



ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΙΣ  
ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΣΧΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΕΙΑ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ - ΒΑΛΚΑΝΙΚΩΝ,  
ΣΛΑΒΙΚΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΤΟΛΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ - ΑΝΩΤΑΤΗ ΔΙΑΚΛΑΔΙΚΗ  
ΣΧΟΛΗ ΠΟΛΕΜΟΥ

Διπλωματική Εργασία

**«ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ: ΑΠΕΙΛΗ Ή  
ΕΥΛΟΓΙΑ ΓΙΑ ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ;»**

ΤΟΥ

**ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ Α. ΚΩΣΤΙΔΗ**

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΚΥΡΚΙΛΗΣ

ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2016

**ΣΕΛΙΔΑ ΣΚΟΠΙΜΑ ΚΕΝΗ**

### **Υπεύθυνη Δήλωση**

«Δηλώνω υπευθύνως ότι όλα τα στοιχεία σε αυτήν την εργασία τα απέκτησα, τα επεξεργάστηκα και τα παρουσιάζω σύμφωνα με τους κανόνες και τις αρχές της ακαδημαϊκής δεοντολογίας, καθώς και τους νόμους που διέπουν την έρευνα και την πνευματική ιδιοκτησία. Δηλώνω επίσης υπευθύνως ότι, όπως απαιτείται από αυτούς τους κανόνες, αναφέρομαι και παραπέμπω στις πηγές όλων των στοιχείων που χρησιμοποιώ και τα οποία δεν συνιστούν πρωτότυπη δημιουργία μου»

Ημερομηνία: //2016

Ο Δηλών

(Υπογραφή)

**ΣΕΛΙΔΑ ΣΚΟΠΙΜΑ ΚΕΝΗ**

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το καπιταλιστικό σύστημα που τελικά επικράτησε στην παγκόσμια κοινότητα είναι στενά συνδεδεμένο με την έννοια της κρίσης. Όλοι οι οικονομικοί επιστήμονες αποδέχονται την ύπαρξη των κρίσεων στο καπιταλιστικό σύστημα ως κάτι που εμφανίζεται νομοτελειακά. Κατά τις τελευταίες δεκαετίες του προηγούμενου αιώνα υπήρξαν ριζικές μεταβολές στη δομή αλλά και στη λειτουργία του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι κυριότερες από αυτές είναι η κατάργηση των συναλλαγματικών περιορισμών και η απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων, η απορρύθμιση των επιτοκίων, η ουσιαστική ενοποίηση των αγορών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, το άνοιγμα των αγορών στο διεθνή ανταγωνισμό, η τεχνολογική αναβάθμιση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των λειτουργικών συστημάτων των διαφόρων αγορών κτλ. Μία σοβαρή συνέπεια της μεταβολής του χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος είναι η αύξηση του εύρους και της συχνότητας της διακύμανσης των βασικών χρηματοοικονομικών μεταβλητών, γεγονός που συντελεί στη δημιουργία νευρικότητας στις αγορές και καθιστά ευκολότερη τόσο την έναρξη μίας κρίσης όσο και τη μετάδοσή της στο διεθνές σύστημα. Με την εμφάνιση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης στην πρώτη δεκαετία του αιώνα μας και τις σοβαρές επιπτώσεις που είχε και συνεχίζει να έχει στις ζωές πολλών ανθρώπων, η έννοια της «παγκοσμιοποίησης» φαίνεται για τους πιο πολλούς να έχει οικονομική κυρίως χροιά. Οι περισσότεροι οικονομολόγοι συμφωνούν ότι ενώ η απελευθέρωση του παγκόσμιου εμπορίου παρουσιάζει –υπό προϋποθέσεις- θετικά αποτελέσματα, η περίπτωση της απελευθέρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών υπήρξε μία αρκετά πιο πολύπλοκη και προβληματική περίπτωση. Σήμερα, μετά από περισσότερες από τρεις δεκαετίες επικράτησης των «παγκοσμιοποιητικών» πολιτικών, θα πρέπει να είμαστε σε θέση να πραγματοποιήσουμε έναν πιο ολοκληρωμένο απολογισμό για τα οφέλη και τις παγίδες που κρύβει η παγκοσμιοποίηση. Η ιστορία της σύγχρονης παγκόσμιας οικονομίας διδάσκει ότι τα μειονεκτήματα που προκύπτουν από την εξάπλωση των απελευθερωμένων χρηματοπιστωτικών αγορών μπορεί να αντισταθμιστούν από την εκλογικευμένη δημόσια παρέμβαση έτσι ώστε οι διεθνείς αγορές να μετασχηματιστούν από αφέντες σε υπηρέτες της ανάπτυξης και της ευημερίας.

**ΣΕΛΙΔΑ ΣΚΟΠΙΜΑ ΚΕΝΗ**

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	1
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΟΡΙΣΜΟΙ</b> .....	4
Παγκοσμιοποίηση .....	4
Χρηματοπιστωτικό Σύστημα .....	6
Διεθνής Οικονομική Ολοκλήρωση .....	9
Διεθνή Χρηματοοικονομικά .....	11
Χρηματοπιστωτική Κρίση.....	15
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ</b> .....	17
Οι Εξελίξεις στο Χρηματοπιστωτικό Σύστημα .....	21
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ</b> .....	29
Θετικές Επιδράσεις.....	30
Αρνητικές Επιδράσεις .....	37
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ</b> .....	43
Χρηματοπιστωτικές Κρίσεις .....	43
Η Κρίση Χρέους τη Δεκαετία του 1980 στην Λατινική Αμερική.....	45
Η Οικονομική Κρίση στην Φινλανδία τη Δεκαετία του 1990. ....	47
Η Χρηματοπιστωτική Κρίση της Δεκαετίας του 1990, στην Νοτιοανατολική Ασία.....	48
Ρωσία –Βραζιλία –Αργεντινή, 1998-2001. ....	51
Παγκόσμια Οικονομική κρίση 2007-2008.....	53
Η Κρίση Χρέους στην Ευρωζώνη. ....	57
Διαφορετικές Προσεγγίσεις των Κρίσεων .....	59
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b> .....	66
Επίλογος.....	73
<b>Βιβλιογραφία</b> .....	76

Αφιερωμένο στη Μάγδα, στη  
Σμαρώ, στον Αλέξανδρο, στην  
Ειρήνη και στον Ανδρέα,  
Στην οικογένειά μου.

Κ. Α. Κ.



## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Είναι πλέον κοινά αποδεκτό ότι τις τελευταίες δεκαετίες η έννοια της παγκοσμιοποίησης αποτελεί το σημείο αναφοράς της μεγαλύτερης μερίδας, αν όχι του συνόλου, των πολιτικών, των οικονομολόγων και των τραπεζιτών, των ακαδημαϊκών διανοούμενων αλλά και των δημοσιογράφων και των απλών πολιτών. Μπορεί να μην είναι η «πιο χρησιμοποιημένη» λέξη στο λεξιλόγιο του σύγχρονου ανθρώπου, αλλά σίγουρα βρίσκεται ως έννοια αλλά και ως πρακτική πίσω από σχεδόν κάθε πτυχή της καθημερινής μας ζωής.

Αυτό σημαίνει ότι η «πραγματικότητα» που κρύβεται πίσω από την έννοια της παγκοσμιοποίησης έχει μάλλον μελετηθεί κατά τρόπο ενδελεχή σε όλες της πτυχές της. Πλήθος μελετών και μονογραφιών έχουν εκπονηθεί για να περιγράψουν την πολιτική, νομική, κοινωνική και πολιτιστική διάσταση της παγκοσμιοποίησης. Ακόμη όμως μεγαλύτερο πλήθος είναι αυτό των πονημάτων που προσεγγίζουν, ερμηνεύουν, ρίχνουν φως και μελετούν την οικονομική πλευρά της παγκοσμιοποίησης. Με την εμφάνιση, μάλιστα, της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης στην πρώτη δεκαετία του αιώνα μας και τις σοβαρές επιπτώσεις που είχε και συνεχίζει να έχει στις ζωές πολλών ανθρώπων (ακόμα και στον «δυτικό» πλέον κόσμο), η έννοια της «παγκοσμιοποίησης» φαίνεται για τους πιο πολλούς να έχει οικονομική κυρίως χροιά.

Όπως είναι φυσικό, το βασικό θέμα όλων των μελετών αναφέρεται στο θετικό ή αρνητικό περιεχόμενο που κομίζει η παγκοσμιοποίηση στην οικουμένη. Σε αυτό το πλαίσιο θα κινηθεί και η ανά χείρας εργασία με τον τίτλο: «Διεθνής χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση. Απειλή ή ευλογία για το διεθνές οικονομικό σύστημα;» Σήμερα, μετά από περισσότερες από τρεις δεκαετίες επικράτησης των «παγκοσμιοποιητικών» πολιτικών στο μεγαλύτερο μέρος του πλανήτη, θα πρέπει να είμαστε σε θέση να πραγματοποιήσουμε έναν πιο ολοκληρωμένο απολογισμό.

Ξεκαθαρίζοντας το στόχο της εργασίας από την αρχή, δηλώνεται ότι αυτός είναι να καταδειχθεί μέσα από αναφορές σε έγκριτους επιστήμονες αλλά και μέσω της αναδρομής σε πραγματικά γεγονότα, ότι αν και η διεθνής χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση αρκετές φορές όντως επιτάχυνε την οικονομία και διευκόλυνε την ανάπτυξη, αυτό συνέβη υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις και

σε όχι τόσο πολλές περιπτώσεις. Αντιθέτως, οι κρίσεις που φαίνεται να οφείλονται σε αυτού την έκφανση της παγκοσμιοποίησης είναι πολλές και με ιδιαίτερως αρνητικές συνέπειες για τους περισσότερους. Θα μπορούσε επιπρόσθετα κάποιος να εντοπίσει μέσα από την ιστορική αναδρομή ότι όντως η διεθνής χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση είναι ευλογία, αλλά κυρίως για τις πολυεθνικές εταιρίες και κάποιες ελάχιστες ανεπτυγμένες, βιομηχανικές χώρες του «δυτικού» κόσμου, που έχουν ήδη κάνει το άλμα στην ψηφιακή εποχή και στην αντίστοιχη βιομηχανία υψηλής τεχνολογίας. Για τις υπόλοιπες χώρες (οι οποίες συχνά εξαπατήθηκαν ή και εξαναγκάστηκαν να προσχωρήσουν στην εν λόγω ολοκλήρωση) και για την πλειονότητα των κατοίκων της υφελίου, τα οφέλη δεν ήταν ούτε τόσο απτά αλλά ούτε και εγγυημένα και συχνά κατέληξαν σε οικονομικές κρίσεις με επώδυνα αποτελέσματα.

Για μια ολοένα και μεγαλύτερη μερίδα μελετητών είναι πλέον αποδεκτό ότι η παγκοσμιοποίηση ως ιστορική φάση δεν είναι απότοκο κάποιου κοινωνικού δυναμικού που σπρώχνει το κοινωνικό σύνολο προς κάποια συγκεκριμένη κατεύθυνση, με βάση κάποιο συγκεκριμένο και κατατεθειμένο οικονομικό, πολιτικό και κοινωνικό πρότυπο, το οποίο να εμπεριέχει φυσικά το ήδη υπάρχον, να το υπερκαλύπτει και συγχρόνως να μετουσιώνεται σε κάτι ευγενέστερο και θετικότερο για το σύνολο των ανθρώπων που κατοικούν στον πλανήτη. Για τη μερίδα αυτή των μελετητών η αδήριτη πραγματικότητα των «επιτευγμάτων» της παγκοσμιοποίησης είναι ότι τελικά ο κόσμος μας έχει γίνει πιο άνισος. Η ανάπτυξη δεν ήρθε ποτέ για τις χώρες της περιφέρειας ενώ αντίθετα οι χώρες του λεγόμενου Τρίτου Κόσμου (Αφρική, Λατινική Αμερική, Δυτική και Κεντρική Ασία) απομακρύνονται συνεχώς από το επίπεδο των ανεπτυγμένων βιομηχανικών χωρών. Κατά πολλούς, η εξάπλωση του διεθνούς εμπορίου όχι μόνο δεν έφερε την ειρήνη στον κόσμο (όπως «προφήτευαν» οι υπέρμαχοι της απελευθέρωσής του), αλλά δημιουργεί συνεχώς νέες εστίες πολέμου. Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα (που μας ενδιαφέρει περισσότερο σε αυτή την εργασία) έγινε περισσότερο ασταθές, με έντονες «νευρικές» διακυμάνσεις και μία απρόβλεπτη μεταδοτικότητα των παραγόμενων κρίσεων.

Η πραγματικότητα που βιώνουμε σήμερα θα μπορούσε με αρκετά μεγάλη ακρίβεια να περιγραφεί με μελανά χρώματα (αντικατοπτρίζοντας μία συνεχώς αυξανόμενη απαισιοδοξία) καθώς πολλές από τις ανεπτυγμένες χώρες

υποφέρουν από χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, υψηλή ανεργία και έντονη κοινωνική δυσφορία, ενώ σε πολλές περιπτώσεις το διεθνές δίκαιο καταστρατηγείται συστηματικά.

Η δομή της εργασίας απαρτίζεται από 5 Κεφάλαια. Στο 1<sup>ο</sup> Κεφάλαιο, σύμφωνα με το «αρχή παιδείσεως η των ονομάτων επίσκεψις» του Αντισθένη, θα γίνει αναφορά σε κάποιους βασικούς ορισμούς, έτσι ώστε να γίνουν κατανοητοί στον αναγνώστη οι επιστημονικοί όροι, οι οποίοι θα αναφέρονται στη συνέχεια της εργασίας,

Στο 2<sup>ο</sup> κεφάλαιο θα γίνει μία ιστορική αναδρομή στην πορεία της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης και στα επιτεύγματα ή τα προβλήματα που δημιούργησε.

Στο 3<sup>ο</sup> Κεφάλαιο θα παρατεθούν τα αποτελέσματα που, σύμφωνα με τους ειδικούς, είχε η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση στις εθνικές και την παγκόσμια οικονομίες.

Στο 4<sup>ο</sup> Κεφάλαιο θα ακολουθήσουν αναφορές και παρουσιάσεις των περιπτώσεων χρηματοπιστωτικών κρίσεων που οφείλονται σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό στην διεθνή χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση.

Τέλος, στο 5<sup>ο</sup> Κεφάλαιο θα γίνει μία ανακεφαλαίωση προκειμένου να βγουν συγκεκριμένα συμπεράσματα, να στηριχθεί η θέση της εργασίας και να παρουσιαστούν προτάσεις αντιμετώπισης ή βελτίωσης της υφιστάμενης κατάστασης στο διεθνές χρηματοοικονομικό στερέωμα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΟΡΙΣΜΟΙ

Για να μπορέσει κάποιος που παρουσιάζει ένα οποιοδήποτε επιστημονικό αντικείμενο, να ξεκινήσει σωστά και προκειμένου να γίνει κατορθωτό ο αναγνώστης –ιδιαιτέρως αυτός που δεν διαθέτει εξειδικευμένη επιστημονική κατάρτιση- να παρακολουθήσει την ανάπτυξη του θέματος, είναι απαραίτητο να γίνουν εξαρχής κατανοητές οι βασικές έννοιες γύρω από τις οποίες και διαμέσου των οποίων θα αναπτυχθεί το θέμα. Προκειμένου για την παρούσα εργασία, τέτοιες βασικές έννοιες είναι αυτές της παγκοσμιοποίησης, της οικονομικής ολοκλήρωσης (ή με διαφορετικά λόγια της παγκοσμιοποίησης από την οικονομική άποψη), χρηματοπιστωτικού συστήματος και των αντίστοιχων κρίσεων.

### Παγκοσμιοποίηση

Η έννοια της παγκοσμιοποίησης είναι δύσκολο να διευκρινιστεί επαρκώς και σε ικανοποιητικό βαθμό. Σε μια προσπάθεια να διατυπωθεί ένας ορισμός θα μπορούσε να ειπωθεί ότι η απελευθέρωση της αγοράς, η παγκόσμια κυκλοφορία του κεφαλαίου, οι νέες τεχνολογίες της επικοινωνίας, η παγκόσμια δικτύωση της παραγωγής, οι ροές πληροφορίας, και η ένταση των πληθυσμιακών μετακινήσεων συνθέτουν ένα ιδιόρρυθμο πλέγμα υπερεθνικών διασυνδέσεων και σχέσεων που αναφέρεται πλέον στην παγκόσμια επιστημονική ή μη δημοσιότητα με τον όρο «παγκοσμιοποίηση».<sup>1</sup>

Παγκοσμιοποίηση ή διεθνοποίηση είναι η αυτονόμηση όλων εκείνων των παραμέτρων (οικονομία, επικοινωνία κλπ) οι οποίες μέχρι πρόσφατα (μερικές δεκαετίες) επεδίωκαν να έχουν σύνορα μέσα σε ένα κράτος-προστάτη. Παράμετροι που τείνουν να απελευθερώνονται (φιλελευθεροποιούνται) και να διαχέονται, ακολουθώντας την παγκοσμιοποίηση, είναι το εμπόριο, η κοινωνική δομή, η τεχνολογία, η κουλτούρα, το πολιτικό σύστημα, η γνώση κλπ.<sup>2</sup> Ο όρος συχνά χρησιμοποιείται στην επιχειρηματολογία για την ανάγκη μιας νέας καθολικού τύπου ηγεμονίας στον κόσμο. Ο όρος χρησιμοποιείται τουλάχιστον

<sup>1</sup> Ιωάννης Νουλόπουλος, «Παγκοσμιοποίηση: Μύθοι και Αλήθειες. Μία Διαδικασία του Σύγχρονου Διεθνούς Οικονομικού Συστήματος ή Μία Ιστορική Διαδικασία σε Φάσεις;» (Διπλωματική Εργασία ΔΠΜΣ, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη, 2015).

<sup>2</sup> Βικιπαίδεια 20016, el.wikipedia.org/wiki/Παγκοσμιοποίηση, (9 Σεπτεμβρίου 2016).

από το 1944 και ο πρώτος που τον χρησιμοποίησε σε οικονομικό πλαίσιο ήταν ο Theodore Levitt<sup>3</sup>.

Ο Ούλριχ Μπεκ υποστηρίζει ότι η παγκοσμιοποίηση είναι μια ιδιαίτερη φάση ανάπτυξης του σημερινού κοινωνικού συστήματος, η οποία διακρίνεται από σειρά σημαντικών χαρακτηριστικών, τέτοιων που δίνουν στο όλο σύστημα μια σχετικά νέα ποιότητα. Όχι με την έννοια της καλύτερης ή χειρότερης ποιότητας, αλλά ενός συστήματος σχετικά διαφορετικού και διαφοροποιημένου σε αναφορά προς την ίδια τη δική του διαδρομή και ιστορία. Αναπτυγμένου όχι ως καταγραφή μιας θετικής αξιολόγησης, αλλά ως ένα προϊόν μιας διαδικασίας εξέλιξης. Η παγκοσμιοποίηση, δεν διαμορφώνει ένα νέο σύστημα κοινωνικών σχέσεων. Αντίθετα, προσαρμόζει τις υπάρχουσες καπιταλιστικές σχέσεις, τις μορφοποιεί εκ νέου, τις επεκτείνει στο χρόνο και στο χώρο, με τάση κατάληψης όλων των πλευρών ανθρώπινης δράσης. Σ' αυτό ο πλαίσιο και με αυτή την έννοια, δίνει σ' αυτές τις σχέσεις (παραγωγής, ιδιοκτησίας, εξουσίας) νέα ποιότητα στο εσωτερικό του υπάρχοντος συστήματος.<sup>4</sup>

Οι μαρξιστικές προσεγγίσεις, θεωρούν ότι το πρώτο μεγάλο κύμα της παγκοσμιοποίησης του καπιταλισμού δεν έγινε τη τελευταία εικοσαετία αλλά στις αρχές του 20ού αιώνα. Είναι η περίοδος που περιγράφει η Ρ. Λούξεμπουργκ στην «Συσσώρευση του Κεφαλαίου», ο Λένιν στον «Ιμπεριαλισμό» και ο Μπουχάριν στο ομότιτλο βιβλίο του. Σύμφωνα με τα κείμενα των παραπάνω συγγραφέων, η παγκοσμιοποίηση είναι παλιό φαινόμενο, σύμφυτο με την εμφάνιση του καπιταλισμού ήδη από τον 16ο αιώνα. Η παγκοσμιοποίηση, δηλαδή, «...είναι τάση εγγενής στον καπιταλισμό. Στην καπιταλιστική εμπορευματική παραγωγή».<sup>5</sup>

Σε άλλο σημείο της εργασίας του ο Ι. Νουλόπουλος σημειώνει: «Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο της σημερινής παγκοσμιοποίησης είναι η ραγδαία εξάπλωση και η παγκόσμια αλληλεξάρτηση των χρηματοοικονομικών αγορών, η οποία είναι αποτέλεσμα των ακόλουθων εξελίξεων:

---

<sup>3</sup> Theodore Levitt, "Globalization of Markets", Harvard Business Review, May (1983).

<sup>4</sup> Ulrich Beck, *Τι Είναι Παγκοσμιοποίηση*, (Αθήνα: Καστανιώτης, 1998

<sup>5</sup> Νουλόπουλος, «Παγκοσμιοποίηση: Μύθοι και Αλήθειες».

1) Της απεμπλοκής των χρηματοοικονομικών αγορών από κανονιστικές ρυθμίσεις και της απελευθέρωσης των διασυνοριακών συναλλαγών στις περισσότερες χώρες,

2) Της ανάπτυξης μιας τεχνολογικής υποδομής που επιτρέπει τη διενέργεια συναλλαγών δισεκατομμυρίων δολαρίων μέσα σε δευτερόλεπτα καθώς και τη διαχείριση περίπλοκων πλαισίων οικονομικής αλληλεπίδρασης σε ολόκληρο τον κόσμο,

3) Της ύπαρξης νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων,

4) Των κερδοσκοπικών κινήσεων χρηματικών ροών, με τη χρήση μοντέλων πρόγνωσης σε υπολογιστή και τη ταχεία αγορά και πώληση συναλλάγματος και μετοχών με σκοπό το όφελος από τις μικρές διαφοροποιήσεις κατά την αποτίμησή τους,

5) Της δημιουργίας επιχειρήσεων εκτίμησης της αγοράς. Οι επιχειρήσεις αυτές, εκτιμώντας τις μετοχές ή ακόμα και τις εθνικές οικονομίες σύμφωνα με τα δικά τους πρότυπα, εφαρμόζουν κοινούς κανόνες για τις αγορές σε ολόκληρο τον κόσμο.

