειμένου να αποτρέψουν το ενδεχόμενο εμφάνισης κάποιας ύφεσης στην οικονομία (Tully, 2007b). Πράγματι, το αμερικανικό διατραπεζικό επιτόκιο (federal funds rate) κατέγραψε σημαντικότερη πτώση από το 6,5% τον Ιούλιο του 2000 στο 1% τον Ιούλιο του 2003 (Σχήμα 1-1).

Παράλληλα, και τα Αμερικανικά μακροπρόθεσμα επιτόκια παρέμειναν σε χαμηλά επίπεδα, λόγω των ισχυρών αποδόσεων στα μακροπρόθεσμα ομόλογα του Αμερικανικού Δημοσίου. Αυτό συνέβη, λόγω της τεράστιας αύξησης των συναλλαγματικών αποθεμάτων (σε δολάρια) της Κίνας και της ανάγκης για εξεύρεση νέων επενδυτικών διόδων για αυτά. Συγκεκριμένα, περίπου 70% των συναλλαγματικών αποθεμάτων της Κίνας επενδυόταν σε δολάρια, κυρίως σε τίτλους του αμερικανικού δημοσίου Υπουργείου Οικονομικών (The Economist, 2006), και ως εκ τούτου η αυξημένη ζήτηση για ομόλογα του Αμερικανικού Δημοσίου οδήγησε σε πτώση των αποδόσεων τους.



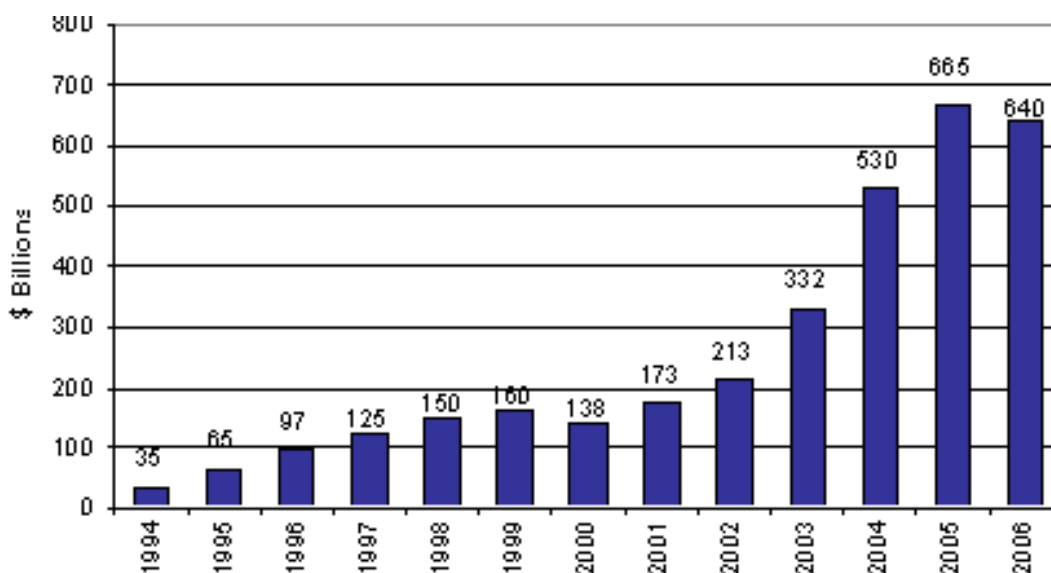
Σχήμα 1-1: Η Εξέλιξη του Αμερικανικού Διατραπεζικού Επιτοκίου (2000-2008)

Πηγή: Χαρδούβελης (2008)

1.1.2 Η Εξάπλωση των Στεγαστικών Δανείων Υψηλού Κινδύνου και η Αύξηση στις Τιμές των Ακινήτων

Ο τραπεζικός ανταγωνισμός σε συνδυασμό με την μείωση των επιτοκίων οδήγησαν σε αύξηση των στεγαστικών δανείων.

Ωστόσο, αυτό που έχει σημασία να τονίσουμε είναι η αύξηση **ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου** (subprime loans), τα οποία αυξήθηκαν και σε απόλυτο αριθμό (Σχήμα 1-4) αλλά και ως ποσοστό επί των συνολικών δανείων. Όπως βλέπουμε στο Σχήμα 1-2, η αξία των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης εκτινάχθηκε από τα \$173 δις το 2001 στο επίπεδο ρεκόρ των \$665 δις το 2005. Επίσης, το ποσοστό των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου επί των συνολικών στεγαστικών δανείων αυξήθηκε από 9% το 2003, στο 24% στα μέσα του 2007 (Χαρδούβελης, 2008).

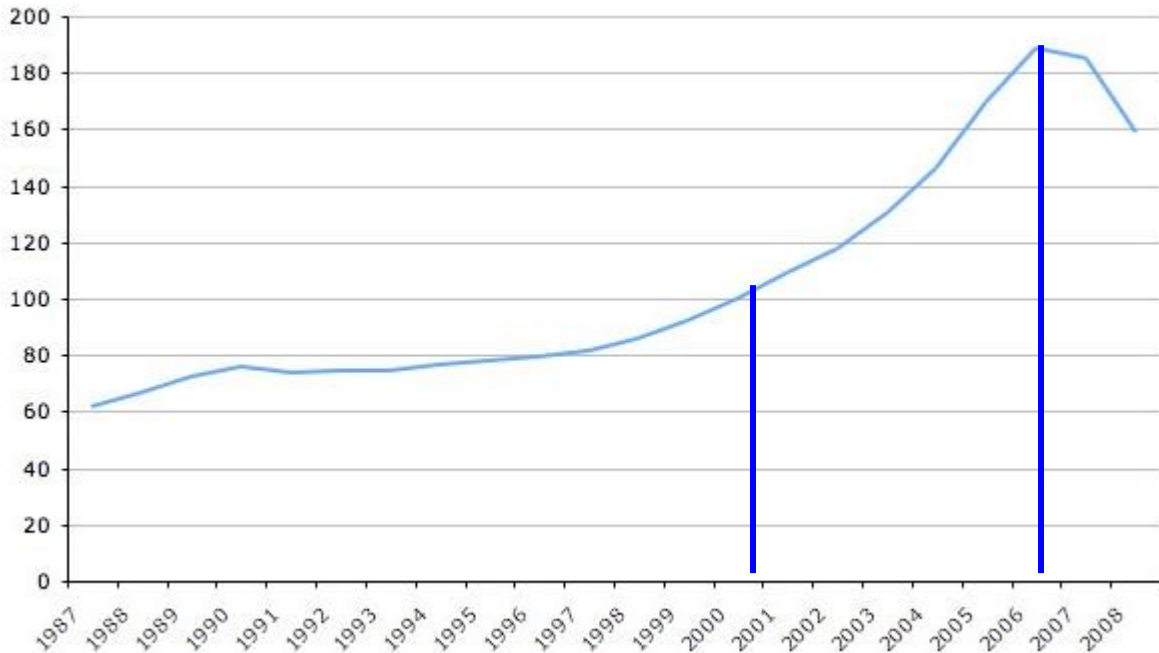


Σχήμα 1-2: Η Αξία των Ενυπόθηκων Δανείων Χαμηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης (\$δισ)

Πηγή: Petroff (2008)

Η χορήγηση δανείων σε δανειολήπτες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα μπορούσε να υποστηριχθεί ως βιώσιμη πιστωτική πολιτική ενός τραπεζικού ιδρύματος, λόγω της πρωτοφανούς ανόδου των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ, κατά την περίοδο 2001-2007. Στο

Σχήμα 1-3 βλέπουμε την πορεία του δείκτη τιμών ακινήτων S&P/Case-Shiller για την περίοδο 1987-2008.



Σχήμα 1-3: Ο Δείκτης S&P/Case-Shiller (1987-2008)

Πηγή: Wikipedia

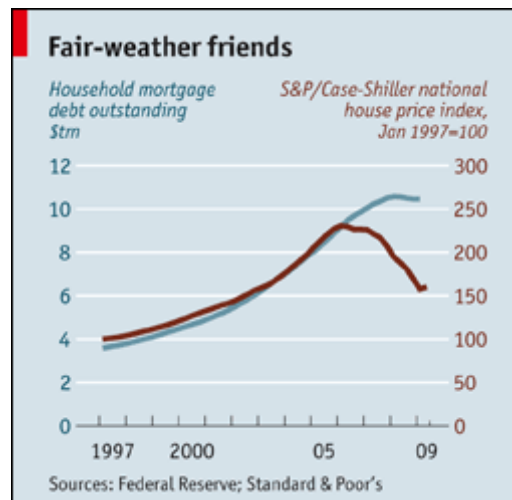
Είναι λογικό να υποθέσουμε ότι όσο περισσότερο πλούτο συσσωρεύουν τα νοικοκυριά, τόσο μειώνεται το κίνητρο για την περαιτέρω συσσώρευση του. Με άλλα λόγια, όσο υψηλότερο είναι το απόθεμα πλούτου των νοικοκυριών, τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η καταναλωτική δαπάνη και τόσο μικρότερη η ποσότητα της αποταμίευσης από το τρέχον εισόδημα. Από την άλλη πλευρά, όταν η αξία του πλούτου των νοικοκυριών πλήττεται, θα πρέπει να αναμένουμε αύξηση της αποταμίευσης προκειμένου να αποκατασταθεί η αξία του πλούτου στα προηγούμενα επίπεδα.

Όσον αφορά στην ακίνητη περιουσία, κατά μια άποψη, η αξία των ακινήτων δεν παρουσιάζει κάποια επίδραση πλούτου επί της ιδιωτικής κατανάλωσης, καθώς η αύξηση των τιμών των ακινήτων ευνοεί μεν εκείνους που πωλούν αμέσως τα ακίνητα τους, πλήττει δε τους αγοραστές πρώτης κατοικίας και εκείνους που ελπίζουν να αγοράσουν ένα μεγαλύτερο ακίνητο (The Economist, 2009b). Ωστόσο, οι αυξημένες τιμές των ακινήτων παρέχουν στους υποψήφιους, αλλά και στους νυν δανειολήπτες (στεγαστικών δανείων), σημαντικές εξασφαλίσεις,

καθιστώντας έτσι εφικτό τον δανεισμό τους, ο οποίος δεν θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί με διαφορετικό τρόπο. Επομένως, οι αυξήσεις των τιμών των ακινήτων θα πρέπει να συνδέονται με αύξηση του χρέους των νοικοκυριών, και τελικά με αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Πράγματι, όπως φαίνεται από το Σχήμα 1-4, η σχέση μεταξύ των τιμών των ακινήτων και της υπολειμματικής αξίας των στεγαστικών δανείων προς τα νοικοκυριά ήταν εμφανής μέχρι και το 2006. Αυτό υποδηλώνει ότι οι αυξήσεις των τιμών των ακινήτων οδήγησαν και σε υψηλότερο δανεισμό. Για τους ιδιοκτήτες ακινήτων το 1997, δηλαδή πριν από την έκρηξη στον τομέα της στέγασης και των πιστώσεων, σχεδόν το 60% της αύξησης του χρέους μεταξύ του 2002 και του 2006 προήλθε από την αύξηση των τιμών των ακινήτων. Συγκεκριμένα, κάθε αύξηση \$1 στην τιμή των ακινήτων, προκαλούσε αύξηση 25-30 σεντς στον δανεισμό των νοικοκυριών (The Economist, 2009b).

Περαιτέρω, επειδή τα διαθέσιμα κεφάλαια που δημιουργούνται από την αύξηση της κατεχόμενης αξίας στο ακίνητο (home equity) δεν διοχετεύονταν προς άλλες μορφές αποταμίευσης ή επένδυσης, όπως η αγορά μετοχών και ομολόγων, ή δεν χρησιμοποιούνταν για την αποπληρωμή των χρεών, η αύξηση του δανεισμού των νοικοκυριών διοχετευόταν κυρίως προς την ιδιωτική κατανάλωση (The Economist, 2014).



Σχήμα 1-4: Δείκτης Τιμών Ακινήτων και Χρέος των Νοικοκυριών

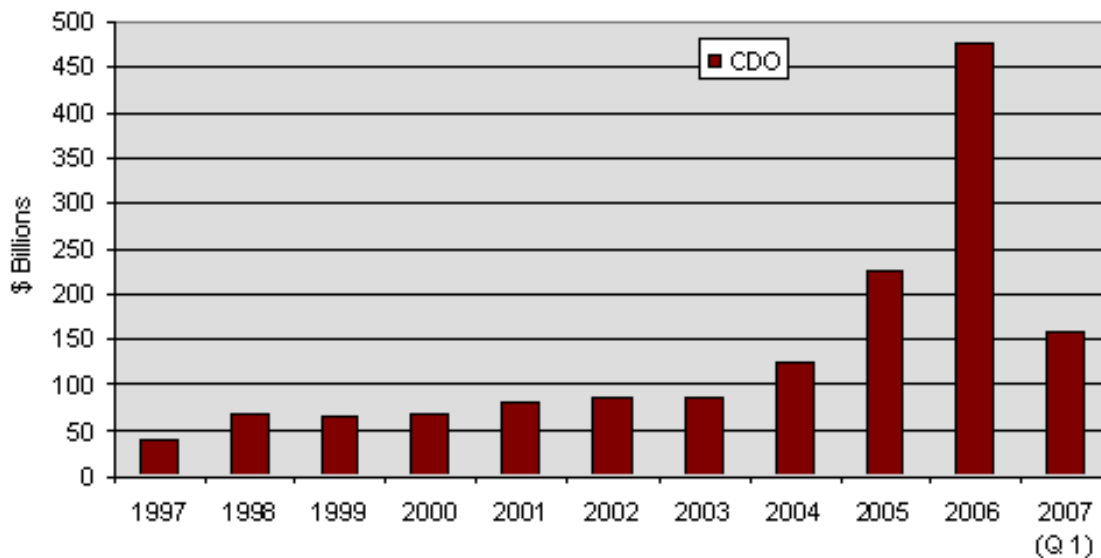
Πηγή: The Economist (2009b)

1.1.3 Η Τιτλοποίηση των Απαιτήσεων

Η τιτλοποίηση είναι απλά η διαδικασία μετατροπής τραπεζικών δανείων σε χρεόγραφα, όπως είναι τα ομόλογα. Με άλλα λόγια, η τιτλοποίηση συνίσταται στην έκδοση ενός ομολογιακού δανείου, το οποίο χρηματοδοτείται από τις αναμενόμενες ταμειακές ροές των τιτλοποιημένων δανείων (ή άλλων περιουσιακών στοιχείων). Πιο συγκεκριμένα, η διαδικασία της τιτλοποίησης περιλαμβάνει (α) το τραπεζικό ίδρυμα, το οποίο χορηγεί ένα δάνειο, (β) τον αγοραστή ενός πακέτου δανείων (δηλαδή την Εταιρεία Ειδικού Σκοπού), και (γ) τον ανάδοχο της έκδοσης του ομολογιακού δανείου.

Τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία κάθε είδους, από τις απαιτήσεις των πιστωτικών καρτών μέχρι τα στεγαστικά δάνεια- τόσο τα υψηλού κινδύνου (subprime) όσο και του «φυσιολογικού κινδύνου»- μετατρέπονται σε εμπορεύσιμους τίτλους που πωλούνται και αγοράζονται (The Economist, 2007). Έτσι, οι δανειστές δεν είναι πλέον απαραίτητο να διακρατούν τα subprime δάνεια στον ισολογισμό τους, αλλά μπορούν να τα πωλούν σε επενδυτικές τράπεζες και επενδυτικά ταμεία στο εσωτερικό ή στο εξωτερικό. Κατάλληλα σχεδιασμένα, αυτά τα χρεόγραφα ελάμβαναν την πιστοληπτική διαβάθμιση "AAA" από τους οίκους αξιολόγησης.

Ωστόσο, η διαδικασία της χρηματοοικονομικής μηχανικής δεν σταματούσε σε αυτό το πρώτο "επίπεδο" τιτλοποίησης, αλλά προχωρούσε σε πιο περίπλοκα επίπεδα. Για παράδειγμα, στεγαστικά δάνεια αξίας \$100 μπορούσαν να μετατραπούν σε ομόλογα αξίας \$80 και διαβάθμισης AAA, και σε ομόλογα αξίας \$15 και διαβάθμισης BBB (Kashyap et al., 2008). Στη συνέχεια, ομόλογα διαβάθμισης BBB συγκεντρώνονταν σε ένα χαρτοφυλάκιο, και με βάση τις ταμειακές ροές αυτού του χαρτοφυλακίου εκδίδονταν νέοι τίτλοι που ελάμβαναν πιστοληπτική διαβάθμιση AAA. Αυτή η πρακτική απετέλεσε και το σημείο αφετηρίας για την μαζική αύξηση της έκδοσης ομολόγων CDOs μετά το 2004 (βλέπε Σχήμα 1-5).



Σχήμα 1-5: Η Έκδοση Ομολόγων CDOs σε παγκόσμια κλίμακα (\$δισ)

Πηγή: Petroff (2008)

1.1.4 Ο Ρόλος των Hedge Funds

Τα Hedge Funds προκειμένου να επιτύχουν αποδόσεις για τους πελάτες τους (όπως είναι τα συνταξιοδοτικά ταμεία, ή εύποροι επενδυτές) μεγαλύτερες της αγοράς προέβαιναν στην αγορά ομολόγων CDOs κατωτέρων τάξεων (Tully, 2007b). Κατ' αυτόν τον τρόπο, ο πιστωτικός κίνδυνος των δανείων ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου είχε μεταφερθεί, κατά κύριο λόγο, σε μεριδιούχους των hedge funds.

Η ζήτηση για ομόλογα CDOs ήταν ισχυρή, καθότι από τα Hedge Funds ακολουθούσαν την επενδυτική στρατηγική του «arbitrage» (Petroff, 2008), δηλαδή, αγόραζαν επί πιστώσει ομόλογα CDOs (επί των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου) και στην συνέχεια αντιστάθμιζαν τον πιστωτικό κίνδυνο (των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου) με λήψης θέσης σε Credit Default Swaps (CDS). Ως CDS ορίζουμε τα ασφάλιστρα έναντι ομολόγων που εκδίδουν είτε κράτη είτε επιχειρήσεις, τα οποία οι επενδυτές αγοράζουν για να καλυφθούν από τον κίνδυνο χρεοκοπίας του κράτους ή της επιχείρησης. Εμφανίστηκαν στα τέλη της δεκαετίας του ενενήντα και μέχρι το 2007 η αξία των συναλλαγών (αγορές και πωλήσεις τέτοιων προϊόντων) έφτασε τα 50 τρις. δολάρια. Έτσι μετατράπηκαν από ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο μείωσης των

επενδυτικών κινδύνων σε ένα νέο παράγωγο χρηματοοικονομικό προϊόν. Δια του δανεισμού λοιπόν ένα Hedge Fund μπορούσε να αγοράσει περισσότερα CDOs, αυξάνοντας έτσι την τιμή τους και μειώνοντας τα επιτόκια τους. Η μείωση όμως των επιτοκίων στα CDOs πίεζε προς τα κάτω τα επιτόκια στα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου.

Όσο οι τιμές των ακινήτων διατηρούνταν σε υψηλά επίπεδα, οι πτωχεύσεις δεν επηρέαζαν τις ταμειακές ροές των CDOs (και άρα και το χαρτοφυλάκιο των Hedge Funds), καθώς οι απώλειες ρευστότητας για τις τράπεζες συνεπεία της αθέτησης των συμβατικών πληρωμών από τον δανειολήπτη αντισταθμίζονταν, και σε αρκετές περιπτώσεις υπερκαλύπτονταν, από την εκποίηση του υποθηκευμένου του ακινήτου, η οποία κάλυπτε το σύνολο του δανείου. Έτσι ούτε τα πακεταρισμένα χρεόγραφα (ABS) πλήττονταν από την αδυναμία πληρωμής ούτε οι ομολογιούχοι των CDOs.

Όμως, από το τέλος του 2005 και έπειτα, οι τιμές ακινήτων στις ΗΠΑ άρχισαν να πέφτουν (Σχήμα 1-2), οι πτωχεύσεις αυξήθηκαν και σταδιακά εμφανίστηκαν ζημιές, οι οποίες αρχικά έπληξαν τους ομολογιούχους των χαμηλών τάξεων των CDOs (δηλαδή των CDOs με τον υψηλότερο κίνδυνο).

Το πρόβλημα θα είχε περιοριστεί σε στενό επενδυτικό κύκλο, εάν κάτοχοι των συγκεκριμένων ομολόγων δεν ήταν τα Hedge Funds, τα οποία είναι υποχρεωμένα να τιμολογούν το χαρτοφυλάκιο τους σε καθημερινή βάση προκειμένου να δίνουν τιμές εισόδου/εξόδου στους μεριδιούχους. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι τιμές των ομολόγων CDOs που είχαν έκθεση σε δάνεια subprime (ένα μικρό μέρος των συνολικών δανείων που «τιτλοποιήθηκαν») να πιεστούν από ρευστοποιήσεις σε μια ανώριμη αγορά.

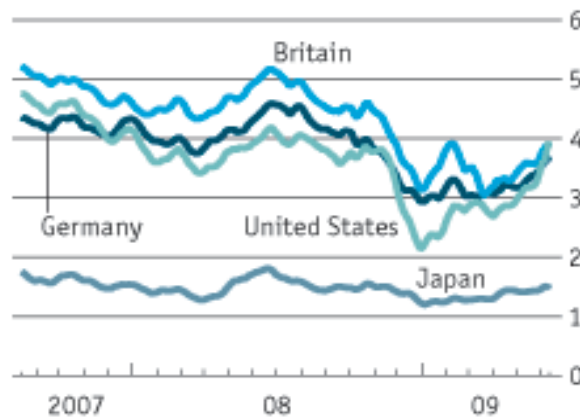
Μη έχοντας άλλες πηγές ρευστότητας, τα hedge funds άρχισαν να εκποιούν και άλλα περιουσιακά στοιχεία, όπως είναι οι μετοχές και τα μέταλλα. Οι τράπεζες μείωσαν τις χρηματοδοτήσεις ακόμα και στη διατραπεζική αγορά, φοβούμενες άμεση ή έμμεση έκθεση αντισυμβαλλόμενων τραπεζών σε subprime δάνεια, ενδεχόμενες ζημιές από τα οποία ενδέχεται να προκαλέσουν χειροτέρευση της πιστοληπτικής ικανότητας τους, δημιουργώντας μια αλυσιδωτή αντίδραση, η οποία έφερε πλήθος επιχειρήσεων και οργανισμών σε πολύ δύσκολη θέση, ενώ κατέστρεψε και ορισμένα πολύ ηχηρά ονόματα.

