



ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Διπλωματική Εργασία

Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΥΦΕΣΗ ΤΟΥ 2008: ΑΠΟ ΤΙΣ Η.Π.Α.  
ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

του

ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ ΑΘΑΝΑΣΙΟΥ ΑΒΕΡΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: ΘΕΟΛΟΓΟΣ ΠΑΝΤΕΛΙΔΗΣ, ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ  
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού  
διπλώματος στη Διοίκηση Επιχειρήσεων

ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2022



## Ευχαριστίες

Ολοκληρώνοντας τη διπλωματική μου εργασία θα ήθελα πρώτα από όλα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου, Θεολόγο Παντελίδη, για την αμέριστη συμπαράστασή του, τις επιστημονικές κατευθυντήριες οδηγίες, τις οποίες εκθύμως μου παρείχε, αλλά και για την υπομονή του καθ' όλη τη διάρκεια συγγραφής της παρούσης εργασίας.

Παράλληλα, ιδιαίτερες ευχαριστίες θα ήθελα να απευθύνω στα μέλη της τριμελούς επιτροπής, καθηγητή Θεόδωρο Παναγιωτίδη και επίκουρο καθηγητή Σπυρίδωνα Μπόικο για τα εποικοδομητικά τους σχόλια και για την υποστήριξη του εγχειρήματος εκπόνησης της συγκεκριμένης εργασίας.

Επιπροσθέτως, θα ήταν αμέλειά μου να μην ευχαριστήσω τόσο τους καθηγητές του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, για τη μεταλαμπάδευση των γνώσεων τους, όσο και τους συμφοιτητές μου στο Διατμηματικό Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών για την αραστή συνεργασία αλλά και για τις υπέροχες στιγμές που ζήσαμε εντός κι εκτός Πανεπιστημίου.

Τέλος, δεδομένη είναι η αγάπη μου προς την οικογένειά μου και τους φίλους μου για την συμπαράσταση, ψυχολογική υποστήριξη και την κατανόηση στα άγχη, τους φόβους και τις ανασφάλειες μου.

## Περίληψη

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008, και την ύφεση που τη διαδέχθηκε, ξεκινώντας από τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (Η.Π.Α.) και τη «διάχυσή» της σε όλον, σχεδόν, τον ανεπτυγμένο και αναπτυσσόμενο οικονομικά κόσμο. Σκοπός της συγκεκριμένης εργασίας είναι η εξέταση της οικονομικής ύφεσης του 2008 υπό ένα γενικότερο πρίσμα, που οδηγεί στη μεγαλύτερη εικόνα της ύφεσης, χωρίς να περιορίζεται στα στενά όρια της ελληνικής οικονομίας, καταλήγοντας, ωστόσο, σε αυτή.

Η τρέχουσα εργασία έχει τρεις βασικούς στόχους. Αρχικά, να παρουσιάσει αναλυτικά τα ιστορικά και οικονομικά στοιχεία που συνετέλεσαν στην Μεγάλη Ύφεση (Great Recession), όπως ονομάστηκε, του 2008. Παράλληλα, στόχο αποτελεί η παράθεση στοιχείων, τα οποία θα επεξηγούν τη μορφή ντόμινο που έλαβε η οικονομική ύφεση, ξεκινώντας από τις Η.Π.Α., μεταπηδώντας στην Ευρώπη και κατ' επέκταση και στην Ελλάδα. Επιπλέον, ένας από τους κύριους στόχους είναι η παρουσίαση οικονομικών δεδομένων, που στοιχειοθετούν τον λόγο, για τον οποίο η ύφεση διήρκησε περισσότερο στην Ελλάδα από άλλες χώρες αλλά και τα αποτελέσματα της ύφεσης στην οικονομική ζωή της χώρας.

Για τη συγκρότηση και την τεκμηρίωση της παρούσης διπλωματικής χρησιμοποιήθηκε η βιβλιογραφική μέθοδος. Η συλλογή δεδομένων κατέστη δυνατή είτε μέσω έντυπων βιβλίων είτε μέσω μια μεγάλης «δεξαμενής» πληροφοριών από επιστημονικές σελίδες του διαδικτύου, οι οποίες περιελάμβαναν βιβλία, διδακτορικές διατριβές, διπλωματικές εργασίες, επιστημονικά άρθρα και πρακτικά συνεδρίων.

## Abstract

This paper analyses the global financial crisis of 2008, and the recession that followed, starting from the United States of America (U.S.A.) and its diffusion to almost the whole financially developed and developing world. The main purpose of the particular paper is to examine the economic recession of 2008 more generally, leading to the bigger picture of the recession, without being confined within the narrow limits of the Greek economy, ending, however, in it.

The current paper has three main aspirations. First of all, it aims to elaborately present the historical and financial data that brought about what was later called the Great Recession of 2008. Moreover, another significant goal of this paper is the apposition of data which could explain the form of the domino effect that the crisis has taken, starting from the U.S.A, jumping to Europe and eventually Greece. Furthermore, one of the main objectives is to display economic data which compose the reason why the recession lasted for so much longer in Greece compared to other countries, as well as the impact of the recession on the Greek economy.

The bibliographic method was used for the compilation and documentation of this thesis. Data collection was made possible either through printed books or through a large “reservoir” of information from scholarly web pages, which included e-books, doctoral dissertations, theses, scientific articles, and conference proceedings.

## Περιεχόμενα

Εισαγωγή.....	1
Κεφάλαιο 1 <sup>ο</sup> : Το ιστορικό και οικονομικό πλαίσιο πριν από την κρίση	
1.1. Οι αλλαγές που έφερε ο Β΄ Παγκόσμιος Πόλεμος.....	3
1.2. Οι βασικοί πυλώνες ανοικοδόμησης της διεθνούς οικονομίας.....	4
1.2.1. Το σύστημα Bretton Woods.....	4
1.2.2. Σχέδιο Μάρσαλ και αρωγή προς την Ιαπωνία.....	6
1.3. Η κατάρρευση του συστήματος Bretton Woods.....	8
1.4. Η δυσπιστία προς το δολάριο και το τέλος της μετατρεψιμότητάς του.....	12
1.5. Η Σμισθόνια Συμφωνία.....	15
1.6. Η δημιουργία του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος.....	17
1.7. Η περίοδος της Μεγάλης Εξομάλυνσης.....	20
Κεφάλαιο 2 <sup>ο</sup> : Η χρηματοπιστωτική κρίση στην Αμερική και η μετάδοσή της	
στην Ευρώπη.....	24
2.1. Η σύγχρονη χρηματιστικοποίηση.....	24
2.2. Το χρονικό της κρίσης στις Η.Π.Α. ....	25
2.3. Η αγορά ενυπόθηκων δανείων και η χρηματοπιστωτική κρίση.....	29
2.3.1. Κυβερνητικά χρηματοδοτούμενες εταιρείες αγοράς	
στεγαστικών δανείων.....	29
2.3.2. Η διαδικασία της τιτλοποίησης.....	31
2.3.3. Χρηματοπιστωτικά προϊόντα και εμφάνιση της κρίσης.....	34
2.4. Η μετάδοση της κρίσης στην Ευρώπη.....	43
Κεφάλαιο 3 <sup>ο</sup> : Τα αποτελέσματα της κρίσης στην Ελλάδα και τις χώρες του	
Ευρωπαϊκού νότου.....	46
3.1. Εισαγωγή.....	46

3.2. Η περίπτωση της Ελλάδας.....	47
3.2.1. Το οικονομικό παρελθόν της Ελλάδας.....	47
3.2.2. Τα αποτελέσματα της κρίσης για την ελληνική οικονομία.....	50
3.2.2.1. Τα τρία προγράμματα οικονομικής προσαρμογής.....	51
3.2.2.2. Η κρίση με αριθμούς.....	54
3.3. Η περίπτωση της Ιταλίας.....	59
3.4. Η περίπτωση της Ισπανίας.....	62
3.5. Η περίπτωση της Πορτογαλίας.....	64
Κεφάλαιο 4 <sup>ο</sup> : Συμπεράσματα.....	67
Βιβλιογραφία.....	72

## Κατάλογος πινάκων

Πίνακας 1: Βασικοί χρηματοοικονομικοί όροι για την αποσαφήνιση του χρηματοπιστωτικού τομέα. ....	32
Πίνακας 2: Βασικοί Μακροοικονομικοί δείκτες της Ιταλίας, 2009-2013. ....	60



## Κατάλογος διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1: Τιμή βαρελιού αργού πετρελαίου σε δολάρια (\$) 1960-2022. ....	13
Διάγραμμα 2: Δείκτης πληθωρισμού στις Η.Π.Α. τις δεκαετίες του 1960 και του 1970 και ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του πληθωρισμού. ....	15
Διάγραμμα 3: Η οικονομική ανάπτυξη κατά την περίοδο της Μεγάλης Εξομάλυνσης.....	21
Διάγραμμα 4: Ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του πληθωρισμού κατά την περίοδο της Μεγάλης εξομάλυνσης.....	22
Διάγραμμα 5: Επιτόκια FED από το 1991 έως και το 2007. ....	34
Διάγραμμα 6: Αγορές κατοικιών στην Αμερική από το 1998 έως και το 2007.....	35
Διάγραμμα 7: Ανεξόφλητα CDS στο τέλος κάθε έτους. ....	40
Διάγραμμα 8: Δημόσιο χρέος Γενικής Κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές. ....	48
Διάγραμμα 9: Ετήσιο Μέσο Σταθμικό Επιτόκιο Εξυπηρέτησης Δημοσίου Χρέους Κεντρικής Διοίκησης 2010-2021. ....	53
Διάγραμμα 10: Χρέος Γενικής Κυβέρνησης από το 2000 έως και το 2020. ....	55
Διάγραμμα 11: Χρέος Γενικής Κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ από το 2000 έως και το 2020. ....	55
Διάγραμμα 12: Το ΑΕΠ της Ελλάδας σε δισεκατομμύρια ευρώ από το 1995 έως και το 2020. ....	56
Διάγραμμα 13: Κατά κεφαλήν ΑΕΠ Ελλάδας σε χιλιάδες δολάρια, 2008-2018. ....	57
Διάγραμμα 14: Εξέλιξη του ποσοστού ανεργίας κατά μήνα, Δεκέμβριος 2004-2018. ....	58
Διάγραμμα 15: Καταθέσεις εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών 2002-2020. ....	58

Διάγραμμα 16: Πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδας από τους

οίκους αξιολόγησης. ....59

## Εισαγωγή

Με μια ακόμη οικονομική ύφεση προ των πυλών στη σύγχρονη εποχή<sup>1</sup>, κρίθηκε σκόπιμο να μελετηθεί η εγγύτερη χρονικά κρίση, η οποία ταλάνισε για αρκετά χρόνια την οικονομική ζωή των περισσότερων κρατών του πλανήτη και ιδιαίτερα της Ελλάδας. Η Διεθνής Χρηματοπιστωτική κρίση των ετών 2007-2009 αποτέλεσε τη σημαντικότερη οικονομική ύφεση που γνώρισε ο νεότερος και σύγχρονος κόσμος μετά την κρίση του 1929 και το κραχ του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης.

Η παρούσα εργασία έχει ως στόχο να παρουσιάσει και να αναλύσει τα γεγονότα που συνέβησαν πριν, κατά τη διάρκεια αλλά και μετά τη Μεγάλη Ύφεση (Great Recession), όπως ονομάστηκε η χρηματοπιστωτική κρίση των ετών 2007-2009. Σκοπός είναι η όσο το δυνατόν αναλυτικότερη και διεξοδικότερη παράθεση των γεγονότων, που συνέβησαν κατά την υπό εξέταση περίοδο. Η εξοικείωση ακόμα και του πιο απλού αναγνώστη με χρηματοοικονομικούς και οικονομικούς όρους, με απώτερο σκοπό τη κατανόηση του φαινομένου, αποτελεί σημαντικό κομμάτι αυτής καθαυτής της εργασίας.

Για την επίτευξη των στόχων της εργασίας θα ακολουθηθούν συγκεκριμένα χρονικά και εννοιολογικά βήματα. Αρχικά, θα παρουσιαστούν ιστορικά και οικονομικά γεγονότα από το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου μέχρι και το τέλος της δεκαετίας του 1980. Καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου έλαβαν χώρα σημαντικά γεγονότα, τα οποία έμελλε να αποδειχθούν καθοριστικά για την εξέλιξη και την περαιτέρω ανάπτυξη του καπιταλιστικού συστήματος, αρχής γενομένης από την καθιέρωση του συστήματος σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου σε όρους χρυσού, το σύστημα Bretton Woods.

Παράλληλα, η ηγεμονική στάση που ήθελαν να διαδραματίσουν οι Η.Π.Α. μετά το τέλος του Πολέμου, τις ώθησε στην οικονομική ενίσχυση οικονομιών της Ευρώπης και της Ασίας με στόχο να επωφεληθεί η οικονομία της Αμερικής μέσω της ανακύκλωσης πλεονασμάτων. Εντούτοις, η υποσκέλιση των αμερικανικών εταιρειών, λόγω της

---

<sup>1</sup> Η συγκεκριμένη εργασία εκπονήθηκε κατά την περίοδο Μαρτίου-Σεπτεμβρίου 2022, με τον πόλεμο στην Ουκρανία να βρίσκεται σε εξέλιξη και με τη σφοδρή ενεργειακή κρίση να πλήττει την παγκόσμια οικονομία. Αν συνυπολογιστεί και η παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση, η οποία επήλθε λόγω της πανδημίας, που προκάλεσε ο ιός SARS-CoV-2, τότε το πέπλο μιας νέας οικονομικής ύφεσης απλώνεται πάνω από την παγκόσμια οικονομία και αναμένεται να είναι χειρότερη από τις ενεργειακές κρίσεις των δεκαετιών του 1970 και του 1980, όπως δήλωσε σε συνέντευξή του ο επικεφαλής παρακολούθησης του Διεθνούς Οργανισμού Ενέργειας (IEA), Φατίχ Μπιρόλ, στο εβδομαδιαίο περιοδικό Der Spiegel στις 31/05/22.

μείωσης της ανταγωνιστικότητάς τους, τα συνεχή ελλείμματα της αμερικανικής οικονομίας, ο αυξανόμενος, χρόνο με το χρόνο, πληθωρισμός και οι πετρελαϊκές κρίσεις της δεκαετίας του 1970 οδήγησαν στην κατάρρευση του συστήματος Bretton Woods.

Έκτοτε, από το 1974-1975 και με την επικράτηση του οικονομικού νεοφιλελευθερισμού, δημιουργήθηκε μια νέα δυναμική για το καπιταλιστικό σύστημα και την αγορά κεφαλαίων. Αυτή ήταν η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος, μετά την απελευθέρωση της κεφαλαιαγοράς, των νομισματικών συναλλαγών και του διεθνούς τραπεζικού συστήματος, επικεντρωμένη στην επίτευξη χαμηλού πληθωρισμού μέσω της πίστωσης και τη αύξησης των περιουσιακών στοιχείων, παρά με τη αύξηση των μισθών<sup>2</sup>.

Τις πολυκύμαντες οικονομικά δεκαετίες του 1960 και του 1970, που χαρακτηρίζονται από την κεφαλαιακή και νομισματική ευμεταβλητότητα, διαδέχθηκε η δεκαετία του 1980, κατά την οποία παρουσιάστηκε το φαινόμενο της «μεγάλης εξομάλυνσης» (great moderation)<sup>3</sup>, η οποία, όπως τελικά διαπιστώθηκε, διήρκεσε από το 1980 μέχρι περίπου το 2006. Με τον τρόπο αυτό θα τεθεί το πλαίσιο γύρω από την κρίση και πριν από αυτή. Σε αυτό το κομμάτι θα καταστεί έκδηλος ο λόγος της μεγάλης εισροής κεφαλαίων από σχεδόν όλες τις οικονομίες του κόσμου προς τις Η.Π.Α.

Στη συνέχεια, θα γίνει προσπάθεια πλήρους και ενδελεχούς ανάλυσης του φαινομένου και του τι πραγματικά συνέβη στην αγορά ενυπόθηκων δανείων χαμηλής εξασφάλισης στην Αμερική. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι ο τραπεζικός και χρηματοπιστωτικός τομέας στην Αμερική εξελίχθηκε στην κορυφαία βιομηχανία της χώρας εντός ενός χρονικού ορίζοντα εικοσιπέντε περίπου ετών. Για να συμβεί αυτό, έπρεπε τα χαμηλής χρηματιστηριακής, μέχρι τότε, αξίας ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια να μετατραπούν σε πλήθος άλλα χρηματοπιστωτικά παράγωγα προϊόντα.

Τέλος, θα μελετηθεί τη μεταφορά του φαινομένου της χρηματοπιστωτικής κρίσης από τη γενεσιουργό χώρα, τις Η.Π.Α., στην ευρωπαϊκή ήπειρο και τις οικονομίες των χωρών της Ευρώπης. Κυρίως θα αναλυθεί ο απότοκος της κρίσης για την οικονομία της Ελλάδας, στην οποία η κρίση διήρκεσε επί μακρόν. Επιπλέον, θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα της κρίσης και σε άλλες χώρες της Ευρώπης, οι οποίες επίσης επλήγησαν από την οικονομική κρίση, και κυρίως τις χώρες του ευρωπαϊκού νότου.

---

<sup>2</sup> Βλ. Palley, T. I. (2013). *Financialization: the economics of finance capital domination*. (ed. Palgrave Macmillan), σελ. 1.

<sup>3</sup> Kahn, J. A., McConell, M. & Perz-Quiros. (2002). *On the causes of the increased stability of the U.S. economy*. Economic policy review, Federal Reserve Bank of New York.

## Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup>: Το ιστορικό και οικονομικό πλαίσιο πριν από την κρίση

### 1.1 Οι αλλαγές που έφερε ο Β΄ Παγκόσμιος Πόλεμος

Η μέρα που ξημέρωσε μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο βρήκε τα κράτη και τους πολίτες τους να μετράνε υλικές και οικονομικές ζημιές και συνάμα ανθρώπινες απώλειες. Κατακερματισμένες εθνικές οικονομίες και πόλεις γεμάτες συντρίμια συνέθεταν το σκηνικό μετά τον Πόλεμο. Όλα τα εμπλεκόμενα κράτη συμφώνησαν ότι ο οικονομικός εθνικισμός του μεσοπολέμου και των προγενέστερων ετών μόνο τροχοπέδη αποτελούσε μπροστά στο μεγαλεπήβολο έργο της ανασυγκρότησης της παγκόσμιας οικονομίας<sup>4</sup>. Ο οικονομικός εθνικισμός, ο οποίος προστάτευε και ενίσχυε τα εθνικά ολιγοπώλια έναντι των ξένων εισαγωγών, δεν μπορούσε παρά να αποτελεί αποτρεπτικό παράγοντα για τη δημιουργία μιας φιλελεύθερης παγκόσμιας οικονομίας.

Παράλληλα, το πρώτο σύστημα συναλλακτικών ισοτιμιών, το οποίο ενστερνίστηκαν αρκετά κράτη από το τέλος του δέκατου ένατου (19<sup>ου</sup>) αιώνα μέχρι και το μεγάλο Κραχ του 1929, έδειχνε απαρχαιωμένο μετά την ευρεία διακύμανση των εθνικών νομισμάτων σε σχέση με την τιμή του χρυσού και τα κερδοσκοπικά παιχνίδια που στήθηκαν πάνω σε αυτόν τον μηχανισμό.

Λαμβάνοντας τα ανωτέρω υπόψιν οι Η.Π.Α., ως η πιο ισχυρή οικονομία, ανέλαβε το έργο της αναδιοργάνωσης των κρατών και των οικονομιών τους. Η πρωτοβουλία αυτή των Η.Π.Α. είχε πολυσχιδή σημασία. Αρχικά, με το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου το δολάριο είχε καταστεί το μοναδικό μετατρέψιμο νόμισμα. Το γεγονός αυτό θορύβησε τους κυβερνώντες την χώρα, καθώς, με το σύνολο των οικονομιών του πλανήτη κατεστραμμένο, μια νέα οικονομική ύφεση, μετά από αυτή του 1929, ήταν προ των πυλών και απειλούσε να λάβει τη μορφή χιονοστιβάδας η οποία θα συμπαρέσυρε και τις Η.Π.Α. στη δίνη της κρίσης και της εσωστρέφειας.

Επιπλέον, με τη Σοβιετική Ένωση να καιροφυλαχτεί, και με τις δύο χώρες να βρίσκονται στο κατώφλι του Ψυχρού Πολέμου, οι Η.Π.Α. θέλησαν να εντάξουν στη σφαίρα επιρροής τους χώρες τόσο από την Ευρώπη, όσο και από την Ασία. Για την επίτευξη του οράματος της αποτροπής του οικονομικού και χρηματοπιστωτικού απομονωτισμού, που ίσχυε μέχρι και την αυγή του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου, και τη δημιουργία μιας πιο ανοιχτής

---

<sup>4</sup> Βλ. Καλλιόπουλος, Α. (2018). *Ρύθμιση ή Απορρύθμιση του Τραπεζικού Τομέα: Όψεις Ρυθμιστικής Διακυβέρνησης στην Ε.Ε.* (Διδακτορική διατριβή). Διαθέσιμο από: Εθνικό Αρχείο Διδακτορικών Διατριβών.

παγκόσμιας οικονομίας οι Η.Π.Α. βασίστηκαν σε δύο κεντρικούς πυλώνες. Ο πρώτος εξ αυτών ήταν η δημιουργία του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods και ο δεύτερος ήταν η στήριξη και η ενίσχυση των οικονομιών της Γερμανίας και της Ιαπωνίας και κατ' επέκταση των εγχώριων νομισμάτων τους, του μάρκου και του γιεν αντίστοιχα, τα οποία θα είχαν υποστηρικτική δράση προς το δολάριο<sup>5</sup>.

## 1.2 Οι βασικοί πυλώνες ανοικοδόμησης της διεθνούς οικονομίας

### 1.2.1 Το σύστημα Bretton Woods

Λίγο πριν από τη λήξη του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου τα 44 συμμαχικά κράτη συγκεντρώθηκαν στο Νιου Χαμσάιρ των Η.Π.Α. Από την 1<sup>η</sup> έως και τις 22 Ιουλίου έλαβε χώρα η νομισματική και χρηματοοικονομική Διάσκεψη στο Μπρέτον Γουντς. Σε αυτή, οι νικήτριες χώρες, προσπάθησαν να ορίσουν τους θεσμούς διακυβέρνησης του μεταπολεμικού κόσμου. Έχοντας αυτό ως βασική αρχή, θέσπισαν το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, το οποίο πήρε το όνομά του από τον τόπο της Διάσκεψης.

Το σύστημα αυτό όριζε πως το νόμισμα κάθε χώρας που συμμετείχε σε αυτό θα διατηρούσε τη συναλλαγματική του αξία σταθερή σε μια καθορισμένη τιμή, με μια μικρή απόκλιση της τάξεως +/- 1% σε σχέση με τον χρυσό. Η διαφορά με τον κλασικό κανόνα χρυσού έγκειται στο γεγονός πως στο σύστημα αυτό υπάρχει μια συναλλαγματική ισοτιμία προσαρμοζόμενων αναλογιών και όχι ένα σύστημα σταθερών ισοτιμιών. Με άλλα λόγια το νόμισμα της εκάστοτε χώρας είχε μια σταθερή ισοτιμία σε σχέση με τον χρυσό, δεν ήταν όμως άμεσα μετατρέψιμο σε χρυσό, καθώς το χαρακτηριστικό αυτό διέθετε πλέον μόνο το δολάριο, στην τιμή των 35 δολαρίων ανά ουγκιά. Επομένως, υπήρχε μια σταθερή ισοτιμία του δολαρίου με τον χρυσό και των υπόλοιπων εθνικών νομισμάτων ως προς το δολάριο.

Το σύστημα του Bretton Woods διέπονταν από τρεις κεντρικούς άξονες, τη νομισματική σταθερότητα, την αναπτυξιακή στρατηγική και τη φιλελευθεροποίηση του εμπορίου<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Βλ. Βαρουφάκης, Πατώκος, Τσερκέζης & Κουτσοπέτρος, (2011). *Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011*.

<sup>6</sup> Βλ. Βουτσά, Μ.Ε., (2019). *Το διεθνές οικονομικό σύστημα διακυβέρνησης: Ο ρόλος των φορέων διεθνούς χρηματοδότησης στη δημιουργία ενός νέου αναπτυξιακού πλαισίου*. (Διδακτορική Διατριβή). Διαθέσιμο από: Εθνικό Αρχείο Διδακτορικών Διατριβών.

Για τον σκοπό αυτό αποφασίστηκε η δημιουργία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (Δ.Ν.Τ.), της Παγκόσμιας Τράπεζας και της Γενικής Συμφωνίας Δασμών και Εμπορίου, γνωστή με την διεθνή ονομασία GATT. Καθένα από αυτά τα τρία όργανα επιφορτίστηκε με ένα σημαντικό έργο. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο θα επόπτευε το νομισματικό σύστημα, η Παγκόσμια Τράπεζα θα ήταν υπεύθυνη για την προαγωγή αναπτυξιακών προγραμμάτων και η Γενική Συμφωνία Δασμών και Εμπορίου θα επέλυε τα όποια προβλήματα παρουσιάζονταν στο διεθνές εμπόριο.

Παράλληλα και σε συνδυασμό με το σύστημα Bretton Woods το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο θα μπορούσε να επιβλέπει την υποτίμηση του νομίσματος κάθε χώρας, έτσι ώστε να αποτρέπονται ανταγωνιστικές υποτιμήσεις, όπως αυτές που παρουσιάστηκαν πριν από το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο και κατά τη διάρκεια της ισχύος του κλασικού κανόνα χρυσού. Επιπλέον, το Δ.Ν.Τ. είχε τη δυνατότητα να δανειοδοτεί τα κράτη που αντιμετώπιζαν οικονομικές δυσχέρειες, με κεφάλαια που είχαν συμβάλει όλα τα εμπλεκόμενα μέρη της Διάσκεψης.

Ο χαρακτήρας του νέου οικονομικού συστήματος ήταν κατά βάση κρατο-κεντρικός με την ταυτόχρονη εποπτεία και τον συντονισμό της οικονομικής πολιτικής και τη φιλελευθεροποίηση των παγκόσμιων αγορών της κάθε χώρας από τα νέα όργανα που δημιουργήθηκαν (Δ.Ν.Τ., Παγκόσμια Τράπεζα). Αυτός ο κρατικός παρεμβατισμός σε συνδυασμό με τον κλασικό φιλελευθερισμό ορίστηκε από τον John Ruggie ως «εμπεδωμένος φιλελευθερισμός»<sup>7</sup>.

Το νέο σύστημα, όπως θεσπίστηκε από τις συμμετέχουσες χώρες, όρισε αφενός το ρυθμιστικό πλαίσιο, αφετέρου έδωσε τη δυνατότητα στις κυβερνήσεις να δρουν ευέλικτα σε θέματα χάραξης κοινωνικής και οικονομικής πολιτικής. Έδωσε μια νέα ώθηση στην επανεκκίνηση της οικονομικής ζωής των περισσότερων ανεπτυγμένων οικονομικά χωρών. Το γεγονός αυτό επισημαίνει και ο Rodrik, τονίζοντας ότι για όσο διάστημα λειτούργησε το σύστημα Bretton Woods η οικονομική ανάπτυξη ήταν μεγαλύτερη σε σχέση με οποιαδήποτε άλλη εποχή και η πρόοδος αυτή εδράζεται στο κλίμα σταθερότητας και ασφάλειας, που δημιούργησε το νέο σύστημα<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Ruggie, J. G. (1982). *International Regimes, Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order*. International Organization, Volume 36, Issue 2, σελ. 379-415.

<sup>8</sup> Rodrik, D. (2012). *Το Παράδοξο της Παγκοσμιοποίησης: Η Δημοκρατία και το Μέλλον της Παγκόσμιας Οικονομίας*. σελ.124.

Η οικονομική αυτή άνθηση δεν αποτέλεσε αποκλειστικό προνόμιο των ανεπτυγμένων χωρών. Και οι λεγόμενες αναπτυσσόμενες οικονομίες βρήκαν πρόσφορο έδαφος για να αναπτυχθούν. Εξέχουσα περίπτωση αποτελεί η Νοτιοανατολική Ασία, οι χώρες της οποίας, εκμεταλλεύτηκαν την απουσία εξωτερικών μηχανισμών συμμόρφωσης και ανέπτυξαν οικονομικές πολιτικές, που οδήγησαν στη θεαματική αύξηση της παραγωγικής τους δυναμικότητας. Κομβικής σημασίας, προς την κατεύθυνση αυτή, αποδείχθηκε η υιοθέτηση οικονομικών πολιτικών, εκ μέρους των κυβερνήσεων αυτών των χωρών, οι οποίες αύξησαν κατακόρυφα τα ποσοστά αποταμίευσης. Οι αποταμιεύσεις με τη σειρά τους αποτέλεσαν κινητήριο δύναμη για τις κερδοφόρες επενδύσεις, οι οποίες ως εκ τούτου καταπολέμησαν κατά ένα μεγάλο ποσοστό τη φτώχεια και αύξησαν την ανταγωνιστικότητα των χωρών αυτών.

### 1.2.2 Σχέδιο Μάρσαλ και αρωγή προς την Ιαπωνία

Όπως όμως αναφέρθηκε ανωτέρω, το σύστημα Bretton Woods ήταν ο ένας μόνο από τους δύο πυλώνες της προσπάθειας ανασυγκρότησης της παγκόσμιας οικονομίας. Ο δεύτερος πυλώνας βασίστηκε σε μια κύρια συνισταμένη, την οικονομική ενίσχυση, εκ μέρους των Η.Π.Α., των χωρών της Ευρώπης και της Ασίας. Αυτή η συνισταμένη αποτελείτο από πολλές συνιστώσες, καθώς οι Η.Π.Α. προσέβλεπαν σε συγκεκριμένες επιδιώξεις.

Αρχικά, η κυβέρνηση της Αμερικής δεν ήθελε επ' ουδενί λόγω να αφήσει πρόσφορο έδαφος στη Σοβιετική Ένωση να εντάξει υπό τη σφαίρα επιρροής της χώρες που μόλις είχαν βγει λαβωμένες από τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο. Για τον λόγο αυτό η κυβέρνηση των Η.Π.Α. αποφάσισε τη γενναία οικονομική στήριξη των κρατών «που θα αντιστέκονταν σε απόπειρες καθυπόταξης από οπλισμένες μειοψηφίες ή από ξένες πιέσεις»<sup>9</sup>. Έτσι, τον Μάρτιο του 1947 ο πρόεδρος των Η.Π.Α., Χάρι Τρούμαν, προανήγγειλε ένα σχέδιο οικονομικής ενίσχυσης των πληγεισών από τον πόλεμο χωρών της Ευρώπης, το σχέδιο Μάρσαλ. Από όλες τις ευρωπαϊκές χώρες που έλαβαν την ενίσχυση, περισσότερο κερδισμένη βγήκε η Γερμανία, παρότι δεν έλαβε τα μεγαλύτερα ποσά του Σχεδίου Μάρσαλ.

---

<sup>9</sup> Berstein, S. & Milza, P. (1997). *Ιστορία της Ευρώπης 3: Διάσπαση και Ανοικοδόμηση της Ευρώπης, 1919 έως σήμερα* (Μ. Κοκολάκης, Μετ.). Αθήνα: Αλεξάνδρεια. σελ. 179.



Την ίδια περίπου εποχή, και συγκεκριμένα από το 1948 κι έπειτα, οι Η.Π.Α. ανέπτυξαν οικονομικές, πολιτικές και σχέσεις ασφαλείας με την Ιαπωνία. Έχοντας ως κύριο στόχο τον εκδημοκρατισμό και την αποστρατιωτικοποίηση της Ιαπωνίας, η Αμερική προώθησε μια σειρά μεταρρυθμίσεων στο εσωτερικό της χώρας. Για τη δημιουργία ενός αντιμιλιταριστικού και ειρηνικού κράτους ήταν απαραίτητη η υιοθέτηση ανοιχτών οικονομικών θεσμών<sup>10</sup>, οι οποίοι θα οδηγούσαν τη χώρα του ανατέλλοντος ηλίου προς την οικονομική ανάπτυξη και την ευημερία.

Ως επιστέγασμα της σύσφιξης των σχέσεων των δύο χωρών, ήρθε η υπογραφή της Συνθήκης Αμοιβαίας Ασφαλείας, η οποία όριζε ως «νόμιμη την στρατιωτική παρουσία των Η.Π.Α. στην Ιαπωνία για την προώθηση της ειρήνης και τη σταθερότητα στην Άπω Ανατολή»<sup>11</sup>. Η Συνθήκη αυτή κατέστησε αυτόματα την Ιαπωνία αντίπαλο της Σοβιετικής Ένωσης και σύμμαχο της Αμερικής κατά τη διάρκεια του Ψυχρού Πολέμου. Το να έχουν οι Η.Π.Α. έναν σύμμαχο στην Ανατολή κρίθηκε ιδιαίτερα σημαντικό αν αναλογιστεί κανείς την επιρροή που ασκούσε η Σοβιετική Ένωση στις υπόλοιπες χώρες της Ασίας και συγκεκριμένα στην Κίνα, μετά την υιοθέτηση του κομμουνιστικού μοντέλου διακυβέρνησης.

Εκτός όμως από την Ψυχροπολεμική συνιστώσα υπήρχαν και άλλες, αμιγώς οικονομικές, που ώθησαν τις Η.Π.Α. στην οικονομική ενίσχυση της Γερμανίας και της Ιαπωνίας. Με τη θέσπιση του Συστήματος Bretton Woods και με την ενίσχυση των χωρών, οι Η.Π.Α. είδαν μια τεράστια οικονομική ευκαιρία και την εκμεταλλεύτηκαν στο έπακρο. Οι υλικές ζημιές, που άφησε πίσω του ο Β΄ Παγκόσμιος Πόλεμος, ήταν τεράστιες με τις περισσότερες πόλεις να είναι κυριολεκτικά μισοκατεστραμμένες. Η συγκυρία ήταν ιδανική για την Αμερική για να αυξήσει τις εξαγωγές της και τη μαζική παραγωγή της και να διοχετεύσει στις χώρες, που προσπαθούσαν να ανασυγκροτηθούν, κεφαλαιουχικά και καταναλωτικά προϊόντα, καθιστώντας το εμπορικό της ισοζύγιο πλεονασματικό.