Η παγκοσμιοποίηση των χρηματαγορών από κοινού με την πρόοδο των τεχνικών πληροφόρησης, εξασφαλίζει μια άνευ προηγουμένου κινητικότητα του κεφαλαίου, αποδεικνύοντας ότι η σημερινή πραγματικότητα παραμένει παγκοσμιοποιημένη κατά κύριο λόγο στο χρηματιστικό επίπεδο».<sup>6</sup>

### **Χρηματοπιστωτικό Σύστημα**

Δεδομένου ότι η παρούσα εργασία αφορά τη διεθνή χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση είναι αναγκαίο να αναλυθεί κατά το δυνατό η έννοια του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι ένα οικονομικό σύστημα βασισμένο στο χρήμα και αποτελεί τον διαμεσολαβητή στην ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών.<sup>7</sup> Φέρνει σε επαφή τους αποταμιευτές με τους επενδυτές, δηλαδή μεταφέρει την αγοραστική δύναμη από τις οικονομικές μονάδες που

---

<sup>6</sup> *ibid.*, 35.

<sup>7</sup> Δημήτριος Μπελιάς, «Χρηματοοικονομικές Παρεμβάσεις», (Σεμιναριακή Εισήγηση στο ΤΕΙ Λάρισας, Λάρισα, 2014.

παρουσιάζουν πιστωτικό υπόλοιπο προς αυτές με χρεωστικό υπόλοιπο. Σύμφωνα με τον καθηγητή Π. Ζαχούρη βασικός ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε μία οικονομία είναι η αποτελεσματική κατανομή των αποταμιεύσεων στις παραγωγικότερες χρήσεις. Βασική λειτουργία του είναι η μεταφορά αγοραστικής δύναμης (κεφαλαίων) από τις οικονομικές μονάδες που παρουσιάζουν πιστωτικό υπόλοιπο προς αυτές με χρεωστικό υπόλοιπο.<sup>8</sup>

Οι περισσότεροι επιστήμονες συμφωνούν στους παρακάτω στόχους του χρηματοπιστωτικού συστήματος:

- Η αντιμετώπιση, η αποφυγή και η διάχυση του κινδύνου.
- Η άριστη κατανομή των πόρων
- Η παρακολούθηση της διοίκησης των εταιρειών και ο έλεγχος των επιχειρήσεων
- Η κινητοποίηση των αποταμιεύσεων
- Η διευκόλυνση της ανταλλαγής αγαθών και υπηρεσιών

Επίσης συμφωνούν ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα περιλαμβάνει δύο βασικά υποσυστήματα, τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς τα οποία και θα αναλυθούν παρακάτω.

### Τραπεζικό σύστημα

Το τραπεζικό σύστημα (ή χρηματοπιστωτικές αγορές) αποτελεί την καρδιά του χρηματοπιστωτικού συστήματος μιας χώρας. Σε αυτό εντάσσονται οργανισμοί που κατέχουν τον ρόλο του διαμεσολαβητή ανάμεσα σε αποταμιευτές και πιστούχους. Οι τράπεζες διαχειρίζονται το παθητικό τους χορηγώντας δάνεια, δημιουργώντας έτσι το ενεργητικό τους. Εναλλακτικά και σε έναν πολύ απλό ορισμό μπορούμε να πούμε ότι η τράπεζα είναι ένα ίδρυμα που δέχεται καταθέσεις και παρέχει δάνεια ή με πιο επιστημονικό τρόπο η τράπεζα διαχειρίζεται το ενεργητικό της, το οποίο χρηματοδοτείται από καταθέσεις ή αλλά στοιχεία του παθητικού. Το σύστημα αυτό αποτελείται από δύο είδη τραπεζών, την κεντρική τράπεζα και τις εμπορικές τράπεζες. Οι λειτουργίες αυτές αφορούν κυρίως στις εμπορικές τράπεζες, οι οποίες αποτελούν υποσύνολο -το μεγαλύτερο, βάσει ενεργητικού- των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία με

<sup>8</sup> Πάρις Ζαχούρης, «Χρηματοπιστωτικές Αγορές», Εκπαιδευτικό Βοήθημα του ΤΕΙ Πάτρας, 2008.

τη σειρά τους αποτελούν κομμάτι του χρηματοπιστωτικού συστήματος, μαζί με τις αγορές χρήματος, πιστώσεων και κεφαλαίων, και τα συστήματα πληρωμών και εκκαθάρισης συναλλαγών. Το τραπεζικό σύστημα συμβάλλει στην ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας με την τόνωση της εγχώριας ζήτησης, την χρηματοδότηση δυναμικών κλάδων της οικονομίας και καινοτόμων επενδυτικών πρωτοβουλιών. Η αποτελεσματικότητα της συμβολής του εξαρτάται από την ύπαρξη αξιόπιστου θεσμικού πλαισίου το οποίο ρυθμίζει την λειτουργία της κοινωνίας σε οικονομικό επίπεδο και στηρίζει τις αναπτυξιακές διαδικασίες.

### Θεσμικοί επενδυτές

Οι θεσμικοί επενδυτές είναι οργανισμοί που έχουν συγκεντρώνουν μεγάλα ποσά χρημάτων και τα επενδύουν σε επιχειρήσεις είτε αγοράζοντας μετοχές στο χρηματιστήριο είτε μέσω άλλων επενδυτικών προϊόντων. Θεσμικοί επενδυτές μπορεί να είναι τράπεζες, εταιρίες ασφαλειών, ταμεία και φορείς κοινωνικής ασφάλισης και παροχής συντάξεων, εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων (mutual funds) και ταμεία εξασφάλισης (hedge funds). Οι θεσμικοί επενδυτές αποκτούν ουσιαστικά κεφάλαιο από τις αποταμιεύσεις και από τις πιστώσεις των πελατών τους.

Συνοψίζοντας, ουσιαστικά η σκοπιμότητα ύπαρξης και λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος έγκειται στην μεταφορά κεφαλαίων από οικονομικές μονάδες με πλεονάζοντα και μη άμεσα χρησιμοποιούμενα, από αυτές, κεφάλαια σε οικονομικές μονάδες όπου είναι απαραίτητο, για την επιβίωση τους και την συνέχεια της λειτουργίας τους, να προβούν άμεσα στην απόκτηση και χρησιμοποίηση αυτών των ξένων κεφαλαίων, μέχρι την ομαλοποίηση και σχετική σταθεροποίηση τους.<sup>9</sup>

Υπάρχουν χώρες που βασίζονται κατά κύριο λόγο στις τράπεζες για την οικονομική τους ανάπτυξη (η Ελλάδα ανήκει σε αυτές μαζί με άλλες όπως η Γερμανία και η Ιαπωνία). Αντίθετα, οι οικονομίες χωρών όπως η Μεγάλη Βρετανία και οι Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, βασίζονται κυρίως στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.<sup>10</sup> Σε αυτές τις χώρες οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών

---

<sup>9</sup> *ibid.*, 11.

<sup>10</sup> Δημήτρης Σπαρτιώτης και Γιάννης Στουρνάρας, *Τα Θεμελιώδη Αίτια της Κατάρρευσης των Τραπεζών και των Χρηματοπιστωτικών Αγορών – Η Εμπειρία του 2008-09*, (Αθήνα: Gutenberg, 2010), 48.



είναι τοποθετημένες σε ποσοστό μεγαλύτερο από το μισό σε εταιρικές μετοχές, με συνέπεια ο τομέας του χρηματοπιστωτικού συστήματος που αφορά σε μη τραπεζικά ιδρύματα να είναι ιδιαίτερα ανεπτυγμένος. Επίσης, στις χώρες αυτές έχει γνωρίσει ιδιαίτερη άνθηση η επενδυτική τραπεζική, ενώ παράλληλα τα κερδοσκοπικά αμοιβαία κεφάλαια (ταμεία εξασφάλισης – hedge funds) έχουν καταφέρει τα τελευταία χρόνια να διαχειρίζονται ένα πολύ σημαντικό ποσοστό του ενεργητικού του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

### **Διεθνής Οικονομική Ολοκλήρωση**

Η «διεθνής οικονομική ολοκλήρωση» ως όρος δεν έχει ένα απολύτως σαφές περιεχόμενο για όλους τους επιστήμονες της οικονομικής θεωρίας. Μάλιστα οι ορισμοί που κατά καιρούς έχουν δοθεί είναι συχνά αντικρουόμενοι, στην πλειονότητά τους αποσπασματικοί και ελλιπείς, ενώ είναι φανερό ότι επηρεάζονται είτε από την επικρατούσα «μόδα» στην οικονομική θεωρία της εποχής που διατυπώνονται είτε από την πολιτική τοποθέτηση του οικονομικού επιστήμονα που τους διατυπώνει. Ένας από τους πρώτους που προσπάθησαν να δώσουν έναν ορισμό είναι ο Tinbergen, το 1954, στο έργο του “International Economic Integration”. Σύμφωνα με αυτόν από στη μία πλευρά υπάρχει η αρνητική ολοκλήρωση, η εξάλειψη δηλαδή των διακρίσεων και των περιοριστικών θεσμών καθώς και η εισαγωγή της ελευθερίας στις οικονομικές. Στην άλλη πλευρά, θετική ολοκλήρωση θεωρήθηκε η προσαρμογή των υπαρχόντων πολιτικών και θεσμών, παράλληλα με την καθιέρωση νέων με εξαναγκαστική ισχύ. Στον ανωτέρω ορισμό υπάρχει μία «διστραμμένη» προσέγγιση η οποία δημιουργεί συχνά σύγχυση καθώς η ελευθερία στο πρώτο σκέλος του ορισμού παρουσιάζεται ως κίνηση «αρνητική». Η σύγχυση επιτείνεται καθώς η εμπειρία και η κοινή πρακτική μέχρι τώρα δείχνουν ότι η είναι ευκολότερο να προωθηθεί «αρνητική» ολοκλήρωση (πχ κατάργηση δασμών και ποσοστώσεων στις εισαγωγές) παρά η «θετική» έκφασή της (πχ, εμπέδωση κοινής οικονομικής πολιτικής). Ο λόγος είναι ότι η «θετική» ολοκλήρωση προϋποθέτει ενσυνείδητη και κοινά αποδεκτή μείωση των μεμονωμένων εθνο-κρατικών «ορίων», γεγονός που αγγίζει και επηρεάζει τα ευαίσθητα θέματα της εθνικής κυριαρχίας.

Στο λεξικό της Οξφόρδης, η ολοκλήρωση περιγράφεται ως ένας συνδυασμός των μερών σε ένα σύνολο. Η ένωση είναι το αποτέλεσμα του

συνδυασμού των μερών ή μελών αυτών. Επομένως η ολοκλήρωση είναι η διαδικασία προς την ένωση. Σε συνέχεια αυτού μπορούμε να θεωρήσουμε ως οικονομική ολοκλήρωση την εξάλειψη των διακρίσεων μεταξύ των οικονομικών ετεροτήτων των κρατών-μελών καθώς και τη δημιουργία και εφαρμογή κοινών πολιτικών.<sup>11</sup>

Οι Kahnert κ.α. θεωρούν την ολοκλήρωση ως μία διαδικασία προοδευτικής εξάλειψης των διακρίσεων που υπάρχουν κατά μήκος των κρατικών συνόρων. Ο εν λόγω ορισμός θεωρείται όμως ατελής καθώς αφήνει έξω άλλα συστατικά της ολοκλήρωσης όπως η κοινή εμπορική πολιτική ή η κινητικότητα των οικονομικών συντελεστών.<sup>12</sup>

Σε διαφορετικό μήκος κύματος στο *The New Palgrave Dictionary of Economics*, η οικονομική ολοκλήρωση ορίζεται τόσο ως διαδικασία όσο και ως κατάσταση πραγμάτων. Ως διαδικασία η ολοκλήρωση είναι αυτή που οδηγεί στην εξάλειψη της διάκρισης μεταξύ διαφορετικών κρατικών οντοτήτων και ως κατάσταση σημαίνει την απουσία διαφορετικών μορφών διακρίσεων.

Μερικά χρόνια αργότερα, η M. Maksimova, υποστήριξε ότι η οικονομική ολοκλήρωση ήταν μία διαδικασία ανάπτυξης βαθιών και σταθερών σχέσεων σχετικά με τον καταμερισμό της εργασίας μεταξύ εθνικών οικονομιών. Μία διαδικασία, με άλλα λόγια, για το σχηματισμό διεθνών οικονομικών οντοτήτων, στο πλαίσιο ομάδων χωρών με τον ίδιο τύπο κοινωνικοοικονομικού συστήματος, που λειτουργούν συνειδητά προς το συμφέρον των κυρίαρχων τάξεων των εν λόγω χωρών.<sup>13</sup> Ο ανωτέρω ορισμός είναι βαθιά πολιτικός και έντονα επηρεασμένος από την κομμουνιστική θεώρηση των διεθνών σχέσεων, καθώς δεν αφήνει χώρο για περιπτώσεις ολοκλήρωσης έστω υπό μορφή προτιμησιακών ή/και συνεργατικών συμφωνιών μεταξύ χωρών με διαφορετικά πολιτικά συστήματα.

Τέλος, ο Miroslav Jovanovic, συμμαζεύει τους κατά καιρούς δοθέντες ορισμούς σε μία πιο συνοπτική αλλά και περιεκτική διατύπωση σύμφωνα με την οποία η διεθνής οικονομική ολοκλήρωση είναι μία διαδικασία μέσω της οποίας οι

<sup>11</sup> J. Pinder, "Problems of European Integration" στο *Economic Integration in Europe*, ed. G. Denton (London: Windelfev and Nicolson, 1969).

<sup>12</sup> Kahnert et al., *Economics Integration Among Developing Countries*, (Paris: OECD, 1969).

<sup>13</sup> Maria Maksimova, "Comments on Paper Types of Economic Integration by B. Balassa" στο *Economic Intergration Worldwide Regional, Sectoral*, ed. F. Machlup (London: Macmillan, 1976).

επιχειρήσεις και οι οικονομίες χωριστών κρατών συγχωνεύονται σε ευρύτερες ενότητες.<sup>14</sup>

### **Διεθνή Χρηματοοικονομικά**

Τα διεθνή χρηματοοικονομικά ασχολούνται με τις παγκόσμιες διαστάσεις των χρηματοοικονομικών αγορών, οργανισμών, εργαλείων και τεχνικών καθώς επίσης με ζητήματα πολιτικής που απορρέουν από τις αγορές και τις τεχνικές αυτές.<sup>15</sup> Με δεδομένο ότι «αγορά» είναι ο χώρος που αγοράζονται και πωλούνται αγαθά (και αξίες, πολύ αργότερα στον ιστορικό χρόνο) ο I. Giddy ορίζει τις χρηματοπιστωτικές αγορές ως τον χώρο όπου πραγματοποιείται η ανταλλαγή διαφορετικών νομισμάτων, ως το μέσο εκείνο με το οποίο οι συναλλασσόμενοι εξοφλούν αλλήλους σε διαφορετικές χώρες.

Επιπλέον στις χρηματοπιστωτικές αγορές λαμβάνουν χώρα ανταλλαγές απαιτήσεων (υποσχέσεις για πληρωμές στο μέλλον) καθώς επίσης και ανταλλαγές ποικίλων εκ των λεγομένων «υπό αίρεση» συμβολαίων (contingent contracts). Οι απαιτήσεις (claims) περιλαμβάνουν μετοχές και ομόλογα, στεγαστικά δάνεια, τραπεζικές καταθέσεις και πολλά άλλα εργαλεία ενώ τα «υπό αίρεση» συμβόλαια περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, προθεσμιακά συμβόλαια (futures), και δικαιώματα (options), εγγυητικές επιστολές (letters of credit) και προθεσμιακές πράξεις.<sup>16</sup>

Κατ' επέκταση, οι παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές είναι αυτές που περιλαμβάνουν την αγορά συναλλάγματος, τις εξωτερικές ή «Ευρώ» χρηματοπιστωτικές αγορές, όπου χρηματοοικονομικές απαιτήσεις αγοράζονται και πωλούνται εκτός των συνόρων της χώρας στην οποία το νόμισμα είναι εκφρασμένες καθώς και ορισμένες εγχώριες χρηματοπιστωτικές συναλλαγές που λόγω της σημαντικής διεθνούς συμμετοχής μπορούν να θεωρηθούν παγκόσμιες.

Επιπρόσθετα, οι αγορές παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, στις οποίες ανταλλάσσονται προϊόντα για παράδοση του συμφωνηθέντος στο μέλλον (futures, options, forwards κοκ), αποτελούν πλέον αναπόσπαστο μέρος της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής αγοράς. Σε αυτό το σημείο κρίνεται σκόπιμο

<sup>14</sup> Miroslav Jovanovic , *International Economic Intergation* (London: Routledge, 1998).

<sup>15</sup> Ian H. Giddy, *Παγκόσμιες Χρηματοπιστωτικές Αγορές*, (Αθήνα: Παπαζήσης, 1996), 37.

<sup>16</sup> *ibid.*, 43

να διευκρινιστεί ότι ο όρος «παγκόσμια» χρησιμοποιείται καταχρηστικά, υπό την έννοια ότι δεν υπάρχει κάποια χρηματοπιστωτική αγορά που να καταλαμβάνει ολόκληρο τον πλανήτη. Κάποιες όμως, με την βοήθεια της αλματώδους εξέλιξης της τεχνολογίας, δίνουν τη δυνατότητα στους αγοραστές και πωλητές ορισμένων χρηματοοικονομικών εργαλείων ή αξιών να μπορούν να πραγματοποιούν εύκολα και αξιόπιστα συναλλαγές δια μήκους των εθνικών τους συνόρων. Σύμφωνα πάλι με τον I. Giddy, τα παγκόσμια χρηματοοικονομικά αποτελούνται από έναν ανομοιογενή συνδυασμό των τελειότερων χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών του κόσμου (τις άνευ περιορισμών αγορές συναλλάγματος και τις Ευρωπαϊκές) και των πιο ατελών αγορών του κόσμου (κάποιες εγχώριες κεφαλαιαγορές των οποίων η ανάπτυξη εμποδίζεται από αυστηρούς περιορισμούς και στις οποίες ο ανταγωνισμός από το εξωτερικό εμποδίζεται δραστικά από τους αυστηρούς ελέγχους στην συναλλαγματική κίνηση)<sup>17</sup>.

Για να μπορέσουν οι έμποροι και οι επιχειρήσεις να πραγματοποιήσουν διεθνείς εμπορικές συναλλαγές ή επενδύσεις, θα πρέπει να πραγματοποιούν πληρωμές, να δανείζουν και να δανείζονται χρήματα μεταξύ διαφορετικών νομισματικών συστημάτων. Η ανωτέρω ανάγκη είναι αυτή που δημιούργησε αρχικά και συνεχίζει να διατηρεί την αγορά συναλλάγματος, όπου ένα νόμισμα μπορεί να ανταλλαχθεί με κάποιο άλλο, σε συγκεκριμένη τιμή. Με την είσοδο στο παιχνίδι των Ευρωνομισμάτων έγινε δυνατός ο διαχωρισμός του νομίσματος στο οποίο εκφράζεται ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο από τη χώρα στην οποία τη δικαιοδοσία εμπίπτει η έκδοσή του, επεκτείνοντας πλέον το χρηματοοικονομικό σύστημα πέρα από την απλή χρηματοδότηση επιχειρηματικών και κερδοσκοπικών δραστηριοτήτων και την απλή αντιστάθμιση των κινδύνων του διεθνούς εμπορίου. Οι συμμετέχοντες στην ελεύθερη διεθνή αγορά χρησιμοποιούν πλέον μια πληθώρα τεχνικών και εργαλείων που συνεπάγονται και προωθούν τη διασυνοριακή χρήση της αγοράς συναλλάγματος και της κεφαλαιαγοράς του ενός από τον άλλον καθώς και τις αμιγώς διεθνείς αγορές (αγορές Ευρωνομισμάτων και Ευρωομολόγων). Συνοπτικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα περιστρέφεται γύρω από την αγορά συναλλάγματος. Σε αυτή την αγορά οι τιμές που ισχύουν σε διάφορες χώρες διασυνδέονται, ενώ οι κρατικές κυβερνήσεις στέκονται αναποφάσιστες

---

<sup>17</sup> *ibid.*, 41

μεταξύ σταθερών και κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών προσπαθώντας στην ουσία να διαχειριστούν αυτή τη διασύνδεση. Παρά την παρουσία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (International Monetary Fund – IMF), του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος και της Ζώνης Ελεύθερου Εμπορίου στη Βόρεια Αμερική, το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα συνεχίζει να στηρίζεται στο γεγονός ότι δεν υπάρχει κάποιο πραγματικά παγκόσμιο νόμισμα, αποδεκτό από όλους τους συναλλασσομένους.

Προκειμένου να επιβιώσουν οι τράπεζες σε αυτό το νέο τοπίο δεν αρκούσε πλέον να δέχονται καταθέσεις και να χορηγούν δάνεια. Έπρεπε να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους ώστε να επιτελούν επιπλέον και τις λειτουργίες του οργανωτή και αντασφαλιστή χρηματοδότησης, παρέχοντας διευκόλυνση για τους πελάτες τους στην πρόσβαση σε ένα διευρυμένο αριθμό αγορών και τεχνικών, ικανοποιώντας με αυτόν τον τρόπο τις συνεχώς μεταβαλλόμενες ανάγκες και απαιτήσεις δανειζόμενων και δανειστών. Σε αυτές τις διεθνείς αγορές, οι ανταλλαγές νομισμάτων και επιτοκίου έχουν διευρύνει τρομερά το πεδίο χρήσης των προϊόντων συναλλάγματος από δανειζόμενους και επενδυτές. Επιπλέον, εργαλεία διαχείρισης του κινδύνου, όπως οι προθεσμιακές πράξεις, τα προθεσμιακά συμβόλαια και τα δικαιώματα έχουν ελάχιστη πια συγκεκριμένη γεωγραφική αναφορά καθιστώντας τη διάκριση μεταξύ εγχώριων και διεθνών χρηματοοικονομικών προϊόντων ιδιαίτερα ασαφή.