1.2 ΤΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΔΗΜΙΟΥΡΓΗΣΕ Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

1.2.1 Δημοσιονομικά Ελλείμματα και η Συσσώρευση Χρέους

Η ύφεση που προκάλεσε η πρόσφατη οικονομική κρίση και η δημιουργηθείσα ανάγκη για στήριξη των οικονομιών που επλήγησαν οδήγησαν τις εθνικές κυβερνήσεις να υιοθετήσουν μια πρωτοφανή επεκτατική δημοσιονομική στάση (The Economist, 2009). Βεβαίως, σε μερικές χώρες η επιδείνωση του κρατικού προϋπολογισμού προήλθε κυρίως από την πλευρά των εσόδων. Για παράδειγμα, η Ιρλανδία και η Ισπανία, χώρες που στηρίχθηκαν σε μεγάλο βαθμό στα φορολογικά έσοδα από τις αυξανόμενες τιμές των ακινήτων, αντιμετώπισαν μια κατάρρευση των φορολογικών τους εσόδων, καθώς οι τιμές των ακινήτων παρουσίασαν μια απότομη πτώση (The Economist, 2009).

Ευτυχώς όμως, η δημοσιονομική επέκταση επήλθε (όσον αφορά τις αναπτυγμένες οικονομίες) άνευ σημαντικού (επιτοκιακού) κόστους, δεδομένου ότι οι επενδυτές, ανησυχώντας για την (επιδεινούμενη) δανειοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών του ιδιωτικού τομέα, έχουν αυξήσει τη ζήτησή για τα κρατικά ομόλογα, δίνοντας έτσι την δυνατότητα στις κυβερνήσεις να αντλούν κεφάλαια με προσιτά επιτόκια (Σχήμα 1-6).

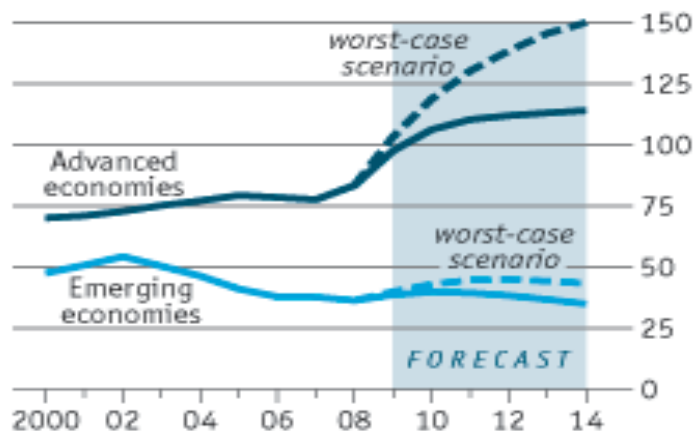


Σχήμα 1-6: Η απόδοση στα 10-ετή Ομόλογα¹, %

Πηγή: The Economist (2009)

¹ Κινητός μέσος 10-ημερών

Αναπόφευκτα, η αύξηση των δημοσίων δαπανών και η πτώση των φορολογικών εσόδων οδηγούν στην διόγκωση του δημοσιονομικού ελλείμματος και του χρέους των αναπτυγμένων οικονομιών (Σχήμα 1-7).



Σχήμα 1-7: Το ακαθάριστο επίπεδο χρέους της γενικής Κυβέρνησης των χωρών του G20, % του ΑΕΠ

Πηγή: The Economist (2009)

Τι θα επακολουθήσει όμως αυτής της συσσώρευσης του δημόσιου χρέους; Μια επιλογή για την μείωση του βάρους του δημοσίου χρέους είναι η δημιουργία πληθωρισμού, καθώς αρκετές κεντρικές τράπεζες τυπώνουν χρήμα προκειμένου να αγοράσουν τα κρατικά ομόλογα που εκδίδονται από τις κυβερνήσεις για την χρηματοδότηση των αυξανόμενων δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Η στάση πληρωμών αποτελεί επίσης μια άλλη δυνατότητα, ειδικά για τις χώρες-μέλη του ευρώ, όπως η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ισπανία, οι οποίες μη διαθέτοντας δικό τους νόμισμα δεν μπορούν να υιοθετήσουν μια πληθωριστική νομισματική πολιτική προκειμένου να μειώσουν την πραγματική αξία του δημοσίου χρέους τους.

1.2.2 Η Τραπεζική Κρίση

Μια κρίση τραπεζικής μορφής δημιουργείται από την στιγμή κατά την οποία οι δανειστές, λόγω έλλειψης εμπιστοσύνης, παύουν να χρηματοδοτούν τους δανειζόμενους, οι οποίοι μη δυνάμενοι να εξυπηρετήσουν τα υπάρχοντα χρέη τους με προσφυγή σε νέο δανεισμό, καταφεύγουν στην λύση της **απομόχλευσης**, δηλαδή της εξυπηρέτησης του χρέους με εκποίηση περιουσιακών στοιχείων.

Στο Πίνακα 1-1 παρουσιάζουμε υποθετικά στοιχεία ισολογισμού ενός τραπεζικού ιδρύματος.

Πίνακας 1-1: Στοιχεία Ισολογισμού ενός Τραπεζικού Ιδρύματος

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ	
Στοιχείο	Αξία (σε δις)	Στοιχείο	Αξία (σε δις)
Ταμειακά Διαθέσιμα	1,00 €	Βραχυπρόθεσμα Ομόλογα	10,00 €
Ομόλογα Δημοσίου	10,00 €	Μακροπρόθεσμα Ομόλογα	10,00 €
Εταιρικά Ομόλογα (AAA)	1,00 €	Υποχρεώσεις προς Πελάτες	3,00 €
Στεγαστικά Δάνεια	10,00 €	Ίδια Κεφάλαια	3,00 €
Ομόλογα ABS (equity tranches)	4,00 €		
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	26,00 €	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	26,00 €

Εάν οι μετοχές σε κυκλοφορία είναι 500 εκατ., τότε βάσει της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων (3€ δις) η λογιστική αξία της μετοχής είναι 6€. Ας υποθέσουμε ότι η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής είναι 3€, δηλαδή η αγορά εκτιμά ότι η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας δεν είναι 3€ δις (=6€×500εκατ.), αλλά 1,5€ δις (=3€×500εκατ.). Αυτό μπορεί να συμβεί διότι η αγορά εκτιμά ότι η πραγματική αξία των ομολόγων ABS δεν είναι 4€δις αλλά λιγότερο.

Εάν η τράπεζα δεν μπορεί να αναχρηματοδοτήσει τα βραχυπρόθεσμα ομόλογα αξίας 10€ δις, τότε θα πρέπει να εκποιήσει ορισμένα από τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να εξεύρει τα διαθέσιμα των 10€δις. Ας υποθέσουμε ότι η τράπεζα εκποιεί τα ομόλογα του δημοσίου 10€δις. Όπως βλέπουμε στον παρακάτω πίνακα αυτή η απομόχλευση του τραπεζικού ιδρύματος

δεν επηρέασε την καθαρή της θέση, η λογιστική αξία της οποίας συνεχίζει να παραμένει στα 3€δισ.

Πίνακας 1-2: Στοιχεία Ισολογισμού ενός Τραπεζικού Ιδρύματος (η περίπτωση της απομόχλευσης)

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ	
Στοιχείο	Αξία (σε δις)	Στοιχείο	Αξία (σε δις)
Ταμειακά Διαθέσιμα	1,00 €	Βραχυπρόθεσμα Ομόλογα	0,00 €
Ομόλογα Δημοσίου	0,00 €	Μακροπρόθεσμα Ομόλογα	10,00 €
Εταιρικά Ομόλογα (AAA)	1,00 €	Ομόλογα	3,00 €
Στεγαστικά Δάνεια	10,00 €	Ίδια Κεφάλαια	3,00 €
Ομόλογα ABS (equity tranches)	4,00 €		
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	16,00 €	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	16,00 €

Ας υποθέσουμε τώρα, ότι και τα μακροπρόθεσμα ομόλογα αξίας 10€ δις λήγουν, αλλά η τράπεζα δεν μπορεί να τα αναχρηματοδοτήσει, και επιλέγει την πώληση στεγαστικών δανείων λογιστικής αξίας 10€ δις. Λόγω όμως των δυσμενών συνθηκών, η πώληση τους μπορεί να γίνει μόνο έναντι 9€δισ, οπότε θα χρειαστεί και η πώληση των εταιρικών ομολόγων αξίας 1€δισ. Όπως βλέπουμε στον παρακάτω πίνακα σε αυτή την περίπτωση, η απομόχλευση του τραπεζικού ιδρύματος επηρέασε την καθαρή της θέση, καθώς η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της μειώθηκε στα 2€ δις.

Πίνακας 1-3: Στοιχεία Ισολογισμού ενός Τραπεζικού Ιδρύματος (η περίπτωση της απομόχλευσης με απαξίωση περιουσιακών στοιχείων)

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ	
Στοιχείο	Αξία (σε δις)	Στοιχείο	Αξία (σε δις)
Ταμειακά Διαθέσιμα	1,00 €	Βραχυπρόθεσμα Ομόλογα	0,00 €
Ομόλογα Δημοσίου	0,00 €	Μακροπρόθεσμα Ομόλογα	0,00 €
Εταιρικά Ομόλογα (AAA)	0,00 €	Υποχρεώσεις προς Πελάτες	3,00 €
Στεγαστικά Δάνεια	0,00 €	Ίδια Κεφάλαια	2,00 €
Ομόλογα ABS (equity tranches)	4,00 €		
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	5,00 €	ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	5,00 €

Ας υποθέσουμε τώρα ότι 2€ δις σε προθεσμιακές καταθέσεις λήγουν. Η τράπεζα λοιπόν, θα πρέπει να βρει το παραπάνω ποσό προκειμένου εξυπηρετήσει το χρέος της προς τους καταθέτες της. Τα ομόλογα όμως ABS equity tranches δεν μπορούν να πουληθούν, γιατί δεν υπάρχει αγορά για αυτά. Σε αυτή την περίπτωση υπάρχουν μόνο δυο λύσεις. Πρώτον, το τραπεζικό ίδρυμα μπορεί να δανειστεί τα 2€ δις από την Κεντρική Τράπεζα παρέχοντας ως ενέχυρο τα ομόλογα της ABS αξίας 4€ δις. Η δεύτερη λύση είναι να αναλώσει επιπλέον ίδια κεφάλαια, γεγονός όμως που θα δημιουργούσε επιπλέον προβλήματα κεφαλαιακής επάρκειας. Η προσωρινή λύση σε μια τέτοια περίπτωση θα μπορούσε να ήταν η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, αλλά σε ένα τέτοιο γενικότερο πολιτικοοικονομικό περιβάλλον, αυτό θα αποτελούσε ένα πολύ επικίνδυνο και με αβέβαιο αποτέλεσμα εγχείρημα.

Όπως ήταν αναμενόμενο, η χρηματοπιστωτική κρίση έπληξε σοβαρά τον τραπεζικό τομέα που διατηρούσε στο ενεργητικό του «τοξικά» περιουσιακά στοιχεία, όπως ήταν τα τιλοποιημένα

προϊόντα. Επιπρόσθετα, τα τραπεζικά ιδρύματα άρχισαν να συσσωρεύουν πολλά επισφαλή δάνεια, καθώς η συνακόλουθη ύφεση έπληξε ακόμη και υγιείς δανειολήπτες (The Economist, 2010).

Ωστόσο, οι τράπεζες περισσότερο ανησυχούσαν για την οικονομική κατάσταση των εθνικών κυβερνήσεων, καθώς μια κρατική χρεοκοπία θα είχε δυσάρεστες συνέπειες για το τραπεζικό σύστημα της χώρας και για το σύνολο της παγκόσμιας τραπεζικής κοινότητας. Για παράδειγμα, μια χρεοκοπία της Ελλάδας θα είχε πολύ δυσμενείς επιπτώσεις για πολλά αλλοδαπά τραπεζικά ιδρύματα, δεδομένου ότι περίπου το 60% των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου που είχαν εκδοθεί κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών είχαν πωληθεί σε αλλοδαπούς Ευρωπαίους αγοραστές, οι μισοί εκ των οποίων ήταν τραπεζικά ιδρύματα (The Economist, 2010b). Σύμφωνα με ορισμένες εκτιμήσεις, οι μεγαλύτερες αμερικανικές τράπεζες είχαν έκθεση ύψους \$176 δις στο χρέος της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας, της Ισπανίας και της Ελλάδας, ενώ οι ελληνικές τράπεζες κατείχαν ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου αξίας περίπου 39€ δις, αξία ίση με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων τους (The Economist, 2010b).

Φυσικά ένα πολύ μεγαλύτερο πρόβλημα για τις ευρωπαϊκές τράπεζες δεν είναι τόσο η άμεση έκθεση τους σε δημόσιο χρέος, το οποίο αντιπροσωπεύει περίπου το 5% του ενεργητικού τους, αλλά ο αντίκτυπος στην χρηματοδότηση τους, καθώς οι υποβαθμίσεις των κρατικών χρεών χωρών όπως η Πορτογαλία, η Ελλάδα και η Ιρλανδία προκαλεί μείωση της πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζικών ιδρυμάτων στις χώρες αυτές (The Economist, 2010b).

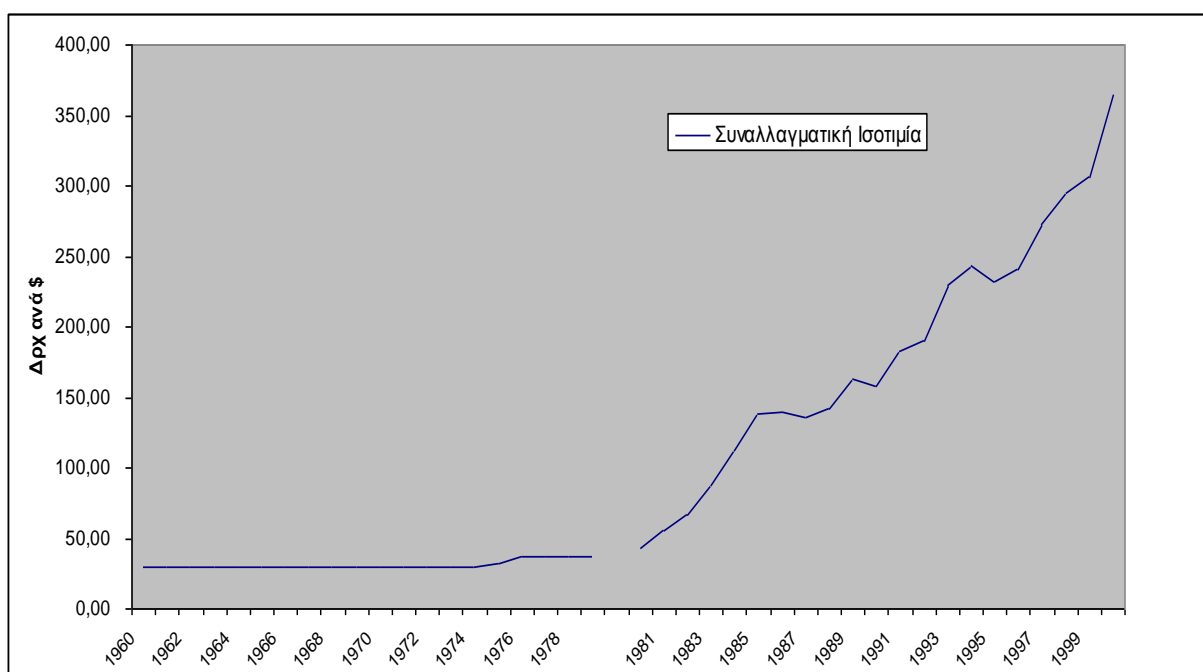
2 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ: ΠΑΘΟΓΕΝΕΙΕΣ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΟ ΕΥΡΩ

2.1 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΤΗΣ ΔΡΑΧΜΗΣ

2.1.1 Προβλήματα με την Εξωτερική και Εσωτερική Αξία της Δραχμής

Πριν την ένταξη της Ελλάδας στην ζώνη του ευρώ, η δραχμή, το εθνικό νόμισμα της Ελλάδας, παρουσίασε σημαντικά προβλήματα τόσο με την *εξωτερική της* όσο και με την *εσωτερική της αξία*, κυρίως μετά το 1980.

Αναφορικά με την *εξωτερική αξία* της δραχμής, αυτή δύναται να αποτυπωθεί ενεργώς στην πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας δραχμής-δολαρίου. Στο Σχήμα 2-1 βλέπουμε την εν λόγω ισοτιμία, δηλαδή την τιμή του δολαρίου σε δραχμές.



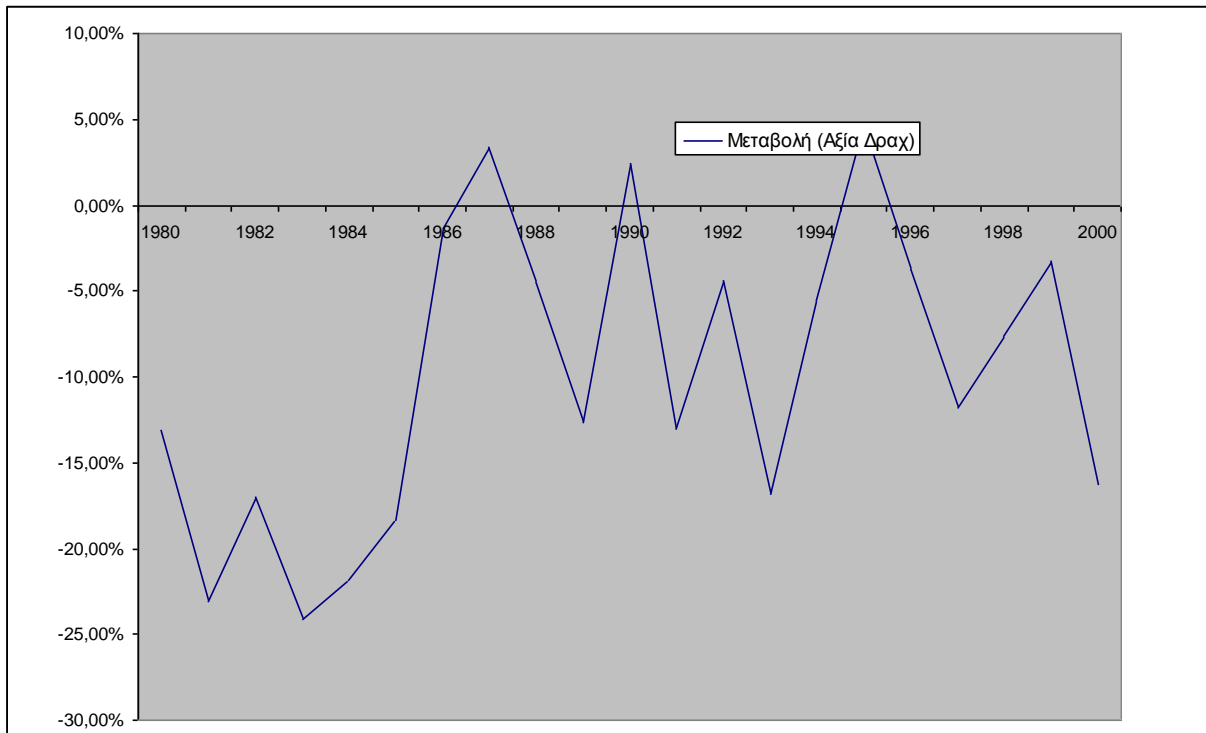
Σχήμα 2-1: Συναλλαγματική Ισοτιμία Δολαρίου-Δραχμής, 1960-2004

Πηγή: Heston et al (2008)

Όπως βλέπουμε από το Σχήμα 2-1 η περίοδος 1960-1974 υπήρξε περίοδος πρωτοφανούς συναλλαγματικής σταθερότητας, εν αντιθέσει προς την περίοδο 1980-2004, οπότε και είχαμε τις σημαντικότερες υποτιμήσεις της δραχμής έναντι του δολαρίου. Πράγματι, από το 1953 (όταν ο

Μαρκεζίνης, Υπουργός Συντονισμού της Κυβερνήσεως Παπάγου, καθόρισε την τιμή του δολαρίου ΗΠΑ στις 30 δρχ) και μέχρι το 1973 διατηρήθηκε η σταθερότητα της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής, λόγω της νομισματικής σταθερότητας.

Όμως το ευνοϊκό κλίμα για την εξωτερική αξία της δραχμής αντιστράφηκε από το 1980 και εντεύθεν όταν είχαμε τις σημαντικότερες υποτιμήσεις της δραχμής έναντι του δολαρίου (Σχήμα 2-2).



Σχήμα 2-2: Υποτιμήσεις της Δραχμής έναντι του Δολαρίου, 1980-2004

Πηγή: Heston et al (2008)

Κατόπιν, όσον αφορά στην **εσωτερική αξία** της δραχμής, αυτή βεβαίως εξαρτάται από το ύψος του εγχωρίου πληθωρισμού, ο οποίος επιταχύνθηκε μετά το 1980. Πράγματι, τα υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα που εμφανίστηκαν μετά την δεκαετία του 1980 είχαν ως αποτέλεσμα την εμφάνιση ισχυρών πληθωριστικών φαινομένων. Στον Πίνακα 2-1 παρατηρούμε ότι από το 1974 μέχρι το 2000 η διαφορά στο επίπεδο του πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδας και ευρωζώνης

διαμορφώθηκε από 3,6% (την περίοδο 1974-1980) ως το 12,3% (την περίοδο 1981-1987, μια περίοδο με υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα και εκτόξευση του δημοσίου χρέους).