---

<sup>10</sup> Οι οικονομολόγοι και συγγραφείς D. Acemoglu και J.A. Robinson στο βιβλίο τους με τίτλο *Γιατί αποτυγχάνουν τα Έθνη* εξαιρούν τη σημασία των ανοιχτών (inclusive) οικονομικών θεσμών έναντι των κλειστών (extractive) για την ανάπτυξη και την ευημερία της οικονομίας και της κοινωνίας ενός κράτους. Για περισσότερα βλ. Acemoglu, D. & Robinson, J.A. (2013). *Γιατί αποτυγχάνουν τα έθνη: Οι καταβολές της ισχύος, της ευημερίας και της φτώχειας*. (Α. Φιλιππάτος, Μετ.). Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη.

<sup>11</sup> Soeya, Y. (1998). *Japan: Normative Constraints Versus Structural Imperatives*, στο M. Alagappa (επιμ.), *Asian Security Practice: Material and Ideational Influences*. California: Stanford University Press. σελ.201.

Πέρα από τα εμπορικά πλεονάσματα, οι Η.Π.Α. προσέβλεπαν στη δημιουργία δύο ισχυρών οικονομιών, οι οποίες θα είχαν ηγετικό χαρακτήρα η καθεμία στην περιφέρειά της. Η δημιουργία δύο «πρωταθλητριών» οικονομιών, στην Ευρώπη θα ήταν η Γερμανία και στην Ασία η Ιαπωνία, είχε ως απώτερο στόχο την ισχυροποίηση των νομισμάτων του μάρκου και του γιέν, τα οποία θα δρούσαν υποστηρικτικά προς το δολάριο. Τα δύο αυτά νομίσματα θα λειτουργούσαν αντισταθμιστικά και θα απορροφούσαν τους κραδασμούς που θα επέφερε μια ενδεχόμενη κρίση στις Η.Π.Α., έτσι ώστε να μην κινδυνεύσει το νέο παγκόσμιο οικονομικό εγχείρημα και η κατάσταση να τεθεί υπό έλεγχο εν τη γενέσει της.

### 1.3 Η κατάρρευση του συστήματος Bretton Woods

Κατά τα πρώτα χρόνια εφαρμογής του συστήματος φάνηκε να είναι θετική η επίδρασή του προς τις οικονομίες των χωρών που συμμετείχαν σε αυτό. Στη διάρκεια της δεκαετίας του 1960 η ευημερία φαινόταν να έχει εδραιωθεί στην Ευρώπη και όλες οι οικονομικές θεωρίες στηρίχθηκαν στις προβλέψεις ότι η οικονομική πρόοδος θα συνεχιζόταν για χρόνια. Τα καταρχήν προβλήματα του συστήματος δεν έγιναν γρήγορα διακριτά και τα όποια οικονομικά προβλήματα εμφανίστηκαν μέσα στο διάστημα ισχύος του συστήματος του Bretton Woods αντιμετωπίστηκαν μετριοπαθώς και θεωρήθηκαν παροδικά.

Παρόλο το αίσθημα ευφορίας που φαινόταν να διακατέχει τις οικονομίες της Ευρώπης και της Αμερικής, δεν άργησαν να εμφανιστούν και οι πρώτες φωνές που εξέφραζαν την επιφυλακτικότητά τους όσον αφορά την επιτυχή έκβαση της υιοθέτησης του συστήματος Bretton Woods. Προεξέχουσα προσωπικότητα, που εκδήλωσε τους ενδοιασμούς του εν τη γενέσει του συστήματος, αποτέλεσε ο John Maynard Keynes, καταξιωμένος διεθνώς οικονομολόγος, ο οποίος αποτελούσε και τον επικεφαλής της αποστολής της Μ. Βρετανίας στη συνθήκη.

Ο Keynes αποτέλεσε τον βασικό θεμελιωτή της θεωρίας του κράτους-επενδυτή ως σταθεροποιητή της αγοράς. Το κράτος θα έπρεπε να χρησιμοποιεί τη δύναμή του για να βελτιώσει τη λειτουργία της αγοράς χωρίς να υιοθετεί επιθετικές πολιτικές. Παράλληλα υποστήριξε την ελεύθερη αγορά σε επίπεδο διεθνούς εμπορίου και τον κρατικό παρεμβατισμό σε εθνικό επίπεδο και δεν ήταν υπέρμαχος των ελλειμματικών κρατικών προϋπολογισμών, της άσκησης πληθωριστικής πολιτικής και της υψηλής φορολόγησης.

Παράλληλα, μετά την κρίση του 1930 είχε εκφράσει την ερμηνεία του για την αδυναμία του φιλελεύθερου συστήματος, σύμφωνα με την οποία η αγορά ενδέχεται να μην

λειτουργήσει αποτελεσματικά και το γεγονός αυτό να οδηγήσει σε μαζική ανεργία μη μπορώντας να εξασφαλίσει τα απαιτούμενα κεφάλαια για την οικονομία μιας χώρας. Αυτό θα μπορούσε να έχει διαφορετικό απότοκο σε κάθε οικονομία και σε ορισμένες περιπτώσεις απειλούσε μια χώρα με οικονομική κρίση, η οποία θα μπορούσε να λάβει «επιδημική» μορφή προσβάλλοντας και άλλες χώρες και οδηγώντας τελικά σε μία παγκόσμια οικονομική ύφεση<sup>12</sup>.

Με γνώμονα αυτή τη θεώρηση ιδρύθηκαν οι οργανισμοί του Bretton Woods, οι οποίοι, ωστόσο, κατέστησαν πιο περίπλοκη τη διαχείριση των χρηματοπιστωτικών κεφαλαίων στην παγκόσμια αγορά. Οι διεθνείς τράπεζες και οι παρεμφερείς χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί παρείχαν αφειδώς κεφάλαια σε χώρες του αναπτυσσόμενου κόσμου με αποτέλεσμα την ανακύκλωση πλεονασμάτων.

Για την παρουσίαση αυτού του φαινομένου, της ανακύκλωσης πλεονασμάτων, είχε εκφράσει την άποψή του ο Keynes και κατά τη διάρκεια που λάμβανε χώρα η διάσκεψη στο Bretton Woods. Ο Βρετανός οικονομολόγος, υποστήριξε πως θα έπρεπε να δημιουργηθεί ένας κεντρικός μηχανισμός για τη διαχείριση της ανακύκλωσης πλεονασμάτων. Ο συγκεκριμένος μηχανισμός θα βασιζόταν στη διακρατική συνεργασία των χωρών, θα ήταν πλήρως θεσμοθετημένος και θα βρισκόταν υπό την εποπτεία και τον έλεγχο ενός διεθνούς φορέα.

Ο μηχανισμός, που πρότεινε ο Keynes, είχε ως βασικό στόχο την εξάλειψη των συστηματικά ελλειμματικών οικονομιών. Ο Keynes υποστήριξε πως αν για παράδειγμα εμφανιζόταν μια κρίση χρέους ή ανεργίας σε μια ελλειμματική χώρα, τότε θα έπρεπε να ληφθούν μέτρα με στόχο να παραμείνει η χώρα στο σύστημα Bretton Woods. Τα μέτρα αυτά θα χαρακτηρίζονταν από σκληρή λιτότητα και θα οδηγούσαν σε μείωση της ζήτησης, αύξηση του ελλείμματος και κατάρρευση της ισοτιμίας της χώρας. Η μείωση της ζήτησης και των εισαγωγών θα επηρέαζε άμεσα τις εξαγωγές πλεονασματικών χωρών, γεγονός που επέφερε μείωση των πλεονασμάτων αυτών των χωρών.

Παράλληλα, ο δημόσιος τομέας θα μείωνε τις δημόσιες δαπάνες και η μείωση της ζήτησης και των εισοδημάτων θα επιδειωνόταν περαιτέρω οδηγώντας ταυτόχρονα και σε τεράστια συρρίκνωση των πωλήσεων και της παραγωγής. Προϊόντος του χρόνου, οι μαζικές απολύσεις θα προκαλούσαν εκτίναξη της ανεργίας, πτώση των τιμών και το φοροεισπρακτικό πρόγραμμα της κυβέρνησης για αύξηση των δημοσίων εσόδων θα

---

<sup>12</sup> Βλ. Βουτσά, Μ.Ε., (2019). *Το διεθνές οικονομικό σύστημα διακυβέρνησης: Ο ρόλος των φορέων διεθνούς χρηματοδότησης στη δημιουργία ενός νέου αναπτυξιακού πλαισίου.*, ο.π. σελ. 86.

συμπιεζόταν υπό το βάρος της ύφεσης. Αποτέλεσμα όλων αυτών θα ήταν η χώρα αυτή να περιδινίζεται σε μια αέναη κατάσταση αποπληθωρισμού-χρέους. Επιπλέον, η μείωση των εισαγωγών και η μονίμως ελλειμματική οικονομία μιας χώρας Α θα επηρέαζε τις εξαγωγές και τα πλεονάσματα άλλων χωρών, έστω Β και Γ, με τον κίνδυνο της εξάπλωσης της ύφεσης από την ελλειμματική χώρα προς τις άλλες να ελλοχεύει.

Εντούτοις, την πεποίθηση αυτή του Keynes δεν ενστερνίστηκαν και οι συμμετέχουσες στη διάσκεψη χώρες, παρά το γεγονός πως αναγνώρισαν την αδυναμία της εναρμονισμένης αυτορρύθμισης των αγορών πάντοτε και ως εκ τούτου δεν δημιουργήθηκε ποτέ ο μηχανισμός που υποστήριξε ο Keynes. Βασική αιτία για το γεγονός αυτό κατέστη η ηγεμονική στάση που διαδραμάτισε η Αμερική<sup>13</sup>, η οποία αφενός επιθυμούσε την ύπαρξη ενός μοντέλου ανακύκλωσης των πλεονασμάτων, αφετέρου επεδίωκε τον ρόλο αυτό του μηχανισμού να τον «υποδυθεί» η ίδια.

Αιχμή του δόρατος για το σχέδιο των Η.Π.Α. αποτελούσε το γεγονός πως το δολάριο αποτελούσε το μοναδικό μετατρέψιμο νόμισμα σε χρυσό. Βασική επιδίωξη τους ήταν η θεμελίωση του δολαρίου ως παγκοσμίου νομίσματος, με ευσεβή πόθο την διαίωνη των εμπορικών τους πλεονασμάτων. Εν ολίγοις, οι Η.Π.Α. θα ανακύκλωναν τα εμπορικά τους πλεονάσματα συνδράμοντας με μεγάλες κεφαλαιακές ροές χώρες-συμμάχους τους, κυρίως τη Γερμανία στην Ευρώπη και την Ιαπωνία στην Ασία, μέσω προγραμμάτων βοήθειας (για παράδειγμα σχέδιο Μάρσαλ) και επενδύσεων. Οι συμμαχικές αυτές χώρες θα εξακολουθούσαν να αποτελούν αγορές για τα αμερικανικά προϊόντα, οι οικονομίες θα ευημερούσαν και η Αμερική θα επεξέτεινε την ηγεμονία της και την υπεροχή της στο παγκόσμιο οικονομικό γίγνεσθαι.

Εν πρώτοις και για μικρό χρονικό διάστημα το εν λόγω εγχείρημα φάνηκε πως στέφεται με επιτυχία. Σε μακροοικονομικό ορίζοντα όμως δεν άργησε να διαφανεί το σαθρό έδαφος πάνω στο οποίο είχε στηριχθεί το συγκεκριμένο οικοδόμημα. Η ύπαρξη ενός και μόνο μετατρέψιμου-ηγεμονικού νομίσματος και η εξισορρόπηση μεταξύ εμπιστοσύνης και ρευστότητας ανέδειξε την ανεπαρκή και προβληματική, σε μακροχρόνιο ορίζοντα, φύση του συστήματος.

Από τους πρώτους, που διέκριναν το δύσκολο εγχείρημα της ισορροπίας μεταξύ ρευστότητας και εμπιστοσύνης στο μοναδικό μετατρέψιμο νόμισμα (δολάριο) ήταν ο Βελγο-Αμερικανός οικονομολόγος Ρόμπερτ Τρίφιν, ο οποίος, τη δεκαετία του 1960,

---

<sup>13</sup> Για περισσότερες πληροφορίες βλ. Kiely, R. (2005). *Empire in the age of globalization: US hegemony and neoliberal disorder*, κεφ.5, σελ. 88-92.

άσκησε κριτική στη χρήση του δολαρίου, ως πρότυπου νομίσματος, στο πλαίσιο του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών που υιοθετήθηκε στο σύστημα Bretton Woods, η οποία έγινε αργότερα γνωστή ως «δίλλημα Τρίφιν ή «παράδοξο Τρίφιν»<sup>14</sup>.

Το «δίλλημα Τρίφιν» είναι η σύγκρουση συμφερόντων που εγείρεται ανάμεσα στους βραχυχρόνιους και τους μακροχρόνιους διεθνείς στόχους των χωρών, των οποίων το νόμισμα χρησιμοποιείται ως διεθνές συναλλαγματικό μέσο. Ο Τρίφιν επεσήμανε πως τα κράτη-εγγυητές της νομισματικής σταθερότητας, των οποίων το νόμισμα αποτελεί διεθνές συναλλαγματικό μέσο, πρέπει κάθε φορά να είναι πρόθυμα να αυξήσουν την προσφορά του νομίσματός τους για να καλύψουν την παγκόσμια ζήτηση για συναλλακτικά αποθέματα, με κίνδυνο την εμφάνιση ελλείματος τρεχουσών συναλλαγών.<sup>15</sup> Κύρια αιτία του «διλλήματος Τρίφιν» είναι η επιθυμία των υπόλοιπων κρατών να διακρατούν τα αποθέματά τους στο διεθνές συναλλαγματικό μέσο.

Παράλληλα, η χρήση ενός εθνικού νομίσματος, εν προκειμένω του δολαρίου, ως παγκόσμιο συναλλαγματικό νόμισμα, μπορεί να οδηγήσει σε σύγκρουση μεταξύ της εθνικής και της παγκόσμιας νομισματικής πολιτικής. Το γεγονός αυτό αντανακλάται σε θεμελιώδεις ανισορροπίες στο ισοζύγιο πληρωμών του τρέχοντος λογαριασμού της χώρας, καθώς κάποιοι στόχοι απαιτούν την εκροή δολαρίων από τις Η.Π.Α., ενώ κάποιοι άλλοι απαιτούν εισροές.

Πράγματι, τόσο οι ενδοιασμοί του Keynes όσο και η θεωρία του Τρίφιν αποδείχθηκαν αληθινά. Όταν από το 1960 και έπειτα τα εμπορικά πλεονάσματα έδωσαν τη θέση τους σε ένα διογκωμένο δημόσιο έλλειμμα, το οποίο ολοένα και αυξανόταν, είχε φτάσει η αρχή του τέλους για το σύστημα Bretton Woods. Στην αύξηση του χρέους συνέβαλαν και άλλοι παράγοντες όπως ήταν για παράδειγμα η εμπλοκή των Η.Π.Α. στον μακροχρόνιο πόλεμο του Βιετνάμ κατά τη διάρκεια του οποίου επιβαρύνθηκε η οικονομία της χώρας με διακόσια είκοσι (220 δισ.) δισεκατομμύρια δολάρια<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup>Μια πιο σύγχρονη εκδοχή του διλλήματος δίνει ο οικονομολόγος Fred Bergsten. Ενδεικτικά βλέπε: Bergsten, C. F. (2009) *The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis, Foreign Affairs*, Νοέμβριος-Δεκέμβριος 2009.

<sup>15</sup> Βλ. Καλλιόπουλος, Α. (2018). *Ρύθμιση ή Απορρύθμιση του Τραπεζικού Τομέα: Όψεις Ρυθμιστικής Διακυβέρνησης στην Ε.Ε.*, ο.π. (υποσ. 67) σελ. 31.

<sup>16</sup> Βλ. Βαρουφάκης, Γ. (2012). *Παγκόσμιος Μινώταυρος: Οι πραγματικές αιτίες της Κρίσης*.

#### 1.4 Η δυσπιστία προς το δολάριο και το τέλος της μετατρεψιμότητάς του.

Όταν την προεδρία των Η.Π.Α. ανέλαβε το 1963 ο αρχηγός των δημοκρατικών, Lyndon Johnson, ανακοίνωσε την έναρξη του εγχώριου προγράμματος το οποίο έφερε την ονομασία «Great Society». Το συγκεκριμένο πρόγραμμα είχε ως βασικούς στόχους την εξάλειψη της φτώχειας και των φυλετικών διακρίσεων. Στο πρόγραμμα προβλέπονταν δαπάνες για την εκπαίδευση, την ιατρική περίθαλψη, τα προβλήματα του αστικού ιστού, την ένδεια της υπαίθρου και τις μεταφορές. Ωστόσο, παρά το γεγονός πως το «Great Society» δημιουργήθηκε για να καταπολεμήσει τις κοινωνικές ανισότητες και να κατευνάσει τον κοινωνικό αναβρασμό, περιελάμβανε τα επιμέρους προγράμματα που αναφέρθηκαν ανωτέρω, τα οποία κρίθηκαν άκρως δαπανηρά, δεν εφαρμόστηκαν εξ ολοκλήρου και εγκαταλείφθηκαν αρκετά σύντομα.

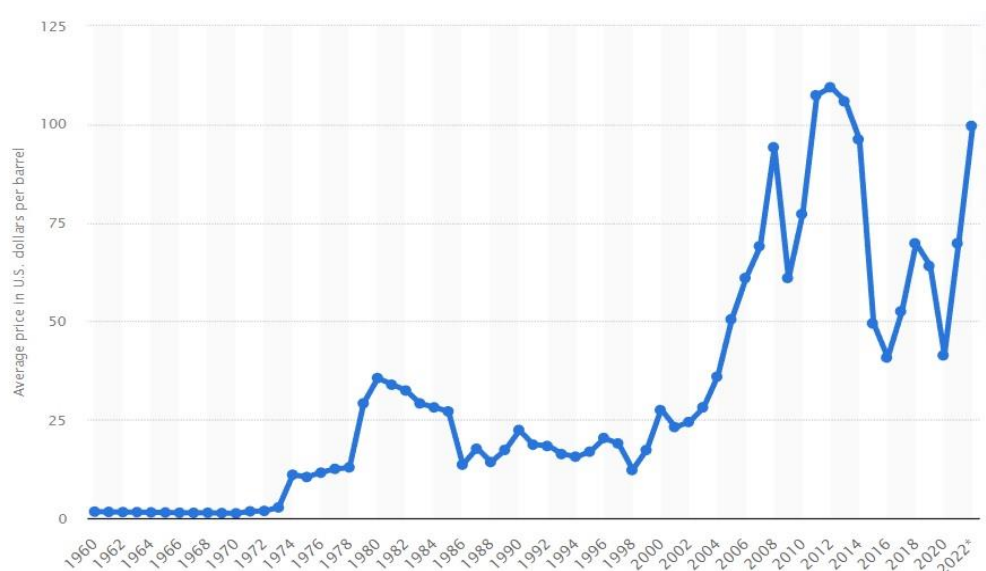
Σε όλο αυτό το διάστημα, από το 1944, οπότε και συνήλθε η Διάσκεψη στο Bretton Woods, μέχρι και τα μέσα της δεκαετίας του 1960, η τεράστιες οικονομικές ροές προς τις συμμαχικές χώρες σε συνάρτηση με την παραχώρηση σημαντικών παραγωγικών συντελεστών και κυρίως του ανθρώπινου κεφαλαίου, και συγκεκριμένα της τεχνογνωσίας, έδωσε τη δυνατότητα σε αυτές τις χώρες να επενδύσουν στην ανάπτυξη της έρευνας και της τεχνολογίας.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν η Γερμανία και η Ιαπωνία, με την πρώτη να επενδύει κυρίως στη ανάπτυξη του κλάδου της αυτοκινητοβιομηχανίας και τη δεύτερη να επενδύει τόσο στην αυτοκινητοβιομηχανία όσο και σε προϊόντα τεχνολογίας. Το γεγονός αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι εταιρείες των χωρών αυτών να αποκτήσουν συγκριτικά πλεονεκτήματα σε σχέση με τις αμερικανικές πολυεθνικές. Η απώλεια της ανταγωνιστικότητας των αμερικανικών εταιρειών είχε μεγάλο αντίκτυπο από τη μια πλευρά στην προσπάθεια των Η.Π.Α. να διαδραματίσουν ηγεμονικό ρόλο στον παγκόσμιο οικονομικό χάρτη και από την άλλη πλευρά επηρέασε σε μεγάλο βαθμό τη μείωση των αμερικανικών εμπορικών πλεονασμάτων και στην ταυτόχρονη αύξηση των εμπορικών και κυβερνητικών ελλειμμάτων.

Παράλληλα, το 1960 δημιουργείται ο Οργανισμός Εξαγωγών Πετρελαιοπαραγωγών Χωρών (στα αγγλικά Organization of the Petroleum Exporting Countries, OPEC). Στόχος του οργανισμού ήταν η καθιέρωση μια κοινής πετρελαϊκής πολιτικής ανάμεσα στα κράτη μέλη του οργανισμού, για την αποτελεσματικότερη προώθηση των συμφερόντων τους, όσον αφορά τις τιμές της αγοράς και τον σχεδιασμό μια ομαλής και αποδοτικότερης πετρελαϊκής βιομηχανικής ανάπτυξης. Βασικό μέλημα του OPEC ήταν να αναλάβει υπό

την αιγίδα του τη διαπραγμάτευση των συμβολαίων των πετρελαιοπαραγωγών χωρών με τις πολυεθνικές πετρελαϊκές επιχειρήσεις.

Οι δύο δεκαετίες που ακολούθησαν, του 1960 και του 1970, υπήρξαν ιδιαίτερα παραχώδεις στον συγκεκριμένο κλάδο. Κορωνίδα των γεγονότων που διαδραματίστηκαν σε αυτά τα χρόνια ήταν οι δύο πετρελαϊκές κρίσεις (ή πετρελαϊκά σοκ) των ετών 1973-1974 και 1979-1980. Τα πετρελαϊκά εμπάργγο που επιβλήθηκαν από τις συμμετέχουσες στον OPEC χώρες αύξησαν κατακόρυφα τη χρηματιστηριακή τιμή του βαρελιού του αργού πετρελαίου. Όπως φανερώνει το ακόλουθο διάγραμμα, από το 1958 έως και το 1970 η τιμή του βαρελιού του αργού πετρελαίου βρισκόταν στα τρία δολάρια (\$ 3,00). Κατά τη διάρκεια της πρώτης πετρελαϊκής κρίσης η τιμή του βαρελιού του αργού πετρελαίου εκτινάχθηκε στα δώδεκα δολάρια (\$ 12), καταγράφοντας ποσοστιαία μεταβολή της τάξης του τριακόσια τοις εκατό (300%).<sup>17</sup>



Διάγραμμα 1: Τιμή βαρελιού αργού πετρελαίου σε δολάρια (\$) 1960-2022. Πηγή [www.statista.com](http://www.statista.com)

Παράλληλα, τον Οκτώβριο του 1973 ξέσπασε ο Δ΄ Αραβοϊσραηλινός Πόλεμος, ή αλλιώς Πόλεμος του Γιομ Κιπούρ. Αντιμαχόμενες πλευρές ήταν από τη μία πλευρά οι συνασπισμένες δυνάμεις της Συρίας και της Αιγύπτου και από την άλλη πλευρά το Ισραήλ. Σε αυτόν τον πόλεμο οι Η.Π.Α. τάχθηκαν ανοιχτά υπέρ του Ισραήλ

<sup>17</sup> Βλ. Μπαλάσκα, Β. (2008). *Πετρελαϊκές κρίσεις και χρηματιστήρια: Η επίδραση των τιμών του πετρελαίου στις χρηματιστηριακές αποδόσεις και ΑΕΠ*. (Μεταπτυχιακή Εργασία). Πανεπιστήμιο Πειραιά.

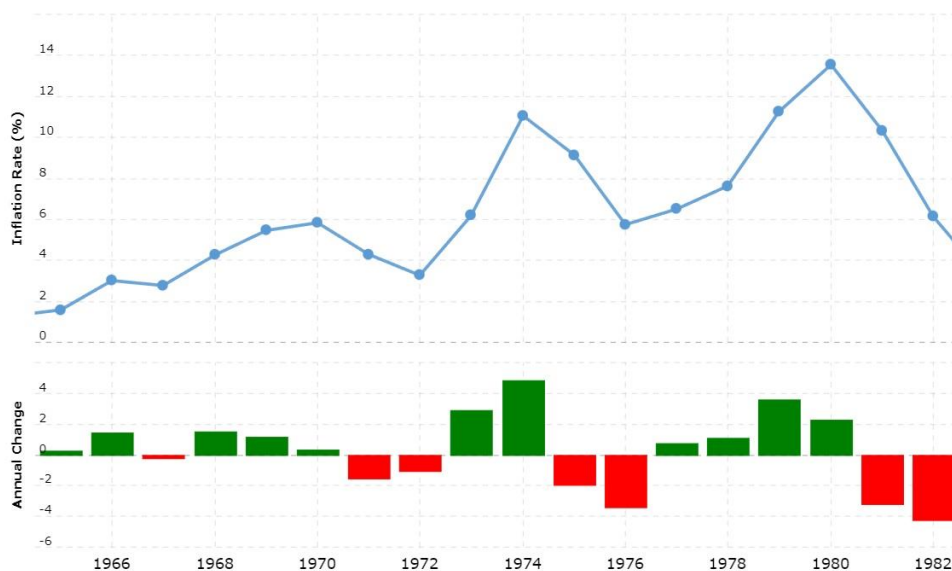
προμηθεύοντας με πυρομαχικά, κυρίως αντιαρματικά και αντιαεροπορικά, τον ισραηλινό στρατό. Συνέπεια της αρωγής της Αμερικής προς το Ισραήλ ήταν η αντίδραση πολλών αραβικών-πετρελαιοπαραγωγών χωρών, επιβάλλοντας εμπάργκο στην προσφορά πετρελαίου προς τις Η.Π.Α. Από την επιβολή του εμπάργκο και έπειτα ο έλεγχος της τιμής του πετρελαίου είχε περάσει πλέον στη δικαιοδοσία του ΟΡΕC.

Όλα τα γεγονότα, τα οποία παρατέθηκαν από την αρχή της ενότητας, συνέθεσαν το οικονομικό υπόβαθρο των Η.Π.Α. και οδήγησαν σε ένα κοινό αποτέλεσμα, τη διόγκωση των ελλειμμάτων της αμερικανικής οικονομίας και τη δυσπιστία προς τη μετατρεψιμότητα του δολαρίου σε χρυσό. Η κυβέρνηση των Η.Π.Α. θέλοντας να αντιμετωπίσει το ελλειμματικό από το 1960 κι έπειτα εμπορικό ισοζύγιο και το διογκωμένο δημόσιο χρέος διοχέτευε στην αγορά χρήματος, τόσο εντός όσο και εκτός της χώρας, ολοένα και μεγαλύτερες ποσότητες δολαρίων.

Στο εσωτερικό, η αύξηση της προσφοράς δολαρίων επέφερε και άνοδο των τιμών της αγοράς ενώ οι μεγάλες εκροές χρηματικών κεφαλαίων προς το εξωτερικό, μέσω των πολυεθνικών εταιρειών προκάλεσε μείωση των επενδύσεων στην εγχώρια αγορά. Ο πληθωρισμός, που δημιουργήθηκε στις Η.Π.Α., σταδιακά άρχισε να επηρεάζει, μέσω του δολαρίου, και τις υπόλοιπες χώρες, οι οποίες προκειμένου να διατηρήσουν σταθερή την συναλλαγματική του ισοτιμία σε σχέση με το δολάριο, αύξαναν την ποσότητα του νομίσματός τους υποτιμώντας το. Επιστέγασμα των γεγονότων αυτών, στην εγχώρια αγορά της Αμερικής, αποτέλεσε ο πληθωρισμός της δεκαετίας του 1960 με αποκορύφωμα τον στασιμοπληθωρισμό της δεκαετίας του 1970.

Στο διάγραμμα, που παρατίθεται στη συνέχεια γίνεται έκδηλη η ανοδική τάση που παρουσιάζει ο πληθωρισμός στις Η.Π.Α από το 1966 και έπειτα. Μέχρι εκείνο το σημείο ο πληθωρισμός είχε διατηρηθεί σε χαμηλά επίπεδα της τάξης του ένα με ενάμισι τοις εκατό (1-1,5%) από το 1960 έως και το 1965 κυρίως λόγω του συστήματος Bretton Woods και του πλεονασματικού εμπορικού ισοζυγίου. Με την εμπλοκή της χώρας στο Βιετνάμ το 1966, ο πληθωρισμός ανέρχεται σταδιακά και καταγράφει τις υψηλότερες τιμές του το 1974 με έντεκα τοις εκατό (11%), το 1979 με έντεκα κόμμα τρία τοις εκατό (11,3%) και αποκορύφωμα το 1980 με δεκατριεσμήμισι τοις εκατό. (13,5%).





Διάγραμμα 2: Δείκτης πληθωρισμού στις Η.Π.Α. τις δεκαετίες του 1960 και του 1970 και ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του πληθωρισμού. Πηγή: [www.macrotrends.net](http://www.macrotrends.net)

Η δυσπιστία προς το δολάριο ήταν πλέον γεγονός παρά την απέλπιδα προσπάθεια των Η.Π.Α. να χρησιμοποιήσουν μεγάλες ποσότητες του αποθεματικού τους σε χρυσό με στόχο να κρατήσουν την ισοτιμία του δολαρίου ως προς τον χρυσό. Σύντομα, Ευρωπαίοι Άραβες και Ιάπωνες που είχαν συγκεντρώσει μεγάλες ποσότητες δολαρίων, θέλησαν να απαλλαγούν από αυτά, υπό το φόβο της κατάρρευσης του δολαρίου, και να τα μετατρέψουν σε χρυσό. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν η Γαλλία και η Μ. Βρετανία, οι οποίες σε σύντομο χρονικό διάστημα ζήτησαν την ανταλλαγή δισεκατομμυρίων δολαρίων σε χρυσό.

### 1.5 Η Σμιθσόνια Συμφωνία

Η δεινή κατάσταση, στην οποία είχε περιέλθει το δολάριο, αύξησε την πίεση στην κυβέρνηση των Η.Π.Α. Τον Αύγουστο του 1971 ο πρόεδρος των Η.Π.Α., Ρίτσαρντ Νίξον, ανακοίνωσε αίρεται η μετατρεψιμότητα του δολαρίου σε χρυσό και από εκείνο το σημείο και έπειτα οι Η.Π.Α. δεν θα μετέτρεπαν τα κεφάλαια σε δολάρια που κατείχαν οι υπόλοιπες χώρες σε χρυσό, είτε επρόκειτο για κυβερνητικά ή ιδιωτικά κεφάλαια. Παράλληλα, καθίστατο ελεύθερη η ροή κεφαλαίων μεταξύ των χωρών χωρίς περιορισμούς και καταργούνταν η σταθερή ισοτιμία του δολαρίου.

Η ύστατη προσπάθεια διάσωσης του συστήματος Bretton Woods συντελέστηκε λίγους μήνες έπειτα από τις δηλώσεις του Νίξον και συγκεκριμένα τον Δεκέμβριο του 1971. Τότε, στην Ουάσιγκτον των Ηνωμένων Πολιτειών και συγκεκριμένα στο Ίδρυμα

Smithsonian, συνήλθαν οι παγκόσμιες οικονομικές αρχές με στόχο τη διάσωση του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, όπως αυτό είχε οριστεί στη Διάσκεψη του Bretton Woods. Η προβληματική δόμηση του συστήματος του Bretton Woods σε συνδυασμό με την αναποτελεσματική νομισματική πολιτική της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. είχαν διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στις παγκόσμιες οικονομικές εξελίξεις, ωστόσο ο Νίξον απέδωσε τα ελλείμματα του εμπορικού ισοζυγίου πληρωμών της χώρας σε αθέμιτες συναλλακτικές πρακτικές και στην απροθυμία των υπόλοιπων χωρών να μοιραστούν από κοινού τη στρατιωτική επιβάρυνση του Ψυχρού Πολέμου. Ήθελε τα ξένα νομίσματα να ανατιμηθούν έναντι του δολαρίου, σε καμία περίπτωση όμως δεν επιθυμούσε την υποτίμηση του δολαρίου σε σχέση με τον χρυσό.<sup>18</sup>

Οι αποφάσεις που ελήφθησαν στη Συμφωνία όσον αφορά τα μέτρα σχετικά με την υποτίμηση του δολαρίου σε σχέση με τον χρυσό, στα τριάντα οχτώ δολάρια (\$ 38) πλέον ανά ουγκιά, αλλά και την επανεκτίμηση των υπολοίπων νομισμάτων έναντι του δολαρίου, αποδείχθηκαν υπέρ το δέον αργοπορημένες. Παράλληλα, οι συμμετέχουσες χώρες συμφώνησαν να εξετάσουν στο μέλλον μεταρρυθμίσεις σχετικά με το διεθνές νομισματικό σύστημα.

Από τη Συμφωνία αυτή όμως και έπειτα, το δολάριο κατέστη βορά στα παιχνίδια των κερδοσκόπων. Οι τελευταίοι κατάφεραν να ωθήσουν πολλά ευρωπαϊκά νομίσματα πάνω από το επιτρεπτό όριο της συναλλαγματικής του ισοτιμίας. Μετά την παρεμβολή τους αυτή, οι κεντρικές τράπεζες των χωρών αυτών βρέθηκαν να έχουν στην κατοχή τους έναν πακτωλό ανεπιθύμητων δολαρίων, τα οποία αυξάναν τις πληθωριστικές πιέσεις. Οι συνεχείς υποτιμήσεις του δολαρίου έναντι του χρυσού οδήγησαν την τιμή του (δολαρίου) από τα τριάντα οχτώ δολάρια (\$ 38) η ουγκιά τον Δεκέμβριο του 1971, μετά το τέλος της Σμιθσόνιας Συμφωνίας, στα ενενήντα δολάρια (\$ 90) στις αρχές του 1973.