Επιπρόσθετα, μέρος της γκάμας όσων οργανώνουν χρηματοδοτικά προγράμματα για κυβερνήσεις, τράπεζες ή πολυεθνικές επιχειρήσεις αποτελούν πλέον και τα εμπορεύματα και οι μετοχές. Καθώς λοιπόν οι διεθνείς και εγχώριοι περιορισμοί αίρονται σταδιακά, οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές ασκούν συνεχώς και μεγαλύτερη πίεση στις αντίστοιχες εγχώριες, αναγκάζοντας τις κυβερνήσεις να χαλαρώνουν ή/και να καταργούν ολοένα και περισσότερο τους ρυθμιστικούς περιορισμούς, καθιστώντας τις εγχώριες αγορές τους περισσότερο ανοιχτές και ανταγωνιστικές. Θα μπορούσε να πει κανείς ότι από τις «διεθνείς» χρηματοπιστωτικές αγορές περνάμε σταδιακά στο «παγκόσμιο» χρηματοοικονομικό σύστημα.

Ένας γενικός διαχωρισμός του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος θα μπορούσε να είναι σε:<sup>18</sup>

- Διεθνείς Χρηματαγορές, στις οποίες οι επενδυτές μπορούν πλέον να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε οποιοδήποτε από τα κύρια νομίσματα, σε σχεδόν οποιοδήποτε από τα κύρια χρηματοοικονομικά κέντρα.
- Διεθνείς Κεφαλαιαγορές, οι οποίες συνιστούν την παγκόσμια αγορά ομολόγων και μετοχών καθώς και την αγορά μίας πληθώρας προϊόντων που βρίσκονται στο φάσμα ανάμεσα στις μετοχές και τα ομόλογα.
- Διεθνείς Αγορές Χρηματοοικονομικών Προϊόντων, η οποία αφορά συμβόλαια μελλοντικής απόδοσης που αναφέρονται σε χρηματοδοτικά εργαλεία όπως τα ομόλογα, οι μετοχές και οι καταθέσεις.
- Διεθνείς Αγορές Εμπορευμάτων, όπως ο χρυσός, το πετρέλαιο και τα chips μνήμης των ηλεκτρονικών υπολογιστών. Τα εμπορεύματα αυτά διαπραγματεύονται πλέον σε μία παγκόσμια αγορά, η οποία εξασφαλίζει την ισότητα των τιμών μεταξύ των αγορών και την ισοδυναμία τους μεταξύ των νομισμάτων. Οι ανταλλαγές εμπορευμάτων και η σύνδεση των χρηματοοικονομικών εργαλείων με την τιμή κάποιου ή κάποιων από αυτά χρησιμοποιούνται όλο και περισσότερο στο χρηματοδοτικό σύστημα.

Τα περισσότερα από τα κύρια χαρακτηριστικά των παγκόσμιων αγορών είναι ίδια με αυτά των εγχώριων. Ενώ όμως η αγορά συναλλάγματος είναι σχετικά αποτελεσματική, δεν ισχύει το ίδιο και για τις εθνικές κεφαλαιαγορές. Αυτές είναι μερικώς και όχι πλήρως συνδεδεμένες με την παγκόσμια αγορά, πυρήνας της οποίας είναι, σύμφωνα με πολλούς οικονομολόγους, οι αγορές Ευρωνομισμάτων<sup>19</sup> και Ευρωομολόγων<sup>20</sup>. Η δημιουργικότητα των εν λόγω αγορών στηρίζεται στις προσπάθειες όσων συμμετέχουν σε αυτές να υπερπηδήσουν τις ατέλειες των αγορών. Προσπάθειες που αποδεικνύονται όλο

---

<sup>18</sup> Αντώνιος Αδαμόπουλος, «Η Χρηματοπιστωτική Αγορά ως Μέσο Οικονομικής Ανάπτυξης των Χωρών-Μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης» (Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη, 2008).

<sup>19</sup> Ευρωνομίσματα (Eurocurrency) είναι νομίσματα που διατηρούνται σε προθεσμιακούς λογαριασμούς σε τράπεζες εκτός των συνόρων των χωρών που εκδίδουν τα νομίσματα στα οποία εκφράζονται οι καταθέσεις, πχ καταθέσεις σε δολάρια σε ελληνική τράπεζα.

<sup>20</sup> Ευρωομόλογο είναι το ομόλογο που είναι ανασφαλισμένο από διεθνή κοινοπραξία τραπεζών και διατίθεται διεθνώς σε χώρες από αυτή στην οποία το νόμισμα είναι εκφρασμένο. Συνεπώς η έκδοση δεν υπόκειται σε εθνικούς περιορισμούς.

και πιο αποτελεσματικές καθώς συνεχώς διευρύνεται το φάσμα των προθεσμιακών συμβολαίων, δικαιωμάτων, ανταλλαγών και άλλων παράγωγων χρηματοοικονομικών εργαλείων που είναι διαθέσιμα στους συναλλασσόμενους στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

### **Χρηματοπιστωτική Κρίση**

Το καπιταλιστικό σύστημα που τελικά επικράτησε στην παγκόσμια κοινότητα είναι στενά συνδεδεμένο με την έννοια της κρίσης. Όλοι οι οικονομικοί επιστήμονες αποδέχονται την ύπαρξη των κρίσεων στο καπιταλιστικό σύστημα ως κάτι που εμφανίζεται νομοτελειακά και οι διαφοροποιήσεις υπάρχουν σε σχέση με τα αίτια, τη χρησιμότητα ή όχι αλλά και τους τρόπους αντιμετώπισης των οικονομικών κρίσεων.

Ειδικότερα, σε ότι αφορά τις χρηματοοικονομικές κρίσεις, σύμφωνα με τους Δ. Σπαρτιώτη και Γ. Στουρνάρα υπάρχουν διάφορα είδη κρίσεων, τα οποία όμως συνδέονται άμεσα μεταξύ τους. Οι οικονομικοί επιστήμονες τις διαχωρίζουν σε νομισματικές κρίσεις, τραπεζικές κρίσεις και κρίσεις ισοζυγίου πληρωμών. Καμία από αυτές δεν συμβαίνει ανεξάρτητα από τις άλλες.

Ως νομισματική κρίση ορίζεται η αναγκαστική, από πλευράς κυβέρνησης και κεντρικής τράπεζας, αλλαγής της επίσημης ισοτιμίας ενός νομίσματος, η εγκατάλειψη ενός συστήματος σταθερών (pegged) ισοτιμιών ή η διάσωση ενός νομίσματος μέσω συντονισμένης παρέμβασης κεντρικών τραπεζών ή διεθνών οργανισμών (κυρίως του Δ.Ν.Τ.).

Ως τραπεζική κρίση ορίζεται μία κατάσταση δυσχέρειας, η οποία οδηγεί σε διάβρωση και φθορά μεγάλου μέρους ή και ολόκληρης της αξίας του συνολικού κεφαλαίου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η απαρχή μίας κρίσης μπορεί να οριοθετηθεί είτε από μία επίθεση στο παθητικό της, για παράδειγμα αιτήματα μαζικών αναλήψεων από τους αποταμιευτές, είτε από προβλήματα στο ενεργητικό της, όταν παρουσιαστούν μεγάλες μειώσεις των τιμών των αξιών και επενδύσεων της τράπεζας ή αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Σε αυτές τις περιπτώσεις των κρίσεων υφίσταται κατάσταση αυξημένης μεταβλητότητας στις χρηματοοικονομικές αγορές, που χαρακτηρίζεται από περιορισμένη ρευστότητα, πτωχεύσεις χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αλλά και κρατικές ή

κεντρικού επιπέδου παρεμβάσεις για τον περιορισμό των προβλημάτων και των συνεπειών.

Οι κρίσεις ισοζυγίου πληρωμών συνήθως ακολουθούν τις τραπεζικές κρίσεις. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι κυβερνήσεις υποτιμούν συνήθως το εθνικό τους νόμισμα ή εγκαταλείπουν τη σταθερή ισοτιμία και υιοθετούν κυμαινόμενη. Παράλληλα η κεντρική τράπεζα χρησιμοποιεί τα αποθέματά της σε ξένα νομίσματα για την υπεράσπιση του εθνικού νομίσματος, αυξάνοντας τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, με σκοπό να καταστήσει ακριβό τον δανεισμό σε όσους προσπαθήσουν να κερδοσκοπήσουν.<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> Δημήτρης Σπαρτιώτης και Γιάννης Στουρνάρας, *Τα θεμελιώδη Αίτια της Κατάρρευσης των Τραπεζών*, 27.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Τα διεθνή χρηματοοικονομικά είναι βασική απόρροια του διεθνούς εμπορίου. Από τη στιγμή που υπήρξε η πρώτη διεθνής εμπορική πράξη, δηλαδή αγοραπωλησία αγαθού σε χώρα διαφορετική από τη χώρα παραγωγής του, δημιουργήθηκε η ανάγκη ανταλλαγής νομισμάτων ή χρησιμοποίησης ενός κοινά αποδεκτού νομίσματος. Επομένως το διεθνές εμπόριο ακολουθείται από την αγορά συναλλάγματος. Σε περίπτωση που η διεθνής συναλλαγή προβλέπει και μία χρονική μετάθεση της πληρωμής στο μέλλον, έχουμε πλέον και μία πράξη διεθνούς πίστωσης.

Ο I. Giddy σημειώνει: «Η σημερινή διεθνής κεφαλαιαγορά έχει τις ρίζες της στην εξάπλωση μετοχών και ομολόγων που εκδόθηκαν στην Αμερική, στην Κίνα και άλλες χώρες, με σκοπό να πωληθούν στην Ευρώπη, τον 19<sup>ο</sup> αιώνα. Οι περισσότερες από αυτές τις εκδόσεις χρησιμοποιήθηκαν για η χρηματοδότηση σιδηροδρόμων, καναλιών, και άλλων έργων υποδομής στις τότε αναπτυσσόμενες χώρες. Οι εκδόσεις αυτές ήταν όχι μόνο σημαντικές για την ανάπτυξη των ΗΠΑ, της Αυστραλίας και άλλων χωρών αλλά τα εργαλεία και τα προβλήματα που ανέκυψαν από αυτές δημιούργησαν ένα σύνολο προτύπων και κανόνων που διέπουν τα διεθνή χρηματοοικονομικά του ιδιωτικού τομέα.<sup>22</sup>

Παράλληλα οι κυβερνήσεις πειραματιζόταν με χαρτονομίσματα και τον «κανόνα του χρυσού», σύμφωνα με τον οποίο οι αξίες των νομισμάτων διατηρούνταν σταθερές, με δεδομένη την προθυμία των κυβερνήσεων να προσφέρουν χρυσό σε αντάλλαγμα για ένα σταθερό ποσό νομίσματος. Την περίοδο αυτή η συχνότητα και η σφοδρότητα των νομισματικών κρίσεων ήταν μειωμένη καθώς ακόμα κι αν μία χώρα εγκατέλειπε τον κανόνα επειδή αντιμετώπιζε προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών εξαιτίας της φυγής κεφαλαίων, οι επενδυτές προσδοκούσαν ότι η χώρα θα επέστρεφε στον κανόνα με την πρώτη ευκαιρία.<sup>23</sup>

Όμως το σύστημα αποδείχθηκε δύσκαμπτο και κατά τη διάρκεια του μεσοπολέμου οι δεσμεύσεις που είχαν αναλάβει οι χώρες εξασθενούσαν με

---

<sup>22</sup> Giddy, *Παγκόσμιες Χρηματοπιστωτικές Αγορές*.

<sup>23</sup> Bordo et. al. "Is the Crisis Problem Growing More Severe?", *Economic Policy*, 2001

αποτέλεσμα ο κανόνας του χρυσού να εγκαταλειφθεί σταδιακά. Στις αρχές του 20<sup>ου</sup> αιώνα το κόστος των διδαγμάτων στο πεδίο της νομισματικής πολιτικής ήταν τεράστιο με αποκορύφωμα τη Μεγάλη Κρίση και την ανταγωνιστική υποτίμηση των νομισμάτων κατά τη δεκαετία του 1930».<sup>24</sup>

Από τότε και έπειτα ο Δεύτερος Παγκόσμιος Πόλεμος έρχεται να εξασθενήσει από κάθε άποψη (και οικονομικά) τις μεγάλες δυνάμεις της εποχής, οι οποίες προσπαθώντας να ανακάμψουν και να σταθεροποιηθούν έρχονται σε συμφωνία στη διάσημη συνάντηση του Bretton Woods, θεσπίζοντας μερικούς θεμελιώδεις κανόνες με κύριο στόχο να σταθεροποιήσουν τις διεθνείς συναλλαγματικές σχέσεις, προκειμένου να μπορέσει να αναπτυχθεί το διεθνές εμπόριο.

Τα βασικά στοιχεία της συμφωνίας στηρίζονταν σε δύο κύριους άξονες:

1<sup>ος</sup>: Η μετατροπή νομισμάτων σε οποιοδήποτε άλλο από τους πολίτες θα έπρεπε να είναι ελεύθερη κατά το μέτρο του δυνατού, έτσι ώστε να διευκολύνεται το διεθνές εμπόριο και

2<sup>ος</sup>: Το αμερικανικό δολάριο θα χρησιμοποιούνταν ως νόμισμα αναφοράς με το οποίο τα υπόλοιπα νομίσματα θα διατηρούσαν μία σταθερή ισοτιμία, προκειμένου να αποφευχθεί η επίτευξη προσωρινού εξαγωγικού πλεονεκτήματος με τη αυξομείωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Ο «κανόνας του δολαρίου», όπως ονομάστηκε, άρχισε να παρουσιάζει τα πρώτα σημάδια κόπωσης περί τα τέλη της δεκαετίας του 1960, λόγω της αύξησης του πληθωρισμού στις ΗΠΑ αλλά και της γενικής απόκλισης που παρουσίασαν οι νομισματικές πολιτικές ανάμεσα στις τότε βιομηχανικές χώρες, με αποκορύφωμα την επίσημη υποτίμηση του αμερικανικού νομίσματος, το 1971.

Από εκείνη την στιγμή μέχρι και τα τέλη της δεκαετίας του '80 ακολούθησαν δύο δεκαετίες κατά τις οποίες οι συναλλαγματικές ισοτιμίες ήταν κυμαινόμενες. Η κατάσταση αυτή ώθησε τις κυβερνήσεις να αναζητήσουν την εξωτερική νομισματική πειθαρχία, στην οποία είχαν συνηθίσει με το προηγούμενο σύστημα του Bretton Woods. Κάποιες άλλες προσπάθησαν να συνδέσουν το νόμισμά τους με κάποιο από τα ισχυρότερα (πχ το αμερικανικό δολάριο ή το ιαπωνικό γιεν) την ώρα που κάποιες ευρωπαϊκές χώρες προχωρούσαν προς τη σταδιακή πορεία

<sup>24</sup> Giddy, *Παγκόσμιες Χρηματοπιστωτικές Αγορές*, 38.

της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης. Μία πορεία ασταθή που κατέληξε όμως στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα και το κοινό νόμισμα του ευρώ.

Όπως εντοπίζει ο καθηγητής Παναγιώτης Πετράκης προλογίζοντας το βιβλίο του Ian Giddy «Παγκόσμιες Χρηματοπιστωτικές Αγορές»<sup>25</sup> η πορεία της παγκοσμιοποίησης του σύγχρονου Διεθνούς Χρηματοπιστωτικού Συστήματος εξελίχθηκε δια μέσου τριών σημαντικών περιόδων. Στην πρώτη (η οποία ξεκινώντας από το 1945 φτάνει στις αρχές της δεκαετίας του '70) ξεχωρίζει η ισχυροποίηση των πιστωτικών ιδρυμάτων, μέχρι σημείου παντοδυναμίας. Η βασική πηγή παροχής κεφαλαίων διεθνώς είναι οι τράπεζες και η βασική κατεύθυνση είναι η κάλυψη των εθνικών χρεών, των αναπτυσσόμενων κυρίως κρατών. Την περίοδο αυτή οι κεφαλαιαγορές περιορίζονται κυρίως σε εγχώριες λειτουργίες, κατέχοντας μικρό μερίδιο στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Σε αυτή τη φάση επίσης, το όλο χρηματοπιστωτικό σύστημα λειτουργούσε εντός του πλαισίου και υπό την ομπρέλα του Συστήματος Σταθερών Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Bretton Woods. Η σταθερότητα αυτή ήταν ο βασικός παράγοντας εξασφάλισης των διεθνών συναλλαγών αλλά και των αποδόσεων των επενδύσεων σε συνάλλαγμα. Προκειμένου να εμπεδωθεί και να διατηρηθεί η σταθερότητα θεσπίστηκε ένα αυστηρό κανονιστικό πλαίσιο για τη λειτουργία των τραπεζών και την κίνηση των κεφαλαίων. Η παρατεταμένη όμως αύξηση των χρεών των αναπτυσσόμενων χωρών και ο ιδιαίτερα αυξημένος πληθωρισμός, σε συνδυασμό με τις πρώτες πετρελαϊκές κρίσεις και τον επακόλουθο κλυδωνισμό του Συστήματος Σταθερών Συναλλαγματικών Ισοτιμιών, επέφεραν μία επίσης ισχυρή κρίση στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Η δεύτερη περίοδος εκτείνεται κατά τη δεκαετία του 1970 και χαρακτηρίζεται από τη μεταλλαγή του Διεθνούς Συναλλαγματικού Συστήματος. Η μετάβαση από το προηγούμενο σύστημα στις Μεταβαλλόμενες Συναλλαγματικές Ισοτιμίες αύξησε το ρίσκο στις διεθνείς συναλλαγές, το οποίο μεταφράζεται σε χρηματικές απώλειες από τις απρόβλεπτες διακυμάνσεις των ισοτιμιών. Σε αυτό το πλαίσιο το ενδιαφέρον των τραπεζών στρέφεται στην εξεύρεση τρόπων περιορισμού αυτών των κινδύνων, παράλληλα με τη διευθέτηση των χρεών των αναπτυσσόμενων χωρών. Ταυτόχρονα, προβάλλει ως ιδιαίτερα φθηνή λύση για τις επιχειρήσεις η άντληση κεφαλαίων από τις εγχώριες κεφαλαιαγορές,

---

<sup>25</sup> ibid.

μετριάζοντας έτσι σε ανάλογο βαθμό την παντοκρατορία των πιστωτικών ιδρυμάτων. Η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και η ώσμωση που συμβαίνει σταδιακά με το τραπεζικό κλάδο θέτουν τις βάσεις για την απορύθμιση (deregulation) – απελευθέρωση των τραπεζικών αγορών και της δημιουργίας συνθηκών πιο έντονου ανταγωνισμού εντός των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Τέλος, σύμφωνα πάντα με τον Π. Πετράκη, η τρίτη περίοδος, οι δεκαετίες 1980 και '90, είναι αυτή κατά την οποία το όλο σύστημα μεταλλάσσεται και παράλληλα ενισχύονται οι αγορές κεφαλαίων στην Ευρώπη. Βασικές και γενεσιουργές αιτίες των εν λόγω μεταβολών ήταν η πολιτική σταδιακής απελευθέρωσης στην κίνηση κεφαλαίων εντός της τότε Ευρωπαϊκής Κοινότητας και η πλήρης απελευθέρωση των εθνικών τραπεζικών αγορών. Σε αυτά έρχεται να προστεθεί και η προοπτική της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης, με τη θέσπιση του κοινού νομίσματος, που ενισχύει έτι περαιτέρω την προώθηση της Διεθνούς και Διευρωπαϊκής Κίνησης Κεφαλαίων. Ταυτόχρονα, οι κεφαλαιακές αγορές των οικονομιών που παραδοσιακά στηρίζονταν στην τραπεζική χρηματοδότηση (πχ Γερμανία και Γαλλία) παρουσιάζουν ακόμα μεγαλύτερη ενίσχυση. Τα παραπάνω συντέλεσαν στη δημιουργία νέων χρηματοπιστωτικών εργαλείων και θεσμών που ενισχύουν τόσο την άντληση πόρων από διεθνείς αγορές κεφαλαίων όσο και αντιμετώπισης κάθε μορφής κινδύνου. Μέσα στο πλαίσιο αυτό η προώθηση του ανταγωνισμού και η απελευθέρωση των αγορών αποτελούν κύριο αντικείμενο πολιτικής των χωρών-μελών του ΟΟΣΑ και ιδιαίτερα της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Επιχειρώντας λοιπόν μία σύγκριση των τριών προαναφερθέντων ιστορικών περιόδων, παρατηρούμε ότι κατά την 1<sup>η</sup> (16<sup>ος</sup> αιώνας), το κέντρο βάρους του συστήματος είναι η παραδοσιακή κοινότητα. Σε αυτή την περίοδο, ούτε το κράτος ούτε οι μηχανισμοί της παγκόσμιας αγοράς, πέτυχαν να εδραιωθούν στην περιφέρεια μιας χώρας σε βαθμό τέτοιο που να καταφέρουν να μειώσουν την αυτονομία του εγχώριου παράγοντα, σε οικονομικό και πολιτικό επίπεδο. Αυτό είναι ένα στοιχείο που φαίνεται ότι χαρακτήριζε όλες τις προ-νεωτερικές κοινωνίες.

Κατά τη 2η παγκοσμιοποίηση, του 1860-1914, παρατηρούμε την μετατόπιση του κέντρου βάρους από το τοπικό, κοινοτικό επίπεδο στο κρατικό

επίπεδο. Σε αντίθεση με την προηγούμενη χρονική περίοδο, το κράτος-έθνος, αποκτά τεχνολογικά και διοικητικά μέσα που του δίνουν τη δυνατότητα να επεκταθεί σε όλη την έκταση της επικράτειας του. Οι παραδοσιακοί τοπικισμοί σταδιακά εξαφανίζονται και το έθνος-κράτος συγκεντρώνει τα μέσα παραγωγής, κυριαρχίας και επιρροής στο κρατικο-εθνικό κέντρο. Σε αυτή την περίοδο έχουμε πλέον την εμφάνιση της κρατικής αυτονομίας, έναντι της τοπικής. Οι μηχανισμοί της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής αγοράς διεισδύουν στο κρατικό χώρο ωστόσο δεν αποδυναμώνουν σημαντικά τα εθνικά σύνορα, κάτι που συμβαίνει στην σημερινή μορφή της διεθνούς χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης.