Πίνακας 2-1: Η Διαφορά Πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδας και Ζώνης του ευρώ (1974-2000)

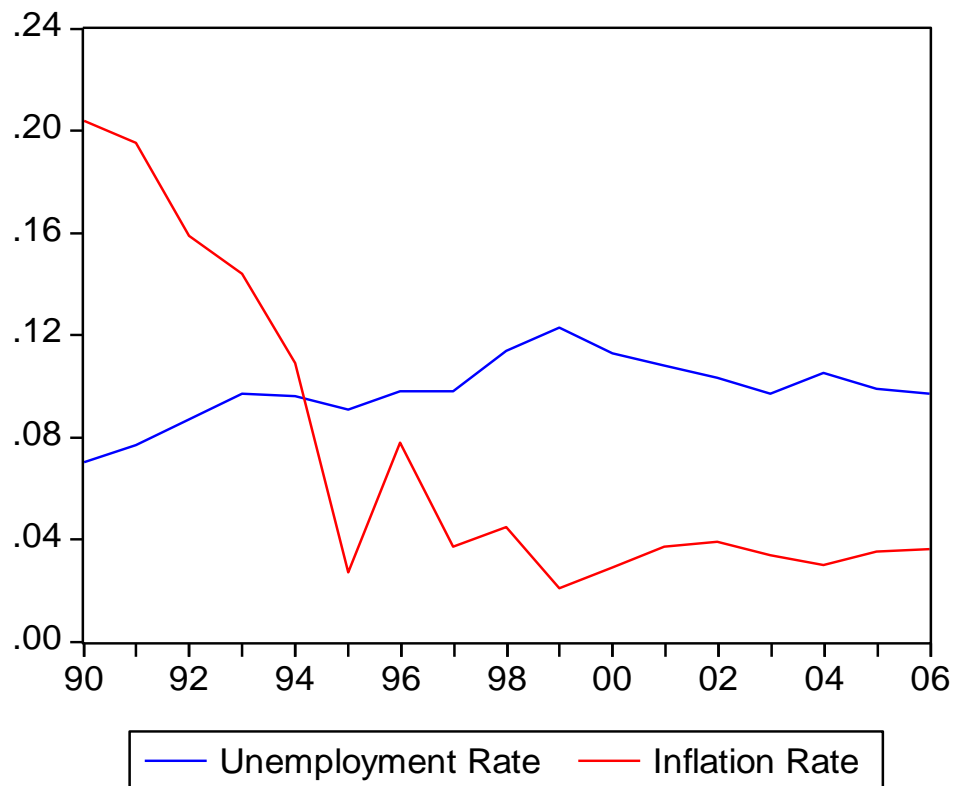
Έτη	Διαφορά (%)
1974-1980	3,6
1981-1987	12,3
1988-1990	4,8
1981-1990	8,5
1991-2000	6,4
2000	0,8
2001	1,3
2002	1,6
2003	1,3
2004	0,9

Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ. (2005)

2.1.2 Το πρόβλημα της Ανεργίας

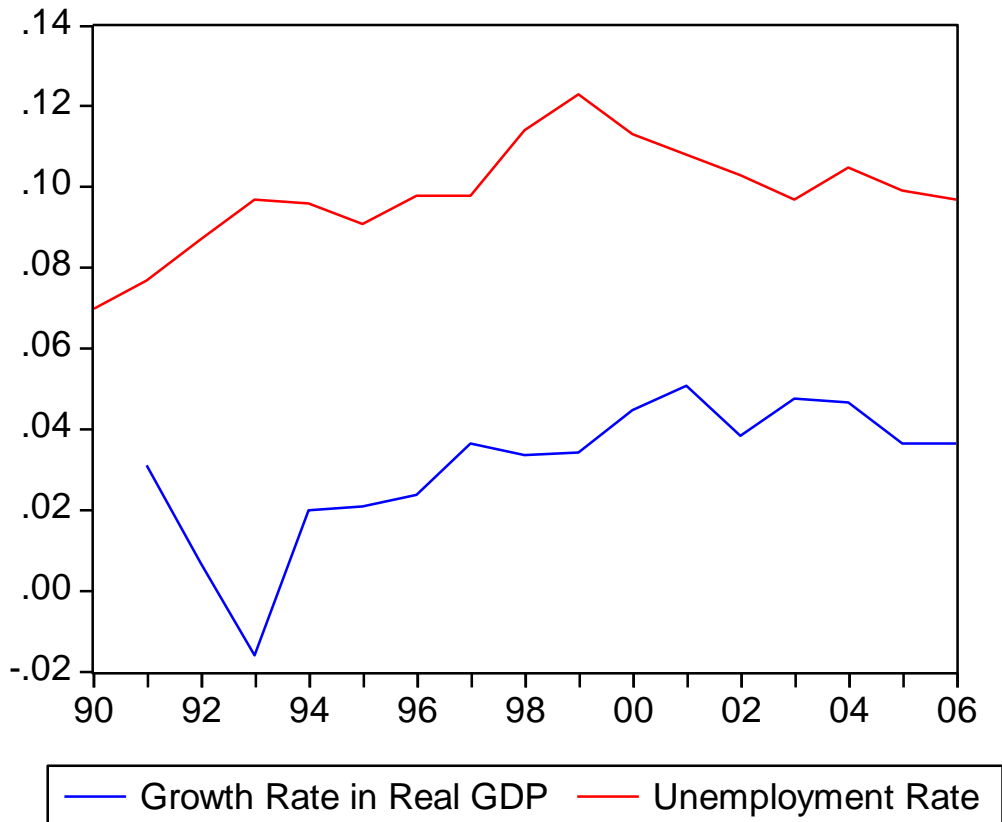
Το παράδοξο για την ελληνική οικονομία έγκειται στο ότι παρά την επιτάχυνση του πληθωρισμού, μετά το 1980, αυτή δεν συνοδεύτηκε και από μείωση της ανεργίας, όπως προβλέπει η θεωρία της καμπύλης Phillips. Πράγματι, όπως φαίνεται από το Σχήμα 2-3 παρ' όλο που ο πληθωρισμός μειώθηκε σημαντικά, κατά την διάρκεια της περιόδου 1990-1995, και εν συνεχεία παρέμεινε σε σχετικά πτωτική πορεία, το ποσοστό ανεργίας δεν έδειξε κάποια σημάδια κάμψης, αλλά αντιθέτως κατέγραψε οριακή άνοδο.

Επίσης, η οικονομική μεγέθυνση της ελληνικής οικονομίας μετά το 1993 δεν συνέβαλε στην πτώση του ποσοστού ανεργίας (Σχήμα 2-4), γεγονός που υποδεικνύει ότι η ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας ήταν αυτό το είδος ανάπτυξης που δεν συνοδεύεται και από αύξηση της απασχόλησης (jobless growth).



Σχήμα 2-3: Πληθωρισμός και Ανεργία στην Ελλάδα, 1990-2006

Πηγή: IMF (2008)



Σχήμα 2-4: Η Εξέλιξη της Μεγέθυνσης του ΑΕΠ και του Ποσοστού Ανεργίας, 1990-2006

Πηγή: IMF (2008)

2.2 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΜΕΤΑ ΤΟ ΕΥΡΩ

2.2.1 Το Πρόβλημα Ανταγωνιστικότητας της Ελλάδας

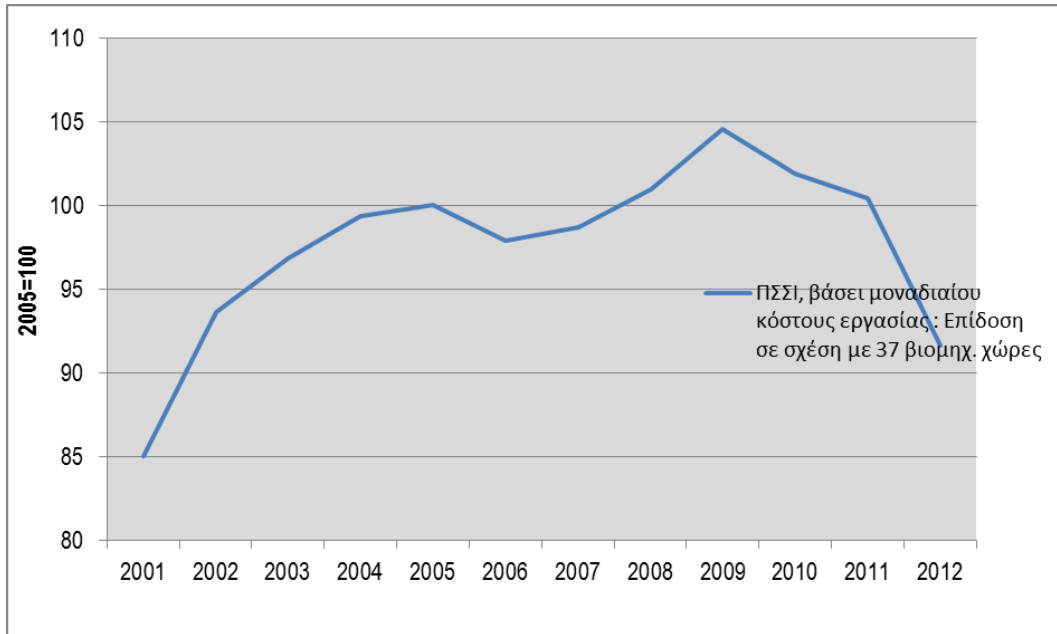
Η **Πραγματική Σταθμισμένη Συναλλαγματική Ισοτιμία** (ΠΣΣΙ) αποτελεί ένα σύνθετο δείκτη που μετρά τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών και της ανταγωνιστικότητας μιας χώρας έναντι των εμπορικών της εταίρων. Η ανταγωνιστικότητα με την σειρά της αποτελεί τον καθοριστικό παράγοντα επιτυχίας για την αύξηση της παραγωγικότητας, την προώθηση της καινοτομίας και την βελτίωση του βιοτικού επιπέδου της χώρας.

Υπάρχουν δύο βασικές μορφές του δείκτη της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η πρώτη βασίζεται στον δείκτη τιμών του καταναλωτή και η δεύτερη στο κόστος

εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον μεταποιητικό τομέα μιας συγκεκριμένης χώρας σε σχέση με το αντίστοιχο των ανταγωνιστών της. Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία με βάση τις τιμές καταναλωτή εγείρει ένα σημαντικό πρόβλημα, δηλαδή την παραδοχή ότι η σχετική τιμή των εγχώριων εμπορεύσιμων αγαθών σε σύγκριση με τα αντίστοιχα αγαθά της αλλοδαπής εξελίσσεται παράλληλα με τις σχετικές τιμές καταναλωτή. Ως εκ τούτου, οι αλλαγές στις σχετικές τιμές καταναλωτή δεν αποτελούν και το καλύτερο μέτρο της ανταγωνιστικής θέσης μιας χώρας, καθώς η αλλαγή του δείκτη τιμών καταναλωτή αντανακλά επίσης και τις τάσεις των τιμών των μη-εμπορεύσιμων αγαθών. Σε μια προσπάθεια για την εξάλειψη αυτών των διαφορών, μπορεί να χρησιμοποιηθεί το μοναδιαίο κόστος στον τομέα της μεταποίησης.

Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας που παρουσιάζεται στο Σχήμα 2-5 βασίζεται στο κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον μεταποιητικό τομέα. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι ο δείκτης αξιολογεί μόνο τις εξελίξεις ανταγωνιστικότητας ως προς το κόστος εργασίας, και ως εκ τούτου δεν περιλαμβάνει αρκετές πτυχές της ανταγωνιστικότητας, όπως η ποιότητα των προϊόντων, η αποτελεσματικότητα του μάρκετινγκ κλ.π. Επίσης, ο δείκτης δεν λαμβάνει υπόψη τις εξελίξεις στο μη-μισθολογικό κόστος, όπως οι φόροι και το κόστος του κεφαλαίου που επηρεάζουν την ανταγωνιστικότητα της εθνικής οικονομίας.

Μια αύξηση του δείκτη αντιπροσωπεύει την επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας της χώρας. Στο Σχήμα 2-5 βλέπουμε την εξέλιξη της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ελλάδας σε σχέση με 37 βιομηχανικές χώρες κατά την περίοδο 2001-2012. Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία για την Ελλάδα αυξήθηκε κατά 7,76%, από 85,05 το 2001 στο 91,65 το 2012. Αυτό σημαίνει ότι κατά την προαναφερθείσα περίοδο η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας μειώθηκε κατά 7,76%. Βέβαια είναι σημαντικό να σημειώσουμε, ότι το 2009, τη χρονιά που ξεκίνησε η κρίση στην Ελλάδα, είχαμε τη μέγιστη τιμή της πραγματικής σταθμισμένης ισοτιμίας. Από τότε μέχρι και σήμερα, αυτή η τιμή ακολουθεί μια ιδιαίτερα έντονη καθοδική πορεία, αντικατοπτρίζοντας κυρίως όμως την έντονη μείωση του μισθολογικού κόστους.



Σχήμα 2-5: Η Ανταγωνιστικότητα της Ελληνικής Οικονομίας, 2001-2012

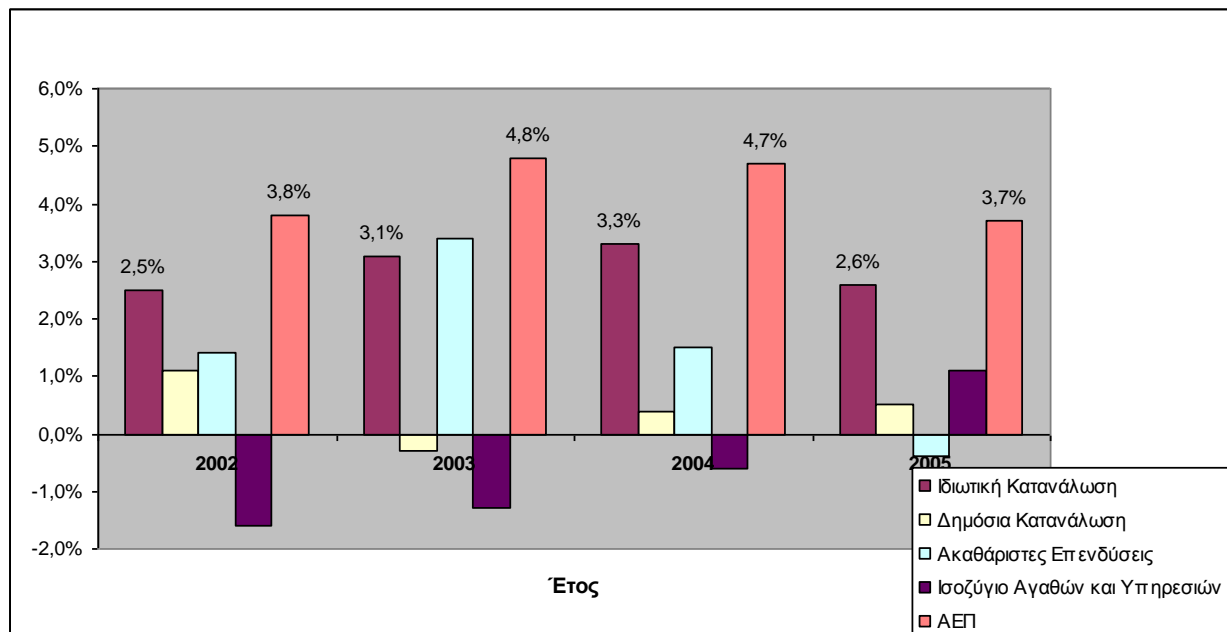
Πηγή: Ameco

2.2.2 Η Αύξηση της Κατανάλωσης και η Μεγέθυνση του Κατασκευαστικού Κλάδου

Η βασική αιτία για την αύξηση του ελλείμματος στον λογαριασμό των τρεχουσών συναλλαγών υπήρξε η αύξηση της κατανάλωσης, ιδιωτικής και δημόσιας. Πράγματι, μετά την είσοδο της Ελλάδας στην ζώνη του ευρώ, λόγω των χαλαρών νομισματικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών (καθώς και λόγω της αξιοπιστίας που απέκτησε συμμετέχοντας σε ένα κοινό νόμισμα με την Γερμανία), η ιδιωτική κατανάλωση συνέβαλε σημαντικά στην αύξηση της συνολικής ζήτησης (Τράπεζα Ελλάδας 2006:25). Συγκεκριμένα, η αύξηση της συνολικής ζήτησεως τροφοδοτήθηκε από

- (α) τις κοινοτικές εισροές που διοχετεύονται κυρίως στην κατασκευαστική δραστηριότητα, και
- (β) τα χαμηλά επιτόκια του ευρώ.

Η ιδιωτική κατανάλωση σημειώνοντας αύξηση της τάξεως του 3,7% το 2005 έναντι 4,7% το 2004 παρέμεινε ο κύριος προωθητικός παράγοντας της συνολικής ζήτησης (Τράπεζα της Ελλάδας 2006). Στο Σχήμα 2-6 παρουσιάζουμε την συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης στην αύξηση του ΑΕΠ κατά την περίοδο 2002-2005.



Σχήμα 2-6: Η σημασία της ιδιωτικής κατανάλωσης στην αύξηση του ΑΕΠ

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας (2006)

Εκ του ανωτέρω σχήματος παρατηρούμε τον άκρως σημαντικό ρόλο της ιδιωτικής κατανάλωσης στη αύξηση του ΑΕΠ της χώρας κατά την περίοδο 2002-2005. Συγκεκριμένα, η ιδιωτική κατανάλωση αποτελούσε κατά μέσο όρο το 67,7% της αύξησης του ΑΕΠ κάθε χρόνο, πράγμα που σημαίνει ότι για κάθε ποσοστιαία μονάδα που αυξανόταν το ΑΕΠ, το 0,677% προερχόταν από την αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Ο κλάδος των κατασκευών περιλαμβάνει τις οικοδομικές εργασίες (κατοικίες, γραφεία, εργοστάσια κ.ά.) καθώς επίσης και τα δημόσια έργα (δρόμοι, γέφυρες, λιμάνια, στάδια κ.ά.), και είναι κυρίως έντασης εργασίας. Η αγορά οικοδομικών εργασιών χαρακτηρίζεται από χαμηλό βαθμό συγκέντρωσης, καθώς οι πέντε μεγαλύτερες επιχειρήσεις του κλάδου αντιπροσωπεύουν μόλις το 7,8% του συνόλου του κύκλου εργασιών των κατασκευών στην Ελλάδα (IOBE, 2007). Αντίθετα, η αγορά δημοσίων έργων 4^{ης} -7^{ης} τάξης χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό συγκέντρωσης, καθώς οι πέντε μεγαλύτερες τεχνικές εταιρίες συγκεντρώνουν το 32,9% του συνολικού κύκλου εργασιών των 220 τεχνικών εταιριών που έχουν εργοληπτικό πτυχίο 4^{ης} - 7^{ης} τάξης (IOBE, 2007).

Ο κατασκευαστικός κλάδος διαδραμάτισε, κατά το τελευταίο διάστημα, σημαντικό ρόλο στη

πορεία της ελληνικής οικονομίας, και κυρίως της απασχόλησης. Για παράδειγμα, το 2003 ο κατασκευαστικός κλάδος απασχόλησε περίπου 310,000 άτομα², αριθμός που αντιστοιχούσε περίπου το 7,8% της συνολικής απασχόλησης στην ελληνική οικονομία (Οικονομικός Ταχυδρόμος, 2004). Βεβαίως, θα πρέπει να έχουμε κατά νου ότι στο παραπάνω εντυπωσιακό νούμερο αναφορικά με την συμβολή του κατασκευαστικού κλάδου στην εγχώρια απασχόληση, συνέβαλε τα μέγιστα και η ανάληψη των ολυμπιακών έργων, μια δηλαδή μη επαναλαμβανόμενη δραστηριότητα, η οποία δημιούργησε την ανάγκη κατασκευής εκτενών αθλητικών εγκαταστάσεων καθώς και οδικών/συγκοινωνιακών έργων.

Όπως φαίνεται από τον Πίνακα 2-2, στο πλαίσιο μιας προσπάθειας για τη δημιουργία νέων έργων υποδομής αλλά και αναβάθμισης των ήδη υφισταμένων, ο κατασκευαστικός κλάδος κατέγραψε μια αξιοσημείωτη αναπτυξιακή πορεία.

Πίνακας 2-2: Η Πορεία του Προϊόντος του Κατασκευαστικού Κλάδου

ΕΤΟΣ	ΑΞΙΑ ΠΡΟΪΟΝΤΟΣ (σε δις ευρώ)	ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ
2000	10,9	
2001	12,1	11,8%
2002	14,3	17,6%
2003	16,8	17,3%
2004	16,3	-2,6%
2005	14,0	-14,1%
2006	14,2	1,1%
2007	15,5	9,1%

Πηγή: ΕΛ.ΣΤΑΤ. (2008)

² Σε αυτό τον αριθμό περιλαμβάνονται οι επιστήμονες, οι τεχνικοί υπάλληλοι και το λοιπό εργατοτεχνικό προσωπικό, πλην του μελετητικού δυναμικού που αριθμεί 15.000 μελετητές

Από τα στοιχεία του πίνακα 2-2 προκύπτει ότι η μέση γεωμετρική αύξηση του προϊόντος του κατασκευαστικού κλάδου από το 2000 μέχρι το 2007 ήταν της τάξεως του 5,8%.

Ωστόσο, αυτή η ομολογουμένως εντυπωσιακή αύξηση δεν οφείλεται στην εν γένει ανάπτυξη της οικονομίας (η οποία τροφοδοτείται από την ιδιωτική κατανάλωση), αλλά κυρίως στις εισροές του Γ΄ Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης³. Πράγματι, από το 2000 έως το 2008 το συνολικό ύψος των χρηματοδοτικών πόρων, οι οποίοι έχουν προέλθει αθροιστικά από το Γ΄ Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης, το Ταμείο Συνοχής και τις Κοινοτικές Πρωτοβουλίες, και τους οποίους διαχειρίζεται ο κατασκευαστικός κλάδος προσεγγίζουν τα 28,42 € δις (IOBE, 2007).

Επομένως, τα συμβαίνοντα στον χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, και όχι η εγχώρια ιδιωτική κατανάλωση, αποτελούν βαρόμετρο των εξελίξεων για το μέλλον του κατασκευαστικού κλάδου, καθώς τα σημαντικά κεφαλαία που επενδύθηκαν σε έργα υποδομής δεν προήλθαν από την παραγωγική διαδικασία ή από τα αποταμιεύματα της ελληνικής οικονομίας (ήτοι από τις αποταμιεύσεις του ιδιωτικού και δημοσίου τομέα), αλλά από τις συνεισφορές των Ευρωπαϊκών φορολογουμένων.

Επίσης θα πρέπει να αναφέρουμε ότι, η ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα, η οποία αποτελεί τον δεύτερο καθοριστικό παράγοντα για την εξέλιξη του κατασκευαστικού κλάδου (IOBE, 2007), επηρεάζεται από την πορεία των επιτοκίων, τα οποία με την σειρά τους καθορίζουν την συνολική ζήτηση για κατοικίες. Όμως οι δαπάνες των νοικοκυριών για κατοικίες λογίζονται ως επένδυση, και ως εκ τούτου η ιδιωτική κατανάλωση δεν σχετίζεται με την πορεία της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας και κατ' επέκταση του κατασκευαστικού κλάδου.

2.3 ΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

Η δημοσιονομική πολιτική σε μια χώρα ασκείται μέσω των αλλαγών στο συνολικό επίπεδο των κυβερνητικών δαπανών και των φόρων. Συνήθως, το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων του κράτους αποτελούν οι φόροι. Το δε μέσο αποτύπωσης της κατεύθυνσης της δημοσιονομικής πολιτικής, δηλαδή κατά πόσον η ασκούμενη δημοσιονομική πολιτική είναι επεκτατική ή αντιπληθωριστική, είναι το **πλεόνασμα του προϋπολογισμού**. Το δημοσιονομικό πλεόνασμα

³ Το Γ΄ ΚΠΣ αφορά σε χρηματοδοτήσεις στους Σιδηροδρόμους, στα Αεροδρόμια και στις Αστικές Συγκοινωνίες.