Στις 12 Φεβρουαρίου 1973, με τις αγορές συναλλαγών της Ευρώπης και της Ιαπωνίας κλειστές, υποτίμησαν το δολάριο με ένα επιπλέον ποσοστό της τάξης του δέκα τοις εκατό (10%) και, όταν οι αγορές άνοιξαν πάλι, η κερδοσκοπία έναντι του δολαρίου είχε γίνει ανεξέλεγκτη. Εντός ενός μηνός, τα περισσότερα κύρια νομίσματα, όπως η στερλίνα, το Καναδικό δολάριο και το Ελβετικό φράγκο, είχαν καταστεί ελεύθερα έναντι του

---

<sup>18</sup> Βλ. Silber, W. L. (2013). *Volcker: The Triumph of Persistence*. (2<sup>η</sup> εκδ.) σελ. 93.

δολαρίου όσον αφορά τη διαμόρφωση της συναλλακτικής τους τιμής. Το γεγονός αυτό, αποτέλεσε και το ουσιαστικό τέλος του συστήματος Bretton Woods.<sup>19</sup>

Ακόμα όμως και μετά την κατάρρευση του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι Η.Π.Α. είχαν βρει πρόσφορο έδαφος, ούτως ώστε τεράστια χρηματικά κεφάλαια από Ευρωπαίους, Ιάπωνες και Άραβες πλούσιους επιχειρηματίες να κινηθούν προς αυτές. Σε αυτό το γεγονός συνέβαλαν η αύξηση της ανταγωνιστικότητας των αμερικανικών εταιρειών, κυρίως λόγω της πετρελαϊκής κρίσης, η αύξηση των επιτοκίων από την Κεντρική Τράπεζα των Η.Π.Α. (Fed), ο χαμηλότερος πληθωρισμός της Αμερικής σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες και οι δαπάνες της αμερικανικής κυβέρνησης προς τις εταιρείες της εγχώριας αγοράς.

Ειδικότερα, στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας των αμερικανικών εταιρειών, καθοριστικό ρόλο διαδραμάτισε η πετρελαϊκή κρίση του 1973, η οποία εκτίναξε το κόστος παραγωγής των επιχειρήσεων. Η κρίση αυτή επηρέασε άμεσα τις χώρες της Ευρώπης και της Ασίας και άφησε σχεδόν ανεπηρέαστη την αμερικανική αγορά, παρά το εμπάργκο που επιβλήθηκε στις Η.Π.Α. Οι κύριοι παράγοντες για αυτό ήταν δύο.

Αρχικά, η Αμερική διαθέτει δικά της κοιτάσματα πετρελαίου εντός της επικράτειάς της και με αυτά ως επί το πλείστον ικανοποιεί την εγχώρια ζήτηση. Οι εισαγωγές από τις χώρες του OPEC αποτελούν ένα μικρό ποσοστό για την κάλυψη της αμερικανικής αγοράς. Παράλληλα, οι μεγαλύτερες πολυεθνικές εταιρείες προμήθειας και διακίνησης πετρελαίου είναι αμερικανικές και είχαν τη δυνατότητα διαπραγμάτευσης της τιμής του πετρελαίου. Όλοι αυτοί οι παράγοντες οδήγησαν σε μια άνευ προηγουμένου κίνηση κεφαλαίου, η οποία ενισχύθηκε από την εκτόξευση των επιτοκίων από τη Fed με στόχο τον περιορισμό του πληθωρισμού, που έπληττε την αμερικανική οικονομία<sup>20</sup>.

## 1.6 Η δημιουργία του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος

Η δεκαετία του 1970 αποτέλεσε κομβικό σημείο στην ιστορία της οικονομικής θεωρίας και σημείο καμπής του καπιταλιστικού συστήματος. Η δυναμική ανάπτυξη που δημιουργήθηκε βασισμένη στο παγκόσμιο εμπόριο φάνηκε να περιορίζεται από το

---

<sup>19</sup> Βλ. International Monetary Fund. (1973). *Annual Report of the Executive Directors for the Fiscal Year Ended April 30, 1973*.

<sup>20</sup> Duménil, G. & Lévy, D. (2011). *The Crisis of Neoliberalism*. (σελ. 1). Harvard University Press.

παρωχημένο σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών σε χρυσό, το οποίο έδωσε τη θέση του σε ένα νέο σύστημα με ευέλικτες ισοτιμίες.

Τα κεϋνσιανό οικονομικό μοντέλο, που ακολουθήθηκε τις προηγούμενες δεκαετίες, παραχώρησε από το 1970 και έπειτα τη σκυτάλη στον νεοφιλελευθερισμό, τον νέο ιμπεριαλισμό και τη χρηματιστικοποίηση<sup>21</sup>, που αποτέλεσαν βασικά δομικά συστατικά της δυναμικής καπιταλιστικής ανάπτυξης. Η νέα οικονομική τάξη πραγμάτων που δημιουργήθηκε με την χρηματιστικοποίηση της οικονομίας και την ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα βασίστηκε σε συγκυρίες που βρίσκονταν μεταξύ τους σε συνεχή ανατροφοδότηση και γιγαντώθηκαν παράλληλα.

Μία από αυτές ήταν και η δημιουργία των υπερεθνικών εταιρειών. Η Δεύτερη Βιομηχανική Επανάσταση, η οποία έχει ως σημείο εκκίνησης τα μέσα του 19<sup>ου</sup> αιώνα, συνετέλεσε στην ραγδαία εκβιομηχάνιση των επιχειρήσεων και την ανάπτυξη των πόλεων. Ως απόρροια των εξελίξεων, αναδύθηκαν ισχυρά βιομηχανικά κράτη όπως η Γερμανία, η Βρετανία, οι Η.Π.Α. και η Γαλλία. Η περίοδος, από το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου έως και το 1975 σηματοδότησε την εμφάνιση διεθνικών μονοπωλιακών εταιρειών, οι οποίες βρήκαν έρεισμα για την ανάπτυξή τους στη μαζική παραγωγή, τη μαζική κατανάλωση και χρηματικά κεφάλαια που εκπορεύονταν από τις κυβερνήσεις προς αυτές, μέσω των προγραμμάτων στήριξης ή επιχορήγησης που διέθεταν οι Η.Π.Α.

Με την αποσύνδεση του νομίσματος από τον χρυσό προέκυψε χρηματιστικοποιημένη οικονομία στην οποία η ρευστότητα φαινόταν εκ πρώτης όψεως, μέχρι αποδείξεως του εναντίου το 2008, ότι είναι απεριόριστη. Στο πλαίσιο της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας οι εν λόγω επιχειρήσεις είχαν τη δυνατότητα εξεύρεσης χρηματοδότησης πέρα από τον τραπεζικό δανεισμό, ο οποίος μέχρι πρότινος αποτελούσε την αποκλειστική πηγή δανεισμού.

Η εμφάνιση του «παρασιτικού χρήματος»<sup>22</sup> και των καινοτομικών χρηματοπιστωτικών προϊόντων, έπειτα από την κατάργηση των σταθερών ισοτιμιών με τον χρυσό, παρείχε τη

---

<sup>21</sup> Βλ. Shaikh, M. A. (2016). *Capitalism: Competition, Conflict, Crises*. New York: Oxford University Press. σελ. 495.

<sup>22</sup> Παρασιτικό χρήμα (fiat money) ή χρήμα αναγκαστικής κυκλοφορίας είναι το χρήμα το οποίο δεν είναι μετατρέψιμο σε άλλο περιουσιακό στοιχείο, όπως για παράδειγμα ο χρυσός ή κάποιο άλλο πολύτιμο υλικό. Το ακριβώς αντίστροφο είναι το εμπορευματικό χρήμα (commodity money), του οποίου η αξία καλύπτεται

δυνατότητα και τη ρευστότητα στις επιχειρήσεις ώστε να επεκταθούν περαιτέρω, μέσα σε ένα δυναμικά αναπτυσσόμενο παγκόσμιο εμπόριο, και να αποκτήσουν τον υπερεθνικό τους χαρακτήρα, εξασθενώντας του συνεκτικούς δεσμούς με τη χώρα προέλευσής τους.

Παράλληλα, η δημιουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος οφείλεται εν πολλοίς στην απελευθέρωση (deregulation) των κεφαλαιαγορών με την ταυτόχρονη επέκταση των διεθνών τραπεζών. Χαρακτηριστικό της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αγοράς που αναδύθηκε ήταν η οικονομική αλληλεξάρτηση των εθνικών οικονομιών, η οποία προέκυψε λόγω του όγκου και της ταχύτητας της ροής κεφαλαίων εντός του συστήματος, η έλλειψη ελέγχου στην κίνηση των κεφαλαίων και η απορρύθμιση των εθνικών οικονομιών.<sup>23</sup>

Επιπλέον, η βασική λειτουργία της χρηματοοικονομικής αγοράς, η αποδοτική διανομή των αποταμιεύσεων μεταξύ πιστωτών και δανειζόμενων, διανθίστηκε από ένα πλήθος νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Ενδοεταιρικά δάνεια, εταιρικά ομόλογα και μετοχές και δομημένα ομόλογα είναι μόνο κάποια από τα προϊόντα που διακινούνταν εντός της παγκόσμιας αγοράς κεφαλαίων και ανατροφοδοτούσαν την αγορά με παρασιτικό και τοξικό χρήμα.

Η παραγωγή νέου χρήματος μέσω των προαναφερθέντων χρηματοοικονομικών προϊόντων ευνοήθηκε σε μεγάλο βαθμό από τη ραγδαία εξέλιξη της τεχνολογίας και της πληροφόρησης. Το διεπιστημονικό πεδίο, που αναπτύχθηκε εντός της αγοράς, και χρησιμοποιεί μαθηματικές τεχνικές και εργαλεία από τους κλάδους της πληροφορικής, των οικονομικών, της στατιστικής και άλλων για τη δημιουργία καινοτόμων οικονομικών προϊόντων ονομάστηκε «financial engineering».

Στο πλαίσιο της απελευθέρωσης των κεφαλαιαγορών, οι χρηματοοικονομικές ροές επηρεάζουν σε αρκετά μεγάλο βαθμό ακόμη και στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Με το ρόλο του θεματοφύλακα στη διαχείριση του διεθνούς νομισματικού συστήματος επιφορτίστηκαν οι Κεντρικές Τράπεζες, με στόχο να εξομαλυνθούν οι διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, καθώς επηρέαζαν τόσο την οικονομική μεγέθυνση όσο και την πραγματική οικονομία. Ούτε όμως οι Κεντρικές Τράπεζες ήταν σε θέση να

---

από αποθεματικό άλλων υλικών. Για περισσότερες πληροφορίες βλ. Ritter, J. (1995). *The Transition from Barter to Fiat Money*. American Economic Review, American Economic Association, vol. 85(1).

<sup>23</sup> Βλ. Βουτσά, Μ.Ε., (2019). *Το διεθνές οικονομικό σύστημα διακυβέρνησης: Ο ρόλος των φορέων διεθνούς χρηματοδότησης στη δημιουργία ενός νέου αναπτυξιακού πλαισίου.*, ο.π. σελ. 95.

αντιληφθούν το μέγεθος του προβλήματος που προέκυψε εντός της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής αγοράς.

Καθώς, τα διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αναλάμβαναν ολοένα και μεγαλύτερο ρίσκο, παραβλέποντας ως επί το πλείστον τους κινδύνους και μεταφέροντάς τους πολλές φορές, με στόχο την εύκολη και γρήγορη κερδοφορία, αυτό είχε ως αποτέλεσμα την επιβράδυνση της πραγματικής οικονομίας. Η ανάληψη μεγάλων κινδύνων και η επένδυση σε χρηματοπιστωτικά προϊόντα υψηλού ρίσκου οδήγησαν το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα στο χείλος του γκρεμού, απειλώντας ακόμη και την ίδια την ύπαρξη του καπιταλιστικού συστήματος. Εκτενέστερη αναφορά και ανάλυση για τον γίγαντα με τα πήλινα πόδια, το χρηματοπιστωτικό σύστημα, θα διενεργηθεί στο δεύτερο κεφάλαιο.

### 1.7 Η περίοδος της «Μεγάλης Εξομάλυνσης»

Όπως αναλύθηκε και ανωτέρω, οι δεκαετίες του 1960 και του 1970 έχουν ως χαρακτηριστικό γνώρισμα τις μεγάλες διακυμάνσεις τόσο σε μακροοικονομικό επίπεδο όσο και σε όρους πραγματικής οικονομίας. Ελλείμματα εμπορικού ισοζυγίου και κρατικού προϋπολογισμού, υποτιμήσεις νομισμάτων και αφερεγγυότητα συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών, πληθωρισμός και μείωση των εισοδημάτων και πετρελαϊκές κρίσεις ήταν τα στοιχεία που συνέθεταν το σκηνικό της οικονομικής αβεβαιότητας κατά τη διάρκεια των δύο αυτών δεκαετιών.

Αντιθέτως, η δεκαετία που ακολούθησε δημιούργησε νέα δεδομένα και για τις επόμενες δύο δεκαετίες προσέφερε μια κατάσταση μειωμένης αβεβαιότητας και επαυξημένης σταθερότητας η οποία αποδόθηκε με τον όρο «Μεγάλη Εξομάλυνση». Η πρώτη αναφορά στον όρο «Μεγάλη Εξομάλυνση» γίνεται σε ένα άρθρο των Stock και Watson<sup>24</sup> στο πλαίσιο ενός συνεδρίου για την ετήσια μακροοικονομική έκθεση του Εθνικού Γραφείου Οικονομικών Ερευνών της Αμερικής. Στόχος των δύο προαναφερθέντων ήταν να καταδείξουν την μείωση της μεταβλητότητας με τη χρήση χρονοσειρών και να αποδείξουν και να εξηγήσουν την ποσοτική σημαντικότητα της εξομάλυνσης για την αμερικανική οικονομία.

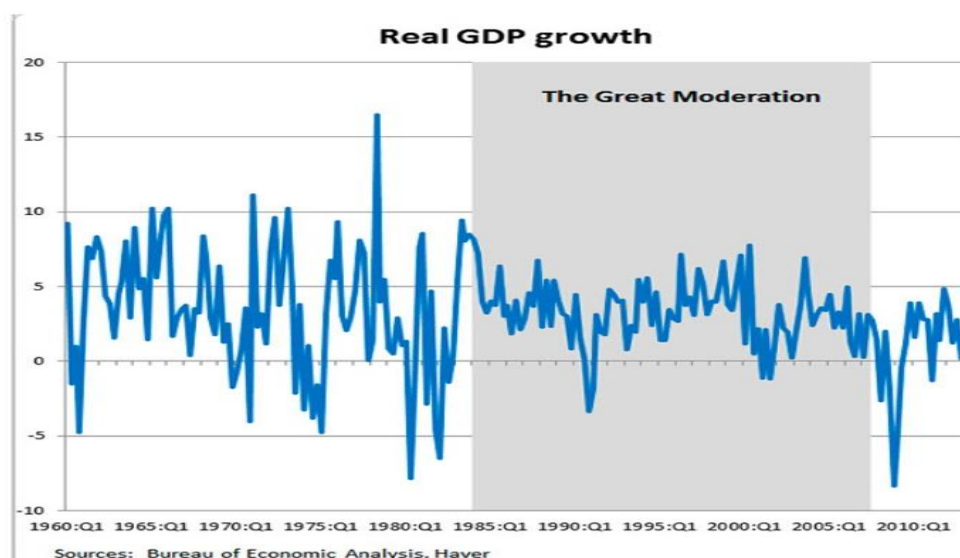
Ως αντικείμενο μελέτης προσέλκυσε το ενδιαφέρον πολλών επιστημόνων του χρηματοοικονομικού πεδίου. Στην ομιλία του, τον Φεβρουάριο του 2004, στη διάσκεψη

---

<sup>24</sup>Βλ. Stock, J. H. & Watson, M. W. (2003). *Has the Business Cycle Changed and Why?*. M. Gertler & K. Rogoff (eds.). vol.17. MIT Press.

του Eastern Economic Association<sup>25</sup>, ο Ben Bernanke υποστήριξε πως η μείωση της μακροοικονομικής αβεβαιότητας την εικοσαετία που προηγήθηκε, αποτέλεσε εντυπωσιακό γνώρισμα του οικονομικού τομέα. Επιπλέον, υποστήριξε πως η μείωση της μεταβλητότητας ήταν έκδηλη στους τομείς της παραγωγής και του πληθωρισμού. Παράλληλα, οι Blanchard και Simon σε προγενέστερο άρθρο τους το 2001<sup>26</sup>, κατέδειξαν τη μεταβλητότητα της παραγωγής και του πληθωρισμού σε τριμηνιαία βάση, η οποία ήταν εμφανώς μειωμένη καθ' όλη τη διάρκεια των δύο δεκαετιών. Η μείωση αυτή της μεταβλητότητας στην παραγωγή και τον πληθωρισμό, και της αβεβαιότητας σε μακροοικονομικό επίπεδο, ονομάστηκε από τους επαΐοντες των οικονομικών επιστημών «Μεγάλη Εξομάλυνση».

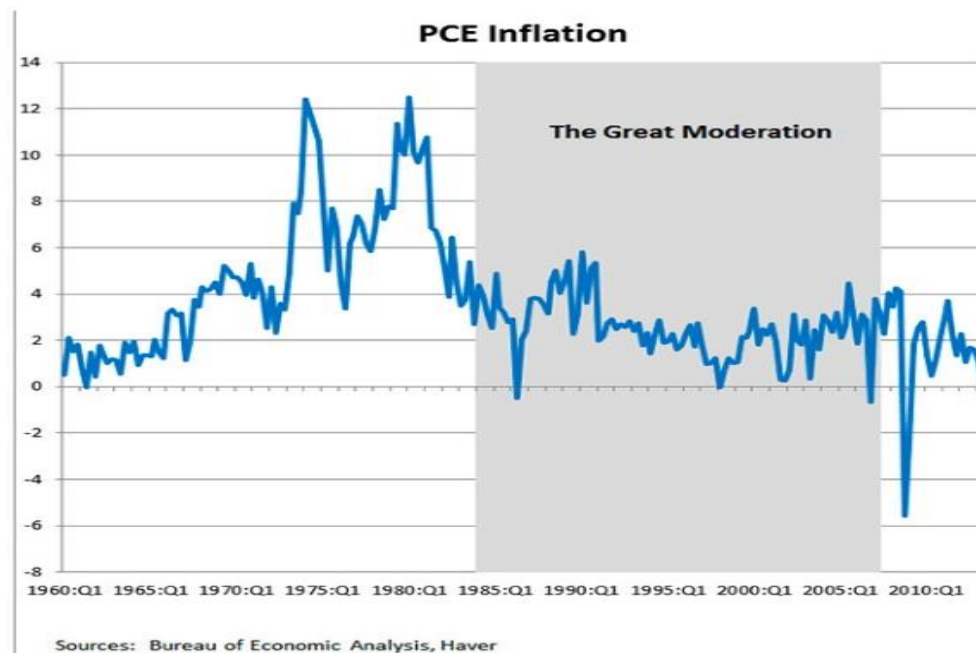
Όπως παρουσιάζεται στα διαγράμματα που ακολουθούν, την περίοδο της Μεγάλης Εξομάλυνσης, ο πληθωρισμός εμφανίζει μικρές διακυμάνσεις και το Πραγματικό Ακαθάριστο Εγχώριο προϊόν παρουσιάζει σταθερή ανάπτυξη.



Διάγραμμα 3: Οικονομική ανάπτυξη, η οποία μετρήθηκε με βάση την ετήσια ποσοστιαία μεταβολή στο Πραγματικό Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν. Ως βάση χρησιμοποιήθηκε το πρώτο τρίμηνο κάθε έτους. Η περιοχή με γκριζό φόντο υποδηλώνει την ετήσια ποσοστιαία μεταβολή κατά τη διάρκεια της περιόδου της Μεγάλης Εξομάλυνσης. Πηγή: Bureau of Economic Analysis, Haver.

<sup>25</sup> Βλ. Bernanke, B. S. (2004). *The Great Moderation: Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association*, February 20, 2004.

<sup>26</sup> Βλ. Blanchard, O. & Simon, J. (2001). *The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility*. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, (pp. 135-164).



Διάγραμμα 4: Ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του πληθωρισμού προσωπικών καταναλωτικών εξόδων. Ως βάση χρησιμοποιήθηκε το πρώτο τρίμηνο κάθε έτους. Η περιοχή με γκριζό φόντο παρουσιάζει την ετήσια ποσοστιαία μεταβολή κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Εξομάλυνσης. Πηγή: Bureau of Economic Analysis, Haver.

Όσον αφορά το τι προκάλεσε τη Μεγάλη Εξομάλυνση έχουν διατυπωθεί τρεις θεωρίες. Η πρώτη στηρίζεται στην αλλαγή στη δομή της οικονομίας, η οποία μειώνει τη μεταβλητότητα. Η υιοθέτηση παραδείγματος χάριν τεχνικών διαχείρισης αποθεμάτων όπως αυτή του «just-in-time», από τις επιχειρήσεις είναι ικανή να μειώσει τη μεταβλητότητα στον κύκλο διαχείρισης αποθεμάτων των εταιρειών. Επιπροσθέτως, η μεγάλη πρόοδος, που σημειώθηκε στην τεχνολογία και την επικοινωνία επέτρεψε στις επιχειρήσεις να παράγουν αποδοτικότερα και να παρακολουθούν με μεγαλύτερη ευκολία τις παραγωγικές τους διαδικασίες, αυξάνοντας την παραγωγή τους και μειώνοντας την αβεβαιότητα.

Επιπλέον η απελευθέρωση πολλών εταιρειών από τον κυβερνητικό έλεγχο επέδρασε θετικά στην ευελιξία της οικονομίας, δίνοντάς της την ικανότητα να αντιδρά πιο ομαλά σε οποιαδήποτε μορφή κρίσης, αυξάνοντας με τον τρόπο αυτό τη σταθερότητα. Τέλος, το ελεύθερο διεθνές εμπόριο και η ροή κεφαλαίων συνέβαλε στην μεγαλύτερη σταθερότητα της οικονομίας.

Η δεύτερη θεωρία υποστηρίζει πως η Μεγάλη Εξομάλυνση ήταν προϊόν «καλής τύχης». Η συγκεκριμένη θεωρία εδράζεται στην εκτίμηση στατιστικών μοντέλων, τα οποία παρουσιάζουν μεταβλητές που φανερώνουν ότι από τύχη δεν βίωσαν οι Η.Π.Α. μια μεγάλη κρίση όπως αυτές του 1960 και του 1970.



Η τρίτη θεωρία προκρίνει ως πιθανή αιτία της Μεγάλης Εξομάλυνσης την καλή νομισματική πολιτική. Εξαιτίας της εκτίναξης του πληθωρισμού κατά τη διάρκεια των δεκαετιών του 1960 και του 1970 ο τότε πρόεδρος Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α., Paul Volcker, εστίασε στη μείωση του πληθωρισμού και έστειψε ξανά το ενδιαφέρον την νομισματικής πολιτικής στην σταθερότητα των τιμών.

Αν και καμία από τις τρεις θεωρίες δεν έχει επικρατήσει και η επιστημονική κοινότητα βρίσκεται σε τρίλλημα, για το ποια είναι η αιτία που επέφερε τη Μεγάλη Εξομάλυνση, και οι τρεις φαίνεται πως εμπεριέχουν μια δόση αλήθειας και κινούνται όλες προς τον ίδιο στόχο. Σύμφωνα με τον Ben Bernanke η βελτίωση της νομισματικής πολιτικής ίσως να είναι ο πιο σημαντικός παράγοντας αλλά δεν ήταν σίγουρα ο μοναδικός.

## Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup>: Η χρηματοπιστωτική κρίση στην Αμερική και η μετάδοσή της στην Ευρώπη.

### 2.1 Η σύγχρονη χρηματιστικοποίηση

Το φαινόμενο της χρηματιστικοποίησης δεν υπήρξε καινοφανές χαρακτηριστικό στην οικονομική ιστορία. Πρώιμες μορφές χρηματιστικοποίησης έχουν εμφανιστεί και στο παρελθόν, από τον δέκατο πέμπτο (15<sup>ο</sup>) κιόλας αιώνα με τον γενουατικό κύκλο. Από τότε και έπειτα έχουν εμφανιστεί διάφοροι κύκλοι της πρώιμης χρηματιστικοποίησης. Κατά τις πρώιμες φάσεις η διαδοχή ενός παραγωγικού κύκλου επέκτασης από έναν χρηματοοικονομικό κύκλο επέκτασης, υποδήλωνε χαρακτηριστικό παρακμής του και παράλληλα προοικονομούσε την ανάδειξη μιας νέας γεωγραφικής περιοχής ως νέα πολιτική και οικονομική δύναμη.

Η σύγχρονη χρηματιστικοποίηση ήταν απόρροια των πολιτικών αποφάσεων των κυβερνήσεων. Το πρώτο χαρακτηριστικό κατά τη διάρκεια της ηγεμονίας των Η.Π.Α. είναι το γεγονός πως παρατηρείται μια «τάση προς διεύρυνση σε μέγεθος, ισχύ και πολυπλοκότητα του κυρίαρχου συμπλέγματος κυβέρνησης και επιχειρήσεων»<sup>27</sup>. Οι πολυεθνικές εταιρείες χρησιμοποιώντας και την πολιτική και στρατιωτική υπεροχή των Η.Π.Α. χρησιμοποίησαν τεχνικές καθετοποίησης και ανάθεσης υπεργολαβιών σε εξωτερικούς συνεργάτες τους ανά τον κόσμο για την αύξηση της αποδοτικότητας και τη μείωση του κόστους μετατρέποντας το διεθνές εμπόριο σε μια μορφή εσωτερικού εμπορίου.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό αποτέλεσαν τα ελλείμματα των Η.Π.Α. Για να χρηματοδοτηθεί πιο εύκολα η αμερικανική οικονομία και για να μη χάσουν την ανταγωνιστικότητά τους οι εγχώριες επιχειρήσεις αύξησε τις κεφαλαιακές ροές και η απελευθέρωση τους συνέβαλε στη χρηματιστικοποίηση. Η άπλετη κυκλοφορία χρήματος έδωσε τη δυνατότητα στα μεσαία και τα κατώτερα κοινωνικά στρώματα να αποκτήσουν πρόσβαση στον εύκολο δανεισμό για την αγορά κατοικίας αντικαθιστώντας τις δημόσιες δαπάνες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η παραγκώνιση του προγράμματος «Great Society», το οποίο θεωρήθηκε δαπανηρό και η χρηματοδότησή το κρίθηκε ανέφικτη.

---

<sup>27</sup> Βλ. Arrighi, J. & Silver, B. (2011). *The End of the Long Twentieth Century*, στο *Business as Usual: The Roots of the Global Financial Meltdown* (edited by C. Calhoun & G. Derluigian), New York University Press, σελ. 53 - 69.

Η υπερπροσφορά κεφαλαίων σε συνάρτηση με τη στασιμότητα του παραγωγικού τομέα δημιούργησε τον στασιμοπληθωρισμό της δεκαετίας του 1970, με αποτέλεσμα η κυβέρνηση των Η.Π.Α. να αδυνατεί να αυξήσει τις συντάξεις. Ως αντίμετρο έδωσε τη δυνατότητα στα ασφαλιστικά ταμεία και τις ασφαλιστικές εταιρείες να επενδύουν σε ομόλογα, εταιρικές μετοχές και άλλα παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, που όπως θα αναλυθεί στη συνέχεια συνέβαλαν στη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009.

Επιπλέον, η διάρθρωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς είχε διαφοροποιηθεί, καθώς εκτός από τις τράπεζες είχαν προστεθεί και άλλοι οργανισμοί στην προσφορά και τη ζήτηση χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, επενδυτικές εταιρείες χρηματοδοτούμενες από την κυβέρνηση, ασφαλιστικά ταμεία, οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και άλλοι οργανισμοί συνέθεσαν το χρηματοπιστωτικό τομέα των Η.Π.Α., ο οποίος οδηγήθηκε στο χείλος του γκρεμού το 2007.

## 2.2 Το χρονικό της κρίσης στις Η.Π.Α.

Όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα υπήρξε ραγδαία από τη δεκαετία του 1980 μέχρι και το ξέσπασμα της κρίσης τον Αύγουστο του 2007. Όλα τα δρώντα υποκείμενα του χρηματοπιστωτικού τομέα (τράπεζες, επενδυτικές και ασφαλιστικές εταιρείες και άλλα) είχαν συμβάλει στη ανάπτυξη του σκιώδους τραπεζικού συστήματος και λαμβάνοντας ολοένα και μεγαλύτερο ρίσκο απείλησαν την ύπαρξη του καπιταλιστικού «οικοδομήματος».

Ο όρος «σκιώδης» από μόνος του ενδεχομένως να παραπέμπει σε κάτι το ομιχλώδες και παράνομο, ωστόσο πρόκειται για ένα παράλληλο με το «κανονικό» τραπεζικό σύστημα<sup>28</sup>. Παράλληλα το σύστημα αυτό ορίζεται από τους οικονομολόγους ως ένα σύστημα πιστωτικής διαμεσολάβησης εντός του οποίου εμπεριέχονται φορείς και δραστηριότητες που ενεργούν εν μέρει ή σε ολοκληρωτικό επίπεδο εκτός του «κανονικού» πλαισίου του επίσημου τραπεζικού συστήματος ενώ παράλληλα μπορεί να περιλαμβάνει μη τραπεζική πιστωτική διαμεσολάβηση<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> Βλ. Jiang, W. (2015). *The Future of Shadow Banking in China*. *Columbia Business School Research Paper No 16-33*.

<sup>29</sup> Βλ. Funke, M., Mihaylovski, P. & Zhu, H. (2015). *Monetary policy transmission in China: A DSGE model with parallel shadow banking and interest rate control*, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition και επικουρικά βλέπε Funke, M., Mihaylovski, P. & Zhu, H. (2015). *Monetary policy*

Ο τραπεζικός τομέας δεν αποτελούσε πάντοτε πόλο έλξης των επενδυτών. Σε αυτό συνέβαλε και ο νόμος Glass-Steagall, ο οποίος θεσπίστηκε το 1933. Μετά την κρίση του 1929 είχε χαθεί η εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα και οι τράπεζες κατηγορήθηκαν για επενδυτικές δραστηριότητες που έθεταν σε κίνδυνο τις καταθέσεις και τα κεφάλαια των ιδιωτών. Παράλληλα ο τραπεζικός τομέας στοχοποιήθηκε από την κοινή γνώμη για κερδοσκοπικά παιχνίδια με στόχο την αύξηση της κερδοφορίας του πέρα από τις βασικές τραπεζικές εργασίες, χρησιμοποιώντας ως όχημα τη δανειοδότηση των ιδιωτών για την αγορά μετοχών και ομολόγων, στην αγοραπωλησία των οποίων όμως συμμετείχαν και οι ίδιες οι τράπεζες.

Επομένως, το ιδιαίτερος εχθρικό κλίμα προς τις τράπεζες ήρθε να διασκεδάσει ο νόμος Glass-Steagall, ο οποίος πήρε το όνομά του από τον Carter Glass και τον Henry Steagall, αμφότεροι μέλη του αμερικανικού Κογκρέσου. Γνωστότερος στο ευρύ κοινό με την ονομασία Glass-Steagall Act, ο νόμος αυτός είχε ως βασικό στόχο τον διαχωρισμό των τραπεζών σε εμπορικές και επενδυτικές.

Εφεξής οι εμπορικές τράπεζες θα περιορίζονταν στις βασικές εργασίες ενός τραπεζικού οίκου, όπως η λήψη καταθέσεων και η σύναψη δανείων και τους απαγορεύτηκε να συναλλάσσονται και εμπορεύονται χρεόγραφα. Από την άλλη οι επενδυτικές τράπεζες, οι οποίες πραγματεύονταν και εμπορεύονταν χρεόγραφα, απαγορευόταν να έχουν οποιαδήποτε σύνδεση με τις εμπορικές όπως κοινά διευθυντικά στελέχη ή κοινή ιδιοκτησία. Εντούτοις, δόθηκε η δυνατότητα στις εμπορικές τράπεζες ένα ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) των συνολικών τους εσόδων να προέρχεται από χρεόγραφα και μια εξαίρεση τους επέτρεπε την κάλυψη ομολόγων του δημοσίου<sup>30</sup>.

Σε όλες τις τράπεζες της χώρας δόθηκε η διορία ενός έτους για να αποφασίσουν σε ποια κατηγορία θα αυτοπροσδιοριστούν και να διαλέξουν σε ποια από τις δύο κατηγορίες θα ανήκουν. Επιπροσθέτως, με συγκεκριμένο νόμο αυστηροποιήθηκε το τραπεζικό κανονιστικό πλαίσιο και εντάθηκε ο έλεγχος των εθνικών τραπεζών από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. απαιτώντας από τις εταιρείες χαρτοφυλακίου και τις θυγατρικές τους τράπεζες να υποβάλλουν τρεις αναφορές ετησίως στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα και στο συμβούλιό της. Τέλος, με τη θέσπιση του νόμου αυτού,

---

*transmission in China: A DSGE model with parallel shadow banking and interest rate control*, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition.

<sup>30</sup> Βλ. Preston, H. H. (1933). *The Banking Act of 1933. The American Economic Review* 23, no. 4, σελ. 585-607, (December 1933).

δημιουργήθηκε και ο Ομοσπονδιακός Οργανισμός Ασφάλισης Καταθέσεων (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), που είχε ως στόχο την εξασφάλιση των κατατεθειμένων κεφαλαίων των τραπεζών μέσω ενός αποθεματικού χρημάτων που συλλέγονταν από τις τράπεζες.

Ο νόμος Glass-Steagall αποτέλεσε για πολλά χρόνια το ρυθμιστικό πλαίσιο εντός του οποίου θα έπρεπε να δουν οι τράπεζες, προσπαθώντας να εξαλείψει αποκλίνουσες δράσεις και κερδοσκοπικές πρακτικές εις βάρος των Αμερικανών καταθετών. Ο συγκεκριμένος νόμος υπήρξε από τη θέσπισή του αμφιλεγόμενος και δημιούργησε διχογνωμία εντός των οικονομικών και πολιτικών κύκλων των Η.Π.Α. Υπήρξαν αρκετές προσπάθειες για την κατάργηση του νόμου αυτού, οι οποίες ξεκίνησαν να διαφαίνονται τις δεκαετίες του 1970 και του 1980, δεν βρήκαν όμως κανονιστικό και νομικό έρεισμα και καταρρίφθηκαν με δικαστικές αποφάσεις.