Στην τρέχουσα ιστορική περίοδο, το κέντρο βάρους μετατίθεται από το κράτος-έθνος, στο παγκόσμιο επίπεδο αφού οι πολυεθνικές εταιρείες έχουν κατορθώσει να διεισδύσουν στον κρατικό και αλλά και στον τοπικό χώρο, πράγμα αδιανόητο, για τις δύο προηγούμενες φάσεις της παγκοσμιοποίησης. Βρισκόμαστε πλέον στην εποχή που οι πολυεθνικές εταιρείες, έχουν παραρτήματα όχι μόνο στις πρωτεύουσες όλων σχεδόν των χωρών του πλανήτη, αλλά και σε ένα σημαντικό αριθμό πόλεων σε κάθε χώρα. Επομένως είναι εύκολα κατανοητό ότι ο βαθμός και η ένταση της διείσδυσης του παγκόσμιου κεφαλαίου στις κρατικές χρηματοπιστωτικές αγορές είναι σε πρωτόγνωρο επίπεδο.

### **Οι Εξελίξεις στο Χρηματοπιστωτικό Σύστημα**

Σε όλη τη διαδρομή της ιστορίας τους, οι εμπορικές τράπεζες υπόκεινταν σε πολλούς περισσότερους περιορισμούς σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρίες και για αυτό το λόγο κατατάσσονταν ανάμεσα στις πιο ασφαλείς, φερέγγυες αλλά και συντηρητικές επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με τον Κ. Μελά,<sup>26</sup> οι κανονισμοί είχαν πολλές μορφές, συμπεριλαμβανομένου του ανώτατου ποσοστού επιτοκίων για δάνεια ή καταθέσεις περιορισμένων γεωγραφικά αγορών, όπου θα ήταν δυνατό να προσφέρουν όλες τις τραπεζικές υπηρεσίες αλλά επίσης και περιορισμών στις επιτρεπόμενες μορφές επενδύσεων και στα είδη των προσφερομένων υπηρεσιών. Ενώ φυσικά οι περιορισμοί περιόριζαν τις ευκαιρίες αλλά και τους κινδύνους, πρακτικά εξασφάλιζαν κέρδος, αν η διαχείριση δεν διέπραττε απάτη.

---

<sup>26</sup> Κώστας Μελάς, *Οι Σύγχρονες Κρίσεις Του Παγκόσμιου Χρηματοπιστωτικού Συστήματος (1974-2008)*, (Αθήνα: Α. Α. Λιβάνης, 2011).

Μετά τον 2ο Παγκόσμιο Πόλεμο, οι κυβερνήσεις των χωρών, θέτοντας ως στόχο την ανασυγκρότηση των οικονομιών τους, επεδίωξαν τον έλεγχο της συγκέντρωσης και της κατανομής των αποταμιευτικών πόρων. Τα τραπεζικά ιδρύματα αποτέλεσαν, και σε ορισμένες περιπτώσεις σχεδόν αποκλειστικά, τον κορμό των χρηματοπιστωτικών συστημάτων και καθιερώθηκαν ως ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες στη διαδικασία της οικονομικής ανάπτυξης.<sup>27</sup>

Ο χρηματοοικονομικός χώρος στις αναπτυγμένες οικονομίες χαρακτηριζόταν από σοβαρές παρεμβάσεις που οριοθετούσαν τα πεδία δράσης του κάθε συμμετέχοντα. Μέσα από ένα τέτοιο προστατευτικό περιβάλλον που προφύλασσε από τον ανταγωνισμό, ο τραπεζικός κλάδος λειτουργούσε για πολλά χρόνια με σταθερότητα και διατήρηση των κερδών του.<sup>28</sup>

Οι βασικές αρχές που χαρακτήριζαν τις χρηματοπιστωτικές αγορές διεθνώς, μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1980, ήταν η -σε μεγάλο βαθμό- υποχρεωτική (από το νόμο ή τα έθιμα) εξειδίκευση και ο εθνικός έλεγχος.<sup>29</sup> Τέτοιες περιπτώσεις ήταν οι τοπικές συνεταιριστικές τράπεζες στην Ιαπωνία και την Ευρώπη, το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο στην Ελλάδα, οι κτηματικές εταιρίες στην Αγγλία και τη Γερμανία και οι αποταμιευτικές και δανειστικές τράπεζες στις ΗΠΑ. Επίσης οι αγορές για βραχυχρόνια, μεσοχρόνια και μακροχρόνια κεφάλαια ήταν διαχωρισμένες και το όλο σύστημα βρισκόταν παραδοσιακά κάτω από τον έλεγχο και τις ρυθμιστικές παρεμβάσεις των νομισματικών αρχών της κάθε χώρας. Οι αρχές αυτές προσδιόριζαν σε καθοριστικό βαθμό τα επιτόκια, τις κινήσεις των νομισμάτων, την κατανομή των πιστώσεων, την εγχώρια προσφορά χρήματος κλπ, με στόχο την καλύτερη «διοίκηση» της οικονομίας και, πάνω απ' όλα, τη διατήρηση σταθερών νομισματικών συνθηκών σε συνθήκες πλήρους απασχόλησης.<sup>30</sup>

Η έκρηξη όμως της χρηματοπιστωτικής σφαίρας έφερε τις τράπεζες στο επίκεντρο των αλλαγών. Ενώ από τη μία άλλαζε ο ρόλος που παραδοσιακά είχαν (ως διαμεσολαβητές μεταξύ των κατεχόντων πλεονάζοντα κεφάλαια και αυτών

---

<sup>27</sup> *ibid.*

<sup>28</sup> *ibid.*

<sup>29</sup> Bill Emmot, "International Banking: A survey", *The Economist*, March 1988.

<sup>30</sup> Δημήτρης Μαρούλης «Εξελίξεις στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και η Ενοποίηση της Ευρωπαϊκής Αγοράς: Επιπτώσεις για την Ελλάδα», (Έκθεση για το Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, 1992), 78-80.

που ήταν ελλειμματικοί και είχαν ανάγκη από κεφάλαια), παράλληλα εμφανίστηκαν τα πρώτα απειλητικά σύννεφα στην κυριαρχία τους στον χρηματοοικονομικό χώρο. Καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα έπαψαν να κατέχουν το μονοπώλιο της συγκέντρωσης, της διαχείρισης και της διάθεσης των αποταμιευτικών πόρων, υπό την πίεση πλέον των υπολοίπων θεσμικών επενδυτών, το προστατευτικό καθεστώς εντός του οποίου λειτουργούσαν μεταβλήθηκε και μετατράπηκε σε ένα άκρως ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Έτσι έχουμε, κατά τις τελευταίες δεκαετίες του προηγούμενου (20<sup>ου</sup>) αιώνα (πολλοί τοποθετούν το σημείο εκκίνησης στην κατάρρευση του συστήματος του Bretton Woods, αν και ο Κ. Μελάς υποστηρίζει ότι αυτό είναι περί το 1960 με τη δημιουργία του ευρωσυναλλάγματος και των ευρωχρεογράφων),<sup>31</sup> την διενέργεια ριζικών μεταβολών στη δομή αλλά και τη λειτουργία του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι κυριότερες από αυτές είναι η κατάργηση των συναλλαγματικών περιορισμών και η απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων, η απορρύθμιση των επιτοκίων και των τιμών των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, η κατάργηση των στεγανών και η ουσιαστική ενοποίηση των αγορών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, το άνοιγμα των αγορών στο διεθνή ανταγωνισμό (κατάργηση εμποδίων στο διεθνές εμπόριο χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και στην κατάκτηση ξένων αγορών μέσω της άμεσης εγκατάστασης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων), η επιβολή συγκεκριμένων περιορισμών όσο αφορά στην κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών και τον συντελεστή φερεγγυότητας, η τεχνολογική αναβάθμιση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των λειτουργικών συστημάτων των διαφόρων αγορών κτλ.<sup>32</sup> Οι εν λόγω μεταβολές υπήρξαν βασικός παράγοντας για την αύξηση του εύρους και της συχνότητας της διακύμανσης των χρηματοοικονομικών μεταβλητών με λογική συνέπεια την ενίσχυση των χρηματοοικονομικών κινδύνων για τους επενδυτές, είτε αυτοί ήταν πιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις είτε ήταν νοικοκυριά.

Η πολιτική της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης, μέσω της απορρύθμισης των αντίστοιχων χρηματοπιστωτικών συστημάτων, υλοποιήθηκε σε διεθνές επίπεδο με την απελευθέρωση των επιτοκίων και των τιμών των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, με την κατάργηση των στεγανών και την

---

<sup>31</sup> Μελάς, *Οι Σύγχρονες Κρίσεις*, 31.

<sup>32</sup> Μαρούλης, «Εξελίξεις στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα», 80.

ουσιαστική ενοποίηση των εγχώριων αγορών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, με τη σταδιακή κατάργηση των συναλλαγματικών περιορισμών και την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και με το άνοιγμα των αγορών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στον διεθνή ανταγωνισμό.

Ορισμένες χαρακτηριστικές μορφές της απορρύθμισης είναι η κατάργηση των διαπολιτειακών εμποδίων στην προσφορά τραπεζικών υπηρεσιών στις Ηνωμένες Πολιτείες, η κατάργηση των διακρατικών εμποδίων στην προσφορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στην -τότε Ευρωπαϊκή Κοινότητα και νυν-Ευρωπαϊκή Ένωση, η κατάργηση των ρυθμίσεων ως προς τα είδη των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που μπορούν να προσφέρουν οι διάφορες κατηγορίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η κατάργηση των ρυθμίσεων ως προς το ύψος των επιτοκίων και των τιμών των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και πολλά άλλα.

Οι συνέπειες των παραπάνω ριζικών και επαναστατικών αλλαγών στις εθνικές αλλά και στη διεθνή χρηματοοικονομική σφαίρα ήταν σημαντικές και ώθησαν σε δραστικές διαφοροποιήσεις την επιχειρηματική διάρθρωση της αγοράς των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Για παράδειγμα, προκάλεσε μία μεγάλη κίνηση συγχωνεύσεων και εξαγορών στον χρηματοπιστωτικό τομέα και σε συνδυασμό με τη διεθνοποίηση των αγορών επέτρεψε την είσοδο στις αγορές νέων ανταγωνιστών είτε από άλλες χώρες είτε από άλλους κλάδους της οικονομίας (δηλαδή μεγάλες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα). Παράλληλα, έσβησε ουσιαστικά τα διαχωριστικά όρια που υπήρχαν ανάμεσα στις διάφορες κατηγορίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Τα παραπάνω, σε συνδυασμό με την εγκατάλειψη από τα κράτη του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και της πολιτικής σταθεροποίησης των επιτοκίων, δημιούργησαν νέες ανάγκες στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ανάγκες που το ωθούσαν να αναλάβει με πιο αποφασιστικό τρόπο των λειτουργία της κάλυψης των κινδύνων που πρόεκυψαν από τις διακυμάνσεις των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Έτσι εμφανίστηκαν στην αγορά διάφορα νέα καινοτόμα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και εργαλεία, όπως οι ομολογίες μεταβλητού επιτόκιο (FRNs), οι ανταλλαγές επιτοκίων και νομισμάτων (swaps), τα προαιρετικά δικαιώματα (options) και πολλά άλλα.



Επιπλέον, οι προαναφερθείσες μεταβολές επηρέασαν σε μεγάλο βαθμό τη διάρθρωση και τη λειτουργία των αγορών, τα μέσα τα οποία χρησιμοποιούνταν στις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές, τις μεθόδους προσδιορισμού των τιμών και των αποδόσεων των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και, αντίστοιχα, τις τιμές των υπηρεσιών και το κόστος δανεισμού εκείνων που χρησιμοποιούν τα κεφάλαια που συσσωρεύονται στην αγορά. Το στοιχείο που κυριάρχησε σε εκείνη τη φάση ήταν η αυξημένη εντατικοποίηση του ανταγωνισμού, τόσο μεταξύ των ημεδαπών (τραπεζικών και όχι) χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όσο και μεταξύ των εγχώριων και των αντίστοιχων ξένων. Σημαντική συνέπεια αυτού ήταν και οι σημαντικές αλλαγές που συνέβησαν στην αλληλεπίδραση ανάμεσα στον χρηματοπιστωτικό και βιομηχανικό τομέα, οι οποίες κατέστησαν το ρόλο των χρηματοοικονομικών αγορών ακόμα πιο κρίσιμο για την οικονομία ως σύνολο.

Ο Κ. Μέλας χωρίζει σε τρεις γενικές κατηγορίες τους παράγοντες που συνετέλεσαν στην προαναφερόμενη αλλαγή του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος:

- Την διαδικασία της αποκρατικοποίησης και ιδιωτικοποίησης,
- Την διεθνοποίηση της παραγωγής μέσω της απορρύθμισης των διεθνών και εθνικών κανόνων λειτουργίας των οικονομικών λειτουργιών, και
- Την εκμετάλλευση και ενσωμάτωση στη λογική της νεοφιλελεύθερης απορρύθμισης των σημαντικών τεχνολογικών εξελίξεων στον τομέα της πληροφορικής και των τηλεπικοινωνιακών συστημάτων.

Όπως σημειώνει: «Η αποτυχία των πολιτικών επιλογών (σχετικά με τις εθνικοποιήσεις-κρατικοποιήσεις) των διαφόρων κυβερνήσεων, κυρίως εξαιτίας της αναποτελεσματικής διαχείρισης των δημόσιων επιχειρήσεων και οργανισμών, είχε ως αποτέλεσμα την αμφισβήτηση της κρατικής παρέμβασης στην οικονομία και τον ρόλο του κράτους εν γένει, με αποτέλεσμα των περιορισμό των κρατικών παρεμβάσεων στη λειτουργία της οικονομίας και την ενίσχυση του ρόλου και των δυνάμεων της αγοράς».<sup>33</sup>

Συνεχίζει: «Την ίδια στιγμή, η απελευθέρωση νευραλγικών τομέων της οικονομίας και η κατάργηση ορισμένων ρυθμιστικών μηχανισμών ελέγχου και

---

<sup>33</sup> Μέλας, *Οι Σύγχρονες Κρίσεις*, 21-22

περιορισμών συνέβαλαν στην ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου και κατά συνέπεια στη διεθνοποίηση της παραγωγής. Η ανάπτυξη των πολυεθνικών επιχειρήσεων οδήγησε στη διεθνοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος κυρίως για να διευκολυνθούν οι τράπεζες στην εξυπηρέτηση των δανειακών αναγκών των «διεθνών» πελατών τους και συνεπώς να βοηθηθεί η διευρυμένη αναπαραγωγή κεφαλαίου.»

Και τελειώνει: «Σημαντική είναι επίσης και η ανάπτυξη της τεχνολογίας στον τομέα εφαρμογών της πληροφορικής και των τηλεπικοινωνιών, η οποία είχε ως αποτέλεσμα την επέκταση της πληροφόρησης, καθώς κατέστησε εύκολη, ταχύτατη και μη δαπανηρή τη μετάδοση της, συμβάλλοντας όμως με αυτόν τον τρόπο και στην ταχύτερη διάδοση των κρίσεων σε διεθνές επίπεδο.»

Μία κατά πολύ διαφορετική προσέγγιση είναι αυτή του Ch. Goodhart,<sup>34</sup> ο οποίος εντοπίζει τους βασικούς παράγοντες που καθόρισαν τις μεταβολές στις χρηματοπιστωτικές αγορές σε τρεις εντελώς διαφορετικούς από τον Κ. Μελά:

- Την κυβερνητική πολιτική της απορρύθμισης, η οποία ενίσχυσε σημαντικά τον ανταγωνισμό στις χρηματοοικονομικές αγορές.
- Τα υψηλά διακυμαινόμενα και δύσκολο να προβλεφθούν επίπεδα του πληθωρισμού, τα οποία οδήγησαν σε υψηλά και διακυμαινόμενα επίπεδα επιτοκίων και σε τεράστιες διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Επιπλέον ήταν η αιτία για την εισαγωγή στην αγορά νέων χρηματοπιστωτικών μέσων που επέτρεψαν μεγαλύτερες αλλά και περισσότερο ριψοκίνδυνες χρηματικές επενδύσεις.
- Τη ραγδαία ανάπτυξη της τεχνολογίας, η οποία αύξησε με εντυπωσιακό τρόπο την ταχύτητα με την οποία διακινούνταν, παρουσιάζονταν και αναλύονταν οι πληροφορίες. Οι τεράστιες επενδύσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στη νέα τεχνολογία είχαν ως ένα ακόμα αποτέλεσμα τη σημαντική διόγκωση των παραγωγικών ικανοτήτων, των επιδεξιοτήτων και των ανταγωνιστικών στρατηγικών των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων.

---

<sup>34</sup> Charles Goodhart, "Structural Changes in the Banking System and the Determination of the Stock of the Money" στο *Europe's Money: Problems of European Monetary Coordination and Integration* των Rainer S. Magera και Robert Triffin (Oxford: Clarendon, 1984).

Τέλος σύμφωνα με τους Eichengreen και Mussa,<sup>35</sup> η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση, που είχε ως συνέπεια τη ραγδαία αύξηση των κεφαλαιακών ροών, ήταν αποτέλεσμα επιρροής κάποιων πολύ ισχυρών δυνάμεων. Οι πιο σημαντικές από αυτές είναι:

- Η άρση των θεσπισμένων περιορισμών στις συναλλαγές των λογαριασμών κεφαλαίου, η οποία είναι προαπαιτούμενο της οικονομικής απελευθέρωσης και της απορύθμισης τόσο των βιομηχανικών όσο και των αναπτυσσόμενων χωρών.
- Η σταθεροποίηση των μακροοικονομικών μεγεθών και οι πολιτικές μεταρρυθμίσεις στον αναπτυσσόμενο κόσμο, οι οποίες δημιούργησαν μία αυξανόμενη δεξαμενή εμπορικών παρόχων πιστωτικών εργαλείων.
- Ο πολυμερισμός του εμπορίου, ο οποίος έχει ενθαρρύνει τις διεθνείς χρηματοοικονομικές συναλλαγές που σχεδιάστηκαν για να αντιμετωπίσουν τους κινδύνους της έκθεσης σε νομισματικούς και εμπορικούς κινδύνους.
- Η ανάπτυξη των παράγωγων χρηματοοικονομικών εργαλείων -όπως τα συμβόλαια ανταλλαγής κινδύνων (swaps), τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) και τα δικαιώματα προαίρεσης- τα οποία έχουν επιτρέψει στους διεθνείς επενδυτές να αναλαμβάνουν κάποιους κινδύνους, ενώ ταυτόχρονα περιορίζουν την έκθεσή σε άλλους.

Η τεχνολογία έπαιξε όμως τον κυριότερο ρόλο. Οι επαναστατικές αλλαγές στην τεχνολογία πληροφόρησης και στις επικοινωνίες έχουν μεταβάλει τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, παγκοσμίως. Οι διασυνδέσεις μεταξύ των ηλεκτρονικών υπολογιστών δίνουν τη δυνατότητα στους επενδυτές να αποκτούν πρόσβαση σε πληροφορίες για την τιμή των αξιών με πολύ μικρό κόστος και σε σχεδόν πραγματικό χρόνο, ενώ ταυτόχρονα η αυξημένη υπολογιστική ισχύς επιτρέπει τον ταχύτατο υπολογισμό του συσχετισμού μεταξύ στις τιμές των αξιών και ανάμεσα στις τιμές των αξιών και άλλες μεταβλητές. Τα άλματα στις τηλεπικοινωνιακές τεχνολογίες καθιστούν δυνατό το να μπορούν οι επενδυτές να παρακολουθούν πιο αποτελεσματικά τις εξελίξεις που αφορούν τις ξένες χώρες και εταιρίες. Την ίδια στιγμή οι ίδιες νέες τεχνολογίες καθιστούν πολύ δύσκολη

---

<sup>35</sup> Barry Eichengreen και Michael Mussa, "Capital Account Liberalization and the IMF" στο *Capital Account Liberalization: Theoretical & Practical Aspects*, ed. Dell' Ariicia et al. (Washington: IMF, 1998).

δουλειά για τις κυβερνήσεις τον έλεγχο των εισροών ή εκροών του διεθνούς κεφαλαίου, όποτε αποφασίσουν ότι απαιτείται. Όλα αυτά σημαίνουν ότι η απελευθέρωση των αγορών κεφαλαίου –και μαζί μ' αυτή οι πιθανές αυξήσεις στον όγκο και τη διακύμανση των διεθνών κεφαλαιακών ροών- είναι μία εξελισσόμενη και, ως ένα βαθμό μη αναστρέψιμη, διαδικασία με επιπλοκές που επηρεάζουν σε τέτοιο βαθμό τις διάφορες πολιτικές, ώστε οι κυβερνήσεις θα αντιληφθούν ότι είναι χρήσιμο και επιθυμητό να την παρακολουθήσουν από κοντά.<sup>36</sup>

Είναι σημαντικό να κατανοήσουμε ότι η χρηματοπιστωτική καινοτομία και η απελευθέρωση είναι φαινόμενα τόσο εγχώρια όσο και διεθνή. Δεν είναι μόνο οι περιορισμοί στις διεθνείς χρηματοοικονομικές συναλλαγές που έχουν χαλαρώσει αλλά καθώς οι διάφορες χώρες απομακρύνονται από πολιτικές οικονομικές καταπίεσης, έχει επίσης αρθεί το κανονιστικό πλαίσιο που περιόριζε τη λειτουργία των εγχώριων χρηματοπιστωτικών αγορών. Γενικά η εγχώρια και η διεθνής χρηματοπιστωτική απελευθέρωση έχουν πορευθεί μέχρι τώρα χέρι-χέρι, ανταποκρινόμενες και οι δύο στα ίδια κίνητρα και στις ίδιες πιέσεις.

---

<sup>36</sup> *ibid.*

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Αφού λοιπόν εντοπίσαμε κάποιους από τους παράγοντες που ώθησαν το διεθνές χρηματοπιστωτικό περιβάλλον να μεταβληθεί εκ βάθρων, να γίνει φιλελεύθερο, απορρυθμισμένο και να τείνει προς τη διεθνή ολοκλήρωση, στη συνέχεια θα προσπαθήσουμε να ανιχνεύσουμε ποιες ήταν οι συνέπειες μιας τόσο ριζικής μεταβολής.