δεν εξαρτάται μόνο από τις επιλογές των δημοσιονομικών αρχών, αλλά και από παράγοντες που επηρεάζουν το επίπεδο του εισοδήματος και των επιτοκίων. Για παράδειγμα, εάν αυξηθούν οι επενδύσεις, τότε αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα την άνοδο του εισοδήματος, και συνακόλουθα την αύξηση του δημοσιονομικού πλεονάσματος, χωρίς να έχει ληφθεί κάποια δημοσιονομική απόφαση. (Dornbusch και Fischer, 1993).

Θεωρητικά, στην βραχυχρόνια περίοδο μια αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος, εάν εφαρμοστεί χωρίς συνοδευτική αλλαγή στη νομισματική πολιτική, αυξάνει το επίπεδο του ΑΕΠ και τα επιτόκια. Δεν είναι βέβαιο τι θα συμβεί με τις επενδυτικές δαπάνες, οι οποίες μπορεί να καταλήξουν να είναι υψηλότερες (καθώς αυξάνεται το εισόδημα) ή χαμηλότερες (καθώς τα επιτόκια αυξάνονται). Στο μεσοπρόθεσμο διάστημα ωστόσο, το επίπεδο του ΑΕΠ επιστρέφει στο φυσιολογικό του επίπεδο και τα επιτόκια παραμένουν υψηλότερα. Συνεπώς, στο μεσοπρόθεσμο διάστημα οι επενδυτικές δαπάνες θα είναι χαμηλότερες. Οι χαμηλότερες επενδύσεις οδηγούν μακροπρόθεσμα σε χαμηλότερα επίπεδα αποθέματος παγίων επενδύσεων, και ως εκ τούτου σε ένα χαμηλότερο ρυθμό μακροχρόνιας ανάπτυξης.

Επομένως, παρουσιάζει ενδιαφέρον η εμπειρική διερεύνηση των βραχυπρόθεσμων και μεσομακροπρόθεσμων επιπτώσεων που έχουν οι αλλαγές στη δημοσιονομική πολιτική για την οικονομία. Ένα άλλο ενδιαφέρον ζήτημα είναι ο τρόπος χρηματοδότησης του δημοσιονομικού ελλείμματος, δηλαδή η χρηματοδότηση που προέρχεται από την περικοπή των δαπανών ή από την αύξηση του δημόσιου χρέους.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε κάποια σημαντικά θέματα που ανακύπτουν. Πρώτον, θα πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ των μεταβολών του δημοσιονομικού ελλείμματος, που προκαλούνται από «αναταράξεις» της δημοσιονομικής πολιτικής, από εκείνες που απλά προκαλούνται από άλλες διαταραχές, όπως είναι αυτές του επιχειρηματικού κύκλου ή μιας απροσδόκητης αύξησης των επιτοκίων. Δεύτερον θα πρέπει να οριστεί τι εννοούμε με τον όρο **διαταραχή δημοσιονομικής πολιτικής**.

Σύμφωνα με την Ρικαρντιανή ισοδυναμία ή την υπόθεση ισοδυναμίας των Barro-Ricardo τα δημοσιονομικά ελλείμματα δεν έχουν επιπτώσεις στο συνολικό επίπεδο ζήτησης μιας οικονομίας (Blanchard, 2000). Η λογική είναι η εξής: εφόσον τα νοικοκυριά αντιλαμβάνονται ότι μια τρέχουσα αύξηση των δημοσίων δαπανών θα σημαίνει μελλοντική αύξηση της φορολογίας για τη χρηματοδότησή τους στο μέλλον, η μακροχρόνια καταναλωτική

συμπεριφορά θα προσαρμοστεί αναλόγως αφήνοντας ανεπηρέαστο το πραγματικό εισόδημα. Κατά συνέπεια, ο ρόλος του κράτους σε αυτό το πλαίσιο περιορίζεται στον καθορισμό της σύνθεσης του προϊόντος της οικονομίας, ενώ η μορφή χρηματοδότησης της κρατικής δραστηριότητας δεν παίζει κανένα ρόλο.

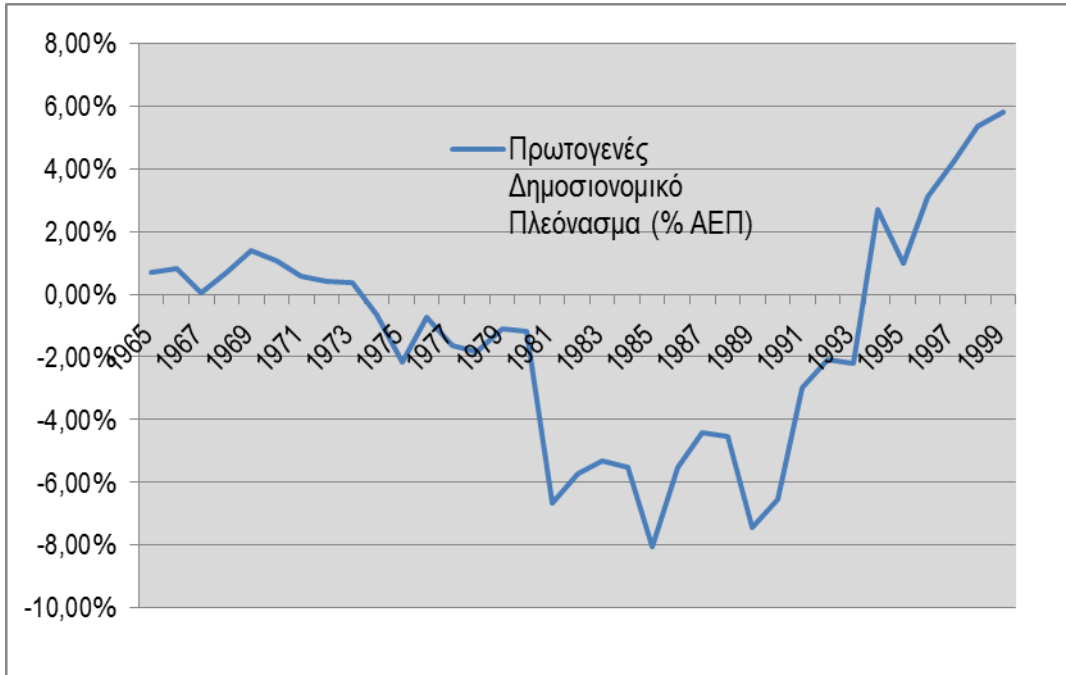
Το ίδιο θα συμβεί εάν μειωθεί η φορολογία, δηλαδή δεν θα επηρεαστεί η καταναλωτική δαπάνη καθώς, οι καταναλωτές θα αρχίσουν να συνειδητοποιούν ότι η περικοπή των φόρων θα αντισταθμιστεί με υψηλότερους φόρους την επόμενη περίοδο. Με άλλα λόγια, η ανθρώπινη ευημερία, δηλαδή η παρούσα αξία του - μετά τους φόρους - εισοδήματος από την εργασία παραμένει ανεπηρέαστη (Blanchard, 2000). Άρα, η χρηματοδότηση των δημοσίων δαπανών με φορολογία ή με αύξηση του δημόσιου χρέους δεν μεταβάλλει μακροχρόνια τη διάρθρωση της οικονομίας και την κατανομή των διαθέσιμων πόρων.

Εναλλακτικά το ίδιο συμπέρασμα εξάγεται εξετάζοντας την αποταμίευση έναντι της κατανάλωσης. Εάν μειωθούν οι φόροι οι καταναλωτές δεν μεταβάλλουν το επίπεδο κατανάλωσής τους, αλλά η ιδιωτική αποταμίευση θα αυξηθεί ένα προς ένα με το έλλειμμα, αφήνοντας έτσι τη συνολική αποταμίευση της οικονομίας αμετάβλητη. Διαχρονικά, οι μηχανισμοί των κυβερνητικών περιορισμών υποδηλώνουν ότι το δημόσιο χρέος θα αυξηθεί. Αλλά αυτή η αύξηση δε θα γίνει εις βάρος της κεφαλαιακής συσσώρευσης.

2.3.1 Η Δημοσιονομική Κατάσταση της Ελλάδας

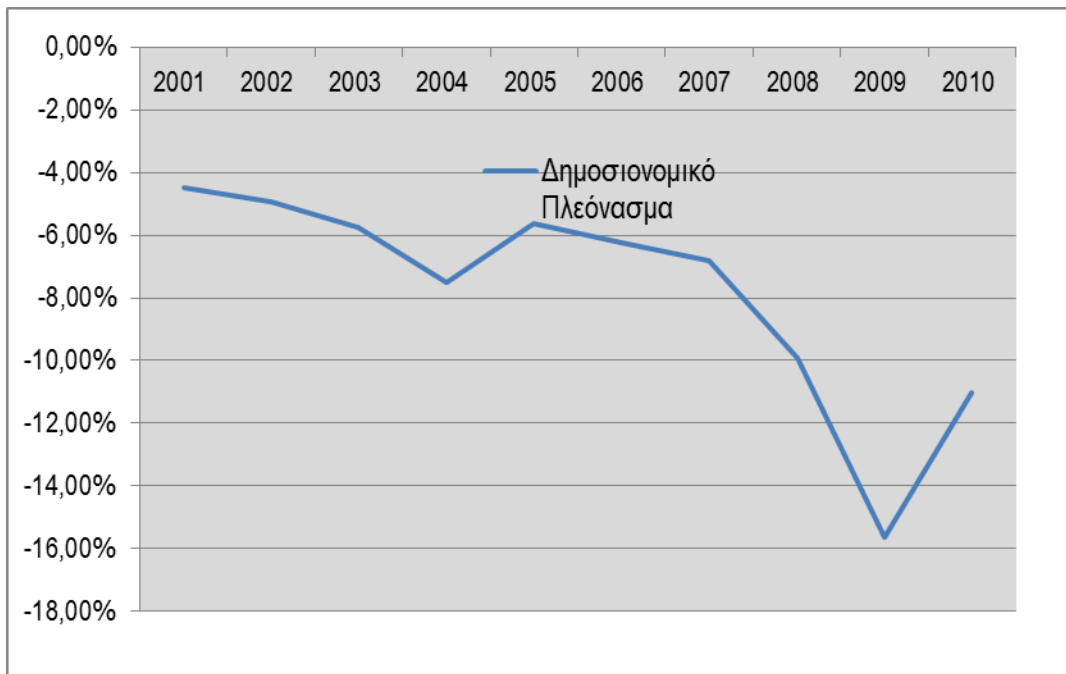
Το σχήμα 2-7 δείχνει το λόγο της δημόσιας αποταμίευσης προς το ονομαστικό ΑΕΠ στην Ελλάδα κατά την περίοδο 1965-1999. Όπως μπορούμε να δούμε, υπήρξε μια ραγδαία επιδείνωση της δημοσιονομικής θέσεως της Ελλάδας μετά το 1975 και το 1980. Συγκεκριμένα, οι τρεις χρονιές στις οποίες κορυφώθηκε το δημοσιονομικό έλλειμμα ήταν το 1981, το 1985 και το 1989. Για το σύνολο της περιόδου από το 1980 και μετά η ελληνική οικονομία παρουσίαζε δημοσιονομικά ελλείμματα.

Κατά την περίοδο 1965-1973 το πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο στο 0,67% του ΑΕΠ. Κατόπιν, μέχρι το 1990 η δημοσιονομική κατάσταση επιδεινώθηκε ραγδαία. Συγκεκριμένα, κατά την περίοδο 1975-1980 το πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα μειώθηκε κατά μέσο όρο στο -1,45% του ΑΕΠ, ενώ κατά την περίοδο 1981-1990 το αντίστοιχο ποσοστό μειώθηκε περαιτέρω στο -5,97% του ΑΕΠ.



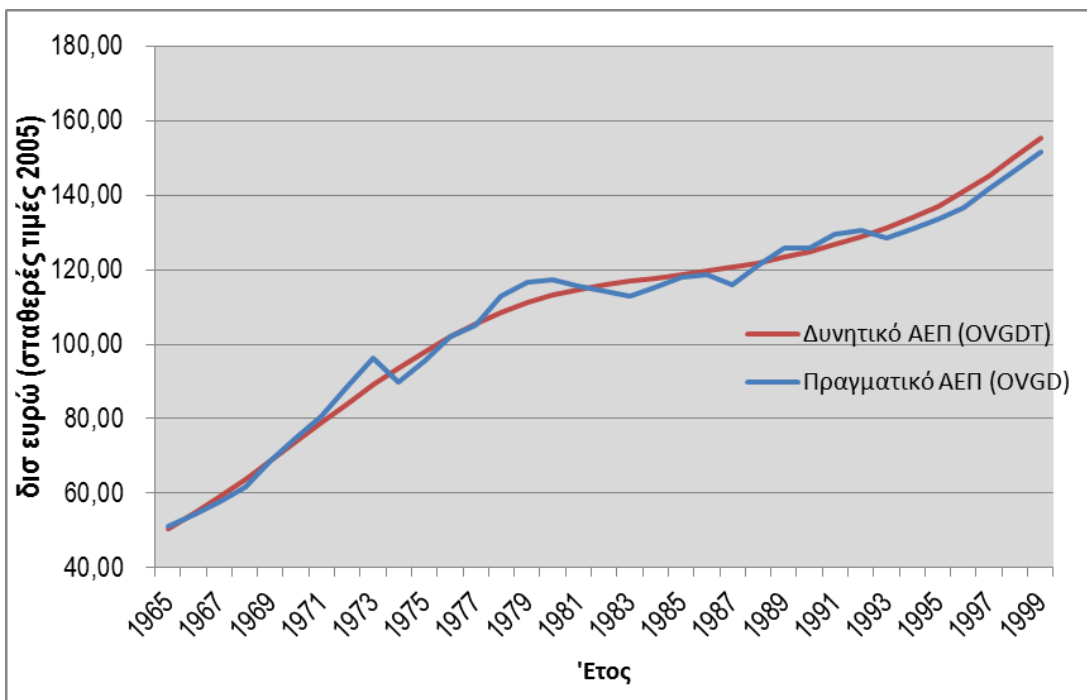
Σχήμα 2-7: Το Πλεόνασμα του Δημοσίου ως Ποσοστό του ΑΕΠ, 1965-1999

Πηγή: Χρήστου (1999)



Σχήμα 2-8: Το Πλεόνασμα του Δημοσίου ως Ποσοστό του ΑΕΠ, 2001-2010

Πηγή: Ameco



Σχήμα 2-9: Ο Επιχειρηματικός Κύκλος και το Δημοσιονομικό Έλλειμμα, 1965-1999

Πηγή: Ameco

Το σχήμα 2-9 δείχνει την πορεία του επιχειρηματικού κύκλου μεταξύ του 1965 και 1999. Συγκρίνοντας το Σχήμα 2-9 με το Σχήμα 2-7 μπορούμε να βρούμε την σχέση μεταξύ του επιχειρηματικού κύκλου και του δημοσιονομικού ελλείμματος. Συγκεκριμένα, όταν η οικονομία βρίσκεται σε ανάπτυξη, το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώνεται. Αντίθετα, καθώς η ανάπτυξη επιβραδύνεται πριν από την έναρξη της ύφεσης, το δημοσιονομικό έλλειμμα αυξάνεται. Συνεχίζει να αυξάνεται κατά τη διάρκεια της ύφεσης και για ένα χρονικό διάστημα μετά το τέλος της ύφεσης. Στη συνέχεια, όταν επέρχεται οικονομική άνθηση, το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώνεται και πάλι.

Το δημοσιονομικό έλλειμμα δηλαδή κυμαίνεται ανάλογα με την φάση του επιχειρηματικού κύκλου, διότι τόσο τα φορολογικά έσοδα όσο και οι δημόσιες δαπάνες κυμαίνονται ανάλογα με το πραγματικό ΑΕΠ. Καθώς λοιπόν το ΑΕΠ αυξάνεται κατά τη διάρκεια της ανάπτυξης, έχουμε

αύξηση των φορολογικών εσόδων και μείωση των μεταβιβαστικών πληρωμών οπότε και το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώνεται αυτόματα. Καθώς όμως το πραγματικό ΑΕΠ μειώνεται κατά τη διάρκεια της ύφεσης, έχουμε μείωση των φορολογικών εσόδων και αύξηση των μεταβιβαστικών πληρωμών (π.χ. επιδόματα ανεργίας), οπότε το δημοσιονομικό έλλειμμα αυτόματα αυξάνει. Διακυμάνσεις στις επενδύσεις και τις εξαγωγές έχουν πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα για το πραγματικό ΑΕΠ. Όμως, οι διακυμάνσεις στο δημοσιονομικό έλλειμμα μειώνουν τις διακυμάνσεις του διαθέσιμου εισοδήματος, καθιστώντας το πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα μικρότερο, δηλαδή αμβλύνουν και την φάση της ανάκαμψης και την φάση της ύφεσης.

Επειδή λοιπόν το δημοσιονομικό έλλειμμα κυμαίνεται ανάλογα με την φάση του επιχειρηματικού κύκλου της οικονομίας, χρειαζόμαστε μια μέθοδο μέτρησης της δημοσιονομικής θέσης, που θα μας λέει εάν ένα συγκεκριμένο δημοσιονομικό έλλειμμα είναι προσωρινό και συγκυριακό φαινόμενο (λόγω της φάσης του επιχειρηματικού κύκλου) ή αποτελεί ένα μόνιμο φαινόμενο. Ο λόγος έχει να κάνει με το γεγονός ότι ένα προσωρινό, κυκλικό, πλεόνασμα ή έλλειμμα μηδενίζεται όταν επανέρχεται η οικονομία σε φάση πλήρους απασχόλησης. Αντίθετα, ένα επίμονο πλεόνασμα ή έλλειμμα απαιτεί την κυβερνητική δράση προκειμένου να διορθωθεί.

Προκειμένου λοιπόν να προσδιοριστεί εάν το δημοσιονομικό έλλειμμα είναι επίμονο ή κυκλικό, χρησιμοποιείται το **διαρθρωτικό δημοσιονομικό πλεόνασμα ή έλλειμμα**, το οποίο μας δείχνει την προκύπτουσα δημοσιονομική θέση, εάν η οικονομία ήταν σε πλήρη απασχόληση και το πραγματικό ΑΕΠ ήταν ίσο με το δυνητικό ΑΕΠ. Επίσης, το **κυκλικό πλεόνασμα ή έλλειμμα** είναι το πραγματικό πλεόνασμα ή έλλειμμα μείον το διαρθρωτικό πλεόνασμα ή έλλειμμα. Δηλαδή, η κυκλικότητα στο πλεόνασμα ή το έλλειμμα είναι το μέρος του συνολικού δημοσιονομικού πλεονάσματος ή ελλείμματος που προκύπτει μόνο και μόνο επειδή το πραγματικό ΑΕΠ δεν ισούται με το δυνητικό. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα είναι 100€ δις, ενώ το διαρθρωτικό έλλειμμα 25€ δις . Σε αυτή την περίπτωση υπάρχει ένα κυκλικό έλλειμμα της τάξεως των 75 € δις.

Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε τις (βραχυπρόθεσμες) επιδράσεις της συσταλτικής δημοσιονομικής πολιτικής, όπως αυτή αποτυπώνεται στην μείωση του διαρθρωτικού δημοσιονομικού ελλείμματος, κατά την διάρκεια της περιόδου 1992-1999.

Πίνακας 2-3: Η Επίδραση της Συσταλτικής Δημοσιονομικής Πολιτικής στην Ελλάδα, 1992-1999

	Δημοσιονομικό Έλλειμμα ως Ποσοστό του ΑΕΠ	Διαρθρωτικό Δημοσιονομικό Έλλειμμα ως Ποσοστό του ΑΕΠ	Μεγέθυνση του ΑΕΠ	Απόδοση Επρήσιου Ομολόγου του Δημοσίου (%)	Επιτόκιο Ταμειυτηρίου (%)	Καθαρές Εξαγωγές (%)	Πραγματική Συναλλαγματική Ισοτιμία
1992	-12,60	-13,40	0,1560	21,70	18,00	-8,15%	
1993	-13,60	-12,90	0,1260	21,20	17,10	-8,10%	
1994	-9,90	-9,30	0,1340	19,00	15,10	-6,23%	
1995	-10,20	-9,50	0,1210	15,50	12,80	-7,31%	94,51
1996	-7,40	-6,90	0,0991	12,80	10,70	-7,98%	96,40
1997	-6,60	-3,90	0,1068	10,30	9,50	-7,55%	100,80
1998	-4,30	-2,50	0,0878			-9,03%	99,54
1999	-3,50	-2,00	0,0653			-8,42%	100,00

Πηγή: IMF, Υπουργείο Οικονομικών

Για παράδειγμα, βλέπουμε ότι το 1994 το διαρθρωτικό δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδος, μειώθηκε στο 9,30% του ΑΕΠ από 13,4% του ΑΕΠ το 1992. Αποτέλεσμα αυτής της μείωσης ήταν η πτώση του ρυθμού μεγέθυνσης του ονομαστικού ΑΕΠ από 15,60% το 1992 στο 13,40% το 1994, και η πτώση του ονομαστικού επιτοκίου ταμειυτηρίου από το 18% το 1992 στο 15,10% το 1994.

Στην Ελλάδα υπήρξε μια απότομη αύξηση του δημοσιονομικού ελλείματος κατά την δεκαετία του '80 με ένα καταστροφικό αποτέλεσμα στο επίπεδο παραγωγής, και ηπιότερα, αλλά με αρνητικά αποτελέσματα στην ιδιωτική επένδυση (Πίνακας 2-4).

Συγκεκριμένα, το πλεόνασμα του προϋπολογισμού (όπως αυτό μετριέται από την αποταμίευση του δημόσιου τομέα) έπεσε από έναν μέσο όρο 3,44% του ΑΕΠ, κατά τη διάρκεια της περιόδου 1965-1973, στο 0,95% κατά τη διάρκεια της περιόδου 1974-1979 και στο -5,58% κατά τη διάρκεια της περιόδου 1980-1989. Το αποτέλεσμα αυτό είχε ως συνέπεια την απότομη μείωση

του μέσου ποσοστού αύξησης της πραγματικής μεγέθυνσης από 9,78% κατά τη διάρκεια της περιόδου 1965-1973 στο 0,82% για την περίοδο 1980-1989.

Επισημάναμε ότι μεσοπρόθεσμα η επίδραση της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, ασκεί ανοδική πίεση στο επίπεδο τιμών και τα επιτόκια. Αυτό ακριβώς συνέβη και με τη δημοσιονομική επέκταση στην Ελλάδα, καθώς ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) εκτοξεύθηκε από 2,63 κατά τη διάρκεια της περιόδου 1965-1973 στο 25,96 κατά τη διάρκεια της περιόδου 1980-1989. Επίσης, η απόδοση των εντόκων γραμματίων αυξήθηκε από 5,99% κατά τη διάρκεια της περιόδου 1965-1973 στο 17,13% κατά τη διάρκεια της περιόδου 1980-1989. Προφανώς επήλθε και εκτόπιση των ιδιωτικών επενδύσεων καθώς το ακαθάριστο ποσοστό της ιδιωτικής επένδυσης μειώθηκε από 23,51% το 1965-1973 στο 20,56% στην περίοδο του 1980-1989.