Παράλληλα, ορισμένοι οικονομολόγοι και ιστορικοί<sup>31</sup> υποστηρίζουν ότι οι μεγάλες εταιρείες του καθεστηκότος οικονομικού τομέα της Αμερικής επέβαλλαν μια ευνοϊκότερη άποψη της απορρύθμισης των τραπεζών σε πολιτικούς κύκλους και χρησιμοποιώντας την πολιτική τους επιρροή στο Κογκρέσο προσπάθησαν να ανατρέψουν κομβικές διατάξεις του νόμου Glass-Steagall και να καταστήσουν ανενεργές άλλες διατάξεις νόμων και κανονισμών που διέπουν τις οικονομικές εταιρείες και το ρίσκο που ενδεχομένως να λάβουν.

Οι πολέμιοι του νόμου προέρχονταν κυρίως από τον χρηματοπιστωτικό και τραπεζικό τομέα με μεγάλη επιρροή σε πρόσωπα του πολιτικού γίνεσθαι και κατά τη δεκαετία του 1990. Αποτέλεσμα των πιέσεων και των μεθοδευμένων κινήσεων αυτών των προσώπων ήταν η αντικατάσταση του νόμου Glass-Steagall το 1999 από τον νόμο Gramm-Leach-Bliley, ή όπως είναι αλλιώς γνωστός ως ο «νόμος του εκσυγχρονισμού των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών του 1999» (Financial Services Modernization Act of 1999), ο οποίος υπεγράφη από τον τότε Πρόεδρο των Η.Π.Α. Μπιλ Κλίντον, και ήρε καταρχήν τον περιορισμό μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων, των επενδυτικών εταιρειών και των ασφαλιστικών εταιρειών και τους έδινε το δικαίωμα στο εξής να συγχωνεύονται και να αναπτύσσουν κοινή επιχειρηματική και επενδυτική δραστηριότητα.

---

<sup>31</sup> Βλ. Johnson S. & Kwak, J. (2010). *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*. (p. 133).

Επιπροσθέτως, ο νέος νόμος απέτυχε να δώσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchange Commission, SEC) ή σε οποιαδήποτε άλλη ρυθμιστική οικονομική αρχή τη δικαιοδοσία να ελέγχει τις μεγάλες εταιρείες χαρτοφυλακίου που δραστηριοποιούνται στο τομέα της επενδυτικής τραπεζικής. Αφορμή για τη θέσπιση του νέου νόμου αποτέλεσε η συγχώνευση μεταξύ της εμπορικής τράπεζας χαρτοφυλακίου Citicorp και της ασφαλιστικής εταιρείας Travelers Group δια νόμου το 1998 και ως αποτέλεσμα προέκυψε ο όμιλος εταιρειών Citigroup, ο οποίος συνδύαζε τραπεζικές, επενδυτικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες. Η εν λόγω συγχώνευση όμως αποτελούσε παραβίαση του νόμου Glass-Steagall και για τον λόγο αυτό η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Αμερικής έδωσε στη Citigroup μια προσωρινή αποποίηση της συγχώνευσης τον Σεπτέμβριο του 1998. Σε λιγότερο από ένα χρόνο ο νόμος Glass-Steagall αντικαταστάθηκε από τον νόμο Gramm-Leach-Bliley.

Η εξέλιξη αυτή ενέτεινε τις φωνές που υποστήριζαν ότι ένας ανεξέλεγκτος και χωρίς κανονιστικό πλαίσιο χρηματοπιστωτικός τομέας ενέχει μεγάλους κινδύνους για την εξέλιξη του καπιταλισμού και για την κατάληξη της παγκόσμιας οικονομίας. Είχε αρχίσει πλέον να διατυπώνεται όλο και περισσότερο το ερώτημα για το αν θα μπορούσε να επαναληφθεί μια κρίση παρόμοια με του 1929, καθώς η περίπλοκη δομή του χρηματοπιστωτικού τομέα και ο κερδοσκοπικός του χαρακτήρας μπορούσε να αποσταθεροποιήσει την οικονομία και να οδηγήσει σε χρηματοπιστωτική αστάθεια.

Η απορρύθμιση των τραπεζών και του χρηματοπιστωτικού τομέα που ξεκίνησε τη δεκαετία του 1980 και κορυφώθηκε την δεκαετία του 1990 με την κατάργηση του νόμου Glass-Steagall αποτέλεσε κομβικής σημασίας εξέλιξη, που επρόκειτο να οδηγήσει στην κρίση του 2007-2009. Ένα μεγάλο ποσοστό των οικονομολόγων υποστήριζε πως ο νόμος Gramm-Leach-Bliley θα δημιουργούσε έναν ανεξέλεγκτο χρηματοπιστωτικό τομέα καθώς καταργούνταν επί της ουσίας το κανονιστικό πλαίσιο εντός του οποίου θα λάμβαναν χώρα οι οικονομικές διεργασίες και αποδυναμώνονταν οι ελεγκτικοί μηχανισμοί.

Πολλοί από αυτούς υποστήριζαν την επαναφορά του νόμου Glass-Steagall καθώς ο χρηματοπιστωτικός τομέας γιγαντώνονταν ολοένα και περισσότερο, κυρίως μέσω της αγοράς ενυπόθηκων δανείων χαμηλής εξασφάλισης και των καινοτόμων χρηματοπιστωτικών προϊόντων που δημιουργήθηκαν στη δευτερογενή αγορά, με κίνδυνο να δημιουργήσει μια οικονομική φούσκα, η κατάρρευση της οποίας θα συγκλόνιζε την παγκόσμια οικονομία και τον καπιταλισμό συθέμελα. Όπως απέδειξε η ιστορία οι

ανησυχίες αυτές επιβεβαιώθηκαν με την κατάρρευση της αγοράς ενυπόθηκων δανείων και τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009.

## 2.3 Η αγορά ενυπόθηκων δανείων και η χρηματοπιστωτική κρίση

Ο χρηματοπιστωτικός τομέας δεν αποτελούσε ανέκαθεν την κορυφαία βιομηχανία της Αμερικής, όπως ήταν στις αρχές του 21<sup>ου</sup> αιώνα. Σε αυτό συνέβαλε η αγορά των στεγαστικών δανείων αλλά και η δημιουργία νέων παράγωγων προϊόντων κυρίως από τη δεκαετία του 1970 και έπειτα. Η κατάρρευση της αγοράς των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής εξασφάλισης για την αγορά κατοικίας οδήγησε στη ισχυρότερη οικονομική κρίση που γνώρισε μέχρι σήμερα η μεταπολεμική σύγχρονη κοινωνία. Για να γίνει καλύτερα κατανοητή η δομή και η λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος όσον αφορά την αγορά των στεγαστικών δανείων είναι απαραίτητο να γίνει μια ιστορική αναδρομή περίπου εβδομήντα ετών.

### 2.3.1 Κυβερνητικά χρηματοδοτούμενες εταιρείες αγοράς στεγαστικών δανείων

Λίγο πριν από την αυγή του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου και μέχρι το 1938 η αγορά στεγαστικών δανείων αποτελούνταν κυρίως από πιστωτικά ιδρύματα όπως τράπεζες και οργανισμούς δανείων, οι οποίοι χρησιμοποιώντας τις καταθέσεις παρείχαν δάνεια για την αγορά κατοικιών στους Αμερικανούς πολίτες. Το γεγονός ότι εμπεριείχαν τα δάνεια αυτά στο χαρτοφυλάκιό τους, καθιστούσε τα συγκεκριμένα ιδρύματα ευάλωτα σε πιστωτικούς κινδύνους, κινδύνους της αγοράς και ρευστότητας καθώς χρησιμοποιούσαν βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις για να χρηματοδοτήσουν μακροχρόνια περιουσιακά στοιχεία.

Στο πλαίσιο του οικονομικού προγράμματος και του προγράμματος κοινωνικών υπηρεσιών γνωστό με την ονομασία «New Deal» η κυβέρνηση των Η.Π.Α. δημιούργησε τη Federal National Mortgage Association (FNMA) γνωστή και ως Fannie Mae, έναν οργανισμό δημοσίου συμφέροντος, με στόχο την παροχή ρευστότητας στην αγορά των στεγαστικών δανείων. Ο οργανισμός αυτός, που ήταν χρηματοδοτούμενος από το κράτος και χρησιμοποιώντας τις κρατικές εγγυήσεις, αγόραζε τα στεγαστικά δάνεια από τους εκδότες τους επιστρέφοντάς τους τα χρήματα του δανείου δημιουργώντας με τον τρόπο αυτό μια δευτερογενή αγορά στεγαστικών δανείων. Με τη δράση της αυτή η Fannie Mae αφενός προέφερε αναγκαία ρευστότητα στους οργανισμούς αυτούς και αφετέρου επωμιζόταν τους κινδύνους που αναφέρθηκαν ανωτέρω χρησιμοποιώντας τόσο την

ικανότητά της να δανείζεται με μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα όσο και το διαφοροποιημένο, σε σχέση με τα πιστωτικά ιδρύματα, χαρτοφυλάκιό της, το οποίο περιελάμβανε δάνεια και από άλλα κράτη.

Μέχρι τη δεκαετία του 1960 η Fannie Mae είχε επιτελέσει τον στόχο της κυρίως μέσω της αγοράς δανείων της κατηγορίας «prime», δηλαδή δανείων τα οποία είχαν χαμηλό συντελεστή ρίσκου και των οποίων οι δανειολήπτες χαρακτηρίζονταν από μεγάλη πιθανότητα να αποπληρώσουν το δάνειό τους. Μέχρι το 1968 ένα μεγάλο μέρος του χρέους της αμερικανικής κυβέρνησης προερχόταν από τον δανεισμό της Fannie Mae. Το 1968 η αμερικανική κυβέρνηση ιδρύει τη Government National Mortgage Association, γνωστή ως Ginnie Mae, με στόχο να χειρίζεται αυτή πλέον τα δάνεια της αγοράς των στεγαστικών και άλλα προγράμματα στεγαστικών, επιδιώκοντας παράλληλα να αποσυνδεθούν οι δραστηριότητες της Fannie Mae από τον κυβερνητικό προϋπολογισμό.

Έπειτα από τη διχοτόμηση της Fannie Mae δημιουργήθηκαν δύο επιμέρους οργανισμοί με τον έναν να αποτελεί ιδιωτική εταιρεία, Fannie Mae, και τον άλλο να εξακολουθεί να αποτελεί κρατικά χρηματοδοτούμενο ίδρυμα, Ginnie Mae. Η διαφορά για την Fannie Mae συνίστατο στο γεγονός πως το καταστατικό της θα εξακολουθούσε να υποστηρίζει την αγορά υποθηκών από καταθετικά ιδρύματα και εταιρείες παροχής δανείων χωρίς όμως μια σαφή πολιτική ασφαλίσεων, η οποία να εγγυάται την αξία των υποθηκών.

Παράλληλα, το 1970 ιδρύεται η Federal Home Loan Mortgage Corporation, γνωστή ως Freddie Mac, η οποία ήταν επίσης κρατικά χρηματοδοτούμενος οργανισμός και δημιουργήθηκε με στόχο να αποτελέσει τον άμεσο ανταγωνιστή της προσφάτως ιδιωτικοποιημένης Fannie Mae. Το καταστατικό της ήταν ίδιο με αυτό της Fannie Mae και κύριο μέλημα της ήταν η διεύρυνση της δευτερογενούς αγοράς υποθηκών και των ενυπόθηκων εγγυημένων χρεογράφων.

Αυτές οι δύο κυβερνητικές εταιρείες, οι οποίες αποκαλούνται Government-Sponsored Enterprises (GSEs), αποτελούσαν τη σημαντικότερη πηγή χρηματοδότησης της αγοράς στεγαστικών δανείων, καθώς αγόραζαν τα δάνεια από τους εκδότες τους, τα τιτλοποιούσαν και στη συνέχεια τα πωλούσαν σε θεσμικούς επενδυτές ή ακόμα και στα ίδια τα καταθετικά ιδρύματα. Η τιτλοποίηση των δανείων σε Mortgage-Backed Securities (MBS) αύξανε τη ρευστότητα της αγοράς δανείων και μείωνε τον κίνδυνο έλλειψης ρευστότητας.

Οι GSEs κατείχαν τη μερίδα του λέοντος όσον αφορά την αγορά των MBS με τον ανταγωνισμό που αντιμετώπιζαν από τις ιδιωτικές εταιρείες έκδοσης MBS να είναι



μεγάλος. Επιχειρήσεις κολοσσοί της αμερικανικής χρηματαγοράς όπως η Goldman Sachs, η Lehman Brothers, η JP Morgan, η Bear Sterns και άλλες συνθέταν το αντίπαλο δέος των GSEs. Σταδιακά οι ιδιωτικές εταιρείες ψαλίδισαν τη διαφορά που υπήρχε μεταξύ αυτών και των κυβερνητικών εταιρειών. Ενώ μέχρι το 2003 οι κυβερνητικές εταιρείες κατείχαν μερίδιο της αγοράς των MBS της τάξης του εβδομήντα έξι τοις εκατό (76%), με τις αντίστοιχες ιδιωτικές να κατέχουν το υπόλοιπο είκοσι τέσσερα τοις εκατό (24%), μέχρι το 2006 η διαφορά είχε παρουσιάσει σημαντική μείωση με τις GSEs να κατέχουν μερίδιο της τάξης του πενήντα επτά τοις εκατό (57%) και τις ιδιωτικές να ανεβάζουν το ποσοστό τους στο σαράντα τρία τοις εκατό (43%)<sup>32</sup>.

Στην μεταβολή των ποσοστών του μεριδίου της αγοράς των στεγαστικών συνετέλεσε ο παράγοντας της διαφοράς στην τιτλοποίηση ανάμεσα στις GSEs και τις ιδιωτικές εταιρείες. Οι GSEs δραστηριοποιούνταν στην χρηματοδότηση «prime» στεγαστικών δανείων ενώ αντιθέτως οι ιδιωτικές εταιρείες κέρδισαν μερίδιο στην αγορά επιδιδόμενες κυρίως σε δραστηριότητες που αφορούσαν την αγορά των «subprime» στεγαστικών δανείων.

Στην ανάπτυξη των Mortgage-Backed Securities (MBS) διαδραμάτισε κεντρικό ρόλο ο Lewis Ranieri, ο οποίος θεωρείται ο πατέρας και ο δημιουργός τους. Ο Ranieri εργαζόταν στην πολυεθνική επενδυτική τράπεζα Salomon Brothers από το 1968 και στα τέλη της δεκαετίας του 1970 ανέλαβε τη θέση του αντιπροέδρου της εταιρείας. Το 1977 αποτέλεσε χροιά σταθμό τόσο για τον ίδιο όσο και για τον χρηματοπιστωτικό τομέα και έμελλε να αλλάξει τον ρου της οικονομικής ιστορίας με τη δημιουργία των MBS. Τόσο η δράση του Ranieri όσο και η ανάπτυξη που γνώρισαν τα MBS κατά το τέλος της δεκαετίας του 1970 και στις αρχές της δεκαετίας του 1980 οδήγησαν το 1984 το Κογκρέσο να θεσπίσει τον νόμο «Secondary Mortgage Market Enhancement Act» (SMMEA). Με τον νόμο αυτόν καταργούνταν η απαγόρευση που ίσχυε για τις εταιρείες ιδιωτικής τραπεζικής στο να πωλούν ενυπόθηκα εγγυημένα ομόλογα (MBS) χωρίς την εγγύηση της κυβέρνησης.

### 2.3.2 Η διαδικασία της τιτλοποίησης

Από την καινοτομική ιδέα του Ranieri για τη δημιουργία των MBS και έπειτα πλήθος παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων κατέκλυσε την οικονομία των Η.Π.Α. και όχι μόνο. Στον παρακάτω πίνακα αναφέρονται οι βασικότεροι χρηματοπιστωτικοί όροι, οι οποίοι θα παρουσιαστούν διεξοδικά τη συνέχεια του κεφαλαίου για να γίνει

---

<sup>32</sup> Βλ. Κανονάκη, Μ. Ι. (2010). *Η Κρίση των Subprimes* (Μεταπτυχιακή εργασία). σελ. 11.

ευκολότερα κατανοητή η διαδικασία του χρηματοπιστωτικού τομέα που οδήγησε στη χρηματοπιστωτική κρίση των ετών 2007-2009.

Η διαδικασία της τιτλοποίησης (securitization) εμφανίστηκε στις Η.Π.Α. κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970 και στην Ευρώπη έφτασε στα τέλη της δεκαετίας του 1980 με πρώτο σταθμό τη Μεγάλη Βρετανία. Ως τιτλοποίηση ορίζεται η δημιουργία τίτλων από μη ρευστά στοιχεία του ενεργητικού μιας οντότητας. Αν για παράδειγμα μια εμπορική τράπεζα εκδίδει δάνεια έχει τη δυνατότητα να τιτλοποιήσει τα δανειά της και η αποπληρωμή των τίτλων που θα εκδώσει καλύπτονται από τις ταμειακές ροές που δημιουργούν τα ίδια τα δάνεια κατά τη διάρκεια της αποπληρωμής τους (asset-backed securities). Βασικές αιτίες της τιτλοποίησης από την πλευρά των οντοτήτων είναι η άμεση ρευστότητα, η απομάκρυνση στοιχείων, όπως είναι τα δάνεια, από το χαρτοφυλάκιο τους καθώς τα στοιχεία αυτά αποτελούν απαιτήσεις και εμφανίζονται στο ενεργητικό των οντοτήτων και η μεταφορά πιστωτικού κινδύνου σε άλλους οργανισμούς.

Πίνακας 1: Βασικοί χρηματοοικονομικοί όροι για την αποσαφήνιση του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Σημαντική Ορολογία		
<b>ABS</b>	Asset-Backed Securities	Χρεόγραφα δανειακών εγγυήσεων
<b>CDO</b>	Collateralized Debt Obligation	Εγγυημένες Δανειακές Υποχρεώσεις
<b>CDS</b>	Credit Default Swap	Σύμβαση Ανταλλαγής Κινδύνου Αθέτησης
<b>CRA</b>	Credit Rating Agencies	Πρακτορεία Πιστοληπτικής Αξιολόγησης
<b>GSE</b>	Government-Sponsored Enterprise	Εταιρεία χρηματοδοτούμενη από την κυβέρνηση
<b>SPV</b>	Special Purpose Vehicles	Εταιρείες Ειδικού Σκοπού
<b>MBS</b>	Mortgage-Backed Securities	Ενυπόθηκα Εγγυημένα Ομόλογα

Η διαδικασία που ακολουθείται κατά την τιτλοποίηση περιέχει ορισμένα σημαντικά στοιχεία. Αρχικά περιλαμβάνεται η δημιουργία απαιτήσεων η οποία μπορεί να προέρχεται από πιστωτικές κάρτες, από δάνεια για αγορά κατοικίας, για αγορά αυτοκινήτου, φοιτητικά δάνεια και από άλλα περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να παράξουν χρηματικές ροές. Μετά τη δημιουργία απαιτήσεων η εταιρεία που έχει δανείσει τα χρήματα και συνήθως πρόκειται για μια τράπεζα, συγκεντρώνει και ομαδοποιεί τα δάνεια αυτά τα οποία συνήθως έχουν κοινά μεταξύ τους χαρακτηριστικά ως προς τον χρόνο ωρίμανσης το επιτόκιο αλλά και το είδος. Η ομαδοποίηση κατά αυτόν τον τρόπο διευκολύνει την τράπεζα στη διαχείριση των δανείων αλλά και στη μείωση του κόστους.

Στη συνέχεια η εκχωρούσα εταιρεία (τράπεζα) πουλάει τα ομαδοποιημένα περιουσιακά στοιχεία σε μια εταιρεία ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle, SPV). Οι εταιρείες

ειδικού σκοπού συνήθως συστήνονται από τις εκχωρούσες εταιρείες και μπορούν είτε να αποτελούν θυγατρικές εταιρείες είτε αυτόνομες εταιρείες, αποτελούν ωστόσο ξεχωριστό νομικό πρόσωπο. Δεν έχουν όμως ανεξάρτητη διοίκηση, δημιουργούνται με τέτοιο τρόπο ώστε η χρεωκοπία τους να συνίσταται αδύνατη και η διαχείριση των περιουσιακών τους στοιχείων γίνεται με προκαθορισμένο τρόπο. Παράλληλα, οι εταιρείες ειδικού σκοπού έχουν ως αποκλειστικό στόχο την αποπεράτωση μιας συγκεκριμένης τιτλοποίησης.

Μετά την πώληση των περιουσιακών στοιχείων στην εταιρεία ειδικού σκοπού έναντι του αντίστοιχου αντίτιμου, η εκχωρούσα εταιρεία αφαιρεί από τον ισολογισμό της το αντίστοιχο ύψος του ενεργητικού. Επιπλέον, η εταιρεία ειδικού σκοπού, για να αποπληρώσει την εκχωρούσα εταιρεία για τα ομαδοποιημένα στοιχεία ενεργητικού προχωρά στην έκδοση χρεογράφων χρησιμοποιώντας ως εξασφάλιση τις απαιτήσεις που της εκχωρήθηκαν. Στη συνέχεια η εταιρεία ειδικού σκοπού πουλάει τις τιτλοποιήσεις σε μια εταιρεία αντασφάλισης (security underwriter), συνήθως μια επενδυτική τράπεζα, με την οποία συνεργάζεται στην έκδοση των τίτλων. Ο αντασφαλιστής παρέχει εγγύηση για την τιμή των τίτλων, διευκολύνει την έκδοση των τίτλων και αναλαμβάνει την πώλησή τους στην αγορά ή τους κρατά στην ιδιοκτησία του.

Ο αντασφαλιστής είναι υποχρεωμένος να αγοράσει ολόκληρο το χρεόγραφο σε μια προκαθορισμένη τιμή πριν το πουλήσει στην αγορά, προηγουμένως όμως οι εταιρείες ειδικού σκοπού έχουν επιτύχει την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του χρεογράφου. Με το έργο αυτό έχουν επιφορτιστεί οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (rating agencies), οι οποίοι εξετάζουν συγκεκριμένα χαρακτηριστικά όπως είναι η κεφαλαιακή επάρκεια των εταιρειών ή η ποιότητα των δανείων με στόχο να εξασφαλίσουν ότι δεν υπάρχει κίνδυνος για τους επενδυτές και να προσδιορίσουν την πιθανότητα αποπληρωμής των δανείων.

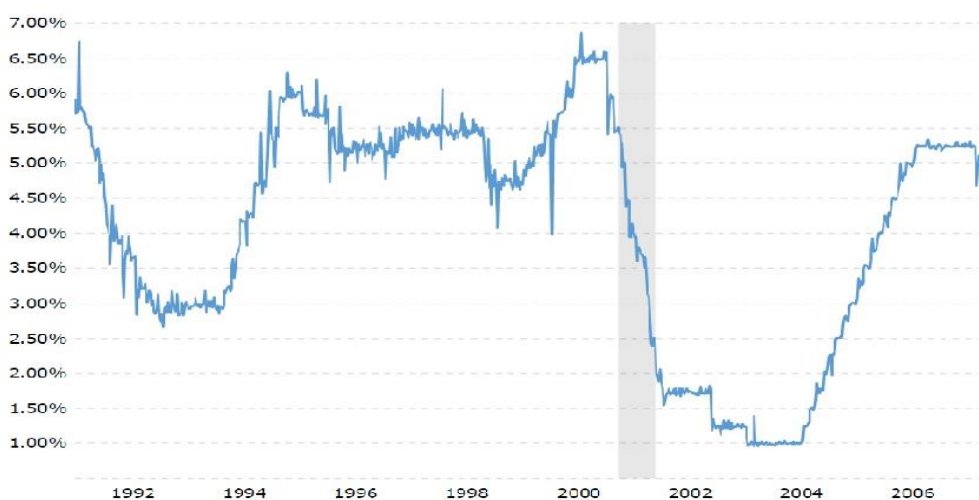
Μετά και την αξιολόγηση από τους οίκους αξιολόγησης ο αντασφαλιστής κινείται για την εύρεση επενδυτών οι οποίοι θα αγοράσουν τους τίτλους και μόλις συμφωνήσει με τους επενδυτές, διαθέτει προς πώληση τα χρεόγραφα και τα πουλά σε τιμή μεγαλύτερη από αυτή που τα είχε αγοράσει για να αποκομίσει κέρδος. Το τελευταίο αλλά σημαντικότερο μέρος είναι η αποπληρωμή των δόσεων των δανείων για την είσπραξη των οποίων εξακολουθεί να είναι υπεύθυνη η εταιρεία ειδικού σκοπού. Αυτή μόλις εισπράξει τα απαιτούμενα κεφάλαια, προχωρά στην εξόφληση των εξόδων της διαδικασία τιτλοποίησης και την εξόφληση των τίτλων που έχουν εκδοθεί στη λήξη τους

καταβάλλοντας τα κεφάλαια στους επενδυτές. Μόλις εξοφληθούν οι επενδυτές κατά τη λήξη των μεταβιβασθέντων τίτλων ολοκληρώνεται η διαδικασία της τιτλοποίησης<sup>33</sup>.

### 2.3.3 Χρηματοπιστωτικά προϊόντα και εμφάνιση της κρίσης

Μια κατηγορία των asset-backed securities αποτελούν και τα ομόλογα με εγγύηση ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, γνωστότερα και ως mortgage-backed securities (MBS). Στο συγκεκριμένο είδος ομολόγων ως εγγύηση χρησιμοποιούνται τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια. Ο συγκεκριμένος τύπος ομολόγων γνώρισε ιδιαίτερη μετάδοση από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 μέχρι και το 2007. Η προεκλογική εκστρατεία της δεύτερης θητείας του τότε προέδρου των Ηνωμένων Πολιτειών, Μπιλ Κλίντον, βασίστηκε στο «αμερικανικό όνειρο» και στο δικαίωμα απόκτησης κατοικίας που έπρεπε να έχουν όλοι οι κάτοικοι της Αμερικής.

Οι μεγάλες κεφαλαιακές ροές των προηγούμενων δεκαετιών από τις αγορές της Ευρώπης, της Ασίας αλλά και από τις χώρες του OPEC δημιούργησαν τεράστια κεφαλαιακή βάση στην οικονομία των Η.Π.Α. Τα υψηλά επιτόκια της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της χώρας κατά το τέλος της δεκαετίας του 1990, που επηρεάστηκαν από την κατάρρευση του μεγάλου hedge fund Long-Term Capital Management (LTCM) αλλά και από τη μεγάλη πτώση του χρηματιστηρίου στις αρχές του εικοστού πρώτου αιώνα άρχισαν σταδιακά να υποχωρούν. Από το 2001 έως και το 2004 τα επιτόκια της FED έφτασαν σε ιστορικά χαμηλό σημείο με αποκορύφωμα το επιτόκιο του Ιουνίου του 2003 το οποίο διαμορφώθηκε στο ένα τοις εκατό (1%).

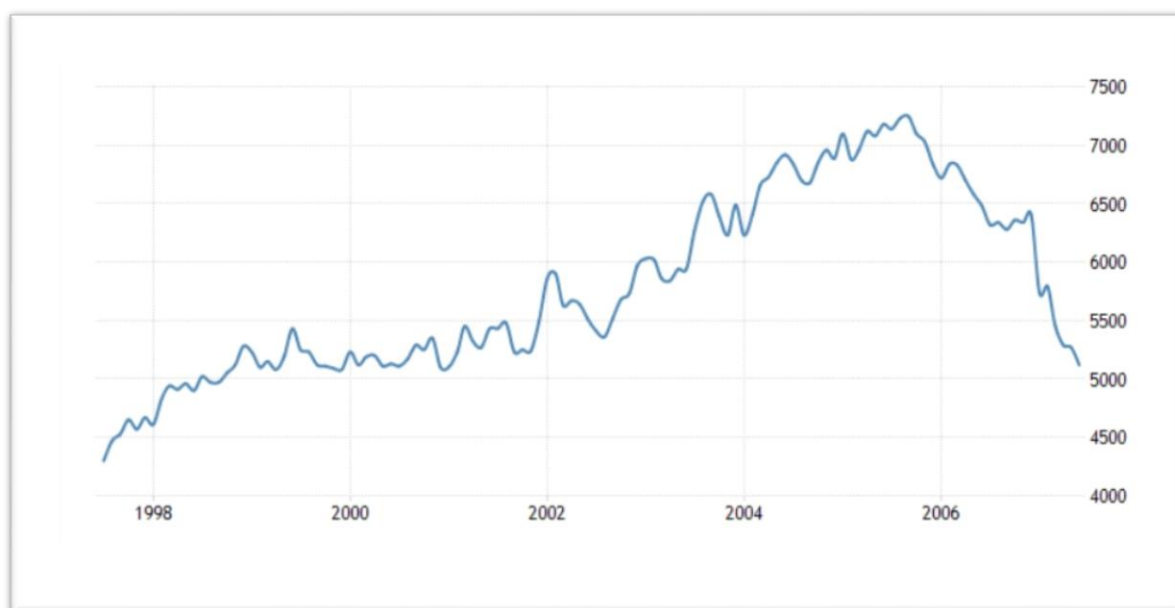


Διάγραμμα 5: Επιτόκια FED από το 1991 έως και το 2007. Πηγή: [www.macrotrends.net](http://www.macrotrends.net)

<sup>33</sup> Βλ. Βενιέρης, Ι. (2005). *Τιτλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής*. Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, σελ. 43-47.

Η κρίση ρευστότητας που δημιουργήθηκε τα πρώτα χρόνια της νέας χιλιετίας συνετέλεσαν στην έλλειψη χρηματοοικονομικής σταθερότητας και στην εμφάνιση πληθωρισμού στην αμερικανική αγορά. Για την αντιμετώπιση του προβλήματος που δημιουργήθηκε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Αμερικής προχώρησε σε ενέσεις ρευστότητας για την αποσυμφόρηση του συστήματος. Οι παράγοντες αυτοί δημιούργησαν πρόσφορο έδαφος για παροχή μεγάλης έκτασης πίστωση, η οποία κατά επέκταση οδήγησε στην αύξηση των κερδών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσω των χαμηλών επιτοκίων αλλά και των χρηματοοικονομικών εργαλείων αλλά και της ραγδαίας ανάπτυξης της αγοράς κατοικίας.

Η εύκολη πρόσβαση σε κεφάλαια μέσω της πίστωσης που παρείχαν οι τράπεζες συνάπτοντας δάνεια δημιούργησε αύξηση της ζήτησης για την αγορά κατοικίας και έκανε πιο εύκολη, σε όποιον ήθελε να αγοράσει σπίτι, την αγορά κατοικίας. Χαρακτηριστικό είναι το διάγραμμα που ακολουθεί, όσον αφορά τη μεγέθυνση της αγοράς κατοικίας στην Αμερική με βάση τις πωλήσεις από το 1998 μέχρι και το τέλος του 2007 περίπου.



Διάγραμμα 6: Αγορές κατοικιών στην Αμερική από το 1998 έως και το 2007<sup>34</sup>. Πηγή: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com) National Association of Realtors.

Είναι αξιοσημείωτη η αυξητική τάση που παρουσιάζει η αγορά κατοικίας από το 1998 και έπειτα συνεπικουρούμενη από την πρωτοφανή μείωση των επιτοκίων της FED από το 2001 και μετά. Η ολοένα μεγαλύτερη ζήτηση για στεγαστικά δάνεια επέφερε και

<sup>34</sup> Στο διάγραμμα παρουσιάζονται οι αγορές κατοικίας στην Αμερική σε χιλιάδες επί χίλια, δηλαδή σε εκατομμύρια κατοικίες.

αντίστοιχα μεγάλη αύξηση των τιμών των κατοικιών στην Αμερική σε αντίθεση με τα εισοδήματα των Αμερικανών πολιτών, τα οποία για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα παρέμεναν σταθερά και δεν ήταν επαρκή για την κάλυψη των δανείων που είχαν συνάψει. Η συνεχής αύξηση της τιμής των κατοικιών αντιμετωπίστηκε ως μια ελκυστική επενδυτική ευκαιρία από μια μεγάλη μερίδα Αμερικανών πολιτών, καθώς σύνηπταν ενυπόθηκα δάνεια με τις εμπορικές τράπεζες, αγόραζαν μία κατοικία και προσέβλεπαν στην περαιτέρω αύξηση της τιμής της με στόχο να την μεταπωλήσουν σε μεγαλύτερη τιμή από την τιμή αγοράς και με τον τρόπο αυτό να αποπληρώσουν το δάνειο και να αποκομίσουν κέρδος από τη διαφορά στην τιμή αγοράς και την τιμή πώλησης.

Με την αύξηση της ζήτησης των στεγαστικών δανείων τα τραπεζικά ιδρύματα επιδόθηκαν σε έναν αγώνα δρόμου χορηγήσεων τέτοιων δανείων. Γνώριζαν πως όσο περισσότερα δάνεια χορηγήσουν τόσο περισσότερη κερδοφορία θα αποκτήσουν. Παρέχοντας αφειδώς έναν μεγάλο όγκο δανείων δημιουργούσαν μια τεράστια δεξαμενή ομοειδών δανείων τα οποία στη συνέχεια ενοποιούσαν. Παράλληλα, εφαρμόζοντας την διάχυση ρίσκου (risk diversification), η οποία βασίζεται σε μια συχνή στατιστική ιδιότητα των τυχαίων συμβάντων, κατά την ενοποίηση γνώριζαν ότι ορισμένα δάνεια θα αποδώσουν χωρίς προβλήματα (πράσινα δάνεια) και κάποια άλλα επρόκειτο να παρουσιάσουν αδυναμία πληρωμής (κόκκινα δάνεια).