Πρώτη ουσιώδης συνέπεια είναι η σημαντική ενίσχυση του ανταγωνισμού μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αλλά και έναντι των θεσμικών επενδυτών. Όπως είναι φυσικό σε κάθε περίπτωση ύπαρξης ανταγωνισμού, η ενίσχυσή του συνετέλεσε στην αναγκαστική επέκταση των εργασιών των εγχώριων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων σε χώρους δράσης οι οποίοι στο παρελθόν ήταν σε καθεστώς αυστηρού ελέγχου και σημαντικών περιορισμών. Τέτοιοι τομείς είναι η επενδυτική τραπεζική, οι ασφάλειες, η συμμετοχή σε επενδυτικούς κινδύνους κοκ. Παράλληλα ο ανταγωνισμός πίεσε και ώθησε στη σταδιακή κατάργηση όλων εκείνων των νομικών περιορισμών και διατάξεων που περιόριζαν την είσοδο ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων σε μία εγχώρια χρηματαγορά.

Μία δεύτερη συνέπεια της μεταβολής του χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος είναι η αύξηση του εύρους και της συχνότητας της διακύμανσης, με άλλα λόγια της μεταβλητότητας, των βασικών χρηματοοικονομικών μεταβλητών. Καθώς η χρηματαγορά διεθνοποιούνταν, η συνέπεια ήταν να αυξηθεί η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των επιτοκίων. Αποτέλεσμα αυτής της αυξημένης μεταβλητότητας είναι η αύξηση της έκθεσης σε χρηματοοικονομικούς κινδύνους και η ενίσχυση της αβεβαιότητας σε ότι έχει να κάνει με τη μελλοντική αξία των χρεογράφων. Το γεγονός αυτό συντελεί στη δημιουργία νευρικότητας στις αγορές και καθιστά ευκολότερη τόσο την έναρξη μίας κρίσης όσο και τη μετάδοσή της στο διεθνές σύστημα.

Οι περισσότεροι οικονομολόγοι διεθνούς επιπέδου συμφωνούν ότι ενώ η απελευθέρωση του παγκόσμιου εμπορίου παρουσιάζει –υπό προϋποθέσεις–

θετικά αποτελέσματα, η περίπτωση της απελευθέρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών υπήρξε μία αρκετά πιο πολύπλοκη και προβληματική περίπτωση. Το παγκόσμιο εμπορικό σύστημα διαφέρει από το αντίστοιχο χρηματοπιστωτικό σε ένα κρίσιμο σημείο: η διάβρωση των διεθνών εμπορικών σχέσεων δεν οδηγεί σε γενική κατάρρευση από τη μια μέρα στην άλλη.<sup>37</sup> Σε αυτό συμφωνεί και ο Κώστας Μελάς ο οποίος επιπλέον αναφέρει: «Το βασικό αποτέλεσμα της αποδοχής της ιδιαιτερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι ότι δεν μπορεί να αφεθεί να καταρρεύσει και πάντοτε, με τον έναν ή τον άλλον τρόπο, διασώζεται».<sup>38</sup>

Το πρόβλημα επομένως είναι διπλό. Από τη μία το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα όταν καταρρέει, η ταχύτητα με την οποία συμβαίνει αυτό είναι τέτοια που δεν επιτρέπει άμεσες ενέργειες σταθεροποίησης του και αποφυγής περαιτέρω ζημιών και από την άλλη αναγκάζει πάντοτε τις εκάστοτε κυβερνήσεις να προβούν σε διάσωσή του. Σε αυτή την περίπτωση το κόστος δεν το επωμίζονται οι οργανισμοί ή οι υπεύθυνοι των οποίων οι λανθασμένοι χειρισμοί ή οι υψηλού ρίσκου κινήσεις υπήρξαν αιτίες και αφορμές της κατάρρευσης. Το κόστος το αναλαμβάνουν τα κράτη και επομένως μετακυλύετε στους φορολογούμενους.

### **Θετικές Επιδράσεις**

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο Δημήτρης Μαρούλης, με τη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση και απελευθέρωση σημειώθηκε μία ουσιώδης πρόοδος σε ότι αφορά τη χρησιμότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως μέσου για την ουσιαστική μείωση, ή ακόμα και την εξάλειψη, της αβεβαιότητας που χαρακτήριζε τις αγορές προϊόντων, χρήματος και κεφαλαίου μετά την κατάρρευση του συστήματος του Breton Woods<sup>39</sup>. Το αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας θεωρήθηκε από πολλούς οικονομολόγους εξαιρετικά επωφελές για τους χρήστες του χρηματοπιστωτικού συστήματος είτε σε εθνικό είτε σε διεθνές επίπεδο. Κι αυτό, παρά το γεγονός ότι σε αρκετές περιπτώσεις παρατηρήθηκαν αξιοσημείωτες υπερβολές, εξαιτίας της έντονης προσπάθειας των τραπεζικών ιδρυμάτων να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό, προσφέροντας στους πελάτες

<sup>37</sup> Dani Rodrik, *Το Παράδοξο της Παγκοσμιοποίησης – Η Δημοκρατία και το Μέλλον της Παγκόσμιας Οικονομίας*, (Αθήνα: Κριτική, 2012).

<sup>38</sup> Μελάς, *Οι Σύγχρονες Κρίσεις*, 37.

<sup>39</sup> Μαρούλης, «Εξελίξεις στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα».

τους και γενικότερα στην αγορά συνεχώς νέα και διαφοροποιημένα προϊόντα, τα οποία οι εποπτικοί μηχανισμοί δεν μπορούσαν να παρακολουθήσουν λόγω της εξαιρετικής πολυπλοκότητάς τους.

Ένα από τα βασικά οφέλη που προκύπτουν από την απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων, ιδιαίτερα στις αναπτυσσόμενες χώρες (για τις οποίες όμως έπρεπε πρώτα να ισχύσει η προϋπόθεση της σημαντικής μείωσης των ελλειμμάτων του δημοσίου τομέας τους και επομένως και του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων) είναι η σημαντική αύξηση της δυνατότητας των τραπεζών να προσφέρουν χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες σε πελάτες-κατοίκους άλλων χωρών εκτός της χώρας στην οποία έχουν την έδρα τους, μέσω του διεθνούς εμπορίου τραπεζικών υπηρεσιών. Το γεγονός αυτό είναι σε άμεση συνάφεια και εξάρτηση από την παράλληλη απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων. Σε αυτή την περίπτωση τόσο οι επιχειρήσεις όσο και τα νοικοκυριά ωφελούνται καθώς λόγω της αύξησης του ανταγωνισμού και της εισόδου νέων παικτών στην αγορά, τα χρηματοδοτικά προϊόντα και οι δυνατότητες δανεισμού αυξάνονται ενώ παράλληλα μειώνεται το κόστος δανεισμού και γενικότερα το κόστος του χρήματος.

Στην εργασία τους σχετικά με τα οφέλη της διεθνούς χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης, οι I. Hoxha, S. Kalemli-Ozcan, και D. Vollrath έκαναν μία προσπάθεια να εκτιμήσουν τα οφέλη στην αύξηση του πλούτου λόγω της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης, τα οποία οφείλονται στις μακροπρόθεσμες διαφοροποιήσεις μεταξύ των θεμελιωδών μεγεθών των διαφόρων εθνικών οικονομιών. Τα οφέλη αυτά είναι διαφορετικά από τυχόν κέρδη που μπορούν να εμφανιστούν λόγω της έλλειψης διαθέσιμων κεφαλαίων, και τα οποία σύμφωνα με άλλες μελέτες είναι σχετικά μικρά. Οι διαφορές στα θεμελιώδη μεγέθη των εθνικών οικονομιών προκύπτουν εξαιτίας του ότι ο *time discount rate*, ο ρυθμός πληθυσμιακής αύξησης και ο ρυθμός τεχνολογικής ανάπτυξης μεταξύ των κρατών δεν είναι ίδιοι και επομένως το φυσικό εγχώριο *rate of return* διαφέρει από χώρα σε χώρα. Επιπλέον ενώ αποδεχόμαστε ότι το εγχώριο επίπεδο κεφαλαιακών αποδόσεων θα συγκλίνει σε έναν κοινό παγκόσμιο επίπεδο κάποια στιγμή στο μέλλον, η σύγκλιση αυτή θα μπορούσε να είναι αρκετά αργή. Οι προαναφερθέντες χρησιμοποίησαν δεδομένα από 92 χώρες για το χρονικό διάστημα 1960-2000, που αφορούσαν τα θεμελιώδη μεγέθη των οικονομιών

αυτών και παραμετροποίησαν την ταχύτητα τόσο της β-σύγκλισης όσο και της σ-σύγκλισης προκειμένου να υπολογίσουν την ανταπόκριση (elasticity) του εισοδήματος ως προς τις ροές ξένων κεφαλαίων. Αυτό που βρήκαν ήταν ότι αν η σύγκλιση και των δύο τύπων είναι σχετικά αργή (περίπου 2% τον χρόνο), η ανταπόκριση ήταν 0,07. Αυτό φυσικά σημαίνει ότι εισροές ξένου κεφαλαίου ίσες με το 10% τις τρέχουσας κατανάλωσης θα αυξήσουν τον πλούτο κατά 0,7%. Μεγαλύτερες εισροές έχουν μεγαλύτερα αποτελέσματα, και άρα μία μεγάλης κλίμακας χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση με εισροές ξένου κεφαλαίου αντίστοιχες με το 100% της κατανάλωσης θα μπορούσε να αυξήσει τον πλούτο κατά ένα 7%, και ακόμα περισσότερο στις αναπτυσσόμενες χώρες. Υπάρχουν, σύμφωνα με τους συγγραφείς της μελέτης συσσωρευμένες ενδείξεις ότι εκτός των κερδών που προκύπτουν από μία αυξημένη αγορά κεφαλαίων, το ξένο κεφάλαιο ωφελεί και την παραγωγικότητα. Ενσωματώνοντας επιστημονικά την παραπάνω υπόθεση στους υπολογισμούς τους, προκύπτει ότι η ανταπόκριση του εισοδήματος στις εισροές ξένου κεφαλαίου είναι διπλάσια από την αρχική εκτίμηση. Συνολικά, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι η παγκόσμια χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση των αγορών θα μπορούσε να έχει σημαντικά και διαρκή θετικά συνεπαγόμενα. Αυτά τα οφέλη δεν προκύπτουν από αυτό στο οποίο οι οικονομολόγοι παραδοσιακά επικεντρώνονται, την ανεπάρκεια διαθέσιμου κεφαλαίου, αλλά μάλλον λόγω υποκείμενων διαφοροποιήσεων των θεμελιωδών χαρακτηριστικών μεταξύ των εθνοκρατικών οντοτήτων. Από τη στιγμή που αυτά λαμβάνονται υπόψη, τα οφέλη της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης γίνονται ξεκάθαρα. Παρόλα αυτά, η εμπειρική βιβλιογραφία δεν έχει κατορθώσει να εδραιώσει οριστικά την οφέλη της διεθνούς χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης στην ανάπτυξη και στη σταθερότητα.<sup>40</sup>

Στη θεωρία, η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση θα διευκόλυνε την αποτελεσματική τοποθέτηση των κεφαλαίων σε διεθνές επίπεδο και θα προήγαγε τον διεθνή καταμερισμό των επενδυτικών κινδύνων. Τα οφέλη αυτά θα έπρεπε να είναι πολύ μεγαλύτερα για τις αναπτυσσόμενες χώρες. Οι χώρες αυτές διακρίνονται για την έλλειψη κεφαλαίων και την διάθεση άφθονου εργατικού δυναμικού και επομένως το ξένο κεφάλαιο θα έπρεπε να τις βοηθήσει να

---

<sup>40</sup> Indrit Hoxha, Sebnem Kalemlı-Ozcan and Dietrich Vollrath, "How Big are the Gains from International Financial Integration?", Working Paper 14636 for the National Bureau Of Economic Research, (Cambridge, 2009)



αυξήσουν τις επενδύσεις και να αναπτυχθούν με μεγαλύτερους ρυθμούς. Επιπλέον, οι αναπτυσσόμενες χώρες παρουσιάζουν μεγαλύτερες διακυμάνσεις στην αύξηση της παραγωγής απ' ό,τι οι αναπτυγμένες βιομηχανικές οικονομίες, γεγονός που κάνει το δυνητικό όφελος από τον διεθνή καταμερισμό του ρίσκου πολύ μεγαλύτερο.

Σε χώρες όπου το σύστημα λειτουργούσε ολοκληρωτικά κάτω από την κυβερνητική καθοδήγηση (τέτοιες χώρες στην Ευρώπη ήταν η Ελλάδα και η Πορτογαλία και σε μικρότερο βαθμό η Ισπανία πριν την είσοδό τους στην Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα) το αποτέλεσμα ήταν η φορολόγηση μέσω του πληθωρισμού των αποταμιεύσεων των απλών πολιτών αλλά και την χρηματοδότηση με αρνητικά επιτόκια του δημόσιου τομέα και του μεγάλου, κυρίως επιχειρηματικού κεφαλαίου. Οι διαζευκτικές δυνατότητες προσφυγής στα χρηματοπιστωτικά μέσα, όπου οι πολίτες θα μπορούσαν να τοποθετήσουν πιο αποδοτικά τις αποταμιεύσεις τους ήταν σε αυτές τις περιπτώσεις από ελάχιστα έως ανύπαρκτα. Σε αυτές τις περιπτώσεις η αγορά χρήματος και κεφαλαίου, ως σύνολο, θεωρείται ότι δεν λειτουργούσε σαν αμερόληπτος και αποδοτικός μηχανισμός ανακατανομής των αποταμιεύσεων των χωρών αυτών από τους πλεονασματικούς προς τους ελλειμματικούς φορείς, και μάλιστα εκείνους που παρουσίαζαν τις καλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες. Αντίθετα τα συστήματα αυτά λειτουργούσαν σαν μηχανισμοί συλλογής των αποταμιεύσεων και διοχέτευσής τους προς τους διάφορους τομείς που επέλεγε η εκάστοτε πολιτική ηγεσία, κάτω από την αυστηρή επήρεια και των αυστηρών κανόνων του κράτους αλλά και μέσω αδιαφανών πρακτικών και προιτημάτων.<sup>41</sup>

Τα προαναφερθέντα συστήματα κυβερνητικής παρέμβασης στον τομέα αυτό αμφισβητήθηκαν έντονα τόσο στις αναπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Οι πολιτικές της απορρύθμισης, της φιλελευθεροποίησης και γενικότερα της ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών συστημάτων βρήκαν πρόσφορο έδαφος και υποστηρίχθηκαν τόσο από τον πολιτικό όσο και στον επιχειρηματικό κόσμο.

---

<sup>41</sup> Επιτροπή Καρατζά, «Έκθεση Επιτροπής για την Αναμόρφωση και τον Εκσυγχρονισμό του Τραπεζικού Συστήματος», (Αθήνα: Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 1987)

Σύμφωνα με τον Δ. Μαρούλη οι κυριότερες αιτίες αυτής της μεταβολής ήταν οι ακόλουθες:<sup>42</sup>

- Η μεγάλη αύξηση των αναγκών δανεισμού του δημοσίου τομέα σχεδόν σε όλες τις χώρες, σε συνδυασμό με τη σταδιακή μείωση της δυνατότητας επιβολής πληθωριστικού φόρου, επέβαλε μια πιο δυναμική πολιτική προσέλκυσης των αποταμιεύσεων του κοινού στο επίσημο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

- Η κατανόηση εκ μέρους της πλειονότητας των αναπτυσσόμενων οικονομιών, ότι οι μηχανισμοί κρατικής κατανομής των πιστώσεων και των αρνητικών επιτοκίων όχι μόνο δεν οδηγούσαν σε προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης, αλλά μάλλον συνέβαλαν στην υπανάπτυξη και την εμπέδωση της γραφειοκρατίας σε αυτά τα συστήματα και κατά συνέπεια στην αδιαφανή, διαστρεβλωτική και αντιπαραγωγική κατανομή των πιστώσεων.

- Η σημαντική ανάπτυξη ενός μεγάλου αριθμού τραπεζικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, τα οποία είχαν να αντιμετωπίσουν πολύ λιγότερες παρεμβάσεις και ρυθμίσεις από ότι τα τραπεζικά ιδρύματα. Στις αναπτυσσόμενες οικονομίες αντίστοιχος σοβαρός ανταγωνιστής του επίσημου χρηματοπιστωτικού συστήματος ήταν η ανεπίσημη, μαύρη, αγορά χρήματος και συναλλάγματος.

- Η σημαντική ανάπτυξη των αγορών των ευρωνομισμάτων, οι οποίες επίσης βρίσκονταν πέρα από τις ρυθμιστικές αρμοδιότητες των εθνικών κυβερνήσεων.

- Τα διακυμαινόμενα σε μεγάλο βαθμό και απρόβλεπτα επίπεδα του πληθωρισμού, τα οποία με τη σειρά τους οδήγησαν σε υψηλά και διακυμαινόμενα επίπεδα ονομαστικών επιτοκίων.

- Η ραγδαία ανάπτυξη της τεχνολογίας, η οποία επέτρεψε την εντυπωσιακή αύξηση της ταχύτητας διάχυσης, παρουσίασης και ανάλυσης της πληροφορίας.

Μετά τη σταδιακή απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών συστημάτων η κατάσταση στις χώρες αυτές τείνει να αλλάξει σε τόσο μεγάλο βαθμό που θα

---

<sup>42</sup> Μαρούλης, «Εξελίξεις στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα», 83-85.

μπορούσαμε να μιλήσουμε για επανάσταση στον χρηματοπιστωτικό τομέα.<sup>43</sup> Οι αποταμιευτές, διεθνώς, όχι μόνο πληρώνονται από τις τράπεζες το πραγματικό κόστος του χρήματος για τις καταθέσεις τους αλλά έχουν στη διάθεσή τους και αρκετές επιλογές χρηματοπιστωτικών μέσων και εργαλείων, τα οποία δίνουν τη δυνατότητα για μία πιο αποτελεσματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους, επιτυγχάνοντας φυσικά και υψηλότερες αποδόσεις. Από την άλλη μεριά, οι επιχειρήσεις σε όλο τον κόσμο και όλων των τομέων της οικονομίας έχουν άμεση πρόσβαση στο τραπεζικό σύστημα, τόσο για την ομαλή χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους όσο και για την αποδοτική διαχείριση των διαθεσίμων τους. Πέραν αυτών, οι πιο μεγάλες επιχειρήσεις έχουν μέσω της χρηματοπιστωτικής απελευθέρωσης, τη δυνατότητα για άμεση χρηματοδότηση, απευθείας από την αγορά, μέσω της έκδοσης επιχειρηματικών ομολόγων ή για την αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, μέσω των χρηματιστηρίων. Ο γενικότερος στόχος όλων αυτών συνοψίζεται στην υψηλή λειτουργική αποδοτικότητα με την εκμετάλλευση των υπαρχουσών οικονομιών κλίμακας και οικονομιών σκοπού και με την εξάλειψη των αντισυμβαλλόμενων δραστηριοτήτων και ιδρυμάτων.<sup>44</sup> Ταυτόχρονα, αποκαθίσταται η κρατική αδικία, καθώς το κράτος πληρώνει ολόκληρη την αξία των χρηματικών διαθεσίμων που χρησιμοποιεί για τη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του και μάλιστα χρηματοδοτεί ένα μέρος από αυτά στην ελεύθερη αγορά, όπου ανταγωνίζεται για την τοποθέτηση των ομολόγων του επί ίσοις όροις με τους άλλους τομείς της οικονομίας.

Από την παραπάνω επιχειρηματολογία (η οποία ήταν ιδιαίτερα διαδεδομένη στις αρχές της δεκαετίας του '90 όταν η γενικότερη οικονομική παγκοσμιοποίηση έκανε τα πρώτα πιο τολμηρά βήματά της και άρχισε να καθιερώνεται, ή να επιβάλλεται κατά άλλους), είναι φανερό ότι οι υποστηρικτές της παγκόσμιας οικονομικής ολοκλήρωσης, την προέβαλαν ως λύση εκδημοκρατισμού των οικονομιών και των αγορών και απονομής ίσων ευκαιριών σε πολίτες, επιχειρήσεις αλλά και αναπτυσσόμενες χώρες, που μέχρι τότε ήταν αποκλεισμένοι, λιγότερο ή περισσότερο, από την πρόσβαση στην εύκολη και φθηνή χρηματοδότηση. Από την άλλη μεριά δεν τονίστηκε όσο θα έπρεπε ότι για τις αναπτυσσόμενες χώρες, η απελευθέρωση και απορύθμιση των

<sup>43</sup> Μαρούλης, «Εξελίξεις στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα», 64.

<sup>44</sup> E. Davis and C. Smales, "The Integration of European Financial Services" in *Myths and Realities*, E. Davis et al., (London: London Business School, 1992).

χρηματοπιστωτικών συστημάτων τους σε συνδυασμό και με την εξάλειψη των συναλλαγματικών περιορισμών, ήταν μία πρώτης τάξης ευκαιρία «άλωσης» της τραπεζικής τους αγοράς από τις ξένες μεγάλες τράπεζες των ανεπτυγμένων χωρών, οι οποίες και την απαραίτητη τεχνογνωσία διέθεταν αλλά και τα τεράστια κεφάλαια που απαιτεί η επένδυση στη σύγχρονη τεχνολογία (η οποία είναι απαραίτητη προκειμένου μία επιχείρηση να μπορέσει να επωφεληθεί από την οικονομική ολοκλήρωση).