Πίνακας 2-4: Επιδράσεις της Δημοσιονομικής Πολιτικής

	1965-1973	1974-1979	1980-1989
Μέσο Ποσοστό Δημοσιονομικού Πλεονάσματος ως % του ΑΕΠ	3.44%	0.95%	-5.58%
Μέση Ετήσια Οικονομική Μεγέθυνση	9.78%	4.07%	0.82%
Μέσο Ύψος Επιτοκίων	5.99%	9.62%	17.13%
Ποσοστό Ακαθάριστων Επενδύσεων ⁴	23.51%	24.60%	20.56%
Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (1994=100)	2.63	5.80	25.96

Πηγή: Χρήστου (1999), Ameco

⁴ Λόγος των ακαθάριστων επενδύσεων προς το ονομαστικό ΑΕΠ

2.3.1 Σύγκριση με τα Ευρωπαϊκά Δεδομένα

Σε αυτή την ενότητα θα παρουσιάσουμε μερικά στοιχεία αναφορικά με την εξέλιξη δημοσιονομικών μεγεθών συγκεκριμένων ευρωπαϊκών χωρών. Το χρονικό διάστημα παρουσίασης των εν λόγω μεγεθών είναι η περίοδος 1990-2007, ενώ οι επιλεγείσες χώρες, εκτός από την Ελλάδα, είναι οι εξής: Γερμανία, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, και Πορτογαλία. Η επιλογή του καταληκτικού έτους του 2007, έχει να κάνει με το γεγονός ότι μετά την χρηματοπιστωτική κρίση του 2007, υπήρξε μια τάση για δημοσιονομική επέκταση (βλέπε υπο-ενότητα 1.2.1).

Στον Πίνακα 2-5 παρουσιάζουμε την διαχρονική πορεία των δημοσίων δαπανών της Γενικής Κυβερνήσεως ως ποσοστό του ΑΕΠ, κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Με βάση τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα βρίσκουμε ότι από το 1995-2007 οι χώρες με το μεγαλύτερο ύψος δημοσίων δαπανών ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν η Ιταλία (48,91%), η Γερμανία (47,78%) και η Ελλάδα (44,51%). Ωστόσο η Γερμανία υπήρξε η χώρα με την μεγαλύτερη μείωση των δαπανών της Γενικής Κυβερνήσεως ως ποσοστό του ΑΕΠ, της τάξεως των 10,90 ποσοστιαίων μονάδων. Η αντίστοιχη μείωση στην Ελλάδα ήταν μόλις 2,2 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ στην Ισπανία 5,60 μονάδες. Σε ετήσια βάση, κατά την περίοδο 1995-2007, ο μέσος ρυθμός μείωσης των δαπανών της Γενικής Κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν 1,83% στην Γερμανία, 1,12% στην Ισπανία, και μόλις 0,41% στην Ελλάδα.

Κατόπιν, στον Πίνακα 2-6 παρουσιάζουμε την διαχρονική πορεία των δημοσίων εσόδων της Γενικής Κυβερνήσεως ως ποσοστό του ΑΕΠ, κατά την περίοδο 1990-2007. Από τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα βρίσκουμε ότι κατά την 1995-2007 οι χώρες με το μεγαλύτερο ύψος δημοσίων εσόδων ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν η Ιταλία (45,40%), η Γερμανία (44,91%) και η Ελλάδα (39,46%). Η Γερμανία υπήρξε η χώρα με την μεγαλύτερη αύξηση των δημοσίων εσόδων της Γενικής Κυβερνήσεως ως ποσοστό του ΑΕΠ, κατά 3,70 ποσοστιαίες μονάδες. Η αντίστοιχη αύξηση στην Ισπανία και Ιταλία ήταν 3 και 1,5, αντίστοιχα, ποσοστιαίες μονάδες. Σε ετήσια βάση, κατά την περίοδο 1995-2007, ο μέσος ρυθμός μείωσης των δημοσίων εσόδων της Γενικής Κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν 0,22% στην Γερμανία και 0,53 στην Ιρλανδία. Αντίθετα, στην Ελλάδα, Ισπανία, και Ιταλία, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης των δημοσίων εσόδων (ως ποσοστό του ΑΕΠ) ήταν 0,81%, 0,64%, και 0,27%, αντίστοιχα.

Κατόπιν, στον Πίνακα 2-7 παρουσιάζουμε την διαχρονική πορεία του δημοσιονομικού

ελλείμματος της Γενικής Κυβερνήσεως ως ποσοστό του ΑΕΠ, κατά την περίοδο 1995-2007. Από τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα βρίσκουμε ότι κατά την 1995-2007 οι χώρες με το μεγαλύτερο ύψος του δημοσιονομικού ελλείμματος ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν οι δύο αδύναμες χώρες του Ευρωπαϊκού νότου, δηλαδή η Ελλάδα (-5,69%), και η Πορτογαλία (-3,711%), ενώ η πιο δημοσιονομικά υγιής χώρα ήταν η Ιρλανδία, η οποία κατά την προαναφερθείσα περίοδο είχε πλεόνασμα της τάξεως του 1,23%. Ωστόσο, κατά την περίοδο 1996-2007, η Ισπανία υπήρξε η χώρα με την μεγαλύτερη αύξηση (μείωση) του δημοσιονομικού πλεονάσματος (ελλείμματος) της Γενικής Κυβερνήσεως ως ποσοστό του ΑΕΠ, κατά 7 ποσοστιαίες μονάδες, ακολουθούμενη από την Ιταλία, όπου η αντίστοιχη αύξηση ήταν της τάξεως των 5,10 ποσοστιαίων μονάδων. Στην Ελλάδα, το δημοσιονομικό έλλειμμα κατά την περίοδο 1996-2007, όχι μόνο δεν μειώθηκε αλλά αυξήθηκε οριακά κατά 0,10 ποσοστιαίες μονάδες.

Εντύπωση προκαλεί η συνεχής ελλειμματική κατάσταση του προϋπολογισμού της Γενικής Κυβέρνησης της Γαλλίας, της Γερμανίας, της Ελλάδας, της Ιταλίας και της Πορτογαλίας, κατάσταση η οποία βεβαίως δεν είναι διατηρήσιμη καθώς τα ελλείμματα του σήμερα πρέπει να χρηματοδοτούνται από τα πλεονάσματα του μέλλοντος.

Πίνακας 2-5: Δημόσιες Δαπάνες Γενικής Κυβερνήσεως (% του ΑΕΠ)

	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΣ	ΙΡΛΑΝΔΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΠΟΡΤΟΓΑΛΛΙΑ
1990	N/A	N/A	N/A	N/A	52,9	N/A
1991	46,3	N/A	N/A	N/A	54	N/A
1992	47,2	N/A	N/A	N/A	55,3	N/A
1993	48,2	N/A	N/A	N/A	56,3	N/A
1994	47,9	N/A	N/A	N/A	53,5	N/A
1995	54,8	45,5	41,1	44,4	52,5	N/A
1996	49,3	43,9	39,1	43,2	52,5	N/A
1997	48,4	44,8	36,6	41,6	50,3	N/A
1998	48	44,2	34,4	41,1	49,2	N/A

	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΣ	ΙΡΛΑΝΔΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΠΟΡΤΟΓΑΛΛΙΑ
1999	48,1	44,3	34,0	39,9	48,2	N/A
2000	45,1	46,7	31,5	39,1	46,2	43,4
2001	47,6	45,3	33,3	38,6	48	44,1
2002	48,1	44,8	33,6	38,9	47,4	43,2
2003	48,5	45,0	33,4	38,4	48,3	42,8
2004	47,1	45,4	33,9	38,9	47,7	43,2
2005	46,9	43,1	33,8	38,5	48,2	43,1
2006	45,4	42,3	34,2	38,6	48,8	44,4
2007	43,9	43,3	36,4	38,8	48,5	44,3

Πηγή: Eurostat

Πίνακας 2-6: Δημόσια Έσοδα Γενικής Κυβερνήσεως (% του ΑΕΠ)

	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΣ	ΙΡΛΑΝΔΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ
1990	N/A	N/A	N/A	N/A	41,5	N/A
1991	43,4	N/A	N/A	N/A	42,6	N/A
1992	44,8	N/A	N/A	N/A	45,0	N/A
1993	45,2	N/A	N/A	N/A	46,3	N/A
1994	45,6	N/A	N/A	N/A	44,4	N/A
1995	45,1	36,5	39,1	38,0	45,1	N/A
1996	46,0	37,3	39,0	38,4	45,5	N/A
1997	45,7	38,9	38,1	38,2	47,6	N/A
1998	45,9	40,4	36,7	37,8	46,2	N/A

	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΣ	ΙΡΛΑΝΔΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ
1999	46,6	41,2	36,6	38,4	46,4	N/A
2000	46,4	43,0	36,3	38,1	45,3	38,4
2001	44,7	40,9	34,3	38,0	44,9	39,7
2002	44,4	40,0	33,2	38,4	44,4	39,7
2003	44,5	39,3	33,9	38,2	44,8	39,4
2004	43,3	38,1	35,3	38,5	44,2	40,5
2005	43,5	37,8	35,5	39,4	43,8	40,2
2006	43,8	39,4	37,2	40,4	45,4	40,1
2007	43,9	40,2	36,7	41,0	46,6	41,4

Πίνακας 2-7: Έλλειμμα Γενικής Κυβερνήσεως (% του ΑΕΠ)

	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΣ	ΙΡΛΑΝΔΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ
1995	na	-9,15	-2	-6,5	-7,4	-5
1996	-3,3	-6,70	-0,1	-4,8	-7	-4,5
1997	-2,6	-5,95	1,1	-3,4	-2,7	-3,5
1998	-2,2	-3,86	2,4	-3,2	-2,8	-3,4
1999	-1,5	-3,13	2,7	-1,4	-1,7	-2,8
2000	1,3	-3,77	4,7	-1	-0,8	-2,9
2001	-2,8	-4,50	0,9	-0,6	-3,1	-4,3
2002	-3,7	-4,93	-0,4	-0,5	-2,9	-2,9
2003	-4	-5,77	0,4	-0,2	-3,5	-2,9

	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΣ	ΙΡΛΑΝΔΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ
2004	-3,8	-7,50	1,4	-0,3	-3,5	-3,4
2005	-3,4	-5,64	1,6	1	-4,2	-6,1
2006	-1,6	-6,24	3	1,8	-3,4	-3,9
2007	0	-6,81	0,3	2,2	-1,9	-2,6

Πηγή: Eurostat

2.4 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ

Κατά τη διάρκεια του 2010, τα οικονομικά προβλήματα της Ελλάδας έγιναν τόσο σοβαρά ώστε οι χώρες της ευρωζώνης συμφώνησαν να παράσχουν διμερή δάνεια συνολικού ύψους 80 € δις που θα εκταμιεύονταν κατά την περίοδο από τον Μάιο 2010 έως τον Ιούνιο 2013 (Mink and De Haan, 2012). Επιπλέον, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), συμφώνησε να παράσχει χρηματοδότηση ύψους 30€ δις προς την Ελλάδα. Ένα σημαντικό κίνητρο για την παροχή οικονομικής βοήθειας προς την Ελλάδα, παρά την ρήτρα περί μη διάσωσης στη Συνθήκη του Μάαστριχτ, ήταν ο φόβος μετάδοσης της κρίσης (Constancio, 2011). Συγκεκριμένα, υπήρχε ο φόβος ότι η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους θα μπορούσε να οδηγήσει σε μια νέα τραπεζική κρίση στην ΕΕ, καθώς αρκετά τραπεζικά ιδρύματα, ιδίως στη Γαλλία και τη Γερμανία, είχαν υψηλή έκθεση στο Ελληνικό χρέος. Επιπλέον, ήταν επίφοβο ότι μια ελληνική χρεοκοπία θα επεκτεινόταν και σε άλλες υπερχρεωμένες χώρες της ζώνης του ευρώ.

2.4.1 Η Έκθεση των Αλλοδαπών Τραπεζικών Ιδρυμάτων στο Ελληνικό Χρέος

Οι Blundell-Wignall and Slovik (2010) μελέτησαν την έκθεση των ευρωπαϊκών τραπεζικών ιδρυμάτων σε κρατικά ομόλογα. Τα κυριότερα πορίσματα της μελέτης ήταν τα εξής: Πρώτον, τα τραπεζικά ιδρύματα τείνουν σε μεγάλο βαθμό να έχουν έκθεση στο δημόσιο χρέος της χώρας τους. Η έκθεση των ελληνικών τραπεζών στο ελληνικό δημόσιο χρέος αντιπροσώπευε το 226% των κυρίων Βασικών Κεφαλαίων τους (Tier 1). Στην Ιταλία, στην Ουγγαρία, στην Ισπανία, στην

Πορτογαλία, στην Ιρλανδία η έκθεση στα κρατικά ομόλογα της χώρας τους ήταν 157%, 133%, 113%, 69% και 26%, αντίστοιχα.

Ο Πίνακας 2-8 αποκαλύπτει την τεράστια έκθεση των μεγάλων ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων στο ελληνικό δημόσιο χρέος. Οι πέντε μεγαλύτερες ελληνικές τράπεζες, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδας Α.Ε., ΕFG Eurobank Ergasias Α.Ε., Alpha Bank, Τράπεζα Πειραιώς και Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδας (όλες με βαθμολογία «B +» / Rating Watch Negative (RWN) από την Fitch) – είχαν συνολική έκθεση ύψους 45 δις. ευρώ στο ελληνικό δημόσιο χρέος, πέρα από την έκθεση τους στον ελληνικό ιδιωτικό τομέα. Εκ των προαναφερθέντων ιδρυμάτων, μόνο η Alpha Bank είχε έκθεση χαμηλότερη του 100% των βασικών ιδίων κεφαλαίων της (βλ. Πίνακα 2-9).

Οι ανησυχίες σχετικά με τις ελληνικές τράπεζες επικεντρώνονταν επίσης και στον κίνδυνο περαιτέρω εκροής καταθέσεων ή / και στο έλλειμμα χρεογράφων που χρησιμοποιούνται από τα Ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα ως ενέχυρο για την παροχή ρευστότητας από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ). Βεβαίως εφόσον οι όροι της αναδιάρθρωσης ήταν αποδεκτοί από την ΕΚΤ, φαίνεται λογικό ότι θα έπρεπε να συνεχίσει να αποδέχεται τα ελληνικά κρατικά ομόλογα ή ομόλογα με εγγύηση του Ελληνικού δημοσίου ως ενέχυρο για χρηματοδότηση του εγχωρίου τραπεζικού κλάδου, δεδομένου ότι τα υπό χρηματοδότηση τραπεζικά ιδρύματα ήταν φερέγγυα.

Πίνακας 2-8: Η Κρατική Έκθεση στο Ελληνικό Δημόσιο Χρέος

Χώρα	Έκθεση στο Ελληνικό Χρέος (€ εκατ.)	Έκθεση ως % Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων, Tier 1
Ελλάδα	56,148	226
Κύπρος	4,837	109
Βέλγιο	4,656	14
Γερμανία	18,718	12
Πορτογαλία	1,739	9
Γαλλία	11,624	6
Ολλανδία	3,160	4

Χώρα	Έκθεση στο Ελληνικό Χρέος (€ εκατ.)	Έκθεση ως % Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων, Tier 1
Ηνωμένο Βασίλειο	4,131	1
Ιταλία	1,778	2
Ισπανία	1,016	1

Πηγή: Blundell-Wignall and Slovik (2010)

Πίνακας 2-9: Η Έκθεση στο Ελληνικό Δημόσιο Χρέος Επιλεγμένων Τραπεζικών Ιδρυμάτων σε Ελλάδα και Κύπρο

Χώρα	Τραπεζικό Ίδρυμα	Έκθεση στο Ελληνικό Χρέος (€ δις.)	Έκθεση ως % Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων, Tier 1
Ελλάδα	ΑΤΕ Bank	4,2	525
Ελλάδα	Τράπεζα Πειραιώς	8,7	217
Ελλάδα	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	18,6	214
Ελλάδα	EFG Eurobank Ergasias	8,8	152
Ελλάδα	Alpha Bank	4,6	80
Κύπρος	Τράπεζα Κύπρου	1,8	62
Κύπρος	Marfin Popular Bank	3,0	91

Πηγή: Fitch (2011)

Το δεύτερο πόρισμα της μελέτης των Blundell-Wignall and Slovik (2010) ήταν η μεγάλη διασυνοριακή έκθεση, η οποία ορίζεται ως ένα άνοιγμα άνω του 5% του Tier 1, στο χρέος της Ελλάδας που παρουσίασε ο τραπεζικός τομέας των εξής χωρών: Κύπρος, Βέλγιο, Γερμανία, Πορτογαλία, και Γαλλία.

Όπως ήταν αναμενόμενο την μεγαλύτερη έκθεση στο Ελληνικό χρέος είχε η Κύπρος, τα τραπεζικά ιδρύματα της οποίας κατείχαν Ελληνικά ομόλογα αξίας ίσης με το 109% των βασικών ιδίων κεφαλαίων τους (Tier 1).

Η δεύτερη πιο εκτεθειμένη χώρα στο Ελληνικό χρέος ήταν το Βέλγιο. Το μεγαλύτερο μέρος της έκθεσης το είχε η Dexia, με έκθεση ύψους 3,4€ δις στο τέλος του 2010, μια επίσης πολύ υψηλή έκθεση σε σχέση με τα βασικά ίδια κεφάλαια της. Βέβαια θα πρέπει να τονίσουμε ότι επειδή τα εποπτικά κεφάλαια δεν λαμβάνουν υπόψη τις αρνητικές επιδράσεις επί των αποθεματικών λόγω της επανεκτίμησης, τα βασικά ίδια κεφάλαια, Tier 1, της Dexia ήταν υψηλά, πράγμα που σημαίνει μια μεμονωμένη αναδιάρθρωση του Ελληνικού χρέους δεν θα είχε σημαντική επίπτωση στα εποπτικά κεφάλαια του εν λόγω τραπεζικού ιδρύματος.

Στην τρίτη θέση – έκθεσης ήταν η Γερμανία και στην τέταρτη θέση η Γαλλία. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Fitch (2011) η έκθεση των σημαντικότερων γαλλικών και γερμανικών εμπορικών τραπεζών στα ελληνικά ομόλογα του δημόσιου ήταν περίπου 11€ δις και 8€ δις αντίστοιχα. Σε αυτή την εκτίμηση δεν περιλαμβάνονται η σημαντική έκθεση που είχε η KfW, υπό την μορφή δανειακής δέσμευσης ύψους 22 € δις για λογαριασμό του Γερμανικού κράτους προς το Ελληνικό Δημόσιο, καθώς και η μεταβίβαση ελληνικών ομολόγων, ύψους 10,8€ δις από την πρώην Hypo Real Estate Bank (νυν Deutsche Pfandbriefbank AG) και Depfa Bank plc στο Γερμανικό ίδρυμα FMS Wertmanagement Anstalt des oeffentlichen Rechts. Αυτά τα ανοίγματα ουσιαστικά αποτελούν πιστωτικό κίνδυνο που ανέλαβε το Γερμανικό κράτος και όχι ο Γερμανικός τραπεζικός τομέας.

Παρά το ότι μια χρεοκοπία και ένα κούρεμα των ομολόγων θα έπληττε άμεσα τα τραπεζικά κέρδη στο βραχυπρόθεσμο διάστημα, η έκθεση των Γερμανικών και Γαλλικών τραπεζικών ιδρυμάτων στα ελληνικά κρατικά ομόλογα ήταν ως επί το πλείστον μικρή σε σχέση με τη συνολική φερεγγυότητα των εν λόγω τραπεζών (συνήθως λιγότερο από το 10% των ιδίων κεφαλαίων). Υψηλότερες εκθέσεις στο Ελληνικό χρέος είχαν η Γαλλική La Banque Postale και η Γερμανική Deutsche Postbank, ωστόσο το ύψος της σχετικής έκθεσης τους μειώθηκε λόγω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου σε αυτές τις δυο τράπεζες. Η Credit Agricole (CA) ήταν η πιο εκτεθειμένη Γαλλική τράπεζα στο ελληνικό χρέος, κυρίως λόγω του ελέγχου της βαθύτατα ζημιογόνου θυγατρικής της στην Ελλάδα, δηλαδή της Εμπορικής Τράπεζας. Η CA το 2008,

έδωσε μια κεφαλαιακή ενίσχυση ύψους 2€ δις στην Εμπορική, ενώ στο τέλος του 2011 παρείχε χρηματοδότηση 15€ δις.

Τα περισσότερα άλλα ευρωπαϊκά τραπεζικά συστήματα είχαν πολύ λιγότερο άμεση έκθεση στα ελληνικά ομόλογα, έτσι ώστε ακόμη και πολύ μεγάλες περικοπές στην ονομαστική αξία του ελληνικού δημοσίου χρέους, από μόνη της, θα είχε αμελητέα επίδραση επί της φερεγγυότητας των τραπεζικών ιδρυμάτων.

2.4.2 Το Πρόγραμμα Αναδιάρθρωσης του Ελληνικού Χρέους

Η αναδιάρθρωση του Ελληνικού χρέους ήταν μια αναπόφευκτη εξέλιξη. Σε δύο διαδοχικές συνόδους κορυφής που πραγματοποιήθηκαν στις 11 και 25 Μαρτίου 2011, και στη συνέχεια, μετά από μια ad hoc απόφαση που ελήφθη στη Σύνοδο Κορυφής της 21ης Ιουλίου 2011, ένα νέο πρόγραμμα χρηματοδοτικής στήριξης της Ελλάδος εγκρίθηκε για την κάλυψη των χρηματοδοτικών της αναγκών μέχρι τα μέσα του 2014.

Σε αυτό το πρόγραμμα χρηματοδότησης προβλεπόταν και η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement, PSI), καθώς οι ιδιώτες κάτοχοι Ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) κλήθηκαν να ανταλλάξουν εθελοντικά τα εν λόγω ομόλογα τους με νέα ομόλογα μεγαλύτερης διάρκειας και χαμηλότερου τοκομεριδίου (De Grauwe, 2011). Αυτό θα συνεπαγόταν για τους ιδιώτες ομολογιούχους μια απώλεια, σε όρους καθαρής παρούσας αξίας (ΚΠΑ), της τάξεως του 21% κατά μέσο όρο (Τράπεζα της Ελλάδας, 2012). Εν όψει της εφαρμογής του προγράμματος, οι ελληνικές τράπεζες έσπευσαν να καταγράψουν στις οικονομικές καταστάσεις του Ιουνίου του 2011 τις σχετικές επισφάλειες από την υλοποίηση του προγράμματος ανταλλαγής (Τράπεζα της Ελλάδας, 2012).