Από τη στιγμή που τα κέρδη από τα πράσινα δάνεια είναι μεγαλύτερα από τις ζημιές των κόκκινων δανείων η κερδοφορία των τραπεζών δεν επηρεαζόταν ακόμα κι αν το κεφάλαιο από κάποια κόκκινα δάνεια δεν επιστραφεί ποτέ. Επιπλέον, ο νόμος των μεγάλων αριθμών επέτρεπε στις τράπεζες να εξάγουν μια ασφαλή πρόβλεψη της αναλογίας ανάμεσα στα πράσινα και τα κόκκινα δάνεια. Αν μετά τον πιστοληπτικό έλεγχο υπήρχε ένα ποσοστό για παράδειγμα της τάξης του πέντε τις εκατό (5%) ρίσκου κάποια δάνεια να μην εξυπηρετηθούν, σε μια δεξαμενή χιλίων (1000) δανείων τα πενήντα (50) δάνεια επρόκειτο να είναι μη εξυπηρετούμενα.

Χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία της διάχυσης, οι τράπεζες καθίσταντο ικανές να γνωρίζουν αν αυτή η πρακτική της δανειοδότησης είναι επικερδής για το πιστωτικό ίδρυμα και συνάμα έδινε τη δυνατότητα να γνωρίζουν πως αν ένα δάνειο καταρρεύσει δεν θα συμπαρασύρει και τα υπόλοιπα. Κάθε πιθανότητα χρεωκοπίας είναι ανεξάρτητη και δεν σχετίζεται ούτε αλληλεπιδρά με τις υπόλοιπες. Η συγκεκριμένη μεθοδολογία προτιμήθηκε από τις αμερικανικές τράπεζες έναντι του ενδεδειγμένου πιστοληπτικού ελέγχου των δανειοληπτών, καθώς ο ενδεδειγμένος έλεγχος απαιτούσε μια μακροχρόνια και χρονοβόρα διαδικασία, η οποία πρακτικά αντιστοιχούσε σε απώλεια κέρδους.

Παράλληλα όμως, ο δανεισμός σε ανθρώπους χωρίς καθόλου ή με μικρό εισόδημα έδωσε μεγάλη ώθηση στην άνθηση της subprime αγοράς των στεγαστικών δανείων.

Όπως αναλύθηκε στη διαδικασία τιτλοποίησης ανωτέρω, οι εμπορικές τράπεζες επιδιώκοντας την άμεση ρευστότητα και αφαίρεση των απαιτήσεων από τις δόσεις των δανείων από τις καταστάσεις του ενεργητικού τους, πωλούσαν πακέτα με μεγάλο αριθμό δανείων στις GSEs και στις ιδιωτικές επενδυτικές τράπεζες και αυτές με τη σειρά τους τιτλοποιούσαν τα ενυπόθηκα δάνεια, μέσω των SPVs και δημιουργούσαν τα ενυπόθηκα εγγυημένα ομόλογα (mortgage-backed securities) τα οποία στη συνέχεια πουλούσαν. Η αγορά των δανείων από τις εμπορικές τράπεζες, η τιτλοποίησή τους και η πώληση των τιτλοποιημένων δανείων δημιούργησε μια δευτερογενή αγορά στεγαστικών ενυπόθηκων δανείων. Με τη διαδικασία τιτλοποίησης μέρους του χαρτοφυλακίου των δανείων τους οι τράπεζες απομάκρυναν τον πιστωτικό κίνδυνο από τους ισολογισμούς τους, ο οποίος όμως διαχέονταν μέσω των χρηματοπιστωτικών προϊόντων σε όλο το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Οι επενδυτικές τράπεζες στη συνέχεια χώριζαν και κατηγοριοποιούσαν τα δάνεια σε τμήματα ή «φέτες» (tranches) με βάση την πιθανότητα αποπληρωμής. Με τη διαδικασία αυτή δημιουργούσαν τρεις κατηγορίες: τα δάνεια που ήταν πολύ πιθανό να μην εξυπηρετηθούν (equity), τα δάνεια που υπήρχε περίπτωση να αποπληρωθούν αλλά μπορεί και να μην αποπληρώνονταν (mezzanine) και τα δάνεια που ήταν αρκετά απίθανο να μην αποπληρωθούν (senior). Οι τρεις αυτές κλάσεις εμπεριείχαν διαφορετικό ποσοστό ρίσκου. Στη συνέχεια οι επενδυτικές τράπεζες έπαιρναν τα δάνεια της δεύτερης κλάσης (mezzanine), από διαφορετικές περιοχές των Η.Π.Α., και τα κατηγοριοποιούσαν για δεύτερη φορά σε «senior», «mezzanine» και «equity».

Με τον τρόπο αυτό ένα δάνειο της μεσαίας κατηγορίας, που ενδεχομένως να μην αποπληρωνόταν, μετά τον δεύτερο διαχωρισμό κατηγοριοποιήθηκε ως καλό και κατ' αυτόν τον τρόπο οι επενδυτικές τράπεζες δημιούργησαν τις Εγγυημένες Δανειακές Υποχρεώσεις (Collateralized Debt Obligations, CDO). Οι τρεις κλάσεις, που αποτελούσαν το CDO, αξιολογούνταν από τους οίκους πιστοληπτικής ικανότητας (rating agencies). Από τις τρεις κλάσεις η ανώτερη (senior) θεωρητικά είχε το μικρότερο ρίσκο και για τον λόγο αυτό έπρεπε να πληρωθεί πρώτη. Μόνο αν πληρωνόταν η πρώτη κλάση μπορούσε να προχωρήσει η διαδικασία πληρωμής της δεύτερης κλάσης, η οποία εμπεριείχε μεγαλύτερο ποσοστό ρίσκου από την πρώτη, και συνεκδοχικά όταν πληρωνόταν και η δεύτερη κλάση μπορούσε να προχωρήσει η διαδικασία για την

αποπληρωμή της τρίτης κλάσης που είχε μεν τις καλύτερες αποδόσεις, ενείχε δε και το μεγαλύτερο ποσοστό ρίσκου.

Οι οίκοι αξιολόγησης, λαμβάνοντας υπόψη ότι αφού η ανώτερη κλάση έπρεπε να πληρωθεί πρώτη, ακόμη κι αν δεν μπορούσαν να αξιολογήσουν την κάθε μία υποθήκη ξεχωριστά, μπορούσαν να υπολογίσουν ότι η πιθανότητα κάποιων υποθηκών να παρουσιάσουν αδυναμία αποπληρωμής δεν θα επηρέαζε την κλάση και επομένως το ρίσκο στην ανώτερη κλάση ήταν πολύ μικρό. Για τον λόγο αυτό οι οίκοι αξιολόγησης βαθμολογούσαν την ανώτερη κλάση με AAA, τη δεύτερη κλάση με BBB και την Τρίτη κλάση με CC λόγω του εκτεταμένου ποσοστού ρίσκου.

Φυσικά όσο πιο μεγάλο ήταν το ρίσκο, τόσο μεγαλύτερη ήταν και η απόδοση, με την τρίτη κλάση να έχει μεγαλύτερο ποσοστό απόδοσης και να έπονται η δεύτερη και η πρώτη αντίστοιχα. Το γεγονός ότι ιδρύματα, όπως τα SPVs, πολλές φορές αποκρύπτουν οικονομικά στοιχεία των ισολογισμών τους από τους επενδυτές έκανε ακόμη πιο σημαντική τη συμβολή των οίκων αξιολόγησης. Από την άλλη πλευρά οι οίκοι αξιολόγησης, οι οποίοι ειρήσθω εν παρόδω πληρώνονταν από τα SPVs για την αξιολόγηση των CDO, τα βαθμολογούσαν με AAA, χαμηλού δηλαδή ρίσκου, ενώ στην πραγματικότητα δεν ήταν. Οι οίκοι αξιολόγησης δρούσαν κατά αυτόν τον τρόπο υπό την πίεση του μεγάλου ανταγωνισμού και την απώλεια πελατειακής βάσης, η οποία θα απευθυνόταν στους άμεσους ανταγωνιστές αλλά και επειδή δεν πίστευαν ποτέ ότι η αγορά των ενυπόθηκων δανείων θα καταρρεύσει, καθώς μέχρι το 2006 γιγαντωνόταν συνεχώς.

Η ανάγκη για ολοένα και μεγαλύτερο όγκο δανειοδότησης δημιούργησε νέα χρηματοπιστωτικά προϊόντα όπως ήταν οι υποθήκες Alt-a. Το συγκεκριμένο προϊόν θεωρείται περισσότερο επίφοβο από την κατηγορία prime και λιγότερο επίφοβο από την subprime. Χαρακτηρίζεται όμως από μεγάλο πιστωτικό κίνδυνο και δεν πληρούσε τις απαραίτητες προϋποθέσεις για την αγορά τους από τις GSEs. Το προϊόν αυτό άρχισε να γίνεται αρκετά δημοφιλές από το 2002 και έπειτα.

Πολλοί θεσμικοί επενδυτές και hedge funds έβρισκαν ιδιαίτερα ελκυστικές τις κατώτερες κλάσεις των CDO, καθώς είχαν μεγαλύτερο ποσοστό απόδοσης. Το γεγονός ότι τα hedge funds αποτελούν αδιαφανείς οντότητες, και αυτό γιατί τα οικονομικά τους στοιχεία δεν δημοσιοποιούνται, τα καθιστά αρκετά επικίνδυνη πηγή κεφαλαιακής μόχλευσης. Ο παράγοντας αυτός σε συνάρτηση με το γεγονός πως δομικά συστατικά των CDO αποτελούσαν ολοένα και πιο ριψοκίνδυνα δάνεια, οδήγησε στη δημιουργία ενός ακόμα



παράγωγου χρηματοπιστωτικού προϊόντος, αυτό της Σύμβασης Ανταλλαγής Κινδύνου Αθέτησης (Credit Default Swap, CDS).

Επειδή τα CDO ήταν δομημένα με δάνεια που χρησιμοποιούσαν ως εξασφάλιση την υποθήκη των κατοικιών, η τιμή των οποίων αυξανόταν συνεχώς, σε περίπτωση που κάποιος δανειολήπτης, αδυνατούσε να πληρώσει το δάνειό του, το σπίτι υποθηκευόταν, πωλούνταν και με τα χρήματα της πώλησης θα αποπληρωνόταν ο κάτοχος του ομολόγου. Σε μια οικονομία, στην οποία η τιμή των κατοικιών αυξάνεται συνεχώς και υπάρχει μικρό ποσοστό αθέτησης αποπληρωμής των δανείων, αυτή ήταν η προφανής και εύκολη λύση. Τι θα συνέβαινε όμως σε μια κλιμάκωση αδυναμίας πληρωμών των στεγαστικών δανείων με αποτέλεσμα την κατάρρευση ενός CDO;

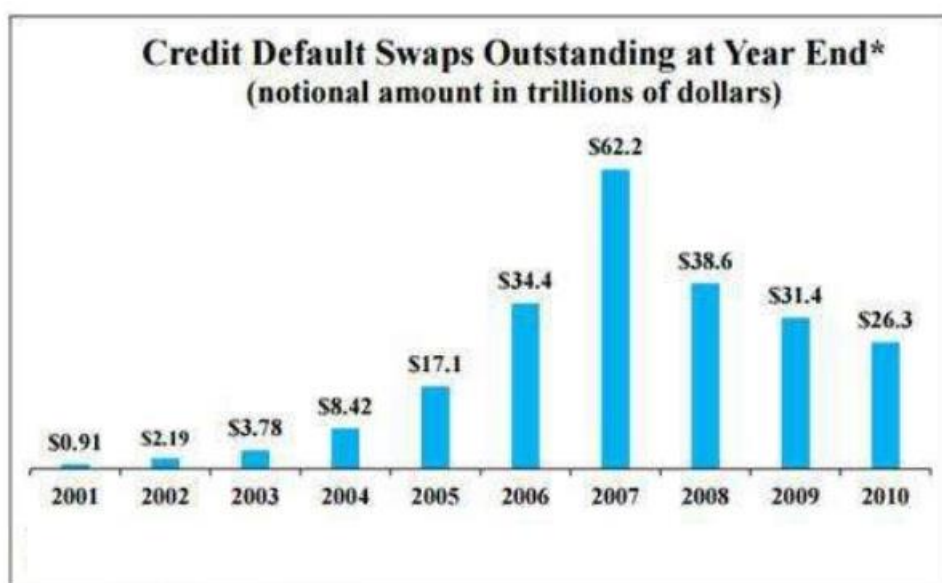
Την απάντηση στο παραπάνω ερώτημα και τη λύση στο πρόβλημα που επρόκειτο να ενσκήψει, ήρθαν να δώσουν οι ασφαλιστικές εταιρείες, όπως η AIG, η μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρεία του πλανήτη. Για να εξασφαλίσουν τους κατόχους-αγοραστές των CDO οι ασφαλιστικές εταιρείες δημιούργησαν ένα από τα πιο σημαντικά και ευρέως διαδεδομένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα όπως εξελίχθηκαν, τα CDS. Το CDS αποτελεί μια σύμβαση ανταλλαγής ανάμεσα σε τρία μέρη κυρίως, τον αγοραστή πιστωτικής προστασίας, τον πωλητή πιστωτικής προστασίας και τον εκδότη του χρέους.

Έστω ότι ένα επενδυτής αγοράζει ένα εκατομμύριο δολάρια σε ομόλογα, και στην συγκεκριμένη περίπτωση CDO, από μια επενδυτική τράπεζα με χρόνο ωρίμανσης τριάντα ετών. Εξαιτίας του μακροχρόνιου ορίζοντα ωρίμανσης αυξάνεται η αβεβαιότητα για τον επενδυτή, καθώς η τράπεζα, και κατ' επέκταση οι δανειολήπτες αν δεν πληρώνουν τις δόσεις τους, ενδεχομένως να μην μπορεί να αποπληρώσει το κεφάλαιο του ενός εκατομμυρίου ή τις μελλοντικές πληρωμές των τόκων πριν από τη λήξη του ομολόγου. Για να εξασφαλίσει την επένδυσή του έναντι μια τέτοιας εξέλιξης, ο επενδυτής αγοράζει μια Σύμβαση Ανταλλαγής Κινδύνου Αθέτησης (CDS) από μια ασφαλιστική εταιρεία.

Με την αγορά του CDS ο επενδυτής οφείλει να πληρώνει δόσεις στον πωλητή του μέχρι την ημερομηνία ωρίμανσης του ομολόγου. Σε ανταπόδοση ο πωλητής συμφωνεί ότι σε περίπτωση αδυναμίας αποπληρωμής του κεφαλαίου ή των τόκων από την πλευρά του εκδότη του ομολόγου ή σε περίπτωση αντιμετώπισης άλλου πιστωτικού γεγονότος, ο πωλητής του CDS θα πληρώσει στον αγοραστή τόσο την αξία της εξασφάλισης όσο και τους τόκους που θα έπρεπε να έχουν πληρωθεί από τη στιγμή του πιστωτικού γεγονότος μέχρι και τον χρόνο ωρίμανσης του ομολόγου. Το πιστωτικό γεγονός είναι το έναυσμα

που επιφέρει την προστασία στον αγοραστή, ο οποίος έχει τη δυνατότητα να τερματίσει τη διαδικασία και να πληρωθεί το συμβόλαιο. Τα πιστωτικά γεγονότα συμφωνούνται στην αρχή της συναλλαγής και είναι κομμάτι του συμβολαίου.

Η αγορά των CDS δεν γνώρισε ιδιαίτερη άνθηση στις Η.Π.Α. για την εξασφάλιση ομολόγων στεγαστικών δανείων. Η ανάπτυξη ήρθε σταδιακά και ξεκίνησε από το 2001 και έπειτα και κορυφώθηκε το 2007, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα που ακολουθεί. Για το 2007 η αξία των CDS είχε φτάσει στο δυσθεώρητο ποσό των 62,2 τρισεκατομμυρίων δολαρίων.



Διάγραμμα 7: Ανεξόφλητα CDS στο τέλος κάθε έτους (ονομαστική ποσότητα σε τρισεκατομμύρια δολάρια). \*Σημείωση: για το έτος 2010 χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα μέχρι το μέσο του έτους. Πηγή: International Swaps and Derivatives Association.

Αυτό πρακτικά σήμαινε ότι σε μια ενδεχόμενη κατάρρευση των CDO τότε θα επέρχονταν ολοκληρωτική κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού τομέα, καθώς οι αγοραστές των CDS κατείχαν συμβόλαια συνολικής αξίας 62,2 τρισεκατομμυρίων δολαρίων και θα έπρεπε να αποζημιωθούν από τις ασφαλιστικές εταιρείες.

Χαρακτηριστικό των CDS αποτελεί το γεγονός πως μπορούσαν να αποκτηθούν και από επενδυτές, οι οποίοι μπορεί να μην κατείχαν κάποιο CDO. Αν κάποιος επενδυτής προέβλεπε την κατάρρευση των CDO, μπορούσε να αγοράσει CDS και να επενδύσει εναντίον των CDO. Οι επενδυτές αυτοί στην ουσία «πόνταραν» εναντίον των CDO, πλήρωναν τις δόσεις στις ασφαλιστικές εταιρείες και ανέμεναν μέχρι την κατάρρευση

των ενυπόθηκων δανείων. Όταν αυτή επήλθε οι αποζημιώσεις που έπρεπε να λάβουν για την αγορά των CDS προκαλούσαν δέος.

Όταν η Κεντρική Τράπεζα των Η.Π.Α. ανέβασε το επιτόκιο στο 5,25% το καλοκαίρι του 2006 από 1% που ήταν τον Ιούνιο του 2004 η αποπληρωμή των δανείων, από ένα μεγάλο ποσοστό των πολιτών που είχε δανειστεί για την αγορά κατοικίας, κατέστη ανέφικτη και μεγάλο μέρος των δανειοληπτών αδυνατούσε να πληρώσει τις δόσεις του δανείου. Η πλειοψηφία των δανειζομένων είτε έπαιρνε καινούργια δάνεια για να χρηματοδοτήσει τα προηγούμενα είτε είχε υπερφορτωθεί με πολλά δάνεια πριν ακόμη την αύξηση των επιτοκίων χωρίς να πληροί τις βασικές προϋποθέσεις για τη λήψη δανείου.

Σε αυτό συνέβαλλαν δύο κύριοι παράγοντες. Ο πρώτος ήταν η χαλάρωση του ελέγχου του τραπεζικού και του χρηματοπιστωτικού τομέα, καθώς, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, με τη θέσπιση του νόμου Gramm-Leach-Bliley είχαν αποδυναμωθεί οι ελεγκτικοί μηχανισμοί και ο χρηματοπιστωτικός τομέας έγινε ανεξέλεγκτος. Ο δεύτερος ήταν η πολιτική των τραπεζών, οι οποίες στον βωμό του ανταγωνισμού παρείχαν υπέρογκους μισθούς με τη μορφή μπόνους στα στελέχη τους για την επίτευξη των στόχων. Τα στελέχη επιδιώκοντας την όλο και μεγαλύτερη προσωπική κερδοφορία σύνηπταν αφειδώς δάνεια χωρίς τον παραμικρό πιστοληπτικό έλεγχο των δανειοληπτών. Με την πολιτική τους αυτή οι τράπεζες και τα στελέχη τους θυσίασαν την μακροοικονομική ευημερία για την εξασφάλιση βραχυχρόνιας ρευστότητας και προσωπικού κέρδους.

Η άνοδος των επιτοκίων είχε ως συνέπεια τη μείωση της ζήτησης στην αγορά κατοικίας και την πτώση της τιμής των κατοικιών. Οι επενδυτές έπαψαν να θεωρούν ως επικερδή επένδυση την αγορά CDO, οι δανειολήπτες αδυνατούσαν να αποπληρώσουν τα δάνειά τους, οι τράπεζες δεν μπορούσαν να διοχετεύσουν τα CDO που κρατούσαν στο χαρτοφυλάκιό τους και η φούσκα της αγοράς ακινήτων έσκασε απότομα. Η αγορά των ενυπόθηκων δανείων κατέρρευσε και συμπαρέσυρε μαζί της και τα CDO που εμπεριείχαν τέτοιου είδους δάνεια και αυτόματα ενεργοποιήθηκαν οι ρήτρες αποζημίωσης των CDS.

Οι τράπεζες βρέθηκαν εκτεθειμένες σε έναν τεράστιο όγκο CDO, οι ασφαλιστικές εταιρείες είχαν να αντιμετωπίσουν τα ιλιγγιώδη ποσά των αποζημιώσεων των CDS και οι δανειολήπτες βρέθηκαν υπερχρεωμένοι από τα δάνεια, που δεν υπήρχε περίπτωση να αποπληρώσουν, χάνοντας τις κατοικίες τους οι οποίες κατέληξαν στις τράπεζες, που δεν μπορούσαν να τις διοχετεύσουν σε κανέναν μετά την έκρηξη της φούσκας της αγοράς κατοικίας.

Όταν, τον Σεπτέμβριο του 2008, η τέταρτη σε μέγεθος επενδυτική τράπεζα των Η.Π.Α., η Lehman Brothers, κήρυξε πτώχευση ο πανικός μεταδόθηκε στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού τομέα. Το μέγεθος που είχε λάβει ο χρηματοπιστωτικός τομέας στο πέρασμα των χρόνων απειλούσε όχι μόνο την αμερικανική οικονομία αλλά και τον ίδιο τον καπιταλισμό. Το 1971 ο χρηματοπιστωτικός τομέας αντιστοιχούσε στο 3% της αμερικανικής οικονομίας ενώ το 2007 το αντίστοιχο ποσοστό κυμαινόταν στο 47%<sup>35</sup>. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η αξία των χρηματοπιστωτικών παραγώγων, η οποία το 2007 ήταν 670 τρισεκατομμύρια δολάρια την ώρα που η αξία του παγκόσμιου εισοδήματος ήταν 85 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Τα πρώτα σημάδια είχαν αρχίσει να διαφαίνονται λίγο πριν από την πτώχευση της Lehman Brothers. Τον Ιούλιο του 2008 η αμερικανική κυβέρνηση ενίσχυσε τις Fannie Mae και Freddie Mac με πέντε τρισεκατομμύρια δολάρια και η χρηματοπιστωτική κρίση άρχισε να παίρνει τη μορφή χιονοστιβάδας που συμπαρέσυρε τα πάντα στο διάβα της. Ίδια μοίρα με την Lehman Brothers, του βασικότερου εκδότη CDO, παραλίγο να έχει και η επενδυτική τράπεζα Merrill Lynch, η οποία τελικά εξαγοράστηκε από την Bank of America έναντι του ποσού των πενήντα δισεκατομμυρίων δολαρίων. Οι Fannie Mae και η Freddie Mac τελικά κρατικοποιήθηκαν και η AIG έλαβε πακέτο διάσωσης από την αμερικανική κυβέρνηση ύψους 143 δισεκατομμυρίων δολαρίων καθώς βρέθηκε εκτεθειμένη λόγω των αποζημιώσεων που έπρεπε να καταβάλει στους κατόχους των CDS.

Πλήθος εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα είτε εξαγοράστηκαν από άλλες εταιρείες είτε έλαβαν υπέρογκα ποσά από την αμερικανική κυβέρνηση για την ενίσχυσή τους. Παράλληλα, η Κεντρική Τράπεζα της Αμερικής χαμήλωσε το επιτόκιο σε πρωτοφανές επίπεδο ανάμεσα στο 0,25% και 0% όμως ήδη η αμερικανική οικονομία είχε πέσει σε μια «παγίδα ρευστότητας»<sup>36</sup>, η οποία ήταν πλέον αδύνατον να αντιμετωπιστεί με τον μηδενισμό των επιτοκίων, όπως πρώτος είχε διαπιστώσει και διατυπώσει ο Keynes μετά το Κραχ του 1929.

Η συστημική κρίση που βίωναν οι Η.Π.Α. άρχισε να εξαπλώνεται και σε άλλους τομείς της αμερικανικής οικονομίας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν οι

---

<sup>35</sup> Βλ. Βαρουφάκης, Γ., Πατώκος, Τ., Τσερκέζης, Λ., & Κουτσοπέτρος, Χ. (2011). *Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011*.

<sup>36</sup> Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε Βαρουφάκης, Γ., Πατώκος, Τ., Τσερκέζης, Λ., & Κουτσοπέτρος, Χ. (2011). *Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011*, σελ. 147, υποσημείωση 18.

αυτοκινητοβιομηχανίες της χώρας, όπως η General Motors, της οποίας το χρηματοπιστωτικό τμήμα επρόκειτο να λάβει κρατική ενίσχυση ύψους έξι δισεκατομμυρίων δολαρίων προκειμένου να μην χρεωκοπήσει ολόκληρη η εταιρεία. Συνολικά στις αυτοκινητοβιομηχανίες της χώρας δόθηκε ενίσχυση ύψους 17,4 δισεκατομμυρίων προκειμένου να αποφύγουν την πτώχευση.

## 2.4 Η μετάδοση της κρίσης στην Ευρώπη

Η απαρχή της οικονομικής κρίσης στην Ευρώπη έγινε αισθητή σχεδόν ταυτόχρονα με τις Η.Π.Α. Τον Αύγουστο του 2007 ο γαλλικός επενδυτικός κολοσσός BNP-Paribas ανακοίνωσε ότι αδυνατούσε να καλύψει τις υποχρεώσεις δύο funds της, καθώς είχαν εκτεθεί στην αγορά μεγάλης ποσότητας CDO, τα οποία πλέον δεν επιθυμούσε να αγοράσει κανείς και η ζήτησή τους είχε εκμηδενιστεί. Παράλληλα, σταμάτησε ο διατραπεζικός δανεισμός μεταξύ των ευρωπαϊκών τραπεζών και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, επιθυμώντας να αποσοβήσει μια πιστωτική κρίση (credit crunch) προέβη σε έκτακτη ενίσχυση ρευστότητας του ευρωπαϊκού τραπεζικού τομέα συνολικού ύψους 204 δισεκατομμυρίων ευρώ.

Η παύση του διατραπεζικού δανεισμού είχε ως αποτέλεσμα την άνοδο των επιτοκίων του διατραπεζικού δανεισμού, γεγονός που επηρέασε τη Βρετανική τράπεζα Northern Rock, της οποίας η ρευστότητα βασιζόταν σε βραχυχρόνια δάνεια από άλλες τράπεζες. Όταν οι πελάτες της αντιλήφθηκαν την έλλειψη ρευστότητας απέσυραν τα κεφάλαιά τους από την τράπεζα υπό τον φόβο της χρεωκοπίας. Για να μην καταρρεύσει η συγκεκριμένη τράπεζα η Τράπεζα της Αγγλίας της παρείχε την οικονομική ενίσχυση των 15 δισεκατομμυρίων αγγλικών λιρών. Το παράδειγμα της Northern Rock παρουσιάζει με τον πλέον παραστατικό τρόπο το γεγονός πως στην κρίση εκτέθηκαν και ιδρύματα που δεν είχαν επενδύσει σε αμερικανικά CDO και στην αγορά των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής εξασφάλισης.

Το ίδιο δεν μπορεί να ειπωθεί και για την Ελβετική τράπεζα UBS, η οποία τον Οκτώβριο του 2007 ανακοίνωσε την έκθεσή της σε CDO ύψους 3,4 δισεκατομμυρίων δολαρίων για να υπερθεματίσει τον Μάιο του 2008 ότι οι ζημίες της από τα CDO είναι κατά 37 δισεκατομμύρια δολάρια μεγαλύτερες από αυτές που είχε αρχικά παρουσιάσει. Επιπλέον, τον Απρίλιο του 2008 το 20% των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων αποσύρεται από την τραπεζική αγορά και πλέον απαγορεύεται η χορήγηση στεγαστικών δανείων που καλύπτουν το 100% της τιμής της κατοικίας στη Βρετανία. Η Κεντρική τράπεζα της

Αγγλίας μειώνει το βασικό επιτόκιο στο 5% και χορηγεί κεφάλαια ενίσχυσης ύψους 50 δισεκατομμυρίων λιρών σε διάφορα τραπεζικά ιδρύματα.

Στη Σκωτία η Bank of Scotland παρουσιάζει απώλειες 6 δισεκατομμυρίων λιρών εξαιτίας της επένδυσης σε διάφορα χρηματοπιστωτικά παράγωγα και συγκεντρώνει 12 δισεκατομμύρια λίρες για να αποφύγει τη χρεωκοπία. Παράλληλα, οι τιμές των ακινήτων σε Ιρλανδία, Ισπανία και Βρετανία άρχισαν να μειώνονται και οι χρεωκοπίες διαδέχονταν η μία την άλλη, καθώς οι δανειολήπτες αδυνατούσαν να αποπληρώσουν τα δάνειά τους και προχωρούσαν σε σωρεία πώλησης των κατοικιών τους σε τιμές χαμηλότερες των χρεών τους προς τα τραπεζικά ιδρύματα.

Τον Ιούνιο του 2008 η Βρετανική τράπεζα Barclays Bank ανακοίνωσε την αναζήτηση κεφαλαίων 4,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων για να καλύψει τις ζημίες που είχε υποστεί από την κατοχή CDO και ήταν αυτή που διαπραγματεύτηκε την εξαγορά της Lehman Brothers για τη διάσωση της τελευταίας από την πτώχευση, με τον όρο όμως να αποπληρώσουν οι Αμερικανοί φορολογούμενοι τις ζημίες που θα προέκυπταν. Όταν ο Αμερικανός Υπουργός Οικονομικών της κυβέρνησης του George W. Bush, Henry Paulson, αρνήθηκε, είχε έρθει η αρχή του τέλους τόσο για τη Lehman Brothers όσο και για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, όπως ήταν μέχρι τότε.

Στις 15 Σεπτεμβρίου 2008 η Lehman Brothers κηρύσσει πτώχευση και στις 28 Σεπτεμβρίου η μεγάλη ευρωπαϊκή τράπεζα Fortis βρέθηκε ένα βήμα πριν από τη χρεωκοπία. Στην Ισλανδία η κυβέρνηση έθετε υπό την κατοχή της τη μια από τις τρεις τράπεζες της χώρας, στη Βρετανία η κυβέρνηση ενίσχυε με 50 δισεκατομμύρια λίρες τις τράπεζες Bradford και Bingley ενώ στην Ιρλανδία είχαν αρχίσει να διαφαίνονται οι ζημίες των τραπεζών της χώρας που οδήγησαν εν τέλει στην τυπική χρεωκοπία της χώρας τον Δεκέμβριο του 2010.

Η τριμερής συμφωνία μεταξύ Γαλλίας, Βελγίου και Λουξεμβούργου για τη διάσωση της τράπεζας Dexia με τη χορήγηση ενίσχυσης ύψους 6,4 δισεκατομμυρίων ευρώ δεν ευοδώθηκε, καθώς η συγκεκριμένη τράπεζα χρεωκόπησε το 2011. Στη Γερμανία η κυβέρνηση προέβη στη χορήγηση ενίσχυσης ύψους 50 δισεκατομμυρίων δολαρίων στην τράπεζα Hypo Real Estate, ενώ στην Ισλανδία η κυβέρνηση προχώρησε τελικά στην κρατικοποίηση και των τριών τραπεζών της χώρας τον Οκτώβριο του 2008.

Η πτώχευση της Ισλανδίας είχε μεγάλο αντίκτυπο στη Βρετανία και την Ολλανδία, καθώς σε αυτές τις δύο χώρες οι ισλανδικές τράπεζες είχαν ανεπτυγμένη δραστηριότητα. Τον Οκτώβριο του 2008 η Βρετανική κυβέρνηση ενισχύει με επιπλέον 50 δισεκατομμύρια

λίρες τις τράπεζες της χώρα και τους χορήγησε επιπρόσθετα βραχυχρόνια δάνεια ύψους 200 δισεκατομμυρίων λιρών.

Επιπροσθέτως, οι κεντρικές τράπεζες της Αμερικής, της Ελβετίας, του Καναδά, της Σουηδίας, της Αγγλίας αλλά και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αποφασίζουν τη μείωση των επιτοκίων, ενώ οι ευρωπαίοι ηγέτες σε συγκέντρωσή τους στο Παρίσι πήραν την απόφαση κάθε κράτος-μέλος να προσπαθήσει να διασώσει τις δικές του τράπεζες, γεγονός που απέβη μοιραίο στην περίπτωση της Ιρλανδίας. Οι όποιες προσπάθειες καταβλήθηκαν από τις Κεντρικές Τράπεζες των χωρών από τον Νοέμβριο του 2008 μέχρι και τον Δεκέμβριο του ίδιου έτους απέβησαν άκαρπες.

Η παγκόσμια οικονομία είχε μπει σε τροχιά ύφεσης και ο χρηματοπιστωτικός τομέας είχε βυθίσει όλες τις οικονομίες του πλανήτη στην εσωστρέφεια. Η τελική εκτίμηση για το κόστος της οικονομικής ασφυξίας, που ξεκίνησε από την κατάρρευση της αμερικανικής αγοράς ενυπόθηκων δανείων, αποτιμάται στα 13 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Η χρηματοπιστωτική κρίση είχε τεράστιο αντίκτυπο στις οικονομίες της Ευρώπης και εξαίρεση δεν θα μπορούσε να αποτελέσει η Ελλάδα. Η περίπτωση της κρίσης χρέους στην Ελλάδα μαζί με τα αποτελέσματά της θα αναλυθούν εκτενώς στο κεφάλαιο που ακολουθεί και παράλληλα θα γίνει μια προσπάθεια παρουσίασης οικονομικών στοιχείων των χωρών του ευρωπαϊκού νότου που επηρεάστηκαν περισσότερο από την οικονομική κρίση.

## Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup>: Τα αποτελέσματα της κρίσης στην Ελλάδα και τις χώρες του Ευρωπαϊκού νότου

### 3.1 Εισαγωγή

Η συστημική κρίση, που αντιμετώπισαν οι Η.Π.Α. με την κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού τομέα, μεταδόθηκε σχεδόν ταυτόχρονα και στις οικονομίες της Ευρώπης καθιστώντας έκδηλη την αλληλεξάρτηση και την αμφίδρομη σύνδεση των οικονομιών του πλανήτη. Η παγκοσμιοποιημένη οικονομία έδειχνε να κλονίζεται από το ξέσπασμα μιας γενικευμένης κρίσης και ο καπιταλισμός απειλούσε ανοιχτά τον ίδιο του τον εαυτό.