Παρόλα αυτά, σύμφωνα με τον Δ. Μαρούλη, το βασικό συμπέρασμα από την ανάλυση των νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων που εισήχθησαν στην αγορά ως απότοκο της χρηματοπιστωτικής απελευθέρωσης είναι ότι η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση έχει συνεισφέρει σημαντικά σε ότι αφορά την χρησιμοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως μέσου για την ουσιαστική μείωση, ή και εξάλειψη, της αβεβαιότητας που κυριάρχησε στις αγορές χρήματος την τελευταία δεκαετία του 20<sup>ου</sup> αιώνα. Ο ίδιος τονίζει: «Παρά το γεγονός ότι σε ορισμένες περιπτώσεις έχουν παρατηρηθεί αξιοσημείωτες υπερβολές εξαιτίας της έντονης προσπάθειας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό προσφέροντας στην αγορά συνεχώς νέα διαφοροποιημένα προϊόντα, δεν μπορεί να αμφισβητηθεί το γεγονός ότι το τελικό αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας είναι εξαιρετικά επωφελές για τους χρήστες του χρηματοπιστωτικού συστήματος είτε σε εθνικό είτε σε διεθνές επίπεδο».<sup>45</sup>

Πράγματι, αν κανείς επικεντρώσει την έρευνα σε μικροοικονομικό επίπεδο (σε εταιρικό ή βιομηχανικό επίπεδο, για παράδειγμα) ή σε μεμονωμένους δείκτες θα διαπιστώσει πιθανόν σημαντικές αναπτυξιακές επιπτώσεις. Παραμένει όμως ανοιχτό το ερώτημα κατά πόσο αυτές οι επιπτώσεις στους μεμονωμένους τομείς ή στο μικροοικονομικό επίπεδο αθροίζονται σε κάτι συνολικό δημιουργώντας ανάπτυξη στο εθνικό επίπεδο. Σε αυτό το σημείο η εργασία των Kose, Prasad και Taylor έρχεται να προσφέρει μία άλλη οπτική γωνία.<sup>46</sup> Οι εν λόγω ερευνητές τονίζουν ότι, στη θεωρία, η χρηματοπιστωτική παγκοσμιοποίηση θα έπρεπε να έχει καταλυτικά αποτελέσματα στην ανάπτυξη της εγχώριας χρηματοπιστωτικής αγοράς, να βελτιώνει την εταιρική αλλά και την κρατική διακυβέρνηση και να

<sup>45</sup> Μαρούλης, «Εξελίξεις στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα», 48.

<sup>46</sup> Ayhan M. Kose, Prasad S. Eswar and Ashley D. Taylor, "Thresholds in the Process of International Financial Intergration", (Working Paper for the National Bureau of Economic Research, (Cambridge, 2009).

παρέχει κίνητρα για περισσότερη πειθαρχία στη μακροοικονομική πολιτική. Υποστηρίζουν μάλιστα ότι τα ανωτέρω έμμεσα οφέλη ίσως είναι πολύ πιο σημαντικά από αυτά που παραδοσιακά τονίζουν οι οικονομολόγοι. Μάλιστα, πρόσφατες μελέτες, με αφορμή τις ανισορροπίες που εμφανίστηκαν στο παγκόσμιο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, υποδεικνύουν ότι αναπτυσσόμενες χώρες που είναι πιο ανοιχτές σε συγκεκριμένους τύπους χρηματοπιστωτικών ροών αλλά συνολικά βασίζονται λιγότερο στο ξένο κεφάλαιο και χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους περισσότερο μέσω τις εγχώριας αποταμίευσης, έχουν να επιδείξουν κατά μέσο όρο καλύτερες επιδόσεις στην ανάπτυξη.

### **Αρνητικές Επιδράσεις**

Στο ξεκίνημα λοιπόν της τάσης για παγκόσμια χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση οι φωνές που υποστήριζαν το εν λόγω εγχείρημα ήταν πολλές και κατόρθωσαν να πείσουν και τους πολιτικούς να προσχωρήσουν και να υλοποιήσουν πολιτικές τέτοιες που προωθούσαν την απορρύθμιση και την φιλελευθεροποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Σύμφωνα με τον Joseph Stiglitz, οι καλές κεφαλαιαγορές είναι το σήμα κατατεθέν του καπιταλισμού, πουθενά όμως δεν είναι τόσο μεγάλη η ανομοιότητα μεταξύ ανεπτυγμένων και λιγότερο ανεπτυγμένων χωρών όσο στις κεφαλαιαγορές τους. Όταν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί παγκοσμίου μεγέθους εισέρχονται σε μία χώρα, μπορούν να συνθλίψουν τον εγχώριο ανταγωνισμό. Και καθώς έλκουν τους καταθέτες μακριά από τις τοπικές τράπεζες, σε μία φτωχή χώρα, είναι ενδεχομένως πολύ πιο προσεχτικοί και γενναιόδωροι όταν πρόκειται να δώσουν δάνεια σε μεγάλες πολυεθνικές εταιρείες παρά όταν πρόκειται να παράσχουν πίστωση σε μικρές εταιρίες ή αγρότες.<sup>47</sup> Έχοντας αυτά κατά νου, δεν προκαλεί κατάπληξη το γεγονός ότι ο εν λόγω νομπελίστας οικονομολόγος διαπίστωσε κατά την διάρκεια της καριέρας του τόσο ως σύμβουλος του προέδρου Κλίντον όσο και ως διευθύνων αντιπρόεδρος της Παγκόσμιας Τράπεζας, ότι η περίπτωση της διεθνούς οικονομικής ολοκλήρωσης ήταν πολύ πιο προβληματική από την απελευθέρωση του παγκόσμιου εμπορίου. Παραμένει αλήθεια ότι κάποιοι περιορισμοί και ρυθμίσεις στον χρηματοπιστωτικό τομέα δεν εξυπηρετούσαν άλλον σκοπό παρά να παρεμποδίζουν τη ροή του

---

<sup>47</sup> Joseph E. Stiglitz, *Η Μεγάλη Αυταπάτη*, (Αθήνα: Λιβάνης, 2003), 89-90.

κεφαλαίου. Αυτές θα έπρεπε να καταργηθούν. Όμως ο υπερβάλλον ζήλος για την απελευθέρωση και απορρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών ήταν η βασική αιτία για την εμφάνιση εκτεταμένων προβλημάτων ακόμα και στις κεφαλαιαγορές του ανεπτυγμένων χωρών, σε όλον τον κόσμο.

Η βιασύνη και η σπουδή που έδειξαν πολλές χώρες και κυβερνήσεις (υπό την καθοδήγηση των διεθνιστών οικονομολόγων και πιεζόμενες από τους διεθνείς χρηματοοικονομικούς θεσμούς) για την απορρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών προκάλεσε μεγάλα προβλήματα στις κεφαλαιαγορές όλου του κόσμου, ακόμα και των ανεπτυγμένων χωρών. Για παράδειγμα ακόμα και στην πλέον προηγμένη και απελευθερωμένη αγορά, αυτή των ΗΠΑ, η περίπτωση με τους Συνεταιρισμούς Αποταμιεύσεων και Δανείων, τη δεκαετία του '90, κόστισε πάνω από 200 εκατομμύρια δολάρια στους Αμερικανούς φορολογούμενους.<sup>48</sup> Και αυτή ήταν μία από τις λιγότερο δαπανηρές διασώσεις, σε μία οικονομία με αποδεδειγμένα μεγάλες αντοχές.

Το περίεργο είναι ότι ενώ ανεπτυγμένες χώρες με πολύπλοκους, δοκιμασμένους και αποτελεσματικούς θεσμούς έπεσαν θύματα της χρηματοπιστωτικής απορρύθμισης, παίρνοντας σκληρά μαθήματα, το ΔΝΤ πίεσε τις αναπτυσσόμενες χώρες, που δεν είχαν την κατάλληλη υποδομή και οργάνωση, να προχωρήσουν σε απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών τους αγορών, παραβλέποντας ότι ο πιο ήπιος χαρακτηρισμός του εν λόγω εγχειρήματος ήταν «δύσκολο και επικίνδυνο». Αποτέλεσμα ήταν ότι η συνακόλουθη των τραπεζικών κρίσεων, οικονομική ύφεση ήταν πολύ οδυνηρή σε όσες από τις αναπτυσσόμενες χώρες πείστηκαν να προχωρήσουν γρήγορα σε χρηματοοικονομική ολοκλήρωση των αγορών τους. Στις παραπάνω περιπτώσεις, η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση «εξαφάνισε» ρυθμίσεις που είχαν σκοπό τον έλεγχο της ροής κεφαλαίων προς και από τη χώρα. Τα κεφάλαια αυτά αφορούν συνήθως βραχυπρόθεσμα δάνεια και συμβόλαια, κερδοσκοπικού χαρακτήρα καθώς λόγω του ότι δεν υπάρχουν περιορισμοί μπορούν να τοποθετούνται και να αποσύρονται ανά πάσα στιγμή και επομένως ενσωματώνουν ένα αυξημένο εγγενές ρίσκο. Συνεπάγεται ότι οι εταιρείες που χρησιμοποιούν αυτό το χρήμα δεν έχουν σκοπό να προβούν σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις καθώς, λόγω του αυξημένου ρίσκου, δεν αποτελούν σίγουρη και ασφαλή τοποθέτηση. Χωρίς όμως

---

<sup>48</sup> *ibid.*, 149.

τέτοιου είδους μακροπρόθεσμες επενδύσεις δεν είναι δυνατό να δημιουργηθούν νέες θέσεις εργασίες ή να δημιουργηθούν καινούριες υποδομές και επομένως δεν είναι δυνατό να δημιουργηθεί και να διατηρηθεί ανάπτυξη της οικονομίας.

Σε πολλές αναπτυσσόμενες χώρες η λειτουργία των τραπεζών πριν την απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος ήταν περιορισμένη σε πολύ συγκεκριμένους τομείς:

α) στην προσέλκυση των αποταμιεύσεων των απλών πολιτών σε χαμηλά (ή και μηδενικά) πραγματικά επιτόκια,

β) στον διακανονισμό των πληρωμών του σε επίσης χαμηλές τιμές και

γ) στον εύκολο και με σχετικά ευνοϊκούς όρους δανεισμό κάποιων λίγων βιομηχανικών επιχειρήσεων και του κράτους.

Ήταν λοιπόν φυσικό επακόλουθο οι ξένοι ανταγωνιστές των εγχώριων τραπεζών, εκμεταλλευόμενοι την φιλελευθεροποίηση των συγκεκριμένων αγορών, να καταφέρουν να εκμεταλλευτούν με επιτυχία το κενό που υπήρχε από πλευράς προσφοράς, ικανοποιώντας την ζήτηση από την πλευρά των απλών καταναλωτών για νέες ευκαιρίες πιο αποδοτικών τοποθετήσεων των αποταμιεύσεών τους και για μια περισσότερο αποτελεσματική χρηματοδότηση των στεγαστικών αλλά και των καταναλωτικών τους αναγκών.<sup>49</sup>

Ενώ λοιπόν από τη μια μεριά, σε θεωρητικό επίπεδο, η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση θα προήγαγε μια πιο αποδοτική τοποθέτηση των κεφαλαίων σε διεθνές επίπεδο και με αυτό τον τρόπο θα διευκόλυνε τον διεθνή καταμερισμό των επενδυτικών κινδύνων, από την άλλη μεριά η εμπειρική βιβλιογραφία δεν μας δίνει τις ίδιες ενδείξεις και δεν έχει γίνει κατορθωτό να φανούν ξεκάθαρα τα πλεονεκτήματα και τα οφέλη στην ανάπτυξη και τη σταθερότητα που θα έπρεπε να επιφέρει η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση. Τα οφέλη αυτά, όπως έχει αναφερθεί και παραπάνω, θα έπρεπε να είναι πολύ μεγαλύτερα για τις αναπτυσσόμενες χώρες, οι οποίες χαρακτηρίζονται στον τομέα αυτό από έλλειψη κεφαλαίων παράλληλα με την διάθεση άφθονου εργατικού δυναμικού και επομένως το ξένο κεφάλαιο θα έπρεπε να τις βοηθήσει να αυξήσουν τις επενδύσεις και να αναπτυχθούν με μεγαλύτερους ρυθμούς. Επιπλέον, οι αναπτυσσόμενες χώρες έχουν μεγαλύτερες διακυμάνσεις στην αύξηση της

<sup>49</sup> Meril Stevenson, "The Consumer Is Sovereign. International Banking: A Survey", *The Economist*, 22 March 1986.

παραγωγής απ' ότι οι αναπτυσσόμενες βιομηχανικές οικονομίες, γεγονός που κάνει το δυνητικό όφελος από τον διεθνή καταμερισμό του ρίσκου πολύ μεγαλύτερο.

Παραμένει επομένως ανοιχτό το ερώτημα κατά πόσο αυτές οι επιπτώσεις στους μεμονωμένους τομείς ή στο μικροοικονομικό επίπεδο αθροίζονται σε κάτι συνολικό δημιουργώντας ανάπτυξη σε εθνικό επίπεδο ή δημιουργούν υπερβάλλουσα αστάθεια στην γενικότερη οικονομική κατάσταση. Ο Κώστας Βεργόπουλος υποστηρίζει ότι οι οικονομίες είναι ασταθείς κυρίως λόγω του κεντρικού ρόλου που απέκτησαν οι χρηματοοικονομικές αγορές.<sup>50</sup> Κατά την άποψή του, η χρηματαγορά είναι ένα πεδίο μέσα στο οποίο οι κυρίαρχοι καταλαμβάνουν τέτοια θέση ώστε να μπορούν να ορίζουν κατά μεγάλο μέρος τους κανόνες του παιχνιδιού. Η ενοποίηση των χρηματαγορών με άξονα ένα συγκεκριμένο αριθμό εθνών-κατόχων της κυρίαρχης θέσης επιφέρει μείωση της αυτονομίας των εθνικών χρηματαγορών. Η παγκοσμιοποίηση δεν συνεπάγεται ομογενοποίηση, αντίθετα συνεπάγεται την επέκταση της επικυριαρχίας ενός μικρού αριθμού κυρίαρχων εθνών στο σύνολο των εθνικών χρηματοοικονομικών χωρών. Η αγορά του διεθνούς κεφαλαίου τείνει να μειώσει την αυτονομία των αγορών του εθνικού κεφαλαίου και ειδικά να απαγορεύσει στα έθνη- κράτη να χειρίζονται μόνα τους τις τιμές συναλλάγματος και τα επιτόκια, τα οποία στο εξής καθορίζονται ολοένα περισσότερο από μια εξουσία συγκεντρωμένη στα χέρια περιορισμένων αριθμητικά χωρών. Τεράστια χρηματικά ποσά κινούνται διαρκώς σε αναζήτηση κερδοσκοπικών ευκαιριών και περιορίζουν αποφασιστικά τη δυνατότητα των κυβερνήσεων να ακολουθούν μακροοικονομικές πολιτικές που να αποκλίνουν σημαντικά από αυτές των ανταγωνιστών τους. Το βασικό στοιχείο που χαρακτηρίζει τη δυναμική της οικονομίας της αγοράς, ο ανταγωνισμός, αναπόφευκτα οδηγεί στη συγκέντρωση οικονομικής δύναμης, στη δημιουργία τεράστιων εθνικών και αργότερα πολυεθνικών επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις αυτές ελέγχουν την οικονομία της αγοράς, κυριαρχούν και έτσι ο ανταγωνισμός οδηγεί στην εξόντωση των ασθενέστερων αντιπάλων και στη συγχώνευση-συνεννόηση ή εξαγορά των εναπομεινάντων. Η διαδικασία αυτή, μετατρέπει τους κλάδους των επιχειρήσεων σε διεθνή μονοπώλια ή στην καλύτερη περίπτωση σε ολιγοπώλια. «Η ανάπτυξη της παγκόσμιας αγοράς ενίσχυσε την κοινότητα των

---

<sup>50</sup> Κώστας Βεργόπουλος, *Παγκοσμιοποίηση, Η Μεγάλη Χίμαιρα*, (Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Α. Α. Λιβάνη, 1999).



ολιγοπωλίων και μάλιστα διευκόλυνε αφάνταστα τη μεταξύ τους συνεννόηση, έτσι ώστε να θεμελιώνεται όλο και περισσότερο η κυριαρχία τους.»<sup>51</sup>

Ένα ακόμα επιχείρημα που επικαλούνται όσοι υποστηρίζουν την απορύθμιση και την απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών είναι ότι με αυτόν τον τρόπο θα ενισχύονταν η σταθερότητα της οικονομίας καθώς θα αυξάνονταν οι δυνατές πηγές χρηματοδότησης. Με άλλα λόγια η θεωρία έλεγε ότι σε περιπτώσεις οικονομικής επιβράδυνσης ή ύφεσης οι εγχώριες επιχειρήσεις θα είχαν τη δυνατότητα να καλύψουν τυχόν εγχώρια ελλείμματα χρηματοδότησης στρεφόμενες προς ξένους πιστωτές ή επενδυτές. Η ανάπτυξη των χρηματαγορών αναμενόταν να δώσει (και σε πολλές περιπτώσεις αυτό έγινε πραγματικότητα) στις επιχειρηματικές μονάδες νέες ευκαιρίες ώστε να μπορέσουν να χρηματοδοτηθούν άμεσα από την αγορά, παρακάμπτοντας τις τράπεζες, επιτυγχάνοντας χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης και καλύτερη διαχείριση των διαθεσίμων και των υποχρεώσεών τους.<sup>52</sup>

Δυστυχώς οι πραγματικότητες στις διάφορες αναπτυσσόμενες χώρες, αρκετές φορές, αποδείχθηκαν πολύ διαφορετικές. Καθώς ο κίνδυνος δανεισμού αυξάνεται όταν οι χώρες βρίσκονται σε περιόδους ύφεσης, οι ξένοι δανειστές όχι μόνο δεν τοποθετούν επιπλέον κεφάλαια αλλά αποσύρουν και αυτά που υπάρχουν, επιδεινώνοντας έτσι την οικονομική ύφεση και τροφοδοτώντας έναν φαύλο κύκλο. Επιπλέον, τα ανοίγματα που δημιουργήθηκαν πολλές φορές από τις τράπεζες σε αυτές τις αγορές, με την προσδοκία σημαντικών κερδών, δημιούργησαν σημαντικούς κινδύνους τόσο για τις ίδιες τις τράπεζες όσο και το χρηματοπιστωτικό σύστημα γενικότερα, κίνδυνοι που έγιναν πραγματικότητα όταν οι εξελίξεις στην πορεία βασικών μεγεθών αυτών των αγορών ήταν χειρότερες από το αναμενόμενο.<sup>53</sup>

Οι ΗΠΑ είναι από τις χώρες που πρωτοστατούν στην προώθηση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης (ασκώντας πιέσεις είτε άμεσα μέσω του κυβερνητικού της μηχανισμού είτε συχνότερα έμμεσα μέσω των διεθνών οργανισμών της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας). Τα επιχειρήματα που

---

<sup>51</sup> *ibid.*, 336.

<sup>52</sup> Richard Harrington, *Asset and Liability Management by Banks*, (Paris: Organization for Economic Co-operation and Development, 1987).

<sup>53</sup> Will Ollard, "A Survey of International Banking", *The Economist*, 25 March 1989.

συχνότερα επικαλούνται είναι ότι ο αυξημένος ανταγωνισμός μπορεί να οδηγήσει σε βελτιωμένες υπηρεσίες και ότι η μεγαλύτερη ισχύς των ξένων τραπεζών μπορεί να αυξήσει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Και τα δύο είναι σωστά υπό προϋποθέσεις. Παρόλα αυτά οι ξένες τράπεζες συνιστούν μία πολύ πραγματική απειλή για το εγχώριο τραπεζικό σύστημα.<sup>54</sup> Η περίπτωση της Αργεντινής μετά το 2001 είναι χαρακτηριστικό παράδειγμα. Στην περίπτωση αυτή το «αλωμένο» από τους ξένους τραπεζικό σύστημα έδειξε ιδιαίτερη απροθυμία να χρηματοδοτήσει τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, στερώντας τους πολύτιμα κεφάλαια όταν τα χρειαζόνταν περισσότερο, ενώ την ίδια ώρα παρείχε εύκολα κεφάλαια σε πολυεθνικές ή μεγάλες αργεντίνικες εταιρείες. Η έλλειψη χρηματοδότησης συνέβαλε φυσικά στην επιβράδυνση αρχικά και σμίκρυνση στη συνέχεια της οικονομίας της χώρας αυτής με τελική κατάληξη την κατάρρευση.

Η Βολιβία αποτελεί ένα ακόμα παρόμοιο παράδειγμα. Το 2001 η οικονομική ύφεση είχε αρχίσει να εμφανίζεται λόγω της πτώσης των τιμών των εμπορευμάτων και της παγκόσμιας οικονομικής επιβράδυνσης. Στην περίπτωση αυτή μία μεγάλη ξένη τράπεζα που είχε εισβάλει απειλητικά στην βολιβιανή οικονομία, με δεδομένους τους παγκόσμιους κινδύνους που αυξάνονταν, αποφάσισε να σταματήσει να δανείζει. Όπως ήταν αναμενόμενο η απότομη μεταβολή στην παροχή πίστωσης συνέβαλε στην πτώση της οικονομίας σε ακόμη μεγαλύτερη ύφεση.

Στο επόμενο κεφάλαιο θα παρατεθούν στοιχεία και απόψεις σχετικά με κάποιες από τις γνωστότερες και πιο σημαντικές χρηματοπιστωτικές κρίσεις, μερικές εκ των οποίων μάλιστα, είχαν αντίκτυπο και στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό και γενικότερο οικονομικό σύστημα.