Ωστόσο, η Σύνοδος Κορυφής της Ευρωζώνης της 26ης Οκτωβρίου 2011 αναγνώρισε ότι η περίπτωση της Ελλάδας χρειαζόταν ένα βαθύτερο PSI το οποίο θα είχε ζωτικό ρόλο στην εδραίωση της βιωσιμότητας του ελληνικού δημόσιου χρέους. Έτσι, εγκρίθηκε μια τροποποιημένη έκδοση του αρχικού PSI – το οποίο προέβλεπε μια σημαντική μείωση (μέσω της ανταλλαγής ομολόγων) της ονομαστικής αξίας των ομολόγων του ελληνικού χρέους - μαζί με ένα φιλόδοξο πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για την ελληνική οικονομία. Αμφότερα τα μέτρα αποσκοπούσαν στη μείωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ στο 120% έως το 2020.

Ειδικότερα, αυτό το πρόγραμμα ανταλλαγής ΟΕΔ, το οποίο ολοκληρώθηκε στις 25 Απριλίου 2012, περιλάμβανε απομείωση της τάξης του 53,5% επί της ονομαστικής αξίας ΟΕΔ που κατείχαν οι ιδιώτες επενδυτές. Το δε ποσοστό συμμετοχής στο πρόγραμμα ανταλλαγής έφθασε το 96,9% του συνόλου των επιλέξιμων προς ανταλλαγή ομολόγων, ποσοστό που αντιστοιχούσε σε ομόλογα ονομαστικής αξίας 199€ δις από το σύνολο των επιλέξιμων ομολόγων ονομαστικής αξίας 205€ δις.

Αυτά λοιπόν τα ομόλογα ονομαστικής αξίας 199€ δις ανταλλάχθηκαν με:

- (i) Νέα Ομόλογα που εξέδωσε το Ελληνικό Κράτος συνολικής ονομαστικής αξίας 62,4€ δις, δηλαδή ποσού που αντιστοιχούσε το 31,5% της ονομαστικής αξίας των ομολόγων που εντάχθηκαν στις διατάξεις της ανταλλαγής.
- (ii) Μεσοπρόθεσμα Ομόλογα που εξέδωσε ο **Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF)** σε δύο σειρές με ληκτικότητες στις 12 Μαρτίου του 2013 και στις 12 του Μαρτίου 2014, αντιστοίχως, και με συνολική ονομαστική αξία 29,7€ δις (15% δηλαδή της αρχικής αξίας των υπό ανταλλαγή ομολόγων).

Επιπλέον, οι ιδιώτες επενδυτές έλαβαν και βραχυπρόθεσμα έντοκα γραμμάτια του EFSF, με συνολική ονομαστική αξία 4,9€ δις, για τους δεδουλευμένους τόκους των ανταλλασσόμενων ΟΕΔ κατά την ημερομηνία διακανονισμού της ανταλλαγής. Το πεδίο εφαρμογής του προγράμματος συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα περιλάμβανε επίσης και ορισμένα δάνεια προς τον ευρύτερο δημόσιο τομέα, τα οποία ανταλλάχθηκαν με νέα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και του EFSF, υπό τους ίδιους όρους όπως και για ΟΕΔ. Αυτά τα δάνεια, συνολικού ύψους 4,9€ δις ήταν, ως επί το πλείστον, δάνεια προς μεγάλες δημόσιες επιχειρήσεις, όπως ο Οργανισμός Αστικών Συγκοινωνιών Αθηνών (ΟΑΣΑ), η TPAM A.E., του Οργανισμού Σιδηροδρόμων Ελλάδος (ΟΣΕ), και τα Ελληνικά Αμυντικά Συστήματα (ΕΑΣ).

3 Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ ΚΑΙ ΕΛΛΑΔΑ

3.1 ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

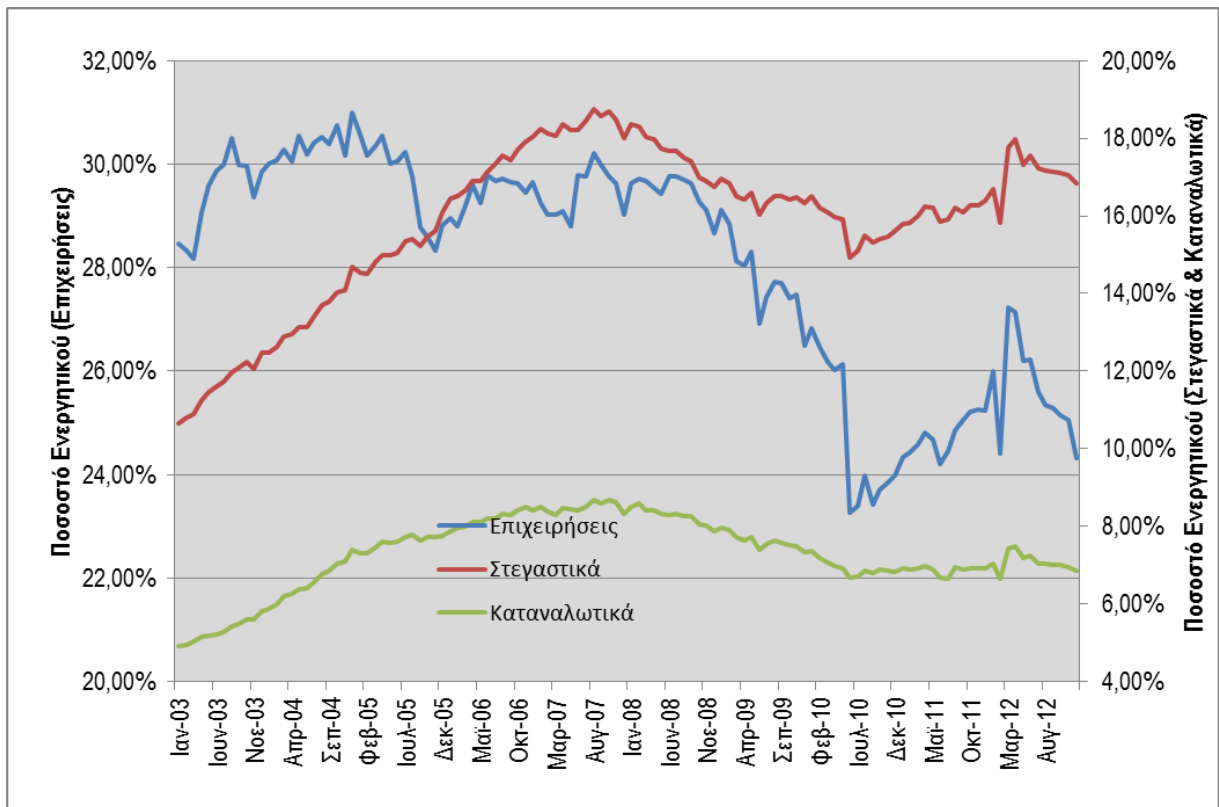
3.1.1 Οι Επιδράσεις στον Τραπεζικό Τομέα

Σε αυτή την υποενότητα θα εξετάσουμε την επίδραση της κρίσης στον Ελληνικό τραπεζικό κλάδο. Αρχικά, εξετάζουμε την επίδραση επί των χορηγήσεων, καθώς αυτές αποτελούν σημαντικά στοιχεία για την κερδοφορία ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Πράγματι, η κερδοφορία του συνδέεται άμεσα με το μέγεθος (αλλά και την ποιότητα) του χαρτοφυλακίου των χορηγήσεων του, καθώς η τράπεζα «κερδίζει» από τη διαφορά του (μέσου) χρεωστικού και πιστωτικού επιτοκίου της. Συνεπώς, ο **λόγος χορήγησης προς το σύνολο του ενεργητικού** είναι ενδεικτικός της πιστωτικής επέκτασης, εκάστου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.

Το Σχήμα 3-1 μας δείχνει την εξέλιξη της χρηματοδότησης της Ελληνικής οικονομίας από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα κατά την διάρκεια της περιόδου 2003-2012. Από αυτό είναι εμφανές ότι η κρίση χρέους της Ελλάδος επηρέασε κυρίως την χρηματοδότηση των επιχειρήσεων της Ελληνικής οικονομίας. Για παράδειγμα, τον Απρίλιο του 2003 το ύψος των χορηγήσεων του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος προς τις επιχειρήσεις ανερχόταν, ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού των εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων, στο 29,07%, ενώ μετά την εκδήλωση της κρίσης, δηλαδή τον Ιανουάριο του 2010 το αντίστοιχο ποσοστό είχε κατά μειωθεί 2,23 ποσοστιαίες μονάδες στο 26,83%.

Αντίθετα, στην περίπτωση των χορηγήσεων προς τα νοικοκυριά, τον Απρίλιο του 2003 το ύψος των χορηγήσεων στεγαστικών δανείων του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος προς νοικοκυριά ανερχόταν, ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού των εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων, στο 11,25%, ενώ μετά την εκδήλωση της κρίσης, δηλαδή τον Ιανουάριο του 2010 το αντίστοιχο ποσοστό είχε αυξηθεί κατά 5,26 ποσοστιαίες μονάδες ανερχόμενο στο 16,51%. Παρομοίως, στην περίπτωση των καταναλωτικών δανείων, αυτά διαμορφώθηκαν τον Απρίλιο του 2003 στο 5,14% του συνολικού ενεργητικού των εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων, ενώ μετά την εκδήλωση της κρίσης, δηλαδή τον Ιανουάριο του 2010, το αντίστοιχο ποσοστό είχε αυξηθεί κατά 2,22 ποσοστιαίες μονάδες ανερχόμενο στο 7,37%.

Το γεγονός αυτό όπως είναι εύκολα αντιληπτό δημιούργησε ένα δυσάρεστο φαινόμενο, καθώς οι χρηματοπιστωτικοί φορείς εμφανίζονταν διαλλακτικοί να χρηματοδοτήσουν αμιγώς παραγωγικές δραστηριότητες, ενώ την ίδια στιγμή διατηρούσαν σχετικά σταθερή την χρηματοδότηση της κατανάλωσης, όπου οι εξασφαλίσεις είναι κατά κανόνα υψηλότερες, και με βάση τη σταθερή κοινωνική κατάσταση, δύσκολα θα κατέγραφαν μεγάλο κίνδυνο για ζημιές.



Σχήμα 3-1: Δάνεια προς Νοικοκυριά και Επιχειρήσεις από Εγχώρια Πιστωτικά Ιδρύματα (2003-2012)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας

Αυτό που ουσιαστικά δημιούργησε η κρίση ήταν η επιβράδυνση στον (μέσο μηναίο) ρυθμό αύξησης της πιστωτικής επέκτασης (Πίνακας 3-1).

Πίνακας 3-1: Ο μηνιαίος Ρυθμός Αύξησης της Πιστωτικής Επέκτασης

Περίοδος	ΜΕΣΟΣ ΜΗΝΙΑΙΟΣ ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ			
	Στεγαστικά Δάνεια	Καταναλωτικά Δάνεια	Δάνεια προς Επιχειρήσεις	Δάνεια προς Επιχειρήσεις και Νοικοκυριά
Πριν την Κρίση (01/2003 -08/2007)	2,03%	2,04%	0,82%	1,36%
Μετά την Κρίση (09/2007 -01/2010)	0,71%	0,59%	0,81%	0,73%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας

Ωστόσο, αν και η δανειοδότηση αποτελεί τον βασικό τομέα δραστηριοποίησης ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, τα δάνεια δεν μπορούν να θεωρηθούν ως αξιόπιστη πηγή ρευστότητας για τις τράπεζες. Από την άλλη, ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, διαθέτον ενεργητικό όπου τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα κατέχουν μια περίβλεπτη θέση, βρίσκεται σε ευνοϊκότερη θέση σε σύγκριση με κάποιο άλλο αντίστοιχο ίδρυμα με ενεργητικό στο οποίο δεσπόζουν οι χορηγήσεις, ακόμη και αν αυτές έχουν δοθεί με τον πιο νουνεχή τρόπο.

3.1.2 Η Επίδραση του PSI στον Ελληνικό Τραπεζικό Κλάδο

Στο πλαίσιο προγράμματος συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement, PSI) για την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών του Ελληνικού κράτους (βλέπε υπό-ενότητα 2.3.2), οι ελληνικές τράπεζες αντάλλαξαν Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) και δάνεια προς το Ελληνικό Δημόσιο, συνολικής ονομαστικής αξίας 48,6€ δις, με τα Νέα Ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και του EFSF. Η απώλεια, σε όρους καθαρής παρούσας αξίας (ΚΠΑ), από την πραγματοποίηση της προαναφερθείσας ανταλλαγής εκτιμήθηκε κατά μέσο όρο στο 78% της ονομαστικής αξίας των παλαιών ΟΕΔ. Για τον ελληνικό τραπεζικό τομέα, οι ζημίες ανήλθαν στα 37,7 € δις (βλ. Πίνακα 3-2), εκ των οποίων τα 5,8 € δις είχαν ήδη καταχωρηθεί στις οικονομικές

καταστάσεις (των τραπεζικών ιδρυμάτων) του Ιουνίου 2011. Η απώλεια αυτή αντιστοιχούσε στο 170,6% των βασικών ιδίων κεφαλαίων (Tier 1) και στο 10% του ενεργητικού του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Πίνακας 3-2: Οι απώλειες των Ελληνικών Τραπεζικών Ιδρυμάτων από την Αναδιάρθρωση του Ελληνικού Χρέους

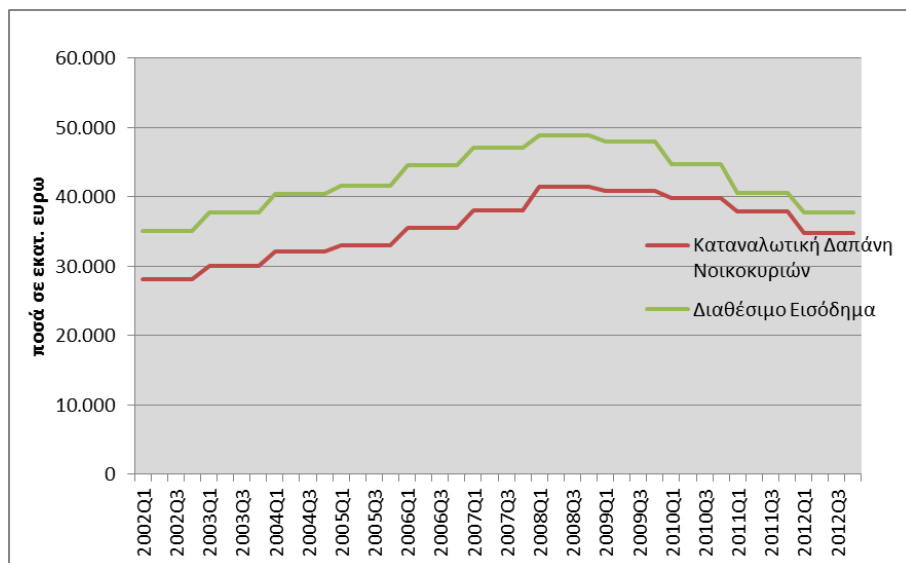
Τράπεζα	Ονομαστική Αξία ΟΕΔ (1)	Ονομαστική Αξία Δανείων προς Δημόσιο (2)	Συνολική Ονομαστική Αξία (3) = (1)+(2)
Εθνική	13,748	1,001	14,749
Eurobank	7,001	335	7,336
Alpha	3,898	2,145	6,043
Τράπεζα Πειραιώς	7,063	280	7,343
Emporiki	351	415	766
ΑΤΕbank	5,164	608	5,772
Postbank	4,197	175	4,372
Millennium	185	0	185
Geniki	384	7	391
Attica	199	0	199
Probank	415	0	415
New Proton	934	0	934
FBB	70	0	70
Πανελλήνια	34	0	34
Total	43,643	4,966	48,609

Τράπεζα	Απώλεια PSI στα ΟΕΔ (4)	Απώλεια PSI στα Κρατικά Δάνεια (5)	Συνολικές Απώλειες PSI (6) = (4)+(5)	Συνολικές Απώλειες PSI / Core Tier 1 (Δεκ. 2011) (%)	Συνολικές Απώλειες PSI / Ενεργητικό (Δεκ. 2011) (%)
Εθνική	10,985	751	11,735	161.0	11.0
Eurobank	5,517	264	5,781	164.5	7.5
Alpha	3,087	1,699	4,786	105.7	8.1
Τράπεζα Πειραιώς	5,686	225	5,911	226.0	12.0
Emporiki	270	320	590	40.3	2.7
ΑΤΕbank	3,873	456	4,329	1,144.2	17.1
Postbank	3,306	138	3,444	618.3	24.8
Millennium	137	0	137	29.0	2.2
Geniki	287	5	292	78.1	8.9
Attica	142	0	142	38.8	3.4
Probank	295	0	295	105.1	8.7
New Proton	216	0	216	378.8	12.6
FBB	49	0	49	33.8	3.1
Πανελλήνια	26	0	26	31.7	3.5
Total	33,876	3,857	37,733	170.6	10.1

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας (2012)

3.1.3 Οι Επιδράσεις στο Διαθέσιμο Εισόδημα

Στο Σχήμα 3-2 παρατηρούμε την πορεία του διαθέσιμου εισοδήματος στην Ελλάδα, από το πρώτο τρίμηνο του 2002 μέχρι και το τελευταίο τρίμηνο του 2012.



Σχήμα 3-2: Η εξέλιξη του Διαθέσιμου Εισοδήματος στην Ελλάδα, από το 2002 και μετά

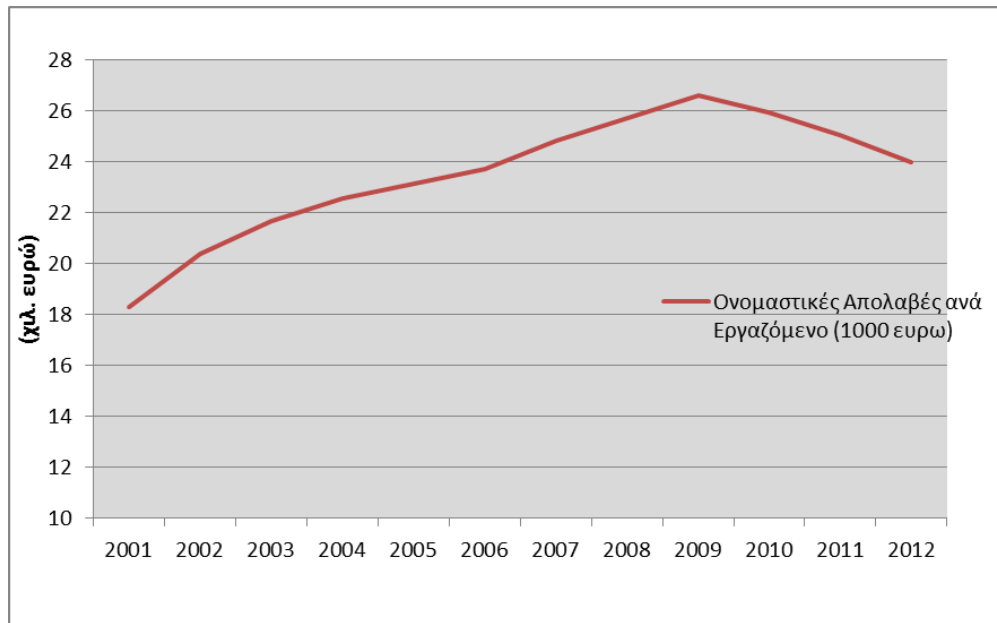
Πηγή: Επεξεργασία των στοιχείων από την Eurostat

Βάσει λοιπόν των διαθέσιμων στοιχείων (των μη εποχικώς διορθωμένων, κατά την περίοδο 2002-2009, ο μέσος τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του διαθέσιμου εισοδήματος ήταν της τάξεως του 1,47% (ή 6,02% ετησίως) ενώ την αμέσως επόμενη περίοδο, δηλαδή την περίοδο 2010-2012, ο αντίστοιχος ρυθμός καταβαραθρώθηκε στο -1,10%. Χαρακτηριστικό αυτής της κατάστασης που διαμορφώθηκε είναι ότι πριν την έναρξη της κρίσης του Ελληνικού χρέους, και συγκεκριμένα από τον Ιανουάριο του 2007 μέχρι και τον Δεκέμβριο του 2009, το μέσο ύψος του διαθέσιμου εισοδήματος ανά τρίμηνο διαμορφώθηκε στα 47,92€ δις, ενώ μετά την εκδήλωση της Ελληνικής κρίσης χρέους, δηλαδή από Ιανουάριο του 2010 μέχρι τον Δεκέμβριο του 2012, το αντίστοιχο εισόδημα μειώθηκε κατά 6,9€ δις, δηλαδή διαμορφώθηκε στα 41,02€ δις.

Όπως ήταν αναμενόμενο, η έλευση της ελληνικής κρίσης χρέους έπληξε τους μισθούς των εργαζομένων, καθώς και τις τιμές των ακινήτων, δηλαδή ενός σημαντικού περιουσιακού στοιχείου για μια μεγάλη μερίδα Ελλήνων.

Οι ονομαστικές απολαβές ανά εργαζόμενο σημείωσαν σημαντική άνοδο κατά την περίοδο πριν την εμφάνιση της Ελληνικής κρίσης χρέους. Συγκεκριμένα, οι ακαθάριστες ονομαστικές αμοιβές ανά εργαζόμενο αυξήθηκαν από 18,3€ χιλ. το 2001 στις 29,9€ χιλ. το 2009, για να μειωθούν το 2012 στις 24,01€ χιλ. Βάσει λοιπόν των διαθέσιμων στοιχείων, ο μέσος ετήσιος

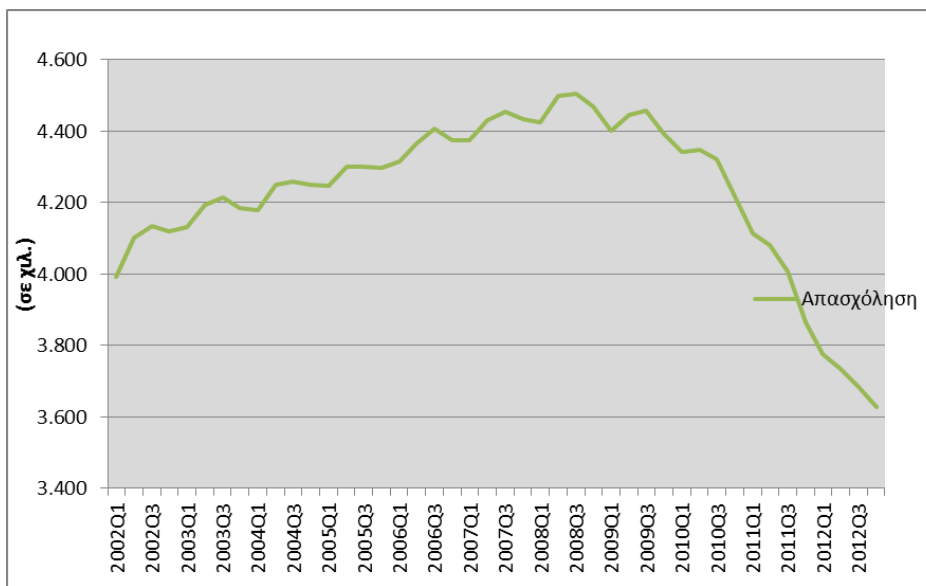
ρυθμός αύξησης των ονομαστικών αμοιβών στην Ελληνική οικονομία ήταν της τάξεως του 4,80% κατά την περίοδο πριν την εκδήλωση της κρίσης χρέους, δηλαδή κατά την περίοδο 2001-2009, ενώ την αμέσως επόμενη περίοδο, δηλαδή την περίοδο 2010-2012, ο αντίστοιχος ρυθμός μειώθηκε -3,79%.