Στην Ευρώπη η οικονομική κρίση εξελίχθηκε πιο περίπλοκα σε σχέση με τις Η.Π.Α., καθώς η ύπαρξη πολλών κρατών μελών και η οικονομική ανομοιογένεια, παρά την κοινή οικονομική πολιτική, διαδραμάτισε σημαντικό ρόλο. Παράλληλα, κομβικής σημασίας παράγοντες ήταν οι τρεις βασικές διαφορές μεταξύ των οικονομιών της Ευρώπης και των Η.Π.Α. Η πρώτη διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι το δολάριο εξακολουθεί να είναι αποθεματικό νόμισμα σε παγκόσμια κλίμακα, γεγονός που δίνει τη δυνατότητα στις Η.Π.Α. να εκδίδουν συνεχώς νέο χρήμα χωρίς μεγάλο αντίκτυπο στην αξία του νομίσματος. Επιπροσθέτως, η Ευρώπη δεν διαθέτει μηχανισμό ανακύκλωσης πλεονασμάτων ώστε να μπορεί να μεταφέρει τα πλεονασματικά κέρδη μιας χώρας σε μία αδύναμη, οικονομικά, και ελλειμματική χώρα για την ενίσχυσή της. Τέλος, οι αμερικανικές τράπεζες μετέφεραν το βάρος των χρεών τους στους φορολογούμενους για την εξυγίανσή τους αντλώντας δημόσιο χρήμα. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες αντιθέτως χρησιμοποίησαν τα χρήματα της ενίσχυσης που έλαβαν για την αγορά CDS ποντάροντας στη χρεωκοπία των ομολόγων που είχαν εκδώσει οι πιο αδύναμες οικονομίες της ευρωζώνης. Αντί δηλαδή να χρησιμοποιήσουν τις δημόσιες κεφαλαιακές ροές ενίσχυσης για την εξυγίανσή τους, τα ευρωπαϊκά τραπεζικά ιδρύματα επιδόθηκαν σε νέα δημιουργία κεφαλαίων του χρηματοπιστωτικού τομέα που είχε φέρει την παγκόσμια οικονομία ένα βήμα από την καταστροφή.

Εξαιτίας των διαφορών των οικονομιών της Ευρώπης η κρίση έλαβε ξεχωριστά χαρακτηριστικά στις χώρες της Ευρωζώνης. Σε κάποιες χώρες η κρίση προέκυψε ως αποτέλεσμα της μεγάλης έκθεσης των πιστωτικών ιδρυμάτων στην αγορά χρηματοπιστωτικών παραγώγων. Σε αυτές τις χώρες ο χαρακτήρας της κρίσης παρέμεινε καθαρά τραπεζικός και δεν εξελίχθηκε σε κρίση χρέους και αδυναμίας δανεισμού του κράτους. Σε άλλες χώρες η κρίση έλαβε τη μορφή της κρίσης χρέους και στη συνέχεια



μετακύλησε και στο εσωτερικό τραπεζικό σύστημα το οποίο δεν είχε αρχικά εκτεθεί στη χρηματοπιστωτική χρήση. Τέλος, υπάρχει και η περίπτωση χωρών στις οποίες η οικονομική κρίση έλαβε τη μορφή ενός κύκλου<sup>37</sup>. Ξεκίνησε δηλαδή από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, εξελίχθηκε σε κρίση χρέους και έπληξε ξανά το τραπεζικό σύστημα της χώρας.

### 3.2 Η περίπτωση της Ελλάδας

Σε συνέχεια της προηγούμενης ενότητας, η Ελλάδα συγκαταλέγεται στη δεύτερη κατηγορία, αυτήν της κρίσης του δημοσίου χρέους με μεταγενέστερη μετάδοση στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Η συντηρητική οικονομική πολιτική που ακολούθησαν τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα με τον μικρό βαθμό μόχλευσης και έκθεσης σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα δεν επηρέασε τον ελληνικό τραπεζικό κλάδο.

Η κρίση που αντιμετώπισε η Ελλάδα ήταν διαφορετικής φύσεως από αυτήν της Αμερικής. Η διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι στην Αμερική υπήρξε ένας «προβληματικός» τομέας της οικονομίας, ο χρηματοπιστωτικός, ο οποίος απειλούσε με μετάδοση του προβλήματος και σε άλλους τομείς της οικονομίας, και εξαιτίας αυτού γίνεται λόγος για μία συστημική κρίση. Αντιθέτως, στην περίπτωση της Ελλάδας ακολουθήθηκε ένα «ελαττωματικό» οικονομικό μοντέλο, το οποίο μακροχρόνια δεν μπορούσε να είναι βιώσιμο και για τον λόγο αυτό η χώρα αντιμετώπισε μια γενικευμένη κρίση, που υποδηλώνεται με την «προβληματική» λειτουργία του γενικού συνόλου της οικονομίας.

#### 3.2.1 Το οικονομικό παρελθόν της Ελλάδας πριν από την κρίση

Στόχος της συγκεκριμένης ενότητας είναι η συνοπτική παρουσίαση βασικών οικονομικών μεγεθών της Ελληνικής οικονομίας για την πληρέστερη κατανόηση της οικονομικής πολιτικής που ακολούθησε η χώρα από το 1960 μέχρι και το 2008. Η παρουσίαση των γεγονότων θα είναι αμιγώς οικονομική απαλλαγμένη από πολιτικές και κομματικές ιδεολογίες

Από το 1960 και έπειτα οι προϋπολογισμοί του ελληνικού κράτους ήταν μονίμως ελλειμματικοί. Τα συσσωρευμένα ελλείμματα οφείλονταν εν πολλοίς σε προγενέστερα χρέη που αποπλήρωνε το ελληνικό δημόσιο. Ακόμα όμως και σε πρωτογενές επίπεδο τα

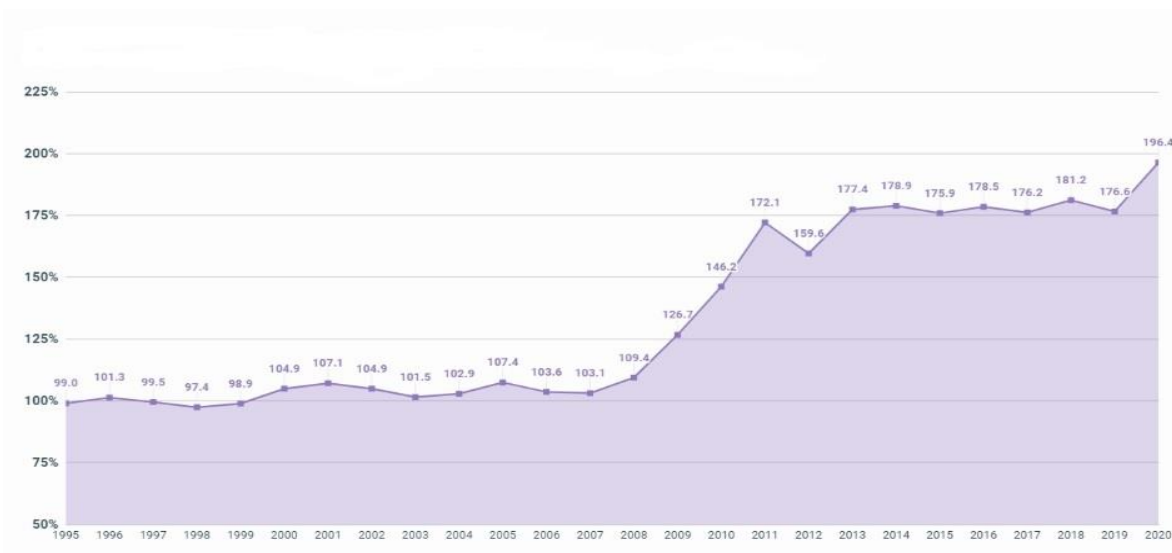
---

<sup>37</sup> Βλ. Βαρουφάκης, Γ., Πατάκος, Τ., Τσερκέζης, Λ., & Κουτσοπέτρος, Χ. (2011). *Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011*, κεφ. 6, σελ. 150.

πρωτογενή ελλείμματα<sup>38</sup> κυριάρχησαν την περίοδο από το 1960 μέχρι το 2008, με εξαίρεση την περίοδο 1992-2004, κατά την οποία η χώρα παρουσιάζει πρωτογενές πλεόνασμα. Για την κάλυψη των ελλειμμάτων, το κράτος εξέδιδε χρέος μέσω των ομολόγων ή άλλων χρεογράφων.

Το σύνολο της αξίας των ομολόγων (κεφάλαια + τόκοι) και των λοιπών χρεογράφων που δεν αποπληρώθηκαν ακόμη, καθώς υπάρχει μακροχρόνιος ορίζοντας αποπληρωμής, αποτέλεσαν το χρέος της χώρας, το οποίο ως ποσοστό του ΑΕΠ, κρατήθηκε σε χαμηλά επίπεδα μέχρι και τη δεκαετία του 1980. Από το 1970 μέχρι το 1980 και ενώ τα πρωτογενή ελλείμματα μεγάλωναν το χρέος εξακολουθούσε να βρίσκεται στο 20-22% ως ποσοστό του ΑΕΠ. Το χρέος κρατήθηκε σε χαμηλά επίπεδα, καθώς η Τράπεζα της Ελλάδος τύπωσε μεγαλύτερη ποσότητα χρήματος και το γεγονός αυτό με τη σειρά του προκάλεσε πληθωρισμό, ο οποίος χρησιμοποιήθηκε για την απορρόφηση κεφαλαίων από τους πολίτες και την αποπληρωμή του χρέους.

Η πρακτική αυτή δε λειτούργησε το ίδιο καλά τη δεκαετία από το 1980 έως το 1990 καθώς τα ελλείματα μεγάλωσαν και το χρέος εκτινάχθηκε στο 60% του ΑΕΠ. Από το 1990 έως το 1995 τα ελλείματα μειώνονται όμως το χρέος εξακολουθεί να ανεβαίνει και φτάνει στο 99% του ΑΕΠ, όπως παρουσιάζεται και στο διάγραμμα που ακολουθεί.



Διάγραμμα 8: Ελλάδα: Δημόσιο χρέος, Γενική κυβέρνηση 1995-2020. Χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές.

Πηγή: European Commission-Chart: Data collection: jodi.graphics.

<sup>38</sup> Αν από τη διαφορά ανάμεσα στο σύνολο των δαπανών και το σύνολο των εσόδων του κράτους, αφαιρεθούν οι τόκοι εξυπηρέτησης του χρέους προκύπτει το πρωτογενές έλλειμμα. Αν στο πρωτογενές έλλειμμα προστεθούν οι πληρωμές των τόκων προκύπτει το συνολικό έλλειμμα. Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε Γεωργακόπουλος, Θ. (2012). *Εισαγωγή στη Δημόσια Οικονομική*. (4<sup>η</sup> Έκδοση).

Παρά τη λιτή οικονομική πολιτική της πενταετίας 1990-1995 για τον περιορισμό των εξόδων του δημοσίου τομέα το χρέος της χώρας αυξήθηκε και το γεγονός αυτό οφείλεται σε δύο λόγους. Αφενός τα χρέη πολλών ιδιωτικοποιημένων εταιρειών επιβάρυναν τον κρατικό προϋπολογισμό και αφετέρου τέθηκε ως προτεραιότητα η μείωση του πληθωρισμού, καθώς τα προηγούμενα έτη τα ποσοστά του είχαν φτάσει στο 20%.

Από το 1996 έως και το 2004 η εικόνα των οικονομικών της χώρας φαίνεται να αλλάζει άρδην. Ο πληθωρισμός εξαφανίζεται, τα πρωτογενή ελλείμματα μετατρέπονται σε πρωτογενή πλεονάσματα, το ΑΕΠ αυξάνεται και το χρέος μειώνεται ως ποσοστό του ΑΕΠ. Παρόμοια είναι η κατάσταση των οικονομικών της χώρας κατά την τριετία 2005-2007.

Ωστόσο αυτή η εικόνα ανάπτυξης και ευφορίας δεν οφείλεται στον εξορθολογισμό των οικονομικών της χώρας ή στην εφαρμογή ενός μοντέλου αναπτυξιακής δημοσιονομικής πολιτικής. Η χώρα όχι μόνο δεν εφάρμοσε κάποια λιτή οικονομική πολιτική, αντιθέτως ξόδευε αλόγιστα τόσο σε δημόσιο όσο και σε ιδιωτικό επίπεδο. Το παράδοξο που παρατηρήθηκε είχε τις ρίζες του σε δύο αιτίες.

Η πρώτη έχει να κάνει με την «απόκρυψη» μέρους του δημοσίου χρέους με τη βοήθεια της δημιουργικής λογιστικής. Η χώρα σε συνεργασία με τη μεγάλη επενδυτική εταιρεία Goldman Sachs, παραποίησε τα οικονομικά της στοιχεία μετατρέποντάς τα σε παράγωγα συμβόλαια (swaps). Με τη μέθοδο αυτή η Ελλάδα βρήκε διέξοδο από τις αυστηρές επιταγές της Συνθήκης του Μάαστριχτ, οι οποίες όριζαν ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν θα έπρεπε να υπερβαίνει το 3% του ΑΕΠ παράλληλα το δημόσιο χρέος θα έπρεπε να κινείται κάτω από το 60% του ΑΕΠ. Η Ελλάδα κατάφερε να αποκρύψει από τους εταίρους της ένα μεγάλο μέρος του χρέους της, καθώς τα swaps δεν προσμετρώνταν στο χρέος, βάσει των λογιστικών προτύπων εκείνης της εποχής.

Η δεύτερη αιτία έγκειται στο γεγονός πως το Υπουργείο Οικονομικών της χώρας ξεκίνησε να συμπεριλαμβάνει στο ΑΕΠ υπηρεσίες και αγαθά, που προηγουμένως δεν συμπεριλαμβάνονταν. Με τον τρόπο αυτό το ΑΕΠ αυξανόταν ως ένα βαθμό και το χρέος, το οποίο εκφράζεται ως ποσοστό του ΑΕΠ, φαινόταν ότι παρέμενε σε χαμηλά επίπεδα σε σχέση με το ΑΕΠ.

Η συγκεκριμένη κατάσταση επικράτησε μέχρι το καλοκαίρι του 2008, οπότε και η κρίση έφτασε στην Ελλάδα, το χρέος της οποίας είχε φτάσει στο 110% του ΑΕΠ και οι χρηματαγορές δεν ήταν διατεθειμένες να δανείσουν οποιονδήποτε εμφάνιζε έστω και

μέτριο χρηματοπιστωτικό ρίσκο μετά την κρίση που ξέσπασε στις Η.Π.Α. το 2007. Τα συνεχόμενα ελλείμματα από τους αλληπάλληλους δανεισμούς οδηγούσαν με μαθηματική ακρίβεια προς μια κρίση χρέους τη χώρα, παρά τις ευοίωνες προβλέψεις για την πορεία του ελληνικού χρέους, όπως αυτές αποτυπώνονταν στο Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2008-2011, το οποίο υποβλήθηκε από το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών στην Ευρωπαϊκή επιτροπή τον Ιανουάριο του 2009<sup>39</sup>.

Τα συνεχόμενα ελλείμματα δεν αποτελούν απαραίτητως πρόβλημα για την εκάστοτε οικονομία και τα περισσότερα κράτη ακολουθούν την πολιτική της δημιουργίας χρέους για την ενίσχυση της οικονομίας τους. Το πρόβλημα ξεκινά, όπως στην περίπτωση της Ελλάδας, όταν τα κεφάλαια από τη δημιουργία χρέους δεν διοχετεύονται για τη χρηματοδότηση δημόσιας επένδυσης, όπως είναι η Παιδεία, οι υποδομές της χώρας, η τεχνολογία, οι τηλεπικοινωνίες και άλλοι τομείς, έτσι ώστε η οικονομική ανάπτυξη του μέλλοντος να αποπληρώσει τα ελλείμματα του παρελθόντος.

Οι πολιτικές σκοπιμότητες και η σκνηρία του ιδιωτικού τομέα, ο οποίος είχε ενστερνιστεί την ιδέα του εύκολου δανεισμού, όχι όμως για επενδύσεις στην πλειονότητα των περιπτώσεων, δημιούργησαν ένα τεράστιο δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, με τις συνέπειες που ακολούθησαν να αποδεικνύονται οδυνηρές για την ελληνική οικονομία.

### 3.2.2. Τα αποτελέσματα της κρίσης για την ελληνική οικονομία

Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα εμφανίστηκε σε αρκετά μεταγενέστερο χρόνο (2009) από την κρίση στις Η.Π.Α. (2007). Μέχρι το 2009 υπήρχε η αντίληψη τόσο στον πολιτικό και οικονομικό χώρο όσο και στο σύνολο των πολιτών της χώρας ότι η κρίση στις Η.Π.Α. ήταν κάτι μακρινό και δεν θα επηρέαζε την οικονομική ζωή της Ελλάδας. Όταν άρχισαν να φαίνονται τα πρώτα σημάδια της κρίσης στην χώρα ξεκίνησαν και οι πρώτες συζητήσεις για την εφαρμογή λιτής οικονομικής πολιτικής στο εσωτερικό της χώρας ήταν όμως ήδη αργά.

Το 2009 το χρέος της Ελλάδας είχε φτάσει στο 115% του ΑΕΠ, γεγονός που το καθιστούσε μη βιώσιμο για τις αγορές, οι οποίες δεν ήταν διατεθειμένες να δανείσουν μια χώρα με ολοένα αυξανόμενη επισφάλεια. Η χώρα, μη μπορώντας να δανειστεί από τις αγορές και να αποπληρώσει τις δανειακές της υποχρεώσεις προηγούμενων ετών εισερχόταν σε μια κατάσταση εσωστρέφειας. Τα μέτρα που έλαβε η κυβέρνηση για τη

---

<sup>39</sup> Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών. (2009). *Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2008-2011*.

μείωση των δαπανών με στόχο να ανακτηθεί η χαμένη εμπιστοσύνη από τις αγορές, δεν κατάφεραν να αντιστρέψουν την κατάσταση.

### 3.2.2.1 Τα τρία προγράμματα οικονομικής προσαρμογής

Η οικονομική κρίση των ετών που ακολούθησαν έπληξε σφοδρά την οικονομία της χώρας με αποτέλεσμα τον Απρίλιο του 2010 η χώρα να καταφύγει στην ενεργοποίηση του μηχανισμού στήριξης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (μετέπειτα γνωστοί και ως Θεσμοί) μέσω του διαγγέλματος του Πρωθυπουργού από το Καστελόριζο.

Λίγο αργότερα, στις 8 Μαΐου 2010 υπογράφηκε η πρώτη Δανειακή Σύμβαση (γνωστή και ως πρώτο Μνημόνιο) με την οποία η Ελλάδα αιτούνταν βοήθειας ύψους 110 δισεκατομμυρίων ευρώ, από τα οποία τα 80 δισ. θα παρέχονταν από τις 15 χώρες του ευρώ και τα υπόλοιπα 30 δισ. από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο σε χρονικό ορίζοντα τριών ετών. Παράλληλα όμως με την πρώτη Δανειακή Σύμβαση τέθηκε σε εφαρμογή και ένα ακόμη πρόγραμμα. Το πρόγραμμα αυτό είχε τεθεί σε ισχύ πριν ακόμη από την υπογραφή της πρώτης Δανειακής Σύμβασης. Σε αυτό η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προχώρησε στην αγορά ελληνικών ομολόγων ονομαστικής αξίας ύψους 34 δισ. ευρώ προσπαθώντας με τον τρόπο αυτό να συγκρατήσει τις αγορές ομολόγων.

Με την υπογραφή της πρώτης Δανειακής Σύμβασης τέθηκαν ορισμένοι όροι στην ελληνική κυβέρνηση, οι οποίοι έπρεπε να εφαρμοστούν *απαρέγκλιτα*. Αυτοί ήταν ο έλεγχος των δημοσίων δαπανών, η πάταξη της φοροδιαφυγής, η εκλογίκευση του ασφαλιστικού συστήματος, η άρση εμποδίων εισόδου σε επαγγέλματα και αγορές και η αποκρατικοποίηση των κρατικών μονοπωλίων. Επιπλέον όμως, η δημοσιονομική προσαρμογή προέβλεπε μέτρα σκληρής λιτότητας όπως ήταν η μείωση μισθών και συντάξεων, ο περιορισμός των εργασιακών δικαιωμάτων, η αύξηση της φορολογίας και η κατάργηση κοινωνικών δαπανών.

Στόχος του προγράμματος ήταν το χρέος της Ελλάδας, το οποίο βρισκόταν στο 115% το 2010, να φτάσει στο 149% το 2013 και από το 2014, οπότε η χώρα θα μπορούσε να δανείζεται από τις αγορές, να επιτυγχάνονται συνεχή πλεονάσματα της τάξης του 6% κάθε χρόνο με τελικό στόχο το χρέος το 2020 να φτάσει στο 120%. Όπως φάνηκε αρκετά σύντομα το πρόγραμμα δεν ήταν δομημένο πάνω σε στέρεες βάσεις και η ευόδωσή του ήταν εξαιρετικά αμφίβολη. Από την αρχή της εφαρμογής του εμφανίστηκαν τα πρώτα σημάδια αδυναμίας. Το χρέος της Ελλάδας, το οποίο είχε υπολογιστεί στο 115% του

ΑΕΠ για το 2010, όπως υπολογίστηκε λίγους μήνες αργότερα έφτανε στο 127% του ΑΕΠ.

Όπως έγινε έκδηλο τα επόμενα χρόνια ο στόχος τη πρώτης Δανειακής Σύμβασης δεν ήταν η ελάφρυνση του ελληνικού δημοσίου χρέους αλλά η μείωση της έκθεσης του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος στο δημόσιο χρέος. Με το τέλος του προγράμματος το 2011 το ελληνικό χρέος, από 311 δισ. ευρώ που ήταν το 2010, ανήλθε σε 356 δισ. ευρώ. Παράλληλα το 2010 ξένες τράπεζες και διάφοροι ιδιωτικοί πιστωτικοί οργανισμοί κατείχαν 212 δισ. ευρώ ελληνικού χρέους ενώ στο τέλος του προγράμματος κατείχαν 138 δισ. ευρώ ελληνικού χρέους. Την μεγαλύτερη έκθεση από αυτά τα 212 δισ. ευρώ κατείχαν γερμανικές και γαλλικές τράπεζες, οι οποίες αγόραζαν ελληνικά ομόλογα λόγω της υψηλής τους απόδοσης.

Το μεγαλύτερο μερίδιο χρέους κατέληξε στους δανειστές της χώρας όπως προαναφέρθηκαν ανωτέρω, ο οποίος με το τέλος του προγράμματος κατείχαν ελληνικό χρέος ύψους 125 δισ. ευρώ από 11 δισ. ευρώ το 2010 πριν από την εφαρμογή του προγράμματος, τα οποία η Ελλάδα φυσικά εξακολουθούσε να χρωστά.

Εξαιτίας της αναποτελεσματικότητας του πρώτου προγράμματος για μείωση του ελληνικού χρέους σε τριετή ορίζοντα, όπως είχε θεσπιστεί, ετοιμάστηκε ένα δεύτερο πρόγραμμα στήριξης προς την Ελλάδα, πριν ακόμη από τη λήξη του πρώτου. Το Δεύτερο πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής για την Ελλάδα (ή αλλιώς γνωστό ως δεύτερο μνημόνιο) τέθηκε σε ισχύ με την υπογραφή του την 1<sup>η</sup> Μαρτίου 2012.

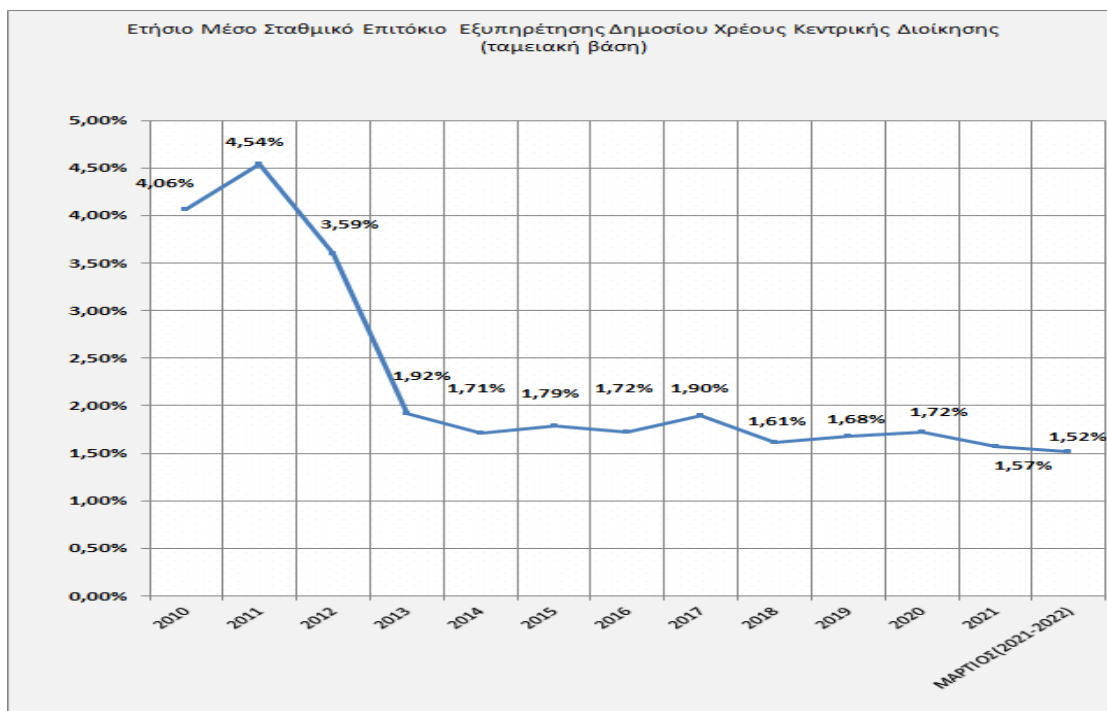
Κεντρικό ρόλο στο δεύτερο πρόγραμμα για την ελάφρυνση του ελληνικού χρέους κατείχε η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement, PSI, ή γνωστότερο στο ευρύ κοινό ως κούρεμα του χρέους). Το χρέος της Ελλάδας, μέχρι εκείνη την εποχή, προς του ιδιώτες είχε τη μορφή ομολόγων και το ύψος αυτών των ομολόγων ήταν περίπου 206 δισ. ευρώ. Με την εφαρμογή του PSI το ελληνικό κράτος καλούσε όλους τους ιδιώτες κατόχους των ελληνικών ομολόγων να τα επιστρέψουν και να λάβουν το 15% της αξίας τους σε εγγυημένα γραμμάτια από τους Θεσμούς και 31,5% της αξίας τους σε νέα ελληνικά ομόλογα, τα οποία δεν θα υπάγονταν στο ελληνικό δίκαιο και θα ήταν πολύ δύσκολο για τη χώρα να μην τα αποπληρώσει. Με αυτόν τον τρόπο το κούρεμα του χρέους προς τους ιδιώτες θα έφτανε το 53,5%.

Ένα σημαντικό μέρος των ελληνικών ομολόγων κατείχαν και οι ιδιωτικές ελληνικές τράπεζες, οι οποίες συναίνεσαν στο κούρεμα των ομολόγων τους και υπέστησαν οικονομικές απώλειες. Υπό την κατάρρευση του ελληνικού τραπεζικού τομέα κρίθηκε

αναγκαία η ανακεφαλαιοποίησή του με 37 δισ. ευρώ εκ των οποίων τα 18 προέρχονταν από τις απώλειες του PSI και τα υπόλοιπα 19 από άλλες λειτουργικές ζημίες των τραπεζών, όπως για παράδειγμα τα κόκκινα δάνεια. Παρόμοια ήταν και η ενίσχυση προς τα ασφαλιστικά ταμεία της χώρας τα οποία είχαν υποστεί ζημίες 14 δισ. ευρώ από το PSI, με το ποσό αυτό να μεταφέρεται λογιστικά από τα ασφαλιστικά ταμεία στο ελληνικό δημόσιο.

Το PSI μείωσε το χρέος του ελληνικού δημοσίου κατά 106 δισ. ευρώ, αυτή όμως η μείωση δεν μετέβαλε το ύψος του συνολικού χρέους της χώρας καθώς 37 δισ. χορηγήθηκαν για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, 14 δισ. δόθηκαν για τον ελληνικό ιδιωτικό τομέα και 14 δισ. χορηγήθηκαν για τη διάσωση των ασφαλιστικών ταμείων. Το χρέος σε απόλυτους αριθμούς, μετά το PSI μειώθηκε από 356 δισ. σε 305 δισ. ευρώ με το καθαρό όφελος της χώρας όμως να είναι 37 δισ. και αυτό γιατί από τα 106 δισ. το μεγαλύτερο μέρος δανειοδοτήθηκε και πάλι στη χώρα και το ποσοστό των 37 δισ. στα 356 δισ. αντιστοιχεί σε 10,4% πραγματικής μείωσης του χρέους.

Το δεύτερο κέρδος της χώρας, εκτός από τα 37 δισ. ευρώ απομείωσης του χρέους, ήταν η συμφωνία μεταξύ της Ελλάδας και των Θεσμών το 2012 για μείωση των επιτοκίων δανεισμού της χώρας, γεγονός που συνέβαλε στη μείωση των τόκων που κατέβαλε το ελληνικό δημόσιο, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα που ακολουθεί.



Διάγραμμα 9: Ετήσιο Μέσο Σταθμικό Επιτόκιο Εξυπηρέτησης Δημοσίου Χρέους Κεντρικής Διοίκησης 2010-2021 (ταμειακή βάση). Πηγή: Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους.

Το Δεύτερο Πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής της Ελλάδας διαδέχθηκε ένα νέο πρόγραμμα, το τρίτο κατά σειρά, το οποίο ονομάστηκε Τρίτο Πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής της Ελλάδας και είναι γνωστό στο ευρύ κοινό ως τρίτο μνημόνιο. Το συγκεκριμένο πρόγραμμα τέθηκε σε εφαρμογή μετά το επίσημο αίτημα της χώρας προς τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (European Stability Mechanism, ESM) για χορήγηση χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Έπειτα από ημέρες διαβουλεύσεων και μαραθώνιες διαπραγματεύσεις υπεγράφη στις 13 Ιουλίου 2015 το πρόγραμμα στήριξης προς την Ελλάδα.

Το Τρίτο Πρόγραμμα προέβλεπε χρηματοδοτική στήριξη ύψους έως 86 δισ. ευρώ τα οποία θα δίνονταν τμηματικά και σε δόσεις στην Ελλάδα από τον Αύγουστο του 2015 έως και τον Αύγουστο του 2018, οπότε και σηματοδοτήθηκε η έξοδος της χώρας από την κρίση και η απρόσκοπτη διαπραγμάτευση των χρεογράφων της στις χρηματαγορές. Για τη χορήγηση των δανείων η Ελλάδα θα έπρεπε να εφαρμόσει τους όρους για μεταρρυθμίσεις στον Φόρο Προστιθέμενης Αξίας και το συνταξιοδοτικό σύστημα, στην εξυγίανση του τραπεζικού συστήματος, στην ανεξαρτητοποίηση της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής (ΕΛΣΤΑΤ), στην ανάπτυξη και την απασχόληση, στον εκσυγχρονισμό του δημόσιου τομέα, στην αποκατάσταση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας και στις ιδιωτικοποιήσεις κρατικών περιουσιακών στοιχείων ύψους 50 δισ. ευρώ.

Η πρώτη δόση ύψους 26 δισ. ευρώ αποδεσμεύτηκε στις 19 Αυγούστου 2015 και χορηγήθηκε τμηματικά στη χώρα, με την τελευταία καταβολή της πρώτης δόσης να γίνεται στις 23 Δεκεμβρίου 2015. Η πέμπτη και τελευταία δόση ύψους 15 δισ. ευρώ χορηγήθηκε στη χώρα στις 6 Αυγούστου 2018 και το πρόγραμμα έληξε και τυπικά στις 20 Αυγούστου του ίδιου έτους.

### 3.2.2.2 Η κρίση με αριθμούς

Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα διήρκησε από το 2009 έως και το 2018 με το τέλος και του Τρίτου Προγράμματος οικονομικής προσαρμογής της χώρας. Οι επιπτώσεις της κρίσης και των τριών μνημονίων έπληξαν όλους τους τομείς της ελληνικής οικονομίας και το γεγονός αυτό αποτυπώνεται με πασίδηλο τρόπο στους οικονομικούς δείκτες της χώρας.

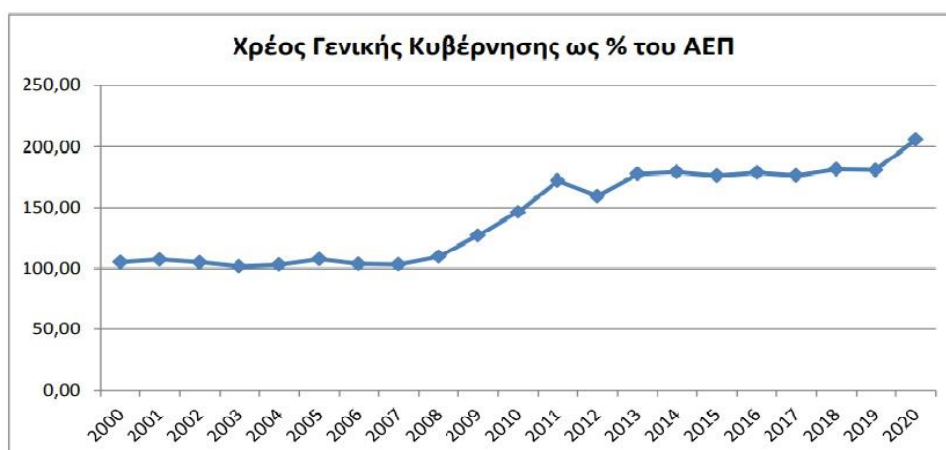
Ακόμη και με την εφαρμογή των τριών προγραμμάτων το χρέος της χώρας συνέχισε να βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα. Τόσο το συνολικό χρέος όσο και το χρέος της γενικής κυβέρνησης συνέχισαν να αυξάνονται και μετά την εφαρμογή του PSI με το κούρεμα



μεγάλου μέρους του χρέους το 2012, γεγονός που αποτυπώνεται και στα δύο διαγράμματα που ακολουθούν.



Διάγραμμα 10: Χρέος Γενικής Κυβέρνησης από το 2000 έως και το 2020 (σε εκατομμύρια ευρώ). Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Ετήσιο Δελτίο Δημοσίου Χρέους 2021.