---

<sup>54</sup> Stiglitz, *Η Μεγάλη Αυταπάτη*, 136.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ

Αποτέλεσμα της κυριαρχίας του κεφαλαίου και των ραγδαίων εξελίξεων στο Διεθνές Χρηματοοικονομικό Σύστημα, ήταν η δημιουργία αστάθειας στην Παγκόσμια Οικονομία, με την εμφάνιση αρκετών οικονομικών κρίσεων με σημαντικές επιπτώσεις στα κράτη και τις αγορές. Η κυριαρχία αυτή ήρθε ως προϊόν της αύξησης της διεθνούς ρευστότητας, της αύξησης του διεθνούς εμπορίου, της επέκτασης των πολυεθνικών επιχειρήσεων στο πλαίσιο της οικονομικής Γεωγραφίας, καθώς και της απορύθμισης των διεθνών αγορών χρήματος και κεφαλαίου, μετά το 1973. Τα γεγονότα αυτά έχουν οδηγήσει στην δημιουργία αυξημένης αλληλεξάρτησης της παγκόσμιας οικονομίας, κυρίως μέσω της διασύνδεσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, μέσω της χρηματιστικοποίησης (financialization), των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων (financial derivatives), της κινητικότητας των κεφαλαίων, της χρηματοοικονομικής καινοτομίας (financial innovation) και της ανάπτυξης της τεχνολογίας. Αποτέλεσμα αυτής της κυριαρχίας του κεφαλαίου και των ραγδαίων εξελίξεων στο Διεθνές Χρηματοοικονομικό Σύστημα, ήταν η δημιουργία αστάθειας στην Παγκόσμια Οικονομία, με την εμφάνιση αρκετών οικονομικών κρίσεων με σημαντικές επιπτώσεις στα κράτη και τις αγορές.<sup>55</sup>

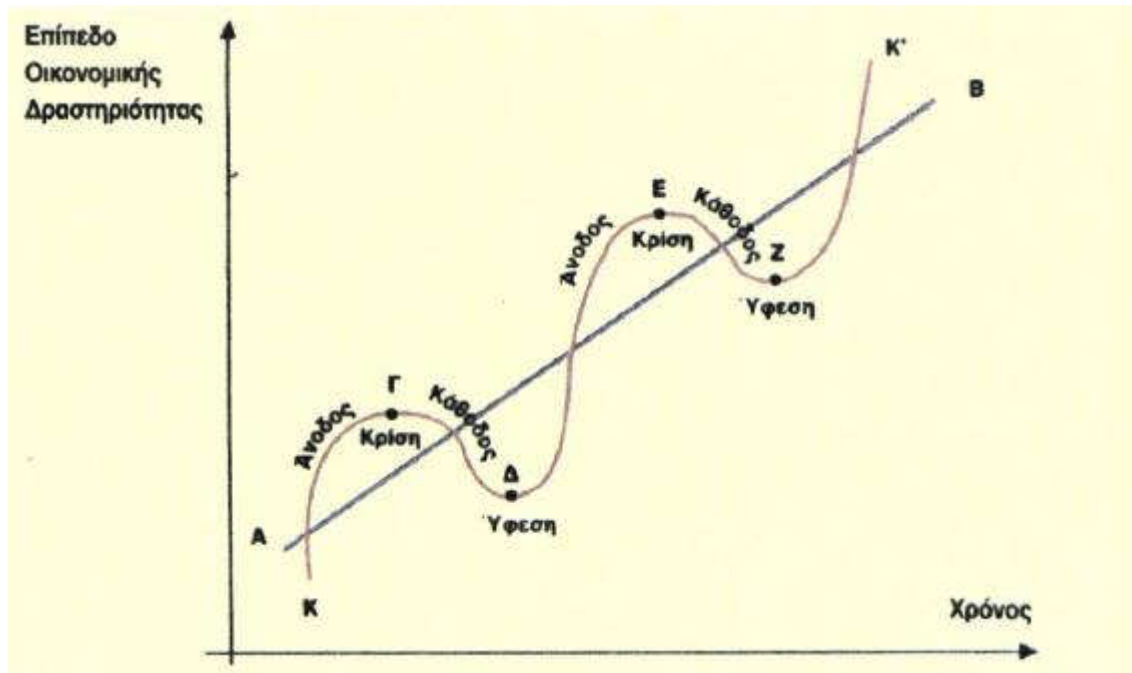
### Χρηματοπιστωτικές Κρίσεις

Με τον όρο οικονομική κρίση, περιγράφεται το φαινόμενο όπου μια οικονομία παρουσιάζει διαρκή και αισθητή μείωση της οικονομικής της δραστηριότητας. Η έννοια της οικονομικής δραστηριότητας, αναφέρεται σε όλα τα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας, όπως η εργασία, το ΑΕΠ, οι τιμές, η αποταμίευση, η κατανάλωση, οι επενδύσεις κλπ. Ο πιο σημαντικός δείκτης οικονομικής δραστηριότητας, είναι οι επενδύσεις, οι οποίες όταν αυξομειώνονται παρασύρουν όλα τα υπόλοιπα οικονομικά μεγέθη. Η οικονομική κρίση αποτελεί την μία από τις δύο φάσεις των οικονομικών διακυμάνσεων στον Οικονομικό

---

<sup>55</sup> Ασημάκης Ταμουρατζής, «Ο Ρόλος του Διεθνούς Χρηματοοικονομικού Συστήματος και οι Επιπτώσεις στην Παγκόσμια Οικονομία», Διπλωματική Εργασία ΠΜΣ, (Αθήνα: Πάντειο Πανεπιστήμιο, 2012).

κύκλο και συγκεκριμένα, την φάση της καθόδου, δηλαδή την περίοδο όπου η οικονομική δραστηριότητα βρίσκεται σε μια συνεχή συρρίκνωση.



Εικόνα 1: Οι Φάσεις του οικονομικού κύκλου

Σύμφωνα με τον J. Stiglitz,<sup>56</sup> οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις εμφανίζονται με δύο κυρίως μορφές. Η πρώτη είναι εμφανής στη Ν. Κορέα, μία χώρα που πριν την εμφάνιση της κρίσης εμφάνιζε εντυπωσιακές επιδώσεις. Μετά τον πόλεμο, η Ν. Κορέα διαμόρφωσε μία αναπτυξιακή πολιτική που αύξησε κατά 8 φορές το κατά κεφαλήν εισόδημα μέσα σε τριάντα χρόνια, μείωσε δραστικά τη φτώχεια, κατόρθωσε να έχει καθολική στοιχειώδη εκπαίδευση και έκανε μεγάλες προόδους στο γεφύρωμα του τεχνολογικού χάσματος. Ενώ λοιπόν στο τέλος του πολέμου η Ν. Κορέα ήταν φτωχότερη από την Ινδία, στις αρχές της δεκαετίας του '90, είχε ήδη γίνει μέλος του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) του ομίλου των προηγμένων βιομηχανικών χωρών. Ενώ όμως στην πρώτη περίοδο της μεταμόρφωσής της, η χώρα είχε υπό αυστηρό έλεγχο της χρηματοπιστωτικές αγορές της, υπό την πίεση των Ηνωμένων Πολιτειών επέτρεψε απρόθυμα στις εταιρείες της να δανειστούν από το εξωτερικό. Με αυτόν τον τρόπο όμως (σύμφωνα πάντα με τον Stiglitz) εκτέθηκαν στις ιδιοτροπίες των διεθνών αγορών. Έτσι όταν στα τέλη του 1997 διαδόθηκαν στη Wall Street

<sup>56</sup> Stiglitz, *Η Μεγάλη Αυταπάτη*, 199-202.

κάποιες φήμες ότι η Κορέα έχει προβλήματα και ότι δεν θα μπορούσε να ανανεώσει τα δάνεια από τις τράπεζες της Δύσης (τα οποία έληγαν) καθώς και ότι δεν είχε αποθεματικά, λειτούργησαν ως αυτοεκπληρούμενες προφητείες. Οι μέχρι τότε προθυμότες στον δανεισμό τράπεζες, φοβούμενες από τις φήμες, σταμάτησαν να παρέχουν πίστωση στις κορεάτικες εταιρίες και δεν ανανέωσαν τα δάνεια τους. Όταν δεν ανανεώθηκαν τα δάνεια, η προφητεία επαληθεύτηκε: η Κορέα απέκτησε όντως πρόβλημα.

Η δεύτερη μορφή κρίσης είναι αυτή που παρουσιάστηκε, σε υποδειγματική μορφή, στην Ταϊλάνδη. Σε αυτή την περίπτωση, την ευθύνη την είχε μία κερδοσκοπική επίθεση (σε συνδυασμό με την ύπαρξη υψηλών βραχυπρόθεσμων χρεών). Οι κερδοσκόποι πιστεύοντας ότι θα γινόταν υποτίμηση του νομίσματος, προσπαθούσαν να απομακρυνθούν από το εθνικό νόμισμα και να επενδύσουν σε δολάρια. Έχοντας υιοθετήσει μία απελευθερωμένη νομισματική πολιτική, στην Ταϊλάνδη ίσχυε η ελεύθερη μετατρεψιμότητα, υπήρχε δηλαδή η δυνατότητα ανταλλαγής του τοπικού νομίσματος με δολάρια ή οποιοδήποτε άλλο νόμισμα, η παραπάνω αλλαγή των νομισμάτων ήταν μία εύκολη υπόθεση. Καθώς όμως οι συναλλασσόμενοι πωλούσαν το εθνικό νόμισμα, η αξία του μειωνόταν, γεγονός που επιβεβαίωνε την προφητεία της υποτίμησης. Ακόμα κι αν η κυβέρνηση της χώρας προσπαθήσει να συγκρατήσει την αξία του εγχώριου νομίσματος πουλώντας δολάρια από τα αποθεματικά της και αγοράζοντας το τοπικό νόμισμα, αυτά κάποια στιγμή τελειώνουν και το νόμισμα κατακυλά. Σε κάθε περίπτωση, οι κερδοσκόποι βγαίνουν κερδισμένοι και μάλιστα σε μεγάλο βαθμό και σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα.

### **Η Κρίση Χρέους τη Δεκαετία του 1980 στην Λατινική Αμερική.**

Την δεκαετία του 1980 υπήρξε μια μεγάλη διεθνής κρίση χρέους, εξαιτίας του ότι οι λιγότερο αναπτυσσόμενες χώρες της Λατινικής Αμερικής και της Αφρικής αθέτησαν την αποπληρωμή του χρέους τους. Για τις χώρες της Λατινικής Αμερικής ήταν μια οικονομική κρίση που σημειώθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1980 (και για ορισμένες χώρες, αρχίζοντας από το 1970) και είναι γνωστή ως η «χαμένη δεκαετία».<sup>57</sup>

---

<sup>57</sup>Theodore H. Cohn, *Διεθνής Πολιτική Οικονομία*, (Αθήνα: Gutenberg, 2009).

Το πετρελαϊκό πλήγμα της δεκαετίας του 1970 και η επιβράδυνση της παραγωγικότητας των βιομηχανικών χωρών, σε συνδυασμό με την κατάργηση του συστήματος των σταθερών ισοτιμιών του Bretton Woods, σήμαναν την αρχή μιας περιόδου φτωχών μακροοικονομικών επιδόσεων για πολλές οικονομίες της Λατινικής Αμερικής. Οι κυβερνήσεις αναγκάστηκαν να αυξήσουν τις δαπάνες τους για να μπορέσουν να ικανοποιήσουν αιτήματα για μεγαλύτερη κοινωνική ισότητα. Η αύξηση της τιμής του πετρελαίου, (εξαιτίας των Πετρελαϊκών κρίσεων), είχε οδηγήσει στην δημιουργία τεράστιων κερδών για τις χώρες του OPEC και την κατάθεση αυτών των χρημάτων στις μεγαλύτερες Αμερικάνικες τράπεζες. Έχοντας επομένως αρκετά διαθέσιμα κεφάλαια, οι τράπεζες προχώρησαν σε επιθετική και αλόγιστη προώθηση δανείων, με στόχο την χρηματοδότηση της εκβιομηχάνισης και την στήριξη των επεκτατικών δημοσιονομικών πολιτικών των χωρών της Λατινικής Αμερικής.

.Πιο αναλυτικά, από την δεκαετία του 1960 και του 1970 πολλές χώρες της Λατινικής Αμερικής, (κυρίως η Βραζιλία, η Αργεντινή και το Μεξικό), δανείστηκαν τεράστια ποσά από διεθνείς πιστωτές για την χρηματοδότηση της εκβιομηχάνισης των χωρών τους. Οι χώρες αυτές είχαν ραγδαία ανάπτυξη των οικονομιών τους εκείνη την χρονική περίοδο, και επομένως οι πιστωτές τους όντας αισιόδοξοι και αποβλέποντας σε μεγάλα κέρδη, συνέχιζαν να τους παρέχουν δάνεια. Στην προσπάθεια ενίσχυσης των εσόδων τους, αύξησαν την έκδοση χρήματος με υψηλούς ρυθμούς. Το αποτέλεσμα αυτής της πολιτικής ήταν η έκρηξη του πληθωρισμού και του εξωτερικού χρέους.<sup>58</sup>

Με την αύξηση των επιτοκίων στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη το 1979, το κόστος του χρήματος αλλά και τόκοι των χρεών επίσης αυξήθηκαν, καθιστώντας δυσκολότερο τον δανεισμό των χωρών για την εξόφληση των χρεών τους. Η επιδείνωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας με το δολάριο, οδήγησε σε κατακόρυφη αύξηση του χρέους των κυβερνήσεων της Λατινικής Αμερικής, με αποτέλεσμα την αδυναμία αποπληρωμής. Επιπροσθέτως, η συρρίκνωση του παγκόσμιου εμπορίου το 1981 προκάλεσε αύξηση των τιμών των πρώτων υλών και οι μεγάλες εξαγωγές των χωρών της Λατινικής Αμερικής άρχισαν να μειώνονται. Ενώ η επικίνδυνη συσσώρευση εξωτερικού χρέους σημειώθηκε επί

---

<sup>58</sup> Paul Krugman, *Η Κρίση του 2008 και η Επιστροφή των Οικονομικών της Ύφεσης*, (Αθήνα: Καστανιώτης, 2009), 82.

σειρά ετών, η κρίση χρέους εκδηλώθηκε σε λίγες μόνο εβδομάδες, όταν οι διεθνείς κεφαλαιαγορές αντιλήφθηκαν ότι οι χώρες αυτές δεν είναι σε θέση να αποπληρώσουν τα δάνειά τους. Με τον εγχώριο πληθωρισμό των χωρών αυτών σε πολύ υψηλότερα επίπεδα από τον πληθωρισμό των ΗΠΑ και με τα νομίσματά τους να έχουν υποστεί μικρότερη υποτίμηση από την διαφορά πληθωρισμού, οι χώρες αυτές αντιμετώπισαν μια μεγάλη πραγματική ανατίμηση και μεγάλα ελλείμματα στα ισοζύγια πληρωμών τους.<sup>59</sup>

Οι κερδοσκοπικές επιθέσεις, με κύριο χαρακτηριστικό την αλόγιστη εισροή ιδιωτικών κεφαλαίων, ανάγκασαν την λήψη έκτακτων μέτρων όπως την μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων. Αρχικά, οι βιομηχανικές χώρες με έντονη παρέμβαση του ΔΝΤ, προσπάθησαν να πείσουν τις μεγάλες τράπεζες να συνεχίσουν την χορήγηση δανείων, με το επιχείρημα πως ένας συντονισμένος δανεισμός ήταν ο καλύτερος τρόπος εξασφάλισης της εξόφλησης των προηγούμενων χρεών. Οι πολιτικοί όμως στις βιομηχανικές χώρες ανησυχούσαν πως τραπεζικοί κολοσσοί, όπως η Citicorp και η Bank of America, οι οποίες είχαν χορηγήσει μεγάλα δάνεια σε χώρες της Λατινικής Αμερικής, θα μπορούσαν να χρεοκοπήσουν στην περίπτωση μιας γενικευμένης παύσης πληρωμών, παρασύροντας μαζί τους όλο το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Μπροστά στον κίνδυνο αυτού του σεναρίου, το 1989 οι ΗΠΑ φοβούμενες την δημιουργία πολιτικής αστάθειας στα νότιά τους, πίεσαν τις Αμερικάνικες τράπεζες να μειώσουν με κάποιο τρόπο το χρέος των αναπτυσσόμενων χωρών. Το 1990 οι τράπεζες συμφώνησαν να μειώσουν το χρέος του Μεξικού κατά 12% και μέσα σε ένα χρόνο ανάλογες συμφωνίες μείωσης του χρέους έγιναν με την Κόστα Ρίκα, την Βενεζουέλα, την Ουρουγουάη. Όταν η Αργεντινή και η Βραζιλία κατέληξαν σε μια προσωρινή συμφωνία με τους πιστωτές τους το 1992, φάνηκε ότι το πρόβλημα του χρέους είχε τελικά επιλυθεί.

### **Η Οικονομική Κρίση στην Φινλανδία τη Δεκαετία του 1990.**

Σημαντικά γεγονότα στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και στις αρχές της δεκαετίας του 1990 όπως, η χρηματιστηριακή «φούσκα» στην Ιαπωνία (1986-1990), η κατάρρευση του Αμερικάνικου χρηματιστηρίου το 1987 και η κρίση της στερλίνας το 1992, είχαν οδηγήσει σε κρίση το διεθνές χρηματοπιστωτικό

<sup>59</sup> Paul Krugman & Maurice Obstfeld, *Διεθνής Οικονομική*, (Αθήνα: Κριτική, 2003).

σύστημα μεταξύ 1991-1993 και σε συνδυασμό με παράγοντες όπως, η έλλειψη θεσμικού πλαισίου, οι μακροοικονομικές αναστατώσεις και τα προβλήματα στον τραπεζικό τομέα, επηρέασαν την κυβέρνηση της Φινλανδίας, η οποία δεν μπόρεσε να συγκρατήσει την οικονομική κρίση, που επεκτάθηκε σε όλο το φάσμα της παραγωγικής οικονομίας.<sup>60</sup>

Βασική αιτία, εκτός από τις διεθνείς μακροοικονομικές ανισοροπίες, αποτέλεσε η απελευθέρωση της Φινλανδικής αγοράς από την δεκαετία του 1980, κάτι που οδήγησε σε αύξηση της πιστωτικής επέκτασης, άνοδο του χρηματιστηρίου και της κτηματαγοράς, εισροή επενδύσεων και κερδοσκοπών, θυμίζοντας ένα «καπιταλιστικό καζίνο» (τον όρο τον χρησιμοποίησε η Susan Strange, στο ομώνυμο βιβλίο της)<sup>61</sup> όπως στις χώρες της Λατινικής Αμερικής. Η διαρκής δανειοδότηση της SKOPBANK σε μακροχρόνιες χρηματιστηριακές επενδύσεις και επιχειρηματικά δάνεια, έφεραν κρίση αξιοπιστίας και τον κίνδυνο της χρεοκοπίας της Φινλανδίας, όταν η εν λόγω τράπεζα κατέρρευσε. Άμεσα, η κρίση επεκτάθηκε στο τραπεζικό σύστημα της Φινλανδίας. Αν και μια σειρά μέτρων, όπως εξαγορές τραπεζών, οικονομική στήριξη και προσωρινές εγγυήσεις από την Φινλανδική κυβέρνηση, συγκράτησαν την κατάσταση, είχε πληγεί η αξιοπιστία του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος και η σταθερότητα των πολιτικών δομών της χώρας.<sup>62</sup>

Η χρηματοπιστωτική κρίση στην Φινλανδία, πέρασε και εκτός συνόρων, πλήττοντας το χρηματοπιστωτικό σύστημα και άλλων Σκανδιναβικών χωρών, όπως η Νορβηγία και η Σουηδία.

### **Η Χρηματοπιστωτική Κρίση της Δεκαετίας του 1990, στην Νοτιοανατολική Ασία.**

Η χρηματοπιστωτική αναταραχή στα τέλη της δεκαετίας του 1990, η οποία ξεκίνησε από τις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας και στην συνέχεια επεκτάθηκε σε ολόκληρο τον πλανήτη, ανέδειξε τα προβλήματα του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος φέρνοντας για άλλη μια φορά οικονομική ύφεση και δυστυχία σε πολλούς ανθρώπους. Ομολογουμένως, τα χρηματοοικονομικά

---

<sup>60</sup> Niels Christian Frederiksen, *Finland: Its Public and Private Economy*, (London: Edward Arnold, 2008).

<sup>61</sup> Susan Strange, *Casino Capitalism*, (Manchester: Manchester University Press, 1997).

<sup>62</sup> Ανδρέας Παπαστάμου, *Διεθνείς Οικονομικές Κρίσεις*, (Αθήνα: Έναστρον, 2011).



προβλήματα αυτής της κρίσης (κερδοσκοπικές επενδύσεις, γρήγορος πλουτισμός, απληστία) παρουσίαζαν αρκετές ομοιότητες με «την μανία της τουλίπας» (1637) στην Ολλανδία και με την «Φούσκα της εταιρείας της νότιας θάλασσας» (1720) στην Αγγλία.<sup>63</sup>

Σύμφωνα με το Robert Gilpin, οι κυριότεροι λόγοι που συνέβαλλαν στην οικονομική κρίση της Ανατολικής Ασίας ήταν:<sup>64</sup>

α) η σημαντική πτώση των εξαγωγών εμπορευμάτων των αναδυόμενων χωρών της Ανατολικής Ασίας το 1996,

β) η σημαντική ανατίμηση της ισοτιμίας του δολαρίου από το 1995, (εξέλιξη που σήμαινε μείωση της ανταγωνιστικότητας των χωρών που είχαν συνδέσει τα νομίσματά τους με το δολάριο, καθώς οι εξαγωγές τους προς τις Ιαπωνικές αγορές έγιναν πιο ακριβές, με αποτέλεσμα το συγκριτικό πλεονέκτημα για επενδύσεις να περάσει στην Κίνα),

γ) η υπερπαραγωγή σε συνδυασμό με την φθίνουσα ζήτηση των προϊόντων τεχνολογίας, (δημιουργήθηκαν σημαντικές μακροπρόθεσμες ανησυχίες, επειδή οι οικονομίες των χωρών αυτών ήταν προσανατολισμένες στις εξαγωγές),

δ) η εισροή μεγάλων κεφαλαίων, δημιούργησε ριψοκίνδυνες επενδύσεις σε ακίνητα, μετοχές κ.α. και σε συνδυασμό με την ανεπαρκή εποπτεία του τραπεζικού συστήματος των χωρών αυτών, δημιούργησε σημαντικά προβλήματα, όπως κερδοσκοπικές επιθέσεις και αύξηση χρέους.

Καθώς οι οικονομίες των χωρών της ΝΑ Ασίας, με την καθοδήγηση του ΔΝΤ<sup>65</sup>, είχαν προχωρήσει σε μία βιαστική απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών τους προκειμένου να αξιοποιήσουν το πλεονέκτημα της εύνοιας των διεθνών δανειστών, είχαν γίνει και περισσότερο ευάλωτες εξαιτίας, κυρίως της δημιουργίας μεγάλων χρεών στο εξωτερικό.

<sup>63</sup> Άγγελος Κότιος και Γεώργιος Παυλίδης, *Διεθνείς οικονομικές Κρίσεις*, (Αθήνα: Rosili, 2012), 48.

<sup>64</sup> Robert Gilpin, *Η Πρόκληση του Παγκόσμιου Καπιταλισμού*, (Αθήνα: Ποιότητα, 2010), 181.

<sup>65</sup> Η ιδέα το ΔΝΤ να προωθήσει ενεργά την απελευθέρωση των κεφαλαιακών ροών δεν πέρασε χωρίς αντιδράσεις. Κατά το ξεκίνημα της Ασιατικής Κρίσης, κατά την οποία συντελέστηκαν απότομες μεταβολές των κεφαλαιακών ροών σε έναν αριθμό χωρών, τόσο οι αξιωματούχοι όσο και οι ακαδημαϊκοί του χώρου, αμφισβήτησαν το κατά πόσο είναι επιθυμητή μία τέτοια απελευθέρωση και αν είναι φρόνιμο να ανατεθεί στο ΔΝΤ η ευθύνη να προωθήσει τη συντεταγμένη απελευθέρωση των κεφαλαιακών ροών.