Σχήμα 3-3: Η εξέλιξη στις Ονομαστικές Απολαβές των Εργαζομένων, 2001-2012

Πηγή: Ameco

Η ελληνική κρίση χρέους επηρέασε σε μεγάλο βαθμό και την απασχόληση. Στο Σχήμα 3-4 παρουσιάζουμε την εξέλιξη της απασχόλησης στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2002 -2012. Όπως παρατηρούμε η πτώση της απασχόλησης χρονικά συμπίπτει πλήρως με την έναρξη της Ελληνικής κρίσης χρέους. Συγκεκριμένα, από το τελευταίο τρίμηνο του 2009 μέχρι και το τέταρτο τρίμηνο του 2012, η Ελληνική οικονομία απώλεσε 763,5 χιλιάδες θέσεις εργασίας, δηλαδή είχαμε πτώση της απασχόλησης της τάξεως του 17,39%. Το τελευταίο τρίμηνο του 2009 οι απασχολούμενοι στην οικονομία ανέρχονταν στις 4,39 εκατ., ενώ το τελευταίο τρίμηνο του 2012 ο αριθμός των απασχολουμένων είχε μειωθεί στα 3,62 εκατ.



Σχήμα 3-4: Η εξέλιξη στην Απασχόληση, 2002-2012

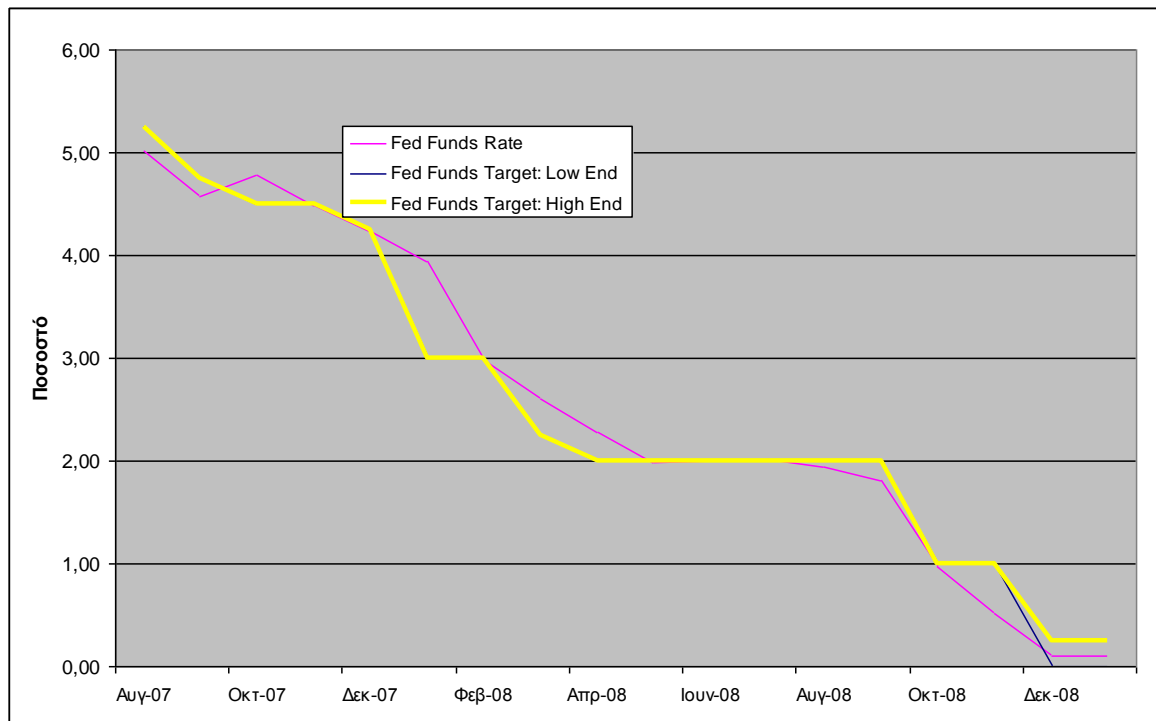
Πηγή: Eurostat

3.2 ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ

3.2.1 Οι Επιδράσεις στα Επιτόκια και τη Νομισματική Πολιτική

Αμέσως μετά την εκδήλωση της οικονομικής κρίσης, οι κεντρικές τράπεζες (των αναπτυγμένων χωρών) προέβησαν σε σημαντική μείωση των επιτοκίων σε μία προσπάθεια να αναθερμάνουν την ζήτηση και την οικονομική ανάπτυξη.

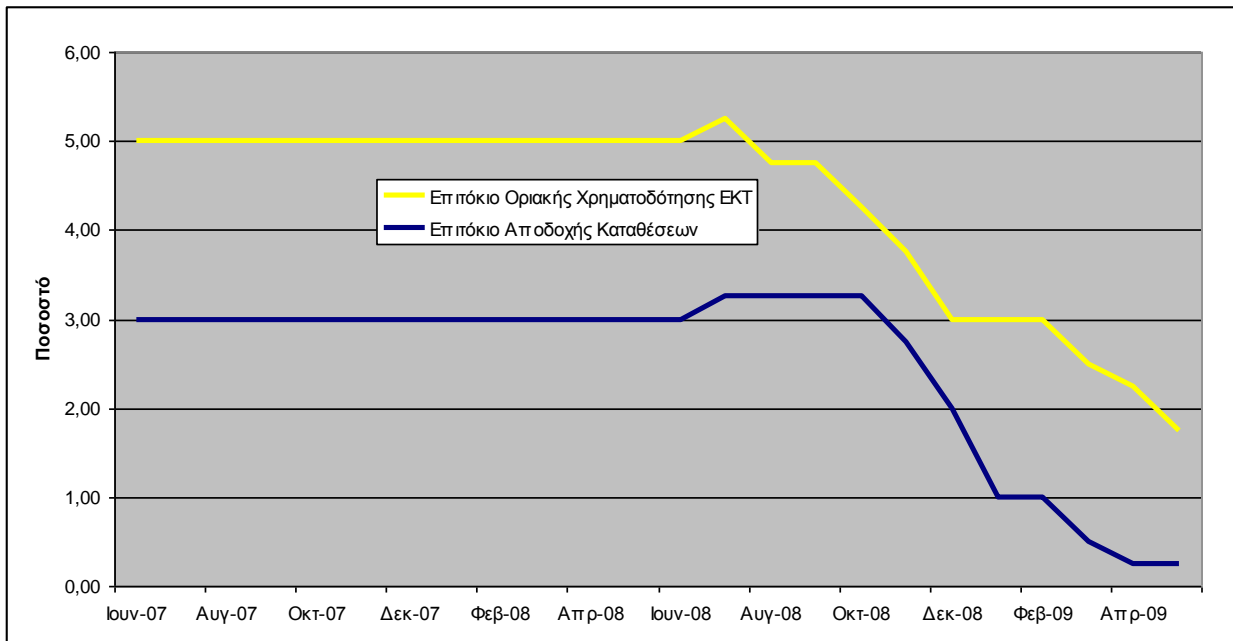
Πράγματι, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ μείωσε τον (ανώτερο) στόχο της αναφορικά με το διατραπεζικό επιτόκιο από 5,25% τον Αύγουστο του 2007, στο 0% με 0,25% τον Δεκέμβριο του 2008. Αυτό είχε σαν συνέπεια το Αμερικανικό διατραπεζικό επιτόκιο να ακολουθήσει πιστά τον στόχο της Fed (Σχήμα 3-5).



Σχήμα 3-5: Ο στόχος της Fed για το Αμερικανικό Διατραπεζικό Επιτόκιο (2007-2009)

Πηγή: Federal Reserve

Εν αντιθέσει προς την Αμερικανική Ομοσπονδιακή Τράπεζα, η ΕΚΤ ξεκίνησε την μείωση των επιτοκίων από τον Αύγουστο του 2008. Συγκεκριμένα, το **επιτόκιο overnight** (δηλαδή το επιτόκιο με οποίο τα πιστωτικά ιδρύματα της ευρωζώνης μπορούν να αντλήσουν ρευστότητα μιας ημέρας από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες) μειώθηκε από 4,75% τον Αύγουστο του 2008 στο 1,75% τον Μάιο του 2009 (Σχήμα 3-6).



Σχήμα 3-6: Το Επιτόκιο Οριακής Χρηματοδότησης στην Ευρωζώνη (2007:06-2009:04)

Πηγή: ΕΚΤ

Το 2009 η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής καθορίστηκε από τις προσπάθειες του Ευρωσυστήματος να αντιμετωπίσει τις εντάσεις που είχαν εκδηλωθεί στις αγορές χρήματος ως απόρροια της χρηματοπιστωτικής αναταραχής. Το Ευρωσύστημα διεξήγαγε όλες τις πράξεις αναχρηματοδότησης με κατανομή όλου του ποσού και επιπλέον επιμήκυνε περαιτέρω τη μέση διάρκεια των πράξεων ανοικτής αγοράς καθιερώνοντας Πράξεις Πιο Μακροπρόθεσμης Αναχρηματοδότησης (ΠΠΜΑ) με διάρκεια ενός έτους.

Στον Πίνακα 3-3 που ακολουθεί παρουσιάζουμε τις βασικές μεταβολές των επιτοκίων εντός του 2009.

Πίνακας 3-3: Βασικά Επιτόκια της ΕΚΤ το 2009

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΕΠΙΤΟΚΙΑ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΕΩΝ		
	Επιτόκιο Αποδοχής Καταθέσεων	Επιτόκιο Οριακής Χρηματοδότησης	Πράξεις Κυρίας Αναχρηματοδότησης- Δημοπρασίες Σταθερού Επιτοκίου
13/5/2009	0,25	1,75	1,00
8/4/2009	0,25	2,25	1,25
11/3/2009	0,50	2,50	1,50
21/1/2009	1,00	3,00	2,00
10/12/2008	2,00	3,00	2,50

Πηγή: ΕΚΤ

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα διατήρησε μέχρι τον Μάιο του 2009 στις 200 μονάδες βάσης το εύρος του «διαδρόμου» που ορίζουν τα επιτόκια των πάγιων διευκολύνσεων εκατέρωθεν του επιτοκίου των πράξεων κυρίας αναχρηματοδότησης. Συγκεκριμένα, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης ορίστηκε διαδοχικά σε 3%, 2,5%, και 2,25%, ενώ το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων σε 1%, 0,5% και 0,25%. Ακολούθησαν τέσσερις μειώσεις επιτοκίου των Πράξεων Κυρίας Αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ) κατά 125 μονάδες βάσης από 2,5% στο 1,25% τον Απρίλιο του 2009.

Εν συνεχεία, στις 7/5/2009 η ΕΚΤ αποφάσισε τη μείωση του επιτοκίου των ΠΚΑ και της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης σε 1% και 1,75% αντίστοιχα και τη διατήρηση του επιτοκίου της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο 0,25%. Ως εκ τούτου, το εύρος του διαδρόμου μειώθηκε κατά 50 μονάδες βάσης σε 150 μονάδες βάσης.

Ωστόσο, παρά τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα των επιτοκίων, τα πιστωτικά ιδρύματα δεν άρχισαν να ξαναδανείζουν, ή τουλάχιστον ήταν απρόθυμα να συνεχίσουν να το κάνουν όπως στο παρελθόν, καθώς οι ισολογισμοί τους παρέμεναν «φορτωμένοι» με «τοξικά» ομόλογα και, λόγω

την αδυναμία ολοένα και ενός μεγαλύτερου αριθμού δανειοληπτών να εξυπηρετήσουν τις συμβατικές τους υποχρεώσεις, κυρίως τα επισφαλή δάνεια.

3.2.2 Τα Μη - Συμβατικά μέτρα Νομισματικής Πολιτικής

Όταν λοιπόν το επιτόκιο αναφοράς έχει διαμορφωθεί σε επίπεδο πλησίον του μηδενός, τότε οι Κεντρικές Τράπεζες μπορούν να εφαρμόσουν άλλα μέτρα νομισματικής πολιτικής, μη συμβατικά. Γενικά, μπορούμε να κατατάξουμε αυτά τα **μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής** στις ακόλουθες πέντε βασικές κατηγορίες (Sellin, 2009).

1. Επέκταση των δυνατοτήτων χρηματοδότης των εμπορικών τραπεζών από την Κεντρική Τράπεζα της χώρας τους
2. Χρηματοδότηση ή άμεσες αγορές τίτλων για την στήριξη ορισμένων αγορών (πιστωτική χαλάρωση)
3. Ποσοτική χαλάρωση
4. Παροχής ρευστότητας έκτακτης ανάγκης
5. Αλλαγές σε καταθετικά και δανειοληπτικά προγράμματα

Τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής μπορούν να συμβάλουν στην αύξηση των πιστώσεων προς την οικονομία με αρκετούς τρόπους.

Κατ' αρχάς, όταν η Κεντρική Τράπεζα διενεργεί αγορές περιουσιακών στοιχείων, τότε αυξάνει την τιμή τους μειώνοντας έτσι το επιτόκιο που φέρουν και κατ' επέκταση το κόστος δανεισμού. Με την σειρά του το χαμηλότερο κόστος δανεισμού αυξάνει την ζήτηση πιστώσεων στην οικονομία. Δεύτερον, εάν οι τράπεζες επιθυμούν να διατηρούν μια συγκεκριμένη αναλογία μεταξύ των διαθεσίμων τους και των υπολοίπων περιουσιακών τους στοιχείων, τότε μπορεί μετά την αύξηση των διαθεσίμων τους (λόγω των μέτρων μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής που εφαρμόζει η Κεντρική Τράπεζα της χώρας) να προβούν και αυτές σε επέκταση του ισολογισμού τους μέσω της αύξησης των δανειοδοτήσεων. Τρίτον, μέσω συγκεκριμένων προγραμμάτων η Κεντρική Τράπεζα δύναται να παράσχει άμεση ρευστότητα σε ορισμένες επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού κλάδου.

Η πιστωτική αύξηση στην περιοχή του ευρώ τους πρώτους μήνες του 2009 είχε λιμνάσει, καθώς και η προσφορά αλλά και η ζήτηση δανείων είχε μειωθεί (Mackie, 2009). Συγκεκριμένα,

ο ιδιωτικός τομέας μείωσε την ζήτηση του για δάνεια λόγω της ύφεσης και της κατάρρευσης των τιμών των περιουσιακών του στοιχείων, ενώ οι τράπεζες μείωσαν τις πιστώσεις προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις, λόγω των δυσκολιών χρηματοδότησης των ιδίων των τραπεζών, των κεφαλαιακών περιορισμών, και λόγω της περιρρέουσας ανησυχίας αναφορικά με τον κίνδυνο αθέτησης πληρωμών και της πτώσης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούνται ως εγγύηση.

Τέλος, θα αναφερθούμε στα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που έλαβε η ΕΚΤ προκειμένου να αντιμετωπίσει την χρηματοπιστωτική κρίση.

Στο πλαίσιο της επέκτασης των δυνατοτήτων χρηματοδότησης των εμπορικών τραπεζών από την Κεντρική Τράπεζα, η ΕΚΤ στις 17/12/2007 προχώρησε σε επέκταση της χρονικής διάρκειας των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης από μία σε δύο εβδομάδες ενώ στις 4/3/2008 προέβη σε επέκταση της χρονικής διάρκειας των πράξεων μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης από τρεις μήνες σε έως και έξι μήνες (Χαρδούβελης, 2009). Στις 7/5/2009 η ΕΚΤ προχώρησε σε εκ νέου επέκταση της χρονικής διάρκειας των πράξεων μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης σε έως και ένα χρόνο, με σταθερό επιτόκιο (Χαρδούβελης, 2009).

Κατόπιν, στο πλαίσιο της πιστωτικής χαλάρωσης, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προέβη στις 15/10/2008 σε διεύρυνση των αποδεκτών ως εγγύηση τίτλων από το Ευρωσύστημα (Χαρδούβελης, 2009). Επίσης, από τις αρχές του Ιουλίου 2009, η ΕΚΤ προβαίνει σε αγορές **καλυμμένων ομολογιών** απευθείας από τις Ευρωπαϊκές αγορές (Sellin, 2009).

4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

4.1 ΟΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΕΣ ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις, δεν αποτελούν ακαδημαϊκά φαινόμενα, αποκομμένα από την κοινωνική πραγματικότητα των χωρών τις οποίες επηρεάζουν. Τουναντίον, οι αιτίες που τις προκαλούν βρίσκονται στον πυρήνα της κουλτούρας και της λογικής του εκάστοτε κοινωνικού συνόλου. Είναι λογικό λοιπόν οι κρίσεις ως αποτελέσματα κοινωνιολογικών εργασιών, να έχουν και αυτές με τη σειρά τους σοβαρές κοινωνικές επιπτώσεις, οι οποίες δημιουργούν έναν μηχανισμό ανάδρασης που επιβαρύνει κατά κανόνα το ίδιο το φαινόμενο της κρίσης. Έτσι για κάθε χρηματοοικονομική κρίση μέχρι σήμερα, έχει παρατηρηθεί ότι ένα από τα βασικότερα κοινωνικοοικονομικά αποτελέσματα που επιφέρει, με ισχυρότατο μηχανισμό ανάδρασης, είναι η ραγδαία αύξηση της ανεργίας, η επαγγελματική απαξίωση μεγάλων τμημάτων του πληθυσμού και η καταρράκωση των ελπίδων των νέων ανθρώπων, για ένα καλύτερο μέλλον και μία επιτυχημένη επαγγελματική πορεία.

Πράγματι η χώρα μας, μετά την έναρξη της κρίσης το 2008, βρίσκεται σε σταθερή υφεσιακή τροχιά. Σωρευτικά, έχει απωλέσει πάνω από το 20% του ΑΕΠ της, ενώ μερικές εκτιμήσεις κάνουν λόγο για ποσοστό ακόμα και του 25% (το ένα τέταρτο δηλαδή του μέγιστου βαθμού ανάπτυξης της). Αυτό είχε ως συνέπεια, μεταξύ άλλων, την εκτόξευση της ανεργίας στην ελληνική κοινωνία στο πρωτοφανές για καιρό ειρήνης ποσοστό του 25%, ενώ αυτό των νέων - του πλέον δυναμικού κομματιού της ελληνικής κοινωνίας - βρίσκεται στο 53,8% (2012, Eurostat). Το ποσοστό αυτό είναι το υψηλότερο στην Ευρώπη και ίσως στον κόσμο, ακόμα και συγκρινόμενο με κοινωνίες οι οποίες βρίσκονται σε αναπτυσσόμενες χώρες, ή ακόμα και σε φάση κοινωνικών αναταράξεων. Μάλιστα ιδιαίτερη ανησυχία προκαλεί η παρατήρησή ότι η ανεργία των νέων 15-24 ετών, αυτών δηλαδή που τώρα προσπαθούν να μπουν για πρώτη φορά στον επαγγελματικό στίβο, εμφανίζεται αυξημένη περισσότερο από 100%. Παράλληλα, προβλέπεται συνέχιση αυτής της κατάστασης, λόγω ακριβώς του φαύλου κύκλου της ύφεσης, ανεργίας, περιορισμού της οικονομικής δραστηριότητας και των μηχανισμών ανάδρασης που αυτά τα φαινόμενα δημιουργούν, και που κυριαρχούν στην ελληνική οικονομία. Η κρίση πλήττει βάνανυσα σχεδόν όλους τους Έλληνες, αλλά ιδιαίτερα ανησυχητική είναι η παρατήρηση των

επιπτώσεων της τους νέους ανθρώπους, με αποτέλεσμα πολλοί από αυτούς πλέον να αναζητούν διέξοδο στην εξωτερική μετανάστευση.

Συνοπτικά, οι κύριες οικονομικές επιπτώσεις της κρίσης στους ενεργούς εργασιακά και κοινωνικά πληθυσμούς είναι:

- Η αύξηση της ανεργίας, καθώς και η επιμήκυνση του χρόνου που βρίσκονται στην ανεργία.
- Η μείωση των αμοιβών εργασίας σε όλα σχεδόν τα επαγγέλματα.
- Η απασχόληση (όταν βρεθεί) σε επαγγέλματα άσχετα με τις σπουδές, την επαγγελματική εκπαίδευση ή εν γένει την εξειδίκευσή τους.
- Η αποδοχή ανασφάλιστης ή περιοδικής εργασίας.
- Η μείωση των διαθέσιμων πόρων για προγράμματα ενεργητικής πολιτικής στήριξης της απασχόλησης.
- Η χειροτέρευση των συνθηκών και προοπτικών αυτοαπασχόλησης των νέων.

Η κρίση έχει όμως και μια σειρά από αρνητικές κοινωνικές, πολιτικές, δημογραφικές και ψυχολογικές επιπτώσεις όπως:

- Αύξηση της μετανάστευσης, ιδιαίτερα των νέων, κυρίως αυτών με αυξημένα προσόντα, με συνέπεια την εξαγωγή υψηλής ποιότητας ανθρώπινου δυναμικού, για την εκπαίδευση του οποίου η ελληνική κοινωνία δαπάνησε σημαντικούς πόρους. Η συνέχιση αυτής της τάσης επιδεινώνει τις αναπτυξιακές προοπτικές της χώρας μας, πέραν των κοινωνικών προβλημάτων που προκαλεί.
- Η μείωση των γάμων και των γεννήσεων με αρνητικές επιπτώσεις στο φαινόμενο της γήρανσης του πληθυσμού, στην εθνική συνοχή και στη βιωσιμότητα των ασφαλιστικών ταμείων.
- Η αδυναμία λειτουργίας των κοινωνικών και προνοιακών δομών, καθώς η κύρια πηγή εσόδων τους είναι η παραγωγική εργασία των ενεργών πληθυσμών, κυρίως του ιδιωτικού τομέα.
- Η περαιτέρω επιβάρυνση των οικογενειακών προϋπολογισμών με την επί μακρόν συντήρηση των νέων από τους γονείς τους, τη στιγμή μάλιστα που το διαθέσιμο εισόδημα των ελληνικών νοικοκυριών συρρικνώθηκε. Το φαινόμενο αυτό συνοδεύεται και με την επιμήκυνση του χρόνου συγκατοίκησης των νέων με τις οικογένειές τους.