Διάγραμμα 11: Χρέος Γενικής Κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ από το 2000 έως και το 2020. Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Ετήσιο Δελτίο Δημοσίου Χρέους 2021.

Η ειδοποιός διαφορά όσον αφορά το χρέος, έγκειται στη διαφοροποίηση της φύσης των πιστωτών. Μέχρι το 2010 οι ευρωπαϊκές τράπεζες κατείχαν ένα μεγάλο ποσοστό του ελληνικού χρέους, το οποίο από το 2010 και έπειτα αγοράστηκε από τους Θεσμούς και έφτασε το 2012 στο 45% του συνόλου του χρέους. Το ποσοστό αυτό όμως εξαιρέθηκε από το PSI του 2012 λόγω των άρθρων 123, 124 και 125 της Συνθήκης για τη Λειτουργία

της Ευρωπαϊκής Ένωσης<sup>40</sup>, τα οποία όριζαν πως καμία ευρωπαϊκή απόφαση δεν θεωρείται νόμιμη αν συνεπάγεται μεταφορά οικονομικού βάρους από ένα μέρος προς άλλα.

Με τα άρθρα αυτά απαγορευόταν ρητά η αγορά χρεογράφων, που έχουν εκδώσει κεντρικές κυβερνήσεις, περιφερειακές, τοπικές ή δημόσιες αρχές, οργανισμοί δημοσίου δικαίου ή δημόσιες επιχειρήσεις των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα<sup>41</sup>. Παράλληλα, η Ένωση δεν ευθυνόταν για τις υποχρεώσεις που δημιουργούσαν οι κεντρικές κυβερνήσεις, οι περιφερειακές, τοπικές ή δημόσιες αρχές, οι οργανισμοί δημοσίου δικαίου ή οι δημόσιες επιχειρήσεις των μελών της Ένωσης, ούτε τις αναλάμβανε, με την επιφύλαξη των αμοιβαίων χρηματοοικονομικών εγγυήσεων για την από κοινού εκτέλεση ενός συγκεκριμένου έργου.<sup>42</sup> Όπως γίνεται αντιληπτό, το 45% του χρέους που κατείχαν οι Θεσμοί δεν συμπεριλήφθηκε στο PSI και το χρέος σε απόλυτους αριθμούς, για το ποσοστό του 45%, η Ελλάδα εξακολουθούσε να το χρωστά στους Θεσμούς.

Παράλληλα κατά τη δεκαετία της οικονομικής κρίσης το ΑΕΠ της χώρας μειώθηκε σε πολύ μεγάλο βαθμό. Η πορεία της πτώσης του ΑΕΠ ξεκίνησε το 2009 και κορυφώθηκε το 2016 φτάνοντας τα 176,5 δισ. ευρώ από τα 242 δισ. το 2008, για να ξεκινήσει η ανοδική του πορεία το 2017.



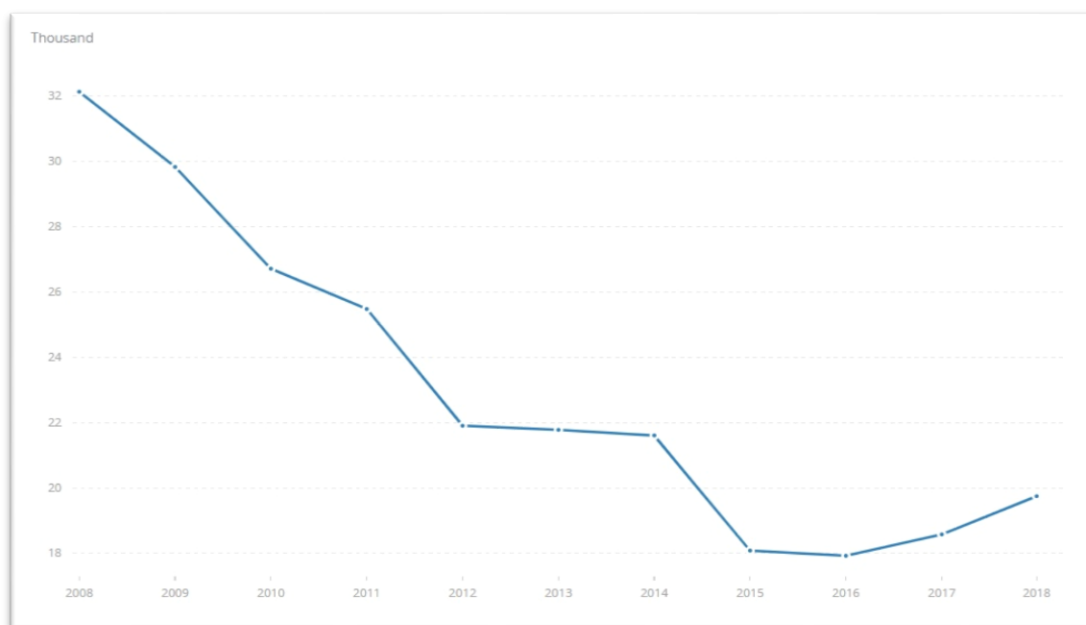
Διάγραμμα 12: Το ΑΕΠ της Ελλάδας σε δισεκατομμύρια ευρώ από το 1995 έως και το 2020. Πηγή: European Commission-Chart/Data collection: jodi.graphics.

<sup>40</sup> Βλ. Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΣΛΕΕ), άρθρα 123 (πρώην άρθρο 101 της ΣΕΚ), 124 (πρώην άρθρο 102 της ΣΕΚ) και 125 (πρώην άρθρο 103 της ΣΕΚ).

<sup>41</sup> ΣΛΕΕ, άρθρο 123 (1).

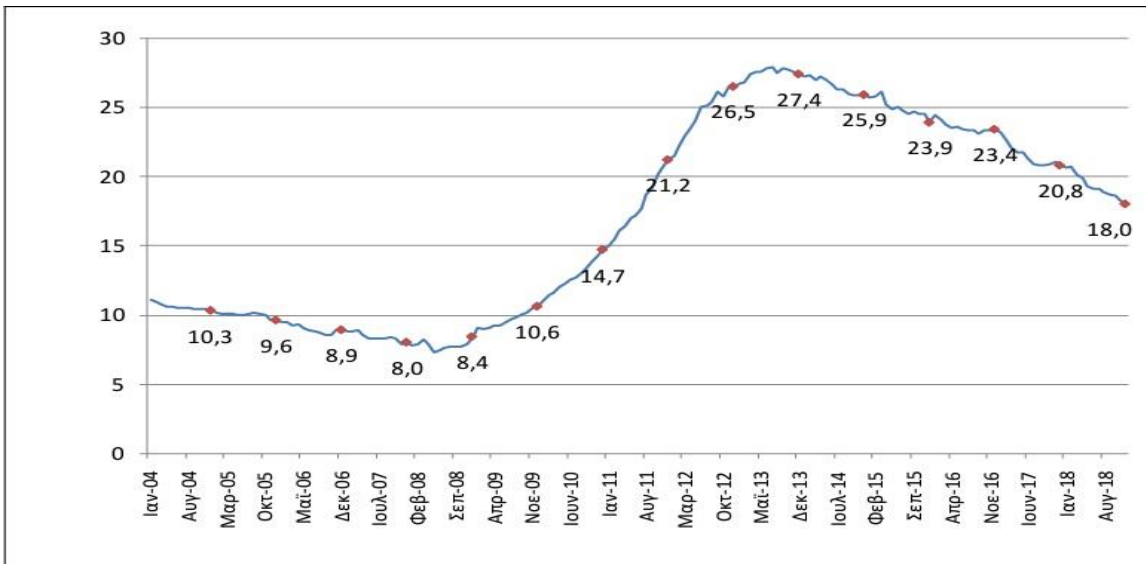
<sup>42</sup> ΣΛΕΕ, άρθρο 125 (1).

Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό η οικονομική κρίση επηρέασε και το σύνολο των πολιτών συρρικνώνοντας τα ατομικά εισοδήματα και το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της χώρας, όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα. Οι οριζόντιες μεταρρυθμίσεις που κλήθηκε να εφαρμόσει ο κρατικός μηχανισμός στο πλαίσιο των τριών προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής είχε σοβαρό αντίκτυπο στους μισθούς, τις συντάξεις και τις κοινωνικές δαπάνες με αποτέλεσμα τη μείωση του εισοδήματος των πολιτών. Όπως φανερώνει και το παρακάτω διάγραμμα το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της χώρας βρέθηκε στο χαμηλότερό του σημείο το 2016 με την προηγούμενη χαμηλότερη τιμή να παρουσιάζεται το 2015. Το συγκεκριμένο διάγραμμα εμφανίζει το κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε δολάρια και για το 2016 και το 2015 το κατά κεφαλήν ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε 17.924 δολάρια και 18.083,9 δολάρια αντίστοιχα.



Διάγραμμα 13: Κατά κεφαλήν ΑΕΠ Ελλάδας σε χιλιάδες δολάρια, 2008-2018. Πηγή: The World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files.

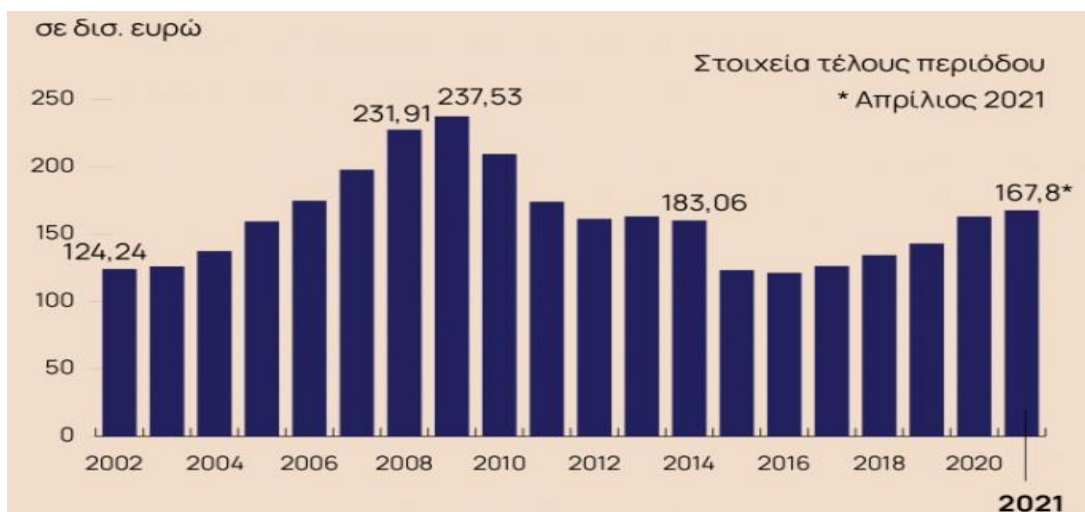
Η μείωση των εισοδημάτων των πολιτών και των νοικοκυριών της χώρας οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην αύξηση του ποσοστού ανεργίας στη χώρα κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης. Πολλές επιχειρήσεις εξαιτίας των φορολογικών επιβαρύνσεων από τη μία και της αδυναμίας λήψης δανείων από την άλλη προχώρησαν σε μαζικές απολύσεις εργαζομένων και μάλιστα ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων είτε έκλεισαν είτε μετέφεραν τις δραστηριότητές τους σε χώρες των Βαλκανίων με πολύ χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές. Η ανεργία στην Ελλάδα έφτασε στο υψηλότερο σημείο το έτος 2013 με το ποσοστό που αναφέρει η Ελληνική Στατιστική Αρχή να φτάνει το 27,4%.



Διάγραμμα 14: Εξέλιξη του ποσοστού ανεργίας κατά μήνα, Δεκέμβριος 2004-2018. Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ.

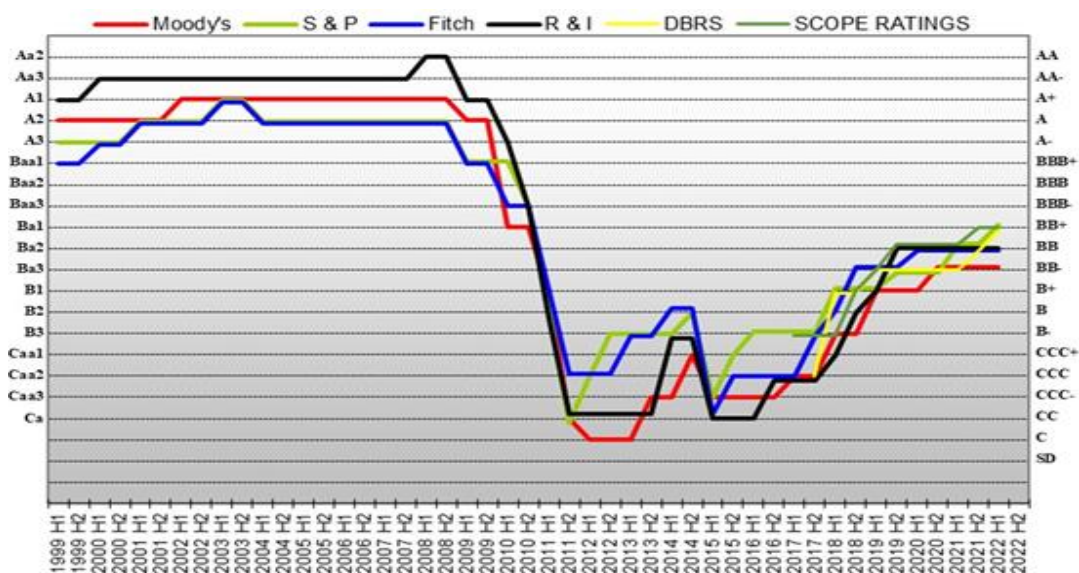
Παράλληλα, την ίδια περίοδο (2009-2018) η ανεργία στους νέους των ηλικιών 15-24 έφτασε στο 62,6% τον Μάιο του 2013. Η αδυναμία εύρεσης εργασίας οδήγησε πολλούς νέους ηλικίας 25-39 ετών να μεταναστεύσουν στο εξωτερικό. Την περίοδο της κρίσης ένας στους δύο Έλληνες, που μετανάστευαν στο εξωτερικό ήταν ηλικίας 25-39 ετών.

Επιπλέον, η μείωση των θέσεων εργασίας, οι μαζικές απολύσεις και οι μειώσεις στους μισθούς και τις συντάξεις προκάλεσαν κατακόρυφη μείωση των αποταμιεύσεων των Ελλήνων. Το γράφημα που ακολουθεί παρουσιάζει τις καταθέσεις από το 2002 έως και το 2020. Όπως παρατηρείται, οι καταθέσεις έφτασαν στο απόγειό τους το 2009 και έκτοτε παρουσίασαν δραματική μείωση κυρίως λόγω των αιτιών που προαναφέρθηκαν άλλα και εξαιτίας της οικονομικής αβεβαιότητας και του φόβου της κατάρρευσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, το οποίο αντιμετώπιζε μεγάλα προβλήματα ρευστότητας.



Διάγραμμα 15: Καταθέσεις εγχώριων επιχειρήσεων και νοικοκυριών 2002-2020 (σε δις. ευρώ). Πηγή: [www.ot.gr](http://www.ot.gr), 03/06/21.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί πως κατά την υπό εξέταση περίοδο η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας μειώθηκε σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο με αποτέλεσμα τα ελληνικά ομόλογα να κατηγοριοποιούνται στη χαμηλότερη κατηγορία και των τριών μεγάλων οίκων αξιολόγησης, κατά την οποία η αποπληρωμή του χρέους και των επιτοκίων θεωρείται εξαιρετικά αδύνατη. Αυτό είχε ως συνέπεια η χώρα να δανείζεται με επαχθείς όρους ακόμα και κατά τη διάρκεια των προγραμμάτων, μέχρι την εφαρμογή του PSI, όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω. Η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας ήταν κι αυτή μια αιτία που ενέτεινε την οικονομική κρίση, καθιστώντας τον δανεισμό της Ελλάδας όλο και ακριβότερο. Το παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζει την πορεία της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδας από όλους τους οίκους αξιολόγησης, συμπεριλαμβανομένων και των τριών μεγαλύτερων Moody's, Standard & Poor's και Fitch.



Διάγραμμα 16: Πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδας από τους οίκους αξιολόγησης. Πηγή: Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους.

Η κρίση χρέους της Ελλάδας θα μπορούσε να αντιμετωπιστεί αποδοτικότερα και πιο στοχευμένα. Η χώρα άξιζε μια καλύτερη λύση έτσι ώστε να μη διαιωνίζεται η κρίση για μία δεκαετία και για να αποφευχθεί η κοινωνική κρίση, που ακολούθησε την οικονομική. Μία εναλλακτική πρόταση για την αντιμετώπιση του χρέους θα παρατεθεί στο τέλος της εργασίας, στα συμπεράσματα.

### 3.3 Η περίπτωση της Ιταλίας

Το κοινό χαρακτηριστικό, που παρουσίαζαν οι οικονομίες της Ελλάδας και της Ιταλίας ήταν το υψηλό δημόσιο χρέος. Στην περίπτωση της Ιταλίας όμως το αυξημένο δημόσιο

χρέος δεν αποτελούσε πρόβλημα κυρίως λόγω των συνεχών πρωτογενών πλεονασμάτων που παρουσίαζε η χώρα μέχρι και το 2008. Τα ελλείματα που παρουσίαζε η οικονομία της Ιταλίας καθ' όλη τη διάρκεια της πρώτης δεκαετίας του εικοστού πρώτου αιώνα, οφείλονταν στα υψηλά επιτόκια δανεισμού της χώρα με αποτέλεσμα η Ιταλία να πληρώνει μεγάλα ποσά σε τόκους δανείων.

Από το 2009, οπότε και έπληξε τη χώρα η οικονομική κρίση, και έπειτα τα δημοσιονομικά στοιχεία της Ιταλίας επιδεινώθηκαν, σε καμία περίπτωση όμως δεν έφτασαν στα επίπεδα των ελληνικών δημοσιονομικών στοιχείων και η ύφεση διήρκησε μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2013.

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές (δισ. ευρώ)</b>	1.519,6	1.551,8	1.580,4	1.567,0	
<b>ΑΕΠ κατά κεφαλήν, ονομαστικό</b>	25.247	25.658	26.026	25.729	
<b>Μεταβολή ΑΕΠ (%)</b>	-3,5	2,2	1,7	-2,5	-1,8 (Q3)
<b>Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (%)</b>	0,8	1,6	2,9	3,3	1,3
<b>Ανεργία (%)</b>	7,8	8,8	8,4	10,7	12,7 (Νοε)
<b>Δημοσιονομικό Έλλειμμα (% ΑΕΠ)</b>	-5,4	-4,5	-3,9	-3,0	3,0 (Q3)
<b>Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)</b>	116,0	118,6	120,7	127,0	133,3 (Q2)
<b>Πρωτογενές Έλλειμμα / Πλεόνασμα Προϋπολογισμού (% ΑΕΠ)</b>	-0,8	0,1	1,1	2,5	1,4 (Q3)

Πίνακας 2: Βασικοί Μακροοικονομικοί δείκτες της Ιταλίας, 2009-2013. Πηγή: Πρεσβεία της Ελλάδος, Ρώμη, Γραφείο Οικονομικών & Εμπορικών Υποθέσεων<sup>43</sup>.

Όπως φαίνεται και από τον παραπάνω πίνακα το ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές της χώρας παρουσιάζει αύξηση μέχρι και το 2011. Το 2012 όμως παρατηρείται μείωση, η οποία συνεχίστηκε και στο πρώτο τρίμηνο του 2013, όπως παρουσιάζεται από τη μεταβολή του ΑΕΠ σε ποσοστιαίες μονάδες. Παράλληλα, καταγράφονται δημοσιονομικά ελλείματα κάθε χρόνο από το 2009 έως και το 2012 τα οποία όμως είναι μειούμενα. Επιπλέον το πρωτογενές έλλειμα που καταγράφηκε το 2009 γρήγορα μετατράπηκε σε, έστω και ισχνό, πρωτογενές πλεόνασμα την αμέσως επόμενη χρονιά.

Το πιο ανησυχητικό στοιχείο για την ιταλική οικονομία ήταν η εκτόξευση του δημοσίου χρέους από 116% το 2009 σε 133,3% του ΑΕΠ στα μέσα του 2013. Σε ονομαστική αξία το δημόσιο ιταλικό χρέος τον Νοέμβριο του 2013 ήταν 2.104.068 εκ. ευρώ, δηλαδή λίγο πάνω από 2 τρισεκατομμύρια ευρώ, φτάνοντας σε σημείο ρεκόρ για την ιταλική

<sup>43</sup> Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε Τράπεζα της Ιταλίας και Istat.

οικονομία. Η επίτευξη όμως πρωτογενούς πλεονάσματος στο πρώτο τρίμηνο του 2013 οδήγησε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στην απόφαση στις 21/06/2013 της εξόδου της Ιταλίας από τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος.

Ωστόσο, μεγάλη σημασία παρουσιάζει ο δείκτης της ανεργίας στη γειτονική χώρα. Μέσα σε σχεδόν πέντε χρόνια η ανεργία από το 7,8% το 2009 εκτινάχθηκε στο 12,7% τον Νοέμβριο του 2013, αγγίζοντας τα επίπεδα ανεργίας του 1977. Οι επίσημα εγγεγραμμένοι άνεργοι ξεπέρασαν τα έξι εκατομμύρια πολίτες στο τέλος του δεύτερου τριμήνου του 2013.

Παράλληλα, η Ιταλική κυβέρνηση προέβη στη λήψη μέτρων παρόμοιων με την Ελλάδα όπως η αύξηση του Φ.Π.Α. από 21% σε 22% σε μια σειρά προϊόντων όπως τα καύσιμα ή προϊόντα ένδυσης. Επιπλέον στον προϋπολογισμό του 2013 συμπεριλήφθηκε πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων που θα απέφεραν στο ιταλικό δημόσιο δεκάδες δισεκατομμύρια ευρώ. Επιπροσθέτως, καταρτίστηκε πρόγραμμα για τη μείωση των δαπανών του δημοσίου ίση με 2% του ΑΕΠ για την περίοδο 2014-2016.

Επιπροσθέτως, εφαρμόστηκε ένα πρόγραμμα μικρής λιτότητας (Manovrina), το οποίο προέβλεπε τη μείωση των δημοσίων δαπανών σε συγκεκριμένα Υπουργεία αλλά και εξοικονόμηση πόρων που προορίζονταν για την Τοπική Αυτοδιοίκηση. Σε αντίθεση με την Ελλάδα, η ιταλική κυβέρνηση δεν προέβη σε οριζόντια μέτρα που θα έπληγαν ιδιώτες και επιχειρήσεις. Αντιθέτως, στον προϋπολογισμό του 2013 δεν προβλεπόταν καμία μείωση του Εθνικού Ταμείου Υγείας για την επόμενη τριετία, δόθηκαν μικρές αυξήσεις του εργαζομένου του ιδιωτικού τομέα, θεσπίστηκαν φοροελαφρύνσεις για τις επιχειρήσεις και τις ιταλικές οικογένειες και δεν υπήρξε αύξηση στη φορολογία εισοδήματος από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.

Το μέγεθος της οικονομίας και της βιομηχανίας της Ιταλίας σε συνάρτηση με τα περιορισμένα μέτρα λιτότητας βοήθησαν στην καταπολέμηση της ύφεσης σε σύντομο χρονικό διάστημα. Παρά το πολύ μεγάλο δημόσιο χρέος, η Ιταλία κατάφερε να αντεπεξέλθει στην κρίση χωρίς τη συνδρομή κάποιου δημοσιονομικού προγράμματος ενίσχυσης και, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, στα μέσα του 2013 η χώρα εξαιρέθηκε από τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, γεγονός που σηματοδοτούσε τη έξοδο της χώρας από την οικονομική ύφεση μέσα σε 4,5 έτη από την αρχή της ιταλικής κρίσης το 2009.

### 3.4 Η περίπτωση της Ισπανίας

Η οικονομική κρίση, που έπληξε την πέμπτη μεγαλύτερη οικονομία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, την Ισπανική οικονομία, προσιδιάζει σε μεγάλο βαθμό με την κρίση των Η.Π.Α. Όπως και στην περίπτωση της Αμερικής έτσι και στην Ισπανία η κρίση προήλθε από την κατάρρευση της αγοράς των ενυπόθηκων δανείων που προκλήθηκε από τη φούσκα της αγοράς ακινήτων. Η απόκτηση κατοικίας στην Ισπανία ενθαρρύνθηκε ήδη από τις κυβερνήσεις του 1960 και του 1970, όμως η μεγάλη έκρηξη της ανοικοδόμησης παρατηρήθηκε κατά την περίοδο 2000-2009, οπότε και οικοδομήθηκαν πέντε εκατομμύρια νέες κατοικίες.

Η φορολογική ελάφρυνση σε συνδυασμό με τους θελκτικούς όρους λήψης δανείου αποτέλεσαν κινητήριες δυνάμεις για την αγορά κατοικίας. Στην πρώτη περίπτωση το ισπανικό φορολογικό σύστημα αφαιρούσε το 15% της αξίας του ενυπόθηκου δανείου από το φορολογητέο εισόδημα ενώ στη δεύτερη περίπτωση οι τράπεζες χορηγούσαν ενυπόθηκα δάνεια προσφέροντας τη δυνατότητα αποπληρωμής σε χρονικό ορίζοντα 40 και 50 ετών.

Αξίζει επίσης να αναφερθεί το γεγονός πως το ισπανικό τραπεζικό σύστημα αποτελούσε ένα από τα πιο συνετά και αυστηρά τραπεζικά συστήματα όσον αφορά τους όρους και τις προϋποθέσεις που έπρεπε να πληρούν οι υποψήφιοι δανειολήπτες. Ωστόσο, κατά την περίοδο 2000-2009 τα τραπεζικά ιδρύματα χαλάρωσαν τις προϋποθέσεις δανειοδότησης βλέποντας τις τιμές των ακινήτων να ανεβαίνουν και την πελατειακή τους βάση να αυξάνεται συνεχώς.

Όταν έσκασε η φούσκα των ακινήτων στην Ισπανία το 2008 τα αποτελέσματα της κρίσης έγιναν ορατά στο σύνολο της Ισπανικής οικονομίας. Μέσα σε μόλις μια τριετία οι δημόσιες δαπάνες ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκαν από 39,2% το 2007 σε 45,6% το 2010 σε μια χώρα η οποία αποτελούσε υπόδειγμα δημοσιονομικής πειθαρχίας. Παράλληλα τα έσοδα της χώρας ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκαν από 41,1% το 2007 σε 35,1% το 2009 και τα συνεχή πλεονάσματα της περιόδου 2000-2007 έδωσαν τη θέση τους σε αλλεπάλληλα ελλείματα με αποκορύφωμα το 2009, με τα στοιχεία που δημοσίευσε η ισπανική κυβέρνηση να αποδεικνύουν έλλειμα 11,3% του ΑΕΠ.

Επιπροσθέτως, η χώρα είδε το δημόσιο χρέος της να αυξάνεται σε μεγάλο βαθμό υπό το βάρος της κρίσης. Το 2007 το δημόσιο χρέος της Ισπανίας ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν



πολύ μικρό και διαμορφώθηκε στο 36,1% του ΑΕΠ. Η ανάληψη, από την κυβέρνηση, του χρέους των υπερβολικά μοχλευμένων τραπεζικών ιδρυμάτων εκτίναξε το δημόσιο χρέος της χώρας. Τον Ιούνιο του 2016 το δημόσιο ισπανικό χρέος έφτασε στο 100,9% του ΑΕΠ ξεπερνώντας τα 1,1 τρισεκατομμύρια ευρώ σε απόλυτους αριθμούς. Επιπλέον, από τον Απρίλιο του 2009 η χώρα είχε συμπεριληφθεί στη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, από την οποία εξήλθε τον Ιούνιο του 2019, καθώς το δημόσιο χρέος για το έτος 2018 είχε διαμορφωθεί στο 97,1% του ΑΕΠ και το έλλειμα της γενικής κυβέρνησης για την ίδια χρονιά είχε μειωθεί στο 2,5% του ΑΕΠ<sup>44</sup>.

Για την αντιμετώπιση της κρίσης, την αναδιοργάνωση του τραπεζικού τομέα και τη μείωση των ελλειμμάτων, η ισπανική κυβέρνηση ζήτησε τη συνδρομή της Ευρωπαϊκής Ένωσης το 2012. Η χώρα εντάχθηκε σε πρόγραμμα οικονομικής ενίσχυσης τον Ιούλιο του 2012. Το πρόγραμμα θα είχε διάρκεια 18 μηνών και θα έδινε τη δυνατότητα στην Ισπανία να χρησιμοποιήσει κεφάλαια ύψους 100 δισεκατομμυρίων ευρώ. Στο τέλος του προγράμματος η χώρα είχε χρησιμοποιήσει μόλις 41,3 δισεκατομμύρια ευρώ, από τα οποία το 75% το αποπλήρωσε τάχιστα και εντός τριών ετών από το 2014 έως και το 2017.

Για την εκταμίευση των χρημάτων, ωστόσο, η χώρα έπρεπε να προβεί σε μια σειρά μεταρρυθμίσεων στο εσωτερικό της. Αυτές περιελάμβαναν μείωση των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων, περικοπή των συντάξεων, αύξηση του Φ.Π.Α. και την περιστολή των δημοσίων δαπανών. Μόνο από την περικοπή μισθών και συντάξεων η ισπανική κυβέρνηση προσέβλεπε σε εξοικονόμηση 29 δισεκατομμυρίων για το έτος 2012.

Όπως και στην περίπτωση της Ελλάδας και της Ιταλίας, πρόβλημα με την μεγάλο πρόβλημα με την ανεργία αντιμετώπισε και η Ισπανία. Στο τέλος του 2007 το ποσοστό ανεργίας της χώρας ανερχόταν σε 8,57% και αυξήθηκε ραγδαία στο διάστημα 2008-2017 με αποκορύφωμα το πρώτο τρίμηνο του 2013, όταν η ανεργία άγγιξε το 27%. Η αύξηση των ποσοστών ανεργίας σε συνδυασμό με τη φούσκα της αγοράς ακίνητης περιουσίας και τις μεταρρυθμίσεις της ισπανικής κυβέρνησης είχαν ως αποτέλεσμα την άνοδο του ποσοστού του ιδιωτικού χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ, το οποίο για το 2010 ανήλθε σε 83,5% του ΑΕΠ για το 2010.

Επιπλέον, οι ανωτέρω παράγοντες οδήγησαν σε μείωση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ισπανίας. Για το 2008 το κατά κεφαλήν ΑΕΠ ήταν ίσο με 35.725 δολάρια σε τρέχουσες τιμές, που ήταν και το υψηλότερο σημείο του δείκτη, και παρουσίαζε αυξομειώσεις μέχρι

---

<sup>44</sup> Βλ. Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, *Υπερβολικό έλλειμμα: Η Ισπανία εξέρχεται από τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος, καθώς μείωσε το έλλειμά της σε λιγότερο από 3%*. δελτίο τύπου 14 Ιουνίου 2019.

και το 2015, οπότε και σημειώθηκε η χαμηλότερη τιμή του δείκτη που ήταν ίση με 25.879 δολάρια. Από το 2015 και έπειτα το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ισπανίας αυξάνεται χρόνο με τον χρόνο.

Το γεγονός ότι η κρίση στην Ισπανία ήταν συστημική και όχι κρίση χρέους, όπως στην περίπτωση της Ελλάδας, βοήθησε τη χώρα της Ιβηρικής χερσονήσου να αντιμετωπίσει πιο αποτελεσματικά, σε καμία περίπτωση όμως λιγότερο επώδυνα, την οικονομική κρίση και την ύφεση που την ακολούθησε. Παράλληλα, το μέγεθος της ισπανικής οικονομίας σε συνδυασμό με την παραγωγικότητα της χώρας κράτησαν σε βιώσιμο επίπεδο το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ παρά το γεγονός πως αυτό αυξήθηκε κατακόρυφα μέσα σε λίγα χρόνια. Το αποτέλεσμα ήταν η χώρα να αφήσει την κρίση πίσω της από το 2017 και έπειτα, γεγονός που μαρτυρούν οι περισσότεροι μακροοικονομικοί δείκτες.

### 3.5 Η περίπτωση της Πορτογαλίας

Η περίπτωση της Πορτογαλικής οικονομίας παρουσιάζει κοινά χαρακτηριστικά με την Ελλάδα ως προς το οικονομικό της παρελθόν. Από την αποκατάσταση της δημοκρατίας στην Πορτογαλία το 1976, μετά την Επανάσταση των Γαριφάλων, και έπειτα η πορτογαλική οικονομία παρουσίαζε κάθε χρόνο πρωτογενή ελλείμματα. Ωστόσο, η Πορτογαλία αντιμετώπιζε συγχρόνως πολιτικό πρόβλημα, καθώς οι ιδεολογικές αποκλίσεις των κομμάτων της δημιουργούσαν κατακερματισμένα κοινοβουλευτικά σώματα, μην μπορώντας να σχηματίσει συνασπισμένες κυβερνήσεις παρά μόνο κυβερνήσεις μειοψηφίας.

Η πολιτική αστάθεια δεν εμπόδισε την ταχεία ανάπτυξη της πορτογαλικής οικονομίας για περίπου δύο δεκαετίες μέχρι και το 2000. Από το 2000 έως και το 2005 ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης μειωνόταν κατά 0,9%. Παράλληλα τα περισσότερα έργα υποδομής της χώρας προέρχονταν από συμπράξεις δημοσίου και ιδιωτικού τομέα και η πλειονότητά τους χρηματοδοτούνταν μέσω τραπεζικών πιστώσεων. Το γεγονός αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των επιτοκίων, η οποία επέδρασε αρνητικά στα διαθέσιμα εισοδήματα και την εγχώρια ζήτηση. Η αύξηση των επιτοκίων οδήγησε συνεκδοχικά σε αύξηση των ελλειμμάτων και του δημοσίου χρέους της χώρας.

Επιπλέον, η υψηλότερη από το αναμενόμενο νομισματική ισοτιμία του πορτογαλικού νομίσματος (escudo) με το ευρώ και η δυσκολία προσαρμογής της πορτογαλικής οικονομίας στο νέο νόμισμα είχαν αρνητικές συνέπειες όσον αφορά το χαμηλό επίπεδο ανάπτυξης και τα υψηλά ποσοστά ανεργίας.

Η περίπτωση της Πορτογαλίας είναι ιδιαίζουσα και αυτό γιατί αφενός δεν είχε υπερβολικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ και αφετέρου το τραπεζικό της σύστημα δεν είχε εκτεθεί σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα που να απειλούν τη ρευστότητά του, κυρίως λόγω της συντηρητικής οικονομικής πολιτικής που ακολούθησαν τα μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα της χώρας. Όταν όμως ξέσπασε η παγκόσμια οικονομική κρίση η χώρα βρισκόταν σε μια περίοδο αναπροσαρμογής με χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης, υψηλά ποσοστά ανεργίας, έλλειψη ανταγωνιστικότητας, σε σχέση με άλλες χώρες της Ευρωζώνης με παρόμοια οικονομικά χαρακτηριστικά, υψηλά επιτόκια και εσωτερικά προγράμματα λιτότητας κυρίως των ετών 2000-2005.

Η οικονομική κρίση προσέθεσε επιπλέον προβλήματα στην ήδη αναιμική πορτογαλική οικονομία και τα αποτελέσματά της ταλάνισαν για αρκετά χρόνια τη χώρα. Το δημόσιο χρέος της Πορτογαλίας αυξήθηκε με πολύ γρήγορους ρυθμούς από την οικονομική κρίση και έπειτα. Το 2000 το δημόσιο χρέος της χώρας δεν ξεπερνούσε το 62% ως ποσοστό του ΑΕΠ και το 2008 ήταν 82,8%. Το 2014 το δημόσιο χρέος σκαρφάλωσε στο 149,9% του ΑΕΠ και το γεγονός αυτό οφείλεται εν μέρει στα κερδοσκοπικά παιχνίδια που είχαν ως στόχο τα κρατικά ομόλογα των χωρών της Ευρωζώνης.

Τα αυξανόμενα δημοσιονομικά ελλείμματα, 11,2% για το 2010, σε συνδυασμό με την εκτίναξη του δημοσίου χρέους οδήγησαν τη χώρα να προσφύγει στη συνδρομή οικονομικής βοήθειας καθιστώντας την Πορτογαλία την τρίτη χώρα της ζώνης του ευρώ, έπειτα από την Ελλάδα και την Ιρλανδία, που προσφεύγει στον μηχανισμό στήριξης. Τον Μάιο του 2011 ανακοινώθηκε το πακέτο διάσωσης της πορτογαλικής οικονομίας ύψους 78 δισεκατομμυρίων ευρώ με τη συμμετοχή του Δ.Ν.Τ., του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας.

Το πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής που υπογράφηκε από την πορτογαλική κυβέρνηση, το Δ.Ν.Τ., την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα απαρτιζόταν από τρεις συνιστώσες. Τα χρήματα θα παρέχονταν στην Πορτογαλία για την ανάπτυξη και την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας, τη μείωση του δημοσίου χρέους και των ελλειμμάτων και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα των τραπεζών.

Στο πλαίσιο του προγράμματος η πορτογαλική κυβέρνηση έλαβε μέτρα σκληρής οικονομικής λιτότητας για την επίτευξη των στόχων. Τέτοια μέτρα ήταν η μείωση του αριθμού των δημοσίων υπαλλήλων, η μείωση των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων, η μείωση δημοσίων οργανισμών, η περικοπές στις κοινωνικές δαπάνες, η συρρίκνωση των

δημοσίων επενδύσεων, οι ιδιωτικοποιήσεις δημοσίων επιχειρήσεων και περιουσιακών στοιχείων, μείωση των φορολογικών οφειλών των νοικοκυριών, περικοπές στην εκπαίδευση και την περίθαλψη, αύξηση του Φ.Π.Α., αύξηση του συντελεστή στον φόρο εισοδήματος, μείωση στα φορολογικά πλεονεκτήματα για υψηλότερες συντάξεις και διάφορα άλλα μέτρα.

Η οικονομική κρίση σε συνδυασμό με το πρόγραμμα σκληρής λιτότητας έπληξαν την οικονομία της Πορτογαλίας. Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω το δημόσιο χρέος εκτινάχθηκε μέχρι το 2014 και το ίδιο συνέβη και με την ανεργία στη χώρα. Το ποσοστό ανεργίας στη χώρα το 2008 βρισκόταν στο 9% και τον Ιανουάριο του 2013 είχε φτάσει στο 18,3%. Από εκείνο το σημείο και έπειτα το ποσοστό έβαινε μειούμενο και σε αυτό συνέβαλλε και το πρόγραμμα ενίσχυσης, το οποίο έμπαινε στην τελική του φάση.

Παράλληλα, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της χώρας, το οποίο το 2008 ήταν ίσο με 24.933 δολάρια σε τρέχουσες τιμές, φτάνοντας στο κατώτερό του σημείο το 2015 οπότε και ήταν ίσο με 19.262 δολάρια. Επιπροσθέτως, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της χώρας εξακολουθούσε να είναι ελλειμματικό μέχρι και το 2013, χρονιά στην οποία το ισοζύγιο ήταν για πρώτη φορά πλεονασματικό μετά από πολλά χρόνια και έπειτα από αυστηρή λιτότητα τριών ετών.

Επιπροσθέτως, τα γενικά κρατικά ελλείμματα συνέχισαν να υφίσταται κάθε χρόνο για τη χώρα, με πτωτική όμως τάση. Το 2012 το γενικό κρατικό έλλειμμα διαμορφώθηκε στο 6,4% του ΑΕΠ ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για το έτος 2015 ήταν 4,4% του ΑΕΠ. Ωστόσο το γενικό κρατικό έλλειμμα για το 2016 ανήλθε σε 2,0% του ΑΕΠ και με απόφασή του, τον Ιούνιο του 2017<sup>45</sup>, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο εξαίρεσε τη χώρα από τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος στην οποία είχε υπαχθεί από τον Δεκέμβριο του 2009.

Με το τέλος του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης το 2014 η Πορτογαλία είχε μπει σε μια τροχιά ανάκαμψης έπειτα από 6 χρόνια οικονομικής ύφεσης και αβεβαιότητας και ύστερα από μια τριετή εφαρμογή του προγράμματος ενίσχυσης. Όπως αποδεικνύουν τα γεγονότα, το πρόγραμμα λειτούργησε αποδοτικά στην περίπτωση της Πορτογαλίας παρά τις δυσμενείς, οικονομικά, για τη χώρα συνθήκες των πρώτων ετών της εφαρμογής του και έδωσε τη σταθερότητα και την ενίσχυση που χρειαζόταν η πορτογαλική οικονομία για να κινηθεί προς την ανάπτυξη.

---

<sup>45</sup> Βλ. Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, *Κροατία και Πορτογαλία: Ελλείμματα κάτω του 3% του ΑΕΠ, περάτωση των διαδικασιών*. δελτίο τύπου 16 Ιουνίου 2017.

## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup> : Συμπεράσματα

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε έχοντας ως βασικό στόχο την παρουσίαση και την ανάλυση των γεγονότων, που οδήγησαν στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 και της μεγάλης ύφεσης που αυτή επέφερε, γνωστή και ως Great Recession, των ετών 2007-2009 στις Η.Π.Α. και την Ευρώπη. Σκοπό της είναι να μπορέσει να εξηγήσει στον απλό αναγνώστη το τι ακριβώς συνέβη κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης μέσα από την ανάλυση των γεγονότων.

Η παρούσα εργασία δεν αποτελεί όμως μια στείρα παράθεση οικονομικών γεγονότων και αριθμών που πιο πολύ θα μπερδευε τον αναγνώστη και θα του άφηνε ερωτήματα για το πώς ακριβώς συνέβη η οικονομική κρίση. Για τον λόγο αυτό κρίθηκε σκόπιμο να παρουσιαστεί και να αναλυθεί το οικονομικό και ιστορικό υπόβαθρο της κρίσης.

Στο πρώτο κεφάλαιο παρατίθενται τα σημαντικότερα οικονομικά γεγονότα από το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου μέχρι και λίγο πριν την κρίση ενυπόθηκων δανείων του 2007 στις Η.Π.Α. Η φύση και το μέγεθος της εργασίας είναι τέτοιο ώστε να δώσει συνοπτικά τα σημαντικότερα γεγονότα μιας περιόδου εξήντα ετών και να μην επεκταθεί σε περαιτέρω ανάλυση του. Ορισμένα γεγονότα ενδεχομένως να παραλείφθηκαν όμως παρουσιάστηκαν τα πιο καίρια και αυτά που διαμόρφωσαν τη σύγχρονη οικονομική ιστορία. Όπου κρίθηκε σκόπιμο, υπήρξε διεξοδικότερη ανάλυση για την τεκμηρίωση της εργασίας και για την σφαιρικότερη αντίληψη των γεγονότων.

Μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο η Αμερική βρέθηκε να είναι η μεγάλη κερδισμένη, μαζί με τη Ρωσία η οποία όμως εξακολουθούσε να εφαρμόζει το κομμουνιστικό μοντέλο, στον τομέα της ισχύος και της οικονομίας, καθώς οι υπόλοιπες ανεπτυγμένες χώρες του πλανήτη ήταν κυριολεκτικά κατεστραμμένες από τον πόλεμο που προηγήθηκε. Η Συνθήκη του Bretton Woods, θα μπορούσε να προσφέρει σημαντικές λύσεις στην παγκόσμια οικονομία αν η Αμερική δεν εφάρμοζε την ηγεμονική της πολιτική με στόχο την εδραίωσή της ως τη μοναδική υπερδύναμη.

Με τον Ψυχρό Πόλεμο να είναι προ των πυλών οι Η.Π.Α. ακολούθησαν μια οικονομική πολιτική περισσότερο προς δικό της όφελος παρά ως πραγματική αρωγή προς τα άλλα κράτη. Για τον λόγο αυτό «απαίτησε» να γίνει το δολάριο το μοναδικό μετατρέψιμο νόμισμα σε χρυσό που θα εξασφάλισε τη συναλλαγματική ισοτιμία και των υπόλοιπων νομισμάτων. Παράλληλα, δεν συναίνεσαν στη δημιουργία ενός κεντρικού μηχανισμού ανακύκλωσης πλεονασμάτων, ο οποίος θα βοηθούσε τις οικονομικά ασθενέστερες χώρες έτσι ώστε να μην παρουσιάζονται φαινόμενα μετάδοσης του προβλήματος και στις

πλεονασματικές χώρες. Αντιθέτως, οι Η.Π.Α. επεδίωξαν και πέτυχαν να είναι οι ίδιες ο μηχανισμός ανακύκλωσης πλεονασμάτων και όπως δείχνει η ιστορία αυτό συνέβαινε μόνο για την οικονομία των Η.Π.Α.

Ο πληθωρισμός των δεκαετιών του 1960 και του 1970 στην Αμερική σε συνδυασμό με τις μεγάλες πετρελαϊκές κρίσεις και όλο και μεγαλύτερη επιθυμία των κρατών για την διατήρηση της συναλλαγματικής του ισοτιμίας έφεραν στα όριά του το δολάριο και τη Συνθήκη του Bretton Woods, η κατάρρευση της οποίας δεν αποσοβήθηκε ούτε με την Σμισθόνια Συμφωνία. Ως εκ τούτου η Αμερική εγκατέλειψε τη συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου με τον χρυσό σημαίνοντας το τέλος της Συνθήκης του Bretton Woods και δημιούργησε τις κατάλληλες συνθήκες για τη δημιουργία του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος μέσω της απελευθέρωσης των κεφαλαιαγορών και την επέκταση των διεθνών τραπεζών.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύθηκε αυτό καθαυτό το γεγονός της χρηματοπιστωτικής κρίσης έπειτα από την κατάρρευση της αγοράς ενυπόθηκων δανείων στις Η.Π.Α. Καθοριστικής σημασίας εξέλιξη για τα πεπραγμένα του χρηματοπιστωτικού τομέα αποτέλεσε η κατάργηση του νόμου Glass-Steagall. Μετά την κατάργηση του συγκεκριμένου νόμου το 1999, επήλθε η απελευθέρωση των τραπεζών από ένα περιοριστικό κανονιστικό πλαίσιο, γεγονός που έδωσε τη δυνατότητα στον σύγχρονο χρηματοπιστωτικό τομέα να δημιουργήσει σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα ανακύκλωσης και μόχλευσης κεφαλαίων τα οποία ήταν κατά πολύ μεγαλύτερα σε αξία ακόμα και από το σύνολο της παγκόσμιας οικονομίας.

Τα τραπεζικά ιδρύματα εκμεταλλεζόμενα την επιθυμία των πολιτών για απόκτηση κατοικίας παρείχαν αφειδώς δάνεια χωρίς τον στοιχειώδη έλεγχο πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών με απώτερο σκοπό το κέρδος. Κέρδος όμως αποκτούσαν όχι μόνο από τα κεφάλαια των δανείων αλλά και από την ομαδοποίησή τους και τη δημιουργία σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων και διάφορων άλλων παραγώγων αυτών.

Όταν η φούσκα της αγοράς ενυπόθηκων δανείων έσκασε, μετά την αδυναμία πληρωμής σωρείας δανείων χαμηλής εξασφάλισης, το σύνολο του χρηματοπιστωτικού τομέα βρέθηκε εκτεθειμένο από την αγορά σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων με αποτέλεσμα μεγάλα τραπεζικά, επενδυτικά και ασφαλιστικά ιδρύματα να κινδυνεύουν με πτώχευση, όπως συνέβη στην περίπτωση της Lehman Brothers.

Η συστημική κρίση, που αντιμετώπιζε η Αμερική απειλούσε να επεκταθεί στο σύνολο της οικονομίας και για τον λόγο αυτό η αμερικανική κυβέρνηση χρησιμοποίησε το μεγαλύτερο της όπλο μπροστά στο φάσμα της οικονομικής κατάρρευσης, τη δυνατότητά της να δανείζεται χρήματα από την Ομοσπονδιακή της Τράπεζα χωρίς περιορισμό. Για να μην επέλθει το απευκταίο η αμερικανική κυβέρνηση ενίσχυσε με δισεκατομμύρια εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες που ήταν εκτεθειμένες στα χρηματοπιστωτικά προϊόντα βοηθώντας την αμερικανική οικονομία να εξέλθει από την κρίση μετά από μία διετή ύφεση.

Δεν μπορεί να ειπωθεί το ίδιο και για την Ευρώπη, στην οποία μεταπήδησε η κρίση από τις Η.Π.Α. Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύθηκε ο τρόπος που η κρίση μεταφέρθηκε στην Ευρώπη από τις Η.Π.Α. και οι επιπτώσεις που είχε η κρίση στις χώρες του Ευρωπαϊκού νότου. Στην Ευρώπη η κρίση έλαβε διαφορετικά χαρακτηριστικά από την κρίση των Η.Π.Α. Κάποιες χώρες επλήγησαν από την κρίση λόγω της έκθεσης του τραπεζικού τους συστήματος στα σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Κάποιες άλλες αντιμετώπισαν κρίση χρέους λόγω της αδυναμίας τους να δανειστούν από τα τραπεζικά ιδρύματα και τις κεφαλαιαγορές εξαιτίας της χαμηλής πιστοληπτικής του ικανότητας και της μεγάλης επισφάλειας που χαρακτήριζε τα ομόλογά τους και στη συνέχεια η κρίση έπληξε το τραπεζικό τους σύστημα. Τέλος, υπήρχαν και κάποιες χώρες στις οποίες η κρίση ξεκίνησε από το τραπεζικό τους σύστημα, μετατράπηκε σε κρίση χρέους η οποία μετακύλησε και πάλι στο τραπεζικό τους σύστημα.

Στη συνέχεια παρουσιάστηκε η περίπτωση της Ελλάδας η κρίση χρέους που αντιμετώπισε. Η συντηρητική πολιτική των μεγάλων τραπεζικών ιδρυμάτων της χώρας δεν τα εξέθεσε σε χρηματοπιστωτικά προϊόντα και η κρίση επήλθε λόγω των συσσωρευμένων ελλειμμάτων της χώρας για περίπου τέσσερις δεκαετίες. Η Ελλάδα πλήρωσε την κακή δημοσιονομική πολιτική που ακολούθησαν οι κυβερνήσεις της για σαράντα περίπου χρόνια, δανειζόμενες συνεχώς. Το μεμπτό στην κατάσταση δεν βρίσκεται στη διαδικασία δανεισμού αλλά στον τρόπο διοχέτευσης των κεφαλαίων. Οι ελληνικές κυβερνήσεις αντί να επενδύουν τα οικονομικά κεφάλαια σε υποδομές, στην υγεία, στην οικονομία, την εκπαίδευση ή σε οποιονδήποτε άλλο τομέα θα βελτίωνε την παραγωγική δυναμικότητα, την ανταγωνιστικότητα και την ποιότητα ζωής των πολιτών, με στόχο οι επόμενες γενιές να αποπληρώσουν τα χρέη, επιδίδονταν σε αγώνες ψηφοθηρίας και πρωτότυπης προεκλογικής καμπάνιας.

Η κακοδιαχείριση των οικονομικών της χώρας για πολλά χρόνια είχε ως αποτέλεσμα την αίτηση οικονομικής συνδρομής από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την Ευρωπαϊκή Κεντρική

Τράπεζα και το Δ.Ν.Τ. Η χώρα ακολούθησε τρία προγράμματα δημοσιονομικής προσαρμογής από το 2010 έως και το 2018 οπότε και έληξε το τελευταίο πρόγραμμα και θεωρητικά η χώρα είχε βγει από την κρίση. Στο τρίτο κεφάλαιο αναφέρθηκε πως η Ελλάδα άξιζε μια καλύτερη λύση από αυτή που τελικά έλαβε και σε αυτό το σημείο θα παρουσιαστεί μια εναλλακτική λύση που μπορούσε να ακολουθηθεί στην περίπτωση της Ελλάδας σύμφωνα με τη διεθνή οικονομική βιβλιογραφία.

Το χρέος της Ελλάδας είχε φτάσει σε τόσο υψηλά σημεία που η χώρα αδυνατούσε να αποπληρώσει ακόμα και τους τόκους των δανείων της, πολλώ δε μάλλον τα κεφάλαια των δανείων. Στην περίπτωση αυτή, του υπερβολικού χρέους, το πρώτο πράγμα που έπρεπε να γίνει είναι μια περικοπή (PSI) του δημοσίου χρέους σε τέτοιο βαθμό που το χρέος να καθίσταται βιώσιμο και η χώρα να μπορεί να το διαχειριστεί. Το PSI του χρέους σε ένα ποσοστό του ΑΕΠ που να το καθιστά εξυπηρετήσιμο θα απέτρεπε τη διαιώνιση και την ένταση του προβλήματος, όπως πραγματικά συνέβη στην περίπτωση της Ελλάδας.

Το υπόλοιπο χρέος θα μπορούσαν να το αναλάβουν οι Θεσμοί, έχοντας συγκροτήσει ένα αντιφεσιακό σχέδιο το οποίο θα ακολουθούσε η ελληνική οικονομία μόνο εφόσον είχε προβεί στις απαραίτητες διαρθρωτικές μεταρρυθμιστικές ενέργειες για να αποτραπεί η συνέχεια δημιουργίας δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Παράλληλα, αν οι Θεσμοί αναλάμβαναν το υπόλοιπο χρέος θα απέμπλεκαν τα ευρωπαϊκά τραπεζικά ιδρύματα από το χρέος της Ελλάδας και θα αποσοβούσαν τον κίνδυνο της ευρωπαϊκής χρηματοοικονομικής κατάρρευσης σε περίπτωση χρεωκοπίας της Ελλάδας.

Η συγκεκριμένη λύση ενδεχομένως να ήταν όχι μόνο πιο αποδοτική αλλά και πιο συμφέρουσα οικονομικά, καθώς τα κεφάλαια που δόθηκαν κατά τη διάρκεια των ετών 2010-2018 μέσω των τριών προγραμμάτων έφτασαν τα 288 δισεκατομμύρια ευρώ. Την αποδόμηση της πολιτικής που ακολούθησαν οι Θεσμοί στην περίπτωση της Ελλάδας έχουν εκφράσει πολλές φορές οι βραβευμένοι οικονομολόγοι Paul Krugman, Thomas Piketty και Joseph Stiglitz, οι οποίοι τάσσονται κατά της άκρατης λιτότητας και υποστηρίζουν πως η λύση που δόθηκε στην Ελλάδα ήταν ανεπαρκής και επιβαρυντική για το μέλλον της χώρας<sup>46</sup>.

Η οικονομική πολιτική που προωθήθηκε στην περίπτωση της Ελλάδας αποτέλεσε πιο πολύ παράδειγμα για τις υπόλοιπες χώρες με προβληματικό δημοσιονομικό τομέα και για τον λόγο αυτό προτιμήθηκε μια πολιτική λύση παρά μια λύση με οικονομική λογική.

---

<sup>46</sup> Βλ. συνέντευξη του Thomas Piketty στο γερμανικό περιοδικό Die Zeit στις 25 Ιουνίου 2015.



Και γίνεται λόγος για πολιτική λύση γιατί οι κυβερνήσεις των κρατών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και «έσωσαν» την Ελλάδα με το πρόγραμμα που προώθησαν και συνάμα παρουσίασαν πολιτικό έργο στο εκλογικό τους σώμα στο εσωτερικό της χώρας.

Στη συνέχεια παρουσιάστηκαν συνοπτικά οι περιπτώσεις των υπόλοιπων χωρών του Ευρωπαϊκού νότου, της Ιταλίας, της Ισπανίας και της Πορτογαλίας. Καθεμιά περίπτωση είναι ξεχωριστή και δεν παρουσιάζει ομοιότητες ως προς τα αίτια της οικονομικής κρίσης. Η Ιταλία ήταν μια χώρα με μεγάλο δημόσιο χρέος αλλά με μεγάλη βιομηχανική παραγωγή. Η Ισπανία ήταν μια χώρα με εκτεθειμένο τραπεζικό σύστημα στην αγορά των ενυπόθηκων δανείων και όταν κατέρρευσε η αγορά αυτή αντιμετώπισε κρίση στο τραπεζικό της σύστημα. Τέλος η Πορτογαλία δεν είχε ούτε εκτεθειμένο τραπεζικό σύστημα ούτε μη βιώσιμο χρέος αλλά τα συνεχόμενα πρωτογενή ελλείμματα σε συνδυασμό με την πολιτική λιτότητας των προηγούμενων ετών και την αναιμική της ανάπτυξη την πέτυχαν σε μια οικονομική συγκυρία που την οδήγησε σε μία κρίση χρέους.

Οι ομοιότητες που παρουσιάζουν οι χώρες της Ευρώπης έχει πιο πολύ να κάνει με τα αποτελέσματα της κρίσης στο εσωτερικό τους και τα σχεδόν παραπλήσια μέτρα λιτότητας που υιοθέτησαν, όπως επέτασσαν η Ευρωπαϊκή Ένωση και οι Θεσμοί. Το γεγονός ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση είναι κατακερματισμένη και αποτελείται από κράτη-μέλη διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στην αντιμετώπιση της κρίσης. Μετά και την απόφαση της Ευρωπαϊκής Ένωσης να αντιμετωπίσει κάθε χώρα ξεχωριστά την κρίση στο εσωτερικό της αντί να αντιμετωπιστεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση ως μια ενιαία οντότητα, όπως για παράδειγμα οι Η.Π.Α., βύθισε ακόμη πιο βαθιά της ασθενέστερες οικονομίες της Ένωσης στην κρίση. Ίσως η έκδοση ενός ευρωομολόγου να απέτρεπε τις κερδοσκοπικές επιθέσεις στα ομόλογα αυτών των κρατών και οι όροι δανειοδότησης τους να μην ήταν επαχθείς και η ύφεση να διαρκούσε πολύ λιγότερο.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνόγλωσση

- Βαρουφάκης, Γ. (2012). *Παγκόσμιος Μινώταυρος: Οι πραγματικές αιτίες της Κρίσης*. (Α. Φιλιππάτος, Γ. Βαρουφάκης, Μετ.). Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη.
- Βαρουφάκης, Γ., Πατώκος, Τ., Τσερκέζης, Λ., & Κουτσοπέτρος, Χ. (2011). *Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα και την Ευρώπη το 2011*. Αθήνα: Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ, Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων.
- Βενιέρης, Ι. (2005). *Τιλοποίηση απαιτήσεων σύμφωνα με το Ν. 3156/2003 υπό το πρίσμα και της διεθνούς πρακτικής*. Μελέτες εμπορικού και ναυτικού δικαίου, (σελ. 43-47). Αθήνα-Κομοτηνή : Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλας.
- Βουτσά, Μ.Ε. (2019). *Το διεθνές οικονομικό σύστημα διακυβέρνησης: Ο ρόλος των φορέων διεθνούς χρηματοδότησης στη δημιουργία ενός νέου αναπτυξιακού πλαισίου*. (Διδακτορική διατριβή). Διαθέσιμο από: Εθνικό Αρχείο Διδακτορικών Διατριβών.
- Γεωργακόπουλος, Θ. (2012). *Εισαγωγή στη Δημόσια Οικονομική*. (4<sup>η</sup> εκδ.). Αθήνα: Εκδόσεις Μπένου Ε.
- Γκόρτσος, Χ. (2014). *Εισαγωγή στο Δίκαιο της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης*. Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη.
- Καλλιόπουλος, Α. (2018). *Ρύθμιση ή Απορρύθμιση του Τραπεζικού Τομέα: Όψεις Ρυθμιστικής Διακυβέρνησης στην Ε.Ε*. (Διδακτορική διατριβή). Διαθέσιμο από: Εθνικό Αρχείο Διδακτορικών Διατριβών.
- Κανονάκη, Μ. Ι. (2010). *Η Κρίση των Subprimes* (Μεταπτυχιακή εργασία). (σελ. 11). Ανακτήθηκε από: [chrome extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://dione.lib.unipi.gr/xmlui/istream/handle/unipi/3457/Kanonaki.pdf?sequence=2](https://chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://dione.lib.unipi.gr/xmlui/istream/handle/unipi/3457/Kanonaki.pdf?sequence=2) .
- Κωνσταντινίδου, Ι. Μ. (2018). *Τιλοποίηση απαιτήσεων*. (Μεταπτυχιακή Εργασία). Πανεπιστήμιο Πειραιά.
- Κωτούλας, Β. (2019, Φεβρουάριος). *Πώς μειώνεται η ανεργία στη Ελλάδα*. Ναυτεμπορική. Ανακτήθηκε από: [www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr).
- Μάρκου, Α. (2021, Ιούνιος). *Καταθέσεις: Στο 100% του ΑΕΠ για πρώτη φορά μετά το 2009*. Οικονομικός Ταχυδρόμος. Ανακτήθηκε από: [www.ot.gr](http://www.ot.gr).

- Μόσχος, Δ. & Χορταρέας, Γ. (2011). Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομική δραστηριότητα, στο Γκ. Χαρδούβελης & Χ. Γκόρτσος (επιμ.), *Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα* (σελ. 55-63). Αθήνα: Ελληνική Ένωση Τραπεζών.
- Μπαλάσκα, Β. (2008). *Πετρελαϊκές κρίσεις και χρηματιστήρια: Η επίδραση των τιμών του πετρελαίου στις χρηματιστηριακές αποδόσεις και ΑΕΠ*. (Μεταπτυχιακή Εργασία). Πανεπιστήμιο Πειραιά. Ανακτήθηκε από: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://dione.lib.unipi.gr/xmlui/istream/handle/unipi/2795/Balaska.pdf?sequence=3&isAllowed=y>.
- Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών. (2009, Ιανουάριος). *Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2008-2011*. Ανακτήθηκε από: [7548f3cd9fa4-4493-b015-8a1cf47b7dac \(minfin.gr\)](7548f3cd9fa4-4493-b015-8a1cf47b7dac)
- Acemoglu, D. & Robinson, J.A. (2013). *Γιατί αποτυγχάνουν τα έθνη: Οι καταβολές της ισχύος, της ευημερίας και της φτώχειας*. (Α. Φιλιππάτος, Μετ.). Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη.
- Berstein, S. & Milza, P. (1997). *Ιστορία της Ευρώπης 3: Διάσπαση και Ανοικοδόμηση της Ευρώπης, 1919 έως σήμερα* (Μ. Κοκολάκης, Μετ.). Αθήνα: Αλεξάνδρεια.
- EUR-Lex. (07/06/2016). *Ενοποιημένη απόδοση της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Μέρος C 202, σελ. 99*. Ανακτήθηκε από: [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://eur.lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9e8d52e1-2c70-11e6-b49701aa75ed71a1.0005.01/DOC\\_3&format=PDF](chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://eur.lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9e8d52e1-2c70-11e6-b49701aa75ed71a1.0005.01/DOC_3&format=PDF).
- Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές. (Δεκέμβριος 2009). *Η κρίση του 2007-2009 τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές*. Τόμος IV, τεύχος 8.
- Roche, M. (2011). *Καπιταλισμός εκτός νόμου: Η οικονομία του παρασκηνίου* (Α. Κομνηνέλλη, Μετ.). Αθήνα: Μεταίχμιο.
- Rodrik, D. (2012). *Το Παράδοξο της Παγκοσμιοποίησης: Η Δημοκρατία και το Μέλλον της Παγκόσμιας Οικονομίας* (Γ. Χρηστίδης, Μετ.). Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική.

## Ξενόγλωσση

- Arrighi, J. & Silver, B. (2011). *The End of the Long Twentieth Century*, στο *Business as Usual: The Roots of the Global Financial Meltdown* (edited by C. Calhoun & G. Derluigan), (pp. 53-69). New York University Press.
- Awrey, D. (2014). *Law and Finance in the Chinese Shadow Banking System*, Preliminary Discussion Draft: January 18, 2014.
- Baily, N.M., Litan, R.E. & Johnson, M.S. (2008). *The Origins of the Financial Crisis*. Business and Public Policy. Washington: The Brookings Institution.
- Bergsten, C. F. (2009). *The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis*, *Foreign Affairs*, Νοέμβριος-Δεκέμβριος 2009.
- Bernanke, B. S. (2004). *The Great Moderation: Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association*, February 20, 2004. Washington, DC. Ανακτήθηκε από: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/> .
- Blanchard, O. & Simon, J. (2001). *The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility*. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, (pp. 135-164). Ανακτήθηκε από: [chrome extension://efaidnbmnnnibpajpcglclefindmkaj/https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2001/01/2001a\\_bpea\\_blanchard.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2001/01/2001a_bpea_blanchard.pdf) .
- Duménil, G. & Lévy, D. (2011). *The Crisis of Neoliberalism*. (p. 1). Harvard University Press.
- Funke, M., Mihaylovski, P. & Zhu, H. (2015). *Monetary policy transmission in China: A DSGE model with parallel shadow banking and interest rate control*, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition.
- Grant, W. & Graham, K. W. (2012). *The consequences of the Global Financial Crisis: The Rhetoric of Reform and Regulation*. Oxford University Press.
- International Monetary Fund. (1973). *Annual Report of the Executive Directors for the Fiscal Year Ended April 30, 1973*. Washington, DC: International Monetary Fund. Ανακτήθηκε από: [chrome extension://efaidnbmnnnibpajpcglclefindmkaj/https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/archive/pdf/ar1973.pdf](https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/archive/pdf/ar1973.pdf) .

- Johnson S. & Kwak, J. (2010). *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*. (p. 133), New York: Pantheon Books.
- Kahn, J. A., McConnell, M. & Perz-Quiros. (2002). *On the causes of the increased stability of the U.S. economy*. Economic policy review. Federal Reserve Bank of New York. Ανακτήθηκε από: chrome extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.newyorkfed.org/mediaLibrary/media/research/epr/02v08n1/0205kahn.pdf .
- Kiely, R. (2005). *Empire in the age of globalization: US hegemony and neoliberal disorder*. London: Pluto Press.
- Mankiw, N. G. (May/June 2010). *Questions about Fiscal Policy: Implications from the Financial Crisis of 2008-2009*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 92(3), pp.187-193. Ανακτήθηκε από: chrome extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://scholar.harvard.edu/files/mankiw/files/questions\_about\_fiscal\_policy.pdf .
- Palley, T. I. (2013). *Financialization: the economics of finance capital domination*. Palgrave Macmillan (ed.), (p. 1) New York: Palgrave Macmillan.
- Preston, H. H. (1933). *The Banking Act of 1933*. *The American Economic Review* 23, no. 4, σελ. 585-607, (December 1933). Ανακτήθηκε από: chrome extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.jstor.org/stable/pdf/1807513.pdf?refreqid=excelsior%3A8961edd71178cfcaecb9eb041c592f24&absegments=&origin=&acceptTC=1.
- Ritter, J. (1995). *The Transition from Barter to Fiat Money*. *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 85(1), (pp. 134-149). Ανακτήθηκε από: [https://www.jstor.org/stable/2118000?casa\\_token=dxrGp3tsrw4AAAAA%3AftMLZ2NBsyNRYXZn\\_GiT-5S-1I8mh7p7sY2k5sKDeZFwnbRI2F1vwHiNheNKs8SUIInLzSaa2PTJerF4a522cakgURRUgLTtDuqK7MMYbbbPC2yR5zII&seq=1](https://www.jstor.org/stable/2118000?casa_token=dxrGp3tsrw4AAAAA%3AftMLZ2NBsyNRYXZn_GiT-5S-1I8mh7p7sY2k5sKDeZFwnbRI2F1vwHiNheNKs8SUIInLzSaa2PTJerF4a522cakgURRUgLTtDuqK7MMYbbbPC2yR5zII&seq=1) .
- Ruggie, J. G. (1982). *International Regimes, Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order*. International Organization, Volume 36, Issue 2, (pp. 379-415). MIT Press.
- Shaikh, M. A. (2016). *Capitalism: Competition, Conflict, Crises*. (pp. 495). New York: Oxford University Press.

- Silber, W. L. (2013). *Volcker: The Triumph of Persistence*. (2<sup>η</sup> εκδ.). New York: Bloomsbury Press.
- Soeya, Y. (1998). *Japan: Normative Constraints Versus Structural Imperatives*, στο M. Alagappa (ed.), *Asian Security Practice: Material and Ideational Influences*. California: Stanford University Press.
- Stock, J. H. & Watson, M. W. (2003). *Has the Business Cycle Changed and Why?*. M. Gertler & K. Rogoff (eds.), Vol.17. MIT Press.