Χαρακτηριστική περίπτωση αποτελεί αυτή της Ταϊλάνδης, η οποία προκειμένου να τροφοδοτήσει την ανάπτυξη στο εσωτερικό, δανειζόταν υπέρογκα ποσά σε δολάρια, μετατρέποντάς τα σε Μπατ (εθνικό νόμισμα της Ταϊλάνδης), κάτι που αύξησε υπερβολικά το εξωτερικό της χρέος. Προκειμένου να μην αντιμετωπίσει τον ορατό κίνδυνο της έλλειψης ρευστότητας, εξάντλησε τα αποθέματα της σε δολάρια, γεγονός που σε συνδυασμό με την μείωση των εξαγωγών σε ΗΠΑ, Γερμανία, Ιαπωνία, είχε σαν αποτέλεσμα να δημιουργηθεί ανεξέλεγκτος πανικός και η χρηματοπιστωτική κρίση να επεκταθεί και σε άλλες οικονομίες της ΝΑ Ασίας, όπως η Μαλαισία και η Ινδονησία, και αργότερα το Χονγκ Κόνγκ και η Νότια Κορέα.

Τον Ιούλιο του 1997 η αποσύνδεση του Μπατ από το Αμερικάνικο δολάριο, η μετάβαση σε κυμαινόμενες ισοτιμίες και η κατάρρευση της ισοτιμίας του νομίσματος, έδωσαν το έναυσμα για μια σειρά χρηματοοικονομικών σοκ. Κατακόρυφες πτώσεις των τιμών των μετοχών, κρίσεις ρευστότητας, χρεοκοπία επιχειρήσεων, αύξηση ανεργίας και προσφυγή στο ΔΝΤ, ήταν τα κύρια χαρακτηριστικά της κρίσης της ΝΑ Ασίας.

Η εν λόγω κρίση (1997-1999) δεν περιορίστηκε μόνο στις αγορές συναλλάγματος αλλά δημιούργησε μια σειρά εξελίξεων, όπως πανικό των καταθετών και μαζικές αναλήψεις, προβλήματα στο τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ, επιπτώσεις σε τρίτες χώρες (Ιαπωνία, Κίνα, ΗΠΑ λόγω της μείωσης των εξαγωγών ορισμένων χωρών οι οποίες είχαν εμπορικές σχέσεις με την περιοχή). Καθώς οι αρχικές παρεμβάσεις στήριξης των σταθερών ισοτιμιών είχαν αποτύχει, προκαλώντας απώλειες στα συναλλαγματικά αποθέματα, ήταν αναπόφευκτη η μετάβαση στις κυμαινόμενες ισοτιμίες έναντι του δολαρίου.

Συγκρίνοντας την κρίση χρέους της δεκαετίας του 1980 στην Λατινική Αμερική και την χρηματοπιστωτική κρίση στα τέλη του 1990 στην Νοτιοανατολική Ασία, παρατηρούμε ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά. Ο υπερβολικός δανεισμός τόσο των χωρών της Λατινική Αμερικής, όσο και των χωρών της ΝΑ Ασίας προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την εκβιομηχάνιση, με την ανατίμηση του Αμερικάνικου δολαρίου, εξαιτίας της σύνδεσης της ισοτιμίας των νομισμάτων τους με το δολάριο, οδήγησε στην εκτίναξη του εξωτερικού χρέους στα ύψη. Επιπλέον, τα χρόνια ελλείμματα του ισοζυγίου πληρωμών και τα υψηλά χρέη του ιδιωτικού τομέα (αύξηση επενδύσεων, υπερχρέωση επιχειρήσεων) αποτέλεσαν

σοβαρές αιτίες επέκτασης της κρίσης. Δυστυχώς, ακόμα μια φορά η επενδυτική ευφορία οδήγησε σε υπερεπενδύσεις με την ανάληψη υπερβολικών κινδύνων, κερδοσκοπικές τάσεις και απληστία, με αποτέλεσμα αυτές οι επενδυτικές ευκαιρίες να προκαλέσουν αρνητικές συνέπειες.<sup>66</sup>

### **Ρωσία –Βραζιλία –Αργεντινή, 1998-2001.**

Τα προβλήματα της κρίσης στην Ασία, προκάλεσαν μαζική φυγή κεφαλαίων και την απομάκρυνση των επενδυτών από τις αναδυόμενες αγορές, δημιουργώντας ισχυρές πιέσεις στις οικονομίες απομακρυσμένων αναπτυσσόμενων χωρών, όπως η Ρωσία, η Βραζιλία και η Αργεντινή.

Ρωσία. Το 1989, όταν έληξε ο Ψυχρός Πόλεμος και διαλύθηκε η τότε Σοβιετική Ένωση, οι πρώην κομμουνιστικές χώρες ξεκίνησαν την μετάβαση προς το καθεστώς της ελεύθερης αγοράς. Αναμφισβήτητα, αυτή η μετάβαση υπήρξε τραυματική, με ανεργία, υψηλό πληθωρισμό καθώς και σοβαρή έλλειψη νομικού πλαισίου οικονομικών σχέσεων και κατάρρευση του δημοσιονομικού μηχανισμού. Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1990 η αδύναμη κυβέρνηση της Ρωσίας μη επιτυγχάνοντας την επιβολή του νόμου και επαρκή συλλογή φόρων, είχε ως αποτέλεσμα η χώρα να κατακλυσθεί από την διαφθορά και το οργανωμένο έγκλημα. Το 1997 σε μια ύστατη προσπάθεια της Ρωσικής κυβέρνησης, επιτεύχθηκε η σταθεροποίηση του ρουβλίου (επίσημο νόμισμα της Ρωσίας) καταφέροντας μείωση του πληθωρισμού με την βοήθεια πιστώσεων του ΔΝΤ (περίπου 22 δις δολάρια). Καταλυτική σημασία διαδραμάτισε η κρίση στην Νοτιο-ανατολική Ασία, η οποία οδήγησε στην μείωση του 80% των Ρωσικών εξαγωγών πετρελαίου, φυσικού αερίου και μετάλλων. Όπως ήταν αναμενόμενο, ο αυξημένος δανεισμός, σε συνάρτηση με την αδυναμία συλλογής φόρων και την ανεπάρκεια της Ρωσικής κυβέρνησης, οδήγησε σε αναπόφευκτη αύξηση του δημοσίου χρέους. Επιπροσθέτως, η πολιτική κρίση που είχε ξεκινήσει στην Ρωσία με την απομάκρυνση του Πρωθυπουργού Victor Chernomyrdin και την αντικατάστασή του από τον Sergei Kiriyenko, είχε ανησυχήσει τις αγορές. Οι επενδυτές άρχισαν να ανησυχούν για επικείμενη υποτίμηση του Ρουβλίου, τα επιτόκια των κυβερνητικών δανείων αυξήθηκαν και το δημοσιονομικό έλλειμμα αυξήθηκε, με ταυτόχρονη κατάρρευση του Ρωσικού χρηματιστηρίου και της

<sup>66</sup> Ταμουρατζής, «Ο Ρόλος του Διεθνούς Χρηματοπιστωτικού Συστήματος», 71.

αγοράς συναλλάγματος. Η Ρωσία εγκατέλειψε το πρόγραμμα σταθεροποίησης του ΔΝΤ, υποτίμησε το νόμισμά της και σταμάτησε την εξόφληση των χρεών, παγώνοντας τις διεθνείς πληρωμές της. Αυτές οι αποφάσεις της Ρωσικής κυβέρνησης προκάλεσαν πολιτικό και οικονομικό χάος στην χώρα αλλά και πανικό στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, καθώς ξεκίνησε μια μαζική πώληση τίτλων όλων των αναδυόμενων αγορών. Ο επίλογος αυτής της κατάστασης ήταν η αντίδραση της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ, η οποία μείωσε τα επιτόκιά της με σκοπό την αποτροπή διεθνής χρηματοπιστωτικής κατάρρευσης.<sup>67</sup>

Βραζιλία. Η Βραζιλία αποτελούσε μια οικονομία η οποία είχε υψηλό δημόσιο χρέος. Η πώληση τίτλων στις αναδυόμενες αγορές, ως επακόλουθο της κρίσης στην Ρωσία και η κερδοσκοπία κατά του ρεάλ (επίσημο νόμισμα της Βραζιλίας), είχε οδηγήσει σε άνοδο των εγχώριων επιτοκίων και διόγκωση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Καθώς τα συναλλαγματικά της αποθέματα είχαν αρχίσει να μειώνονται προκαλώντας την ανησυχία του ΔΝΤ, η Βραζιλία μπήκε σε ένα πρόγραμμα σταθεροποίησης το οποίο είχε στόχο των κατευνασμό των ανησυχιών των επενδυτών και την αποκατάσταση της δημοσιονομικής τάξης. Για άλλη μια φορά όμως και αυτό το σχέδιο του ΔΝΤ απέτυχε και τον Ιανουάριο του 1999 η Βραζιλία υποτίμησε το νόμισμά της οδηγώντας την χώρα στην ύφεση.

Αργεντινή. Μια πολιτική αντιμετώπισης των οικονομικών κρίσεων είναι η υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος, μία πολιτική που ακολούθησε όπως είδαμε η Βραζιλία αλλά είχε ακολουθήσει και το Μεξικό σε μία ανάλογη περίπτωση. Η κίνηση αυτή της Βραζιλίας είχε σαν επακόλουθο τα προϊόντα της Αργεντινής να χάσουν σε μεγάλο βαθμό την ανταγωνιστικότητά τους στις διεθνείς αγορές. Επιπλέον, η Αργεντινή είχε εξασφαλίσει μόνιμη σύνδεση του Αργεντινικού πέσο με το Αμερικάνικο δολάριο (δολαριοποίηση). Αυτή η πολιτική δημιουργούσε διακυμάνσεις στην συναλλαγματική ισοτιμία, διότι όταν υπήρχε άνοδος του δολαρίου σε σχέση με το ευρώ, τα προϊόντα της Αργεντινής έχαναν την ανταγωνιστικότητά τους στην Ευρώπη. Η πρόσδεση ενός νομίσματος σε κάποιο ισχυρότερο απαιτεί την εφαρμογή ορισμένων κανόνων, όπως απελευθέρωση των κεφαλαιακών συναλλαγών, πλήρη και καθολική μετατρεψιμότητα, απαγόρευση παρεμβάσεων στην αγορά συναλλάγματος, μη παρέμβαση στα υποχρεωτικά διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών και μη παρέμβαση στο

<sup>67</sup> Krugman και Obstfeld, Διεθνής Οικονομική, 556.

προεξοφλητικό επιτόκιο, κάτι που η κυβέρνηση της Αργεντινής είχε παραβιάσει συστηματικά.<sup>68</sup>

Με την υποτίμηση των νομισμάτων του Μεξικό και της Βραζιλίας η εμπορική θέση της Αργεντινής ερχόταν σε δραματική κατάσταση. Κατά συνέπεια, όταν το δολάριο στα τέλη της δεκαετίας του 1990 ανατιμήθηκε υπερβολικά σε σχέση με το ευρώ, ήταν η αρχή του τέλους για την Αργεντινή. Η οικονομία της βυθίστηκε στην ύφεση με ραγδαία αύξηση του εξωτερικού χρέους και μείωση της ανταγωνιστικότητας στις διεθνείς αγορές. Η οικονομική κατάσταση της χώρας πέρασε σε δύο φάσεις: ύφεση της οικονομίας το 1998-1999 και κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος το 2001-2002. Η τρομοκρατική επίθεση στην Νέα Υόρκη στις 11 Σεπτεμβρίου του 2001, προκάλεσε αναστάτωση στις διεθνείς αγορές, με αποτέλεσμα η ήδη ασταθής οικονομία της Αργεντινής να πληγεί ακόμα περισσότερο. Τον Νοέμβριο του 2001 ήρθε το τελικό χτύπημα για την Αργεντινή όταν το ΔΝΤ αρνήθηκε να εκταμιεύσει προγραμματισμένη δόση δανείου.

Ακολούθησε κρίση εμπιστοσύνης, επενδυτικός πανικός, μαζική φυγή κεφαλαίων στο εξωτερικό, αδυναμία πληρωμών, ταραχές στους δρόμους. Ως αποτέλεσμα, η Αργεντινή το 2002 εγκατέλειψε την σύνδεση της ισοτιμίας του Αργεντινικού πέσο με το δολάριο, βυθίζοντας την χώρα σε βαθιά ύφεση, από την οποία βγήκε μετά από μία δεκαετία.

### **Παγκόσμια Οικονομική κρίση 2007-2008.**

Το 2008 και το 2009 ο κόσμος έζησε για άλλη μια φορά μια χρηματοοικονομική κρίση. Σε αντίθεση με τις κρίσεις του 1980 και του 1990 στις αναπτυσσόμενες χώρες, αυτή την φορά η κρίση ξεκίνησε από την Αμερική. Μετά την τεχνολογική φούσκα στις εταιρείες Dot.Com το 2001, η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (Federal Reserve Bank) κρατούσε χαμηλά τα επιτόκια για να βοηθήσει την ανάπτυξη. Από την κατάσταση αυτή ευνοήθηκε ιδιαίτερα η αγορά ακινήτων. Σε αυτή την περίπτωση, η οικονομική κρίση σε ξεκίνησε από τα Αμερικάνικα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ως αποτέλεσμα της μεγάλης διόγκωσης των επισφαλειών στην αγορά στεγαστικών δανείων (subprime loans) προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ.<sup>69</sup>

<sup>68</sup> Παπαστάμου, Διεθνείς Οικονομικές Κρίσεις, 263.

<sup>69</sup> Ταμουρατζής, «Ο Ρόλος του Διεθνούς Χρηματοπιστωτικού Συστήματος», 86.

Με την ευρεία έννοια, η κρίση προήλθε από την επέκταση των δανείων για αγορά ακινήτων σε άτομα που δεν μπορούσαν να εξυπηρετήσουν το χρέος τους, καθώς και από το ότι ο κίνδυνος αυτών των δανείων είχε διαχυθεί βαθιά μέσα στο οικονομικό σύστημα των ΗΠΑ.<sup>70</sup> Κύριο χαρακτηριστικό αποτελούσε επίσης, η αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, για τη χρηματοδότηση του οποίου απαιτούνταν μεγάλος εξωτερικό δανεισμός (κυρίως από Ασιατικές χώρες και ιδιαίτερα την Κίνα και την Ιαπωνία, οι οποίες είχαν πλεόνασμα διαθέσιμων κεφαλαίων). Τα τεράστια ποσά που αντλήθηκαν, χρησιμοποιήθηκαν με την μορφή δανείων για την χρηματοδότηση της καταναλωτικής και της στεγαστικής πίστης. Τα τραπεζικά ιδρύματα των ΗΠΑ χρησιμοποίησαν επιθετικές πολιτικές και πρακτικές υψηλού κινδύνου στον τομέα των στεγαστικών δανείων και δημιούργησαν τις κατάλληλες συνθήκες για το ξέσπασμα της τραπεζικής κρίσης.<sup>71</sup> Καθοριστικός παράγοντας ήταν η τιτλοποίηση των δανείων (securitization)<sup>72</sup>, η οποία διέρρηξε τον παραδοσιακό δεσμό δανειστή - δανειζόμενου με αποτέλεσμα ο κίνδυνος να περάσει σε άλλους επενδυτές του οικονομικού συστήματος (επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, hedge funds). Το σκάσιμο της «φούσκας των ακινήτων», με τη μεγάλη πτώση των τιμών στην αγορά ακινήτων, δημιούργησε ένα πολύ μεγάλο αριθμό μη εξυπηρετούμενων δανείων και μεγάλος αριθμός των τραπεζικών ιδρυμάτων που ήταν εκτεθειμένα, αντιμετώπισαν την χρεοκοπία.

Η κυβέρνηση των ΗΠΑ θέλοντας να δώσει μια πρώτη λύση, διοχέτευσε 250 δις δολάρια αγοράζοντας μετοχές των μεγαλύτερων Αμερικάνικων τραπεζών (Citigroup, JPMorgan, Morgan Stanley, Bank of America, Well Fargo). Παρόλα αυτά, η οικονομική κρίση επηρέασε και την πραγματική οικονομία βυθίζοντας τις ΗΠΑ σε βαθιά ύφεση. Η έλλειψη ρευστότητας έγινε εμφανής στους χρηματιστηριακούς δείκτες των αναπτυσσόμενων χωρών, ενώ πολλά χρηματιστήρια παρέμειναν κλειστά λόγω των μεγάλων απωλειών από τις πωλήσεις των επενδυτών. Σημαντικοί κλάδοι της οικονομίας επλήγησαν, όπως ο τραπεζικός, ο ασφαλιστικός, ο κτηματομεσιτικός, οι αυτοκινητοβιομηχανίες, το εμπόριο κ.α. με

---

<sup>70</sup> Μελάς, *Οι Σύγχρονες Κρίσεις*, 274.

<sup>71</sup> Christopher Whalen, "The Subprime Crisis – Cause, Effect and Consequences", Policy Brief 2008-PB04., Indiana State University, March 2008.

<sup>72</sup> Προκειμένου την άντληση ρευστότητας, οι Αμερικάνικες Τράπεζες δημιούργησαν παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα από τις ενυπόθηκες απαιτήσεις των στεγαστικών δανείων, τα οποία πωλούσαν σε επενδυτές.

άμεσα αποτελέσματα στα οικονομικά μεγέθη πολλών άλλων χωρών, όπως αύξηση της ανεργίας, νέες πληθωριστικές πιέσεις κτλ.

Η κατάρρευση της Lehman Brothers, η πτώση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης, η μη επίτευξη προόδου στους «στόχους της χιλιετίας», η πτώση του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών, η μείωση των επενδύσεων, οι μακροοικονομικές ανισορροπίες, η πρόκληση ύφεσης στην πραγματική οικονομία, αποτέλεσαν ένα ντόμινο εξελίξεων της χειρότερης ύφεσης σε ολόκληρο τον κόσμο μετά το 1973.<sup>73</sup> Η οικονομική κρίση στις ΗΠΑ εξαπλώθηκε γρήγορα και σε άλλες χώρες, εξαιτίας της αλληλεπίδρασης και αλληλεξάρτησης των πιστωτικών ιδρυμάτων, το εξωτερικό άνοιγμα των οικονομιών, της διεθνούς κίνησης των παραγωγικών συντελεστών και γενικότερα της συστημικής σύγκλισης των κρατών, η οποία δεν συνοδεύτηκε από ένα θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο παγκόσμιας οικονομικής διακυβέρνησης.<sup>74</sup> Οι χώρες που επηρεάστηκαν περισσότερο ήταν οι Αγγλοσαξονικές, όπως η Μ. Βρετανία, εξαιτίας της αναπτυσσόμενης διεθνούς οικονομικής βιομηχανίας και μικρές χώρες με ανεπτυγμένο χρηματοοικονομικό τομέα όπως η Ιρλανδία και η Ισλανδία, η οποία τελικά οδηγήθηκε στην χρεοκοπία. Επίσης, στις χώρες της Λατινικής Αμερικής και της Υποσαχάριας Αφρικής παρατηρήθηκε πτώση των εξαγωγών και μείωση των εισροών κεφαλαίου.

Σύμφωνα με πολλούς οικονομικούς αναλυτές, η κατάσταση της οικονομικής ύφεσης του 2007-2008, προσομοιάζει με την παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929, με τους ρυθμούς ανάπτυξης να υποχωρούν και τα δημοσιονομικά των χωρών να πλησιάζουν πολύ στο ενδεχόμενο της εκτροπής. Οι κυριότερες αιτίες οι οποίες προκάλεσαν την εμφάνιση και ανάπτυξη της εν λόγω οικονομικής κρίσης, ήταν η υπερβολική χρήση δανειακών κεφαλαίων για επίτευξη πολλαπλασίων κερδών (leverage - μόχλευση), η πλημμελής διαβάθμιση πιστοληπτικού κινδύνου (bond ratings), οι αμοιβές στελεχών στον χρηματοπιστωτικό τομέα (bonus), τα κίνητρα για αλόγιστη χορήγηση στεγαστικών δανείων ανεξάρτητα από τον πιστοληπτικό κίνδυνο των δανειοληπτών και τα στεγαστικά δάνεια για αγορά κατοικίας χωρίς συμμετοχή δανειολήπτη. Η χρηματοοικονομική κρίση διαχύθηκε στην πραγματική οικονομία, καθώς οι ΗΠΑ

<sup>73</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, *Παγκόσμια Οικονομική Διακυβέρνηση*, (Αθήνα: Λιβάνης, 2002), 236.

<sup>74</sup> Κότιος και Παυλίδης, *Διεθνείς οικονομικές Κρίσεις*, 183.

βυθίζονταν σε ύφεση. Ένα σημαντικό αποτέλεσμα της κρίσης ήταν η αυξημένη προσοχή στο ΔΝΤ. Όπως και στην περίπτωση της κρίσης χρέους του 1980, οι παγκόσμιοι ηγέτες στράφηκαν στο ταμείο ως το βασικό μέσο για την εξεύρεση λύσης. Αποτέλεσμα η εμφάνιση ενός καινούριου ρόλου, ο οποίος συνδεόταν με την μεταρρύθμιση του θεσμού, του ρόλου του ύστατου δανειστή σε περιόδους οικονομικών κρίσεων, ο οποίος όμως δέχεται συχνά δριμείς επικρίσεις λόγω του ηθικού κινδύνου (moral hazard) που δημιουργείται.<sup>75</sup>

Αν και η Αμερικανική κρίση είχε διεθνείς επιπτώσεις οι οποίες εξαπλώθηκαν ραγδαία, δεν υπήρχε μία ενιαία διεθνής πολιτική για την αντιμετώπισή της. Η μεγάλη οικονομική κρίση κατέδειξε πως το Διεθνές Χρηματοοικονομικό Σύστημα χρειάζεται μεταρρύθμιση, προκειμένου να ανταποκριθεί στις προκλήσεις του 21<sup>ου</sup> αιώνα. Χρειάζεται η δημιουργία μιας νέας οικονομικής αρχιτεκτονικής όπου οι βασικοί στόχοι θα εστιάζονται στην ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας, στην περισσότερο αποτελεσματική εποπτεία, στην προώθηση της χρηστής λειτουργίας των αγορών και την προστασία των συμφερόντων επενδυτών-καταναλωτών, στην διεύρυνση της διεθνούς συνεργασίας και την μεταρρύθμιση του ΔΝΤ και της Παγκόσμιας Τράπεζας.<sup>76</sup>