- Η απομάκρυνση των ενεργών πολιτών από την πολιτική, η τάση απαξίωσης των δημοκρατικών θεσμών και συχνά η ένταξή τους σε ακραία πολιτικά σχήματα με έντονα αντιδημοκρατικές συμπεριφορές.
- Η τάση για αύξηση της εγκληματικότητας και της βίας.
- Η τάση είτε για εγκατάλειψη, είτε για αλλαγή, είτε για επιμήκυνση των σπουδών λόγω των αρνητικών συνθηκών στην αγορά εργασίας, αλλά και λόγω της διαφαινόμενης αναδιάρθρωσης της οικονομίας και της συνεπαγόμενης αναδιάρθρωσης των επαγγελματών.
- Η τάση για επιστροφή στον ύπαιθρο χώρο, όπου προσδοκούνται περισσότερες ευκαιρίες αυτοαπασχόλησης και χαμηλότερες δαπάνες διαβίωσης.
- Η αλλαγή στις καταναλωτικές συνήθειες, ο περιορισμός δαπανών για αναψυχή, αθλητισμό, πολιτισμό και ψυχαγωγία, αλλά και για την απόκτηση πρόσθετων δεξιοτήτων (π.χ. για την εκμάθηση γλωσσών, Η/Υ, μουσικών οργάνων).
- Η επιβάρυνση της ψυχικής υγείας, η οποία συχνά εκφράζεται με κατάθλιψη, αίσθημα ενοχής, απώλεια της αυτοεκτίμησης, και πολλές φορές ταπείνωση.

4.2 ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΟΙ ΝΕΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ

Υπάρχουν, βέβαια, και ενθαρρυντικά παραδείγματα όπου ένας, αν και περιορισμένος προς το παρόν αλλά συνεχώς αυξανόμενος αριθμός νεότερων κυρίως ανθρώπων, αντιμετωπίζει την κρίση ως ευκαιρία αναζητώντας και βρίσκοντας βιώσιμες διεξόδους, σε κενά αγοράς ή σε νέες καινοτόμες και εξωστρεφείς δραστηριότητες, αξιοποιώντας τους πόρους των υφιστάμενων πρωτοβουλιών και προγραμμάτων για μετεκπαίδευση και κατάρτιση, για αυτοαπασχόληση και επιχειρηματικότητα. Σήμερα μάλιστα διαφαίνονται οι πρώτες ελπιδοφόρες ενδείξεις, ότι είναι ολοένα και πιο εφικτό η αρνητική αυτή διάθεση και συγκυρία να αμβλυνθεί και γιατί όχι να αναστραφεί. Εντούτοις, είναι πολλά πράγματα τα οποία πρέπει και μπορούν να γίνουν, ώστε αυτή η κρίση να μετατραπεί σε αναδιάρθρωση και επαναπροσανατολισμό των παραγωγικών δυνατοτήτων της χώρας. Ενδεικτικό αυτής της προσέγγισης είναι η πρόσφατη μελέτη που εκδόθηκε από μεγάλο τραπεζικό ίδρυμα της χώρας (Eurobank, 2014) και αναφέρει μια σειρά

από ενέργειες και πολιτικές οι οποίες μπορούν ακριβώς να συνεισφέρουν στην ανωτέρω προσέγγιση. Πιο συγκεκριμένα προτείνονται πολιτικές προς την κατεύθυνση της προτεραιοποίησης και επιτάχυνσης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, και μάλιστα αυτών με το μεγαλύτερο όφελος στην παραγωγικότητα, οι οποίες με τη σειρά τους θα συνεισφέρουν στην προσέλκυση παραγωγικών και εξωστρεφών Άμεσων Ξένων επενδύσεων (ΑΞΕ). Κύρια ατμομηχανή της προσέγγισης αυτής μπορεί να αποτελέσει το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων, η αναβάθμιση των υποδομών μεταφορών (ώστε να καταστεί πιο συμφέρουσα για τις ξένες επιχειρήσεις η παραγωγή στην Ελλάδα και η επανεξαγωγή), η ενθάρρυνση της αύξησης του μεγέθους των εγχώριων επιχειρήσεων, η ενίσχυση της ρευστότητας των εξαγωγικών επιχειρήσεων, η στήριξη της έρευνας και της τεχνολογίας. Ο συνδυασμός με πολιτικές στήριξης και κοινωνικής ενσωμάτωσης όσων έχουν πληγεί ιδιαίτερα από την κρίση μέχρι σήμερα, αλλά και αυτών οι οποίοι θα βρεθούν σε ευάλωτη θέση λόγω των ανωτέρω πολιτικών και οικονομικών επιλογών. Η στοχευμένη και καλά μελετημένη μετεκπαίδευση τους σε νέες ειδικεύσεις, αφού η διαδικασία μετασχηματισμού συνεπάγεται υψηλή ανεργία στο μεταβατικό διάστημα, αλλά και η απαξίωση των προσόντων όσων εργάζονταν σε φθίνοντες τομείς - άρα επιρρεπείς στην ένταξη της μακροχρόνιας ανεργίας - μπορεί να δώσει σημαντικές λύσεις, να εκτονώσει εντάσεις και κυρίως να μετατρέψει εργασιακό πληθυσμό από κοινωνικό και οικονομικό έρμα, σε φυτώριο παραγωγής πλούτου και επιχειρηματικότητας. Ο βαθμός στον οποίον θα εφαρμοστούν αυτές οι πολιτικές, σε συνδυασμό με τις εξελίξεις στο διεθνές περιβάλλον, σύμφωνα με την ίδια μελέτη, θα καθορίσουν και την πιθανότητα να αποφύγει η ελληνική οικονομία μία παρατεταμένη περίοδο χαμηλής ανάπτυξης και υψηλής ανεργίας, με βαρύτερες οικονομικές, κοινωνικές και γεωστρατηγικές συνέπειες. Τεχνικά, η επιστροφή σε δυναμικούς ρυθμούς ανάπτυξης με κύριο άξονα τις εξαγωγές και τις επενδύσεις είναι απολύτως εφικτή πλέον, καθώς το πλήθος των δύσκολων επιλογών που έγιναν τα προηγούμενα χρόνια, αρχίζει να δείχνει τα πρώτα θετικά αποτελέσματα. Προϋποθέτει όμως και περεταίρω την οριστική εγκατάλειψη τόσο των ψευδαισθήσεων των εύκολων λύσεων του σχετικά κοντινού παρελθόντος, όσο και την επιθυμία της συλλογικής επιστροφής σε πολιτικές και κοινωνικές επιλογές, οι οποίες όχι μόνον δεν έχουν κανένα στοιχείο βιωσιμότητας αλλά αντιθέτως υποθηκεύουν το μέλλον (βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο), με μόνο αποτέλεσμα μία επίπλαση ευχάριστου παρόντος. Όλα τα παραπάνω βέβαια απαιτούν την συστηματική εργασία

όλων μας πάνω σε ένα νέο συγκεκριμένο, επικαιροποιημένο και καλά στοχευμένο εθνικό σχέδιο δράσης.

4.2.1 Προτάσεις για την Αντιμετώπιση της Κρίσης σε Επίπεδο Επιχειρήσεων

Βεβαίως πέρα από το μακροπεριβάλλον σημαντικότερο ρόλο έχει η υιοθέτηση νέων τακτικών, στρατηγικών και μεθοδολογιών από το κύτταρο κάθε οικονομίας, τις επιχειρήσεις κάθε μεγέθους και είδους που δραστηριοποιούνται στη χώρα. Είναι κρίσιμο κάθε επιχείρηση να λάβει τα απαραίτητα αυτά μέτρα προκειμένου να αντιμετωπίσει την πιστωτική στενότητα, η οποία αποτελεί απόρροια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, που είναι το κυριότερο σήμερα εμπόδιο. Τα βασικότερα και ίσως τα πλέον αποτελεσματικά τέτοια μέτρα που προτείνονται είναι τα ακόλουθα:

- *Επικοινωνία με το Προσωπικό*: το προσωπικό της εταιρίας όντας το πολυτιμότερο περιουσιακό της στοιχείο όσο περισσότερο ενημερωμένο είναι, τόσο καλύτερο είναι το ηθικό του. Οι κακές φήμες αναφορικά με το μέλλον της οποιασδήποτε εταιρίας έχουν καταστρεπτική επίδραση στο προσωπικό και κατ' επέκταση στην ίδια την επιχείρηση. Επίσης, σε αρκετές εταιρίες το προσωπικό μπορεί να συνδράμει στην αύξηση του κύκλου εργασιών. Ως εκ τούτου σε αυτές τις εταιρίες είναι δυνατόν να καθιερωθεί ένα σχέδιο κινήτρων προκειμένου οι εργαζόμενοι της εταιρίας να συμβάλλουν στην αύξηση του κύκλου εργασιών της, καθώς και στην κουλτούρα και την στρατηγική της. Ακόμα είναι ιδιαίτερα χρήσιμο σε κάθε επιχείρηση το προσωπικό να έχει λόγο στη διαμόρφωση αυτών των δύο κρίσιμων στοιχείων, ώστε να είναι ακόμα πιο έντονη η εμπλοκή τους στην αναπτυξιακή προοπτική της. Βέβαια δε πρέπει να ξεχνάμε, ότι ειδικά σε περιόδους κρίσης, όπου τα οικονομικά κάθε οικογένειας βρίσκονται σε δύσκολη κατάσταση, τα κίνητρα, και δη οικονομικά, πρέπει να έχουν πρωταρχικό ρόλο.
- *Έλεγχος του Επιπέδου των Αποθεμάτων*: θα πρέπει να αγοράζονται πρώτες ύλες ή προϊόντα μόνο όταν υπάρχουν διαθέσιμα κεφάλαια, και να γίνεται λελογισμένη χρήση και αξιοποίηση τους, στις πλέον επικερδής για την κάθε επιχείρηση δραστηριότητες και προϊόντα.
- *Επικοινωνία με τους Προμηθευτές*: αυτή είναι ίσως η κατάλληλη στιγμή για

διαπραγμάτευση αλλαγών στους όρους συναλλαγής με τους προμηθευτές κάθε εταιρίας, καθώς το επιχειρηματικό τους μέλλον είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με αυτό της εταιρίας. Εάν δε κάποιος εκ των προμηθευτών παρέχει στην εταιρία μια πιστωτική γραμμή, τότε η εταιρία θα πρέπει να προσέξει πάρα πολύ την σχέση της με τον εν λόγω προμηθευτή, καθώς το τελευταίο πράγμα που θέλει η εταιρία, εν μέσω πιστωτικής στενότητας, είναι να εξοφλεί τους προμηθευτές της τοις μετρητοίς.

- *Τυπικότητα στις Πληρωμές:* η εταιρία θα πρέπει να ανταποκρίνεται στις συμβατικές της υποχρεώσεις εμπρόθεσμα και όχι ληξιπρόθεσμα, καθώς οι τράπεζες, υπό τις παρούσες συνθήκες, δεν επιθυμούν να αναλάβουν περισσότερο κίνδυνο. Έτσι έστω και μια μικρή παρέκκλιση από τα συμφωνημένα της δανειακής σύμβασης είναι δυνατόν να οδηγήσει σε υψηλότερο κόστος δανεισμού και σε χαμηλότερο πιστωτικό όριο. Σε περίπτωση διαφαινόμενης αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της, η επιχείρηση θα πρέπει άμεσα να έρχεται σε συνεννόηση με τα πιστωτικά ιδρύματα, ώστε αν είναι δυνατόν να βρεθούν έγκαιρα εναλλακτικές εφικτές λύσεις.
- *Εστίαση στο κέρδος και τα ρευστά διαθέσιμα και όχι στις πωλήσεις:* Είναι καλύτερο μια επιχείρηση με τον κύκλο εργασιών €300.000 που επιτυγχάνει κέρδος €50.000 από κάποια άλλη με κύκλο εργασιών €500.000 και κέρδη €20.000. Επίσης, οι εταιρίες θα πρέπει να δώσουν μεγαλύτερη έμφαση στην ενίσχυση των λειτουργικών ταμειακών ροών (δηλαδή σε ρευστά διαθέσιμα από λειτουργικές δραστηριότητες) παρά στην ενίσχυση των κερδών, τα οποία αποτελούν μια λογιστική εγγραφή.
- *Ρεαλιστικός Προγραμματισμός Πωλήσεων και Ανάπτυξης:* Συνήθως, οι περισσότερες εταιρίες υπερεκτιμούν τις πωλήσεις και υποεκτιμούν τις δαπάνες. Αυτό σήμερα, με τον ιδιαίτερα έντονο ανταγωνισμό και την δυσκολία εύρεσης χρηματοδότησης και ανάπτυξης νέων αγορών μπορεί να μετατραπεί σε μια πολύ επικίνδυνη προσέγγιση.
- *Επαφή με πελάτες:* Η κάθε εταιρία θα πρέπει, στο μέτρο του εφικτού, να μάθει για το πώς η κρίση έχει επηρεάσει τους βασικούς πελάτες της, και τι είναι σημαντικό για εκείνους στην δεδομένη χρονική συγκυρία. Η προσαρμογή στην ανάγκες του πελατολογίου, είναι μια πάγια ανάγκη, αλλά πόσο μάλλον σήμερα, που το πελατολόγιο όλων των εταιρειών και συρρικνούμενο είναι και με συνεχώς μειωμένη αγοραστική δύναμη.

- *Έλεγχος των εξόδων:* Εάν μια εταιρία δεν μπορεί να ελέγξει τις πωλήσεις, τότε η διοίκηση της θα πρέπει μελετώντας την διάρθρωση των εξόδων της να αποφασίσει σε ποιους τομείς είναι εφικτό να γίνουν περικοπές. Επιπλέον, η διοίκηση θα πρέπει να ελέγξει ποια έξοδα είναι σταθερά και ποια μεταβλητά, ώστε να είναι σε θέση να κάνει έγκαιρα σωστό προγραμματισμό και να καθορίσει και υλοποιήσει τις κατάλληλες διορθωτικές ενέργειες,
- *Αποφυγή της υποτιμολόγησης των Προϊόντων:* Αν και σε περιβάλλον ύφεσης και αποπληθωρισμού η λύση της μείωσης των τιμών των παραγομένων προϊόντων είναι ελκυστική, σε κάθε περίπτωση η εταιρία δεν θα πρέπει να εμπλακεί σε πόλεμο τιμών, ο οποίος δύναται να μειώσει τα κέρδη της εταιρίας. Τα κέρδη, δεδομένης και της μείωσης των δυνατοτήτων δανεισμού, αποτελούν και τη μόνη ίσως σήμερα πηγή όχι μόνο λειτουργίας, αλλά και περεταίρω ανάπτυξης της κάθε επιχείρησης.

Συμπερασματικά και πολύ περιεκτικά για να μπορέσει η Ελλάδα να ξεφύγει από αυτόν τον φαύλο κύκλο, στον οποίο έχει εγκλωβιστεί εδώ και πολλά χρόνια, πρέπει να προχωρήσει άμεσα σε γενναίες μεταρρυθμίσεις της δημόσιας διοίκησης, καταπολεμώντας χρόνιες παθολογίες. Επιπλέον όμως, είναι κρίσιμο τόσο τα πιστωτικά ιδρύματά, όσο και οι επιχειρήσεις να επαναθεωρήσουν τη γενικότερη στρατηγική τους, διότι στόχος όλων δεν πρέπει να είναι μόνο η λειτουργία σήμερα, αλλά και η μακροχρόνια βιωσιμότητα και ανάπτυξη, σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο και εντονότατα ανταγωνιστικό παγκόσμιο περιβάλλον το οποίο δε συγχωρεί ολιγορίες και αγκυλώσεις.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

1. Dornbusch, R. και Fischer, S. (1993). *Μακροοικονομική*. Αθήνα: εκδόσεις Κριτική Επιστημονική Βιβλιοθήκη.
2. Γεωργιάδης, Ν. (2005). «*Η Πορεία των Οικονομικών Μεγεθών των Μεγάλων Εμπορικών Τραπεζών το Β' εξάμηνο του 2005*». *Investment Research & Analysis Journal*, Σεπτέμβριος.
3. Ιωαννίδης, Σ., (2004). «*Η Επιχειρηματικότητα στην Ελλάδα. Παγκόσμιο Παρατηρητήριο Επιχειρηματικότητας 2003*». Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών, Οκτώβριος.
4. Καραβίτης, Ν. (2008). *Δημόσιο Χρέος & Έλλειμμα*. Αθήνα: εκδόσεις Διόνικος
5. Χρήστου, Γ (1999). «*Εισαγωγή στην οικονομετρία*». Αθήνα: εκδόσεις Gutenberg
6. Καραμούζης, Ν. (2008). *Σεμινάρια και Διαλέξεις σε σύγχρονα τραπεζικά θέματα*, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής.
7. Μαλλιαρόπουλος, Δ. (2006). «*Τραπεζικά Επιτόκια και Πληθωρισμός: Χρεώνουν οι Ελληνικές Τράπεζες Υπερβολικά Υψηλά Επιτόκια*»; *Οικονομία και Αγορές*, 21 Φεβρουαρίου.
8. Τράπεζα της Ελλάδος (2006). *Έκθεση του Διοικητή για το Έτος 2005*. Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος.
9. Χαρδούβελης, Γ. (2009). «*Η Χρηματοοικονομική Κρίση και το Μέλλον της Παγκόσμιας Οικονομίας*». *Οικονομία και Αγορές*, Τόμος IV, Τεύχος 8, σελ. 19-43.
10. Χαρδούβελης, Γ. (2008). «*Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση 2007 και Οικονομικές Επιπτώσεις*». Διαθέσιμο στον ακόλουθο σύνδεσμο: http://www.euro2day.gr/dm_documents/16_2008hardoubelis_sub.pdf
11. Υπουργείο Ανάπτυξης, (2005). *Διερεύνηση των Διεθνών Δεικτών Ανταγωνιστικότητας και Εκτίμηση του Κόστους από την Έλλειψη Ανταγωνιστικότητας*. Αθήνα: Υπουργείο Ανάπτυξης - Ειδική Γραμματεία για την Ανταγωνιστικότητα, Μάρτιος.
12. EFG Eurobank (2006). «*Το Περιθώριο Επιτοκίων Χορηγήσεων-Καταθέσεων στην*

Ελλάδα και την Ευρωζώνη». Οικονομία και Αγορές, 21 Φεβρουαρίου.

13. Kantor Capital (2006). *Επισκόπηση Τραπεζικού Τομέα 2005*.
14. ΕΛ.ΣΤΑΤ. (2008) Συνολικά Στοιχεία Βασικών Οικονομικών Μεγεθών στον Κλάδο των Κατασκευών (ετών 2000 - 2007).
15. IOBE (2007). *Ο Εγχώριος Κατασκευαστικός Κλάδος στην Ελλάδα*.
16. IOBE (2006). *Διάλογος για την Οικονομία. Η Επιχειρηματικότητα στην Ελλάδα 2005-2006*.
17. Τσατσαρωνάκης, Γ. «Διεθνείς οικονομικές σχέσεις και η στρατηγική θέση της Ελλάδος». ΑΤΕΙ Κρήτης, 2007
18. Δρ. Τάσος Αναστασάτος, Ελλάδα: Ανάκτηση Ανταγωνιστικότητας, Εξισορρόπηση του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών και Μετατόπιση Προς Εξωστρεφείς Κλάδους, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων, Eurobank, 2014

Ξενογλωσση

1. Blanchard, O. (2000). *Macroeconomics*. 2nd ed. Prentice Hall International, Inc
2. Gertler, M., and Kiyotaki, N. (2010). *Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis*. In Friedman, B., and M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*. Elsevier: Amsterdam, Netherlands
3. Heston, A, Summers, R. and Aten, B. (2008). *Penn World Table Version 6.2*. Center for International Comparisons of Production, Income and Prices at the University of Pennsylvania, September.
4. Myer, T., Duesenberry, J, and Aliber, R. (1993). *Money, Banking, and the Economy*. 5th ed. W.W. Norton & Company.
5. Sellin, P (2009). “*The central banks’ extraordinary measures during the financial crisis*”. Riksbank, Economic Commentaries, No.9 Available from: http://www.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Ekonomiska%20komentarer/2009/ek_kom_no9_eng.pdf
6. Popov, A. and Horen, N. (2013). “*The impact of sovereign debt exposure on bank*

- lending: Evidence from the European debt crisis*". DNB Working Paper. De Nederlandsche Bank, No 308, June. Available from: http://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20382_tcm46-293531.PDF
7. Petroff, E. (2008). "Who is to blame for the subprime crisis?". Available from: <http://www.investopedia.com/articles/07/subprime-blame.asp>
 8. The Economist (2014). "The Opposite of Insurance". May 17th The Economist (2010). "The Brighter Side". The Economist, February 18th.
 9. The Economist (2010b). "The Safety-Net Frays". The Economist, February 11th.
 10. The Economist (2009). "The Big Sweat". The Economist, June 13th, pp.68-71.
 11. The Economist (2009b). "Withdrawal Symptoms". September 5th, pp.80-81
 12. The Economist, (2006). *Who wants to be a Trillionaire?* The Economist, October 26th.
 13. Tully, S. (2007). "Wall Street's money Machine breaks Down". Fortune, November 26, European edition.
 14. Bank of Greece (2012). "Report on the recapitalization and restricting of the Greek banking sector"
 15. Tully, S. (2007b). "Risk Returns with a Vengeance". Fortune, September 3, European edition, pp.27-32
 16. Blundell-Wignall, A. and Slovik, P. (2010). "The EU Stress Test and Sovereign Debt Exposures" OECD Working Papers on Finance, No. 4, OECD Financial Affairs Division.
 17. De Grauwe, P. (2011). The European Central Bank as a lender of last resort. Available from: <http://www.voxeu.org/article/european-central-bank-lender-last-resort>
 18. Fitch, (2011). "European Bank Exposure to GIPs: Second Order Risks More of a Concern Than Direct Holdings of Sovereign Debt or Bank Exposures." Available from: http://inwestycje.pl/resources/Attachment/2011/06_21/file10917.pdf
 19. Mackie, D. (2009). "European Central Bank Moves Gradually Toward More Unconventional Policy." Current Economics, 18 June.
 20. Mink, M. and De Haan, J. (2012). Contagion during the Greek Sovereign Debt Crisis. DNB Working Paper, No. 335

21. International Monetary Fund (IMF), (2012). “*World Economic Outlook*”. *Growth Resuming, Dangers Remain*. April. Available from: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/pdf/text.pdf>
22. World Economic Forum (2014), *Global Competitiveness Report 2014-2015* Available from: <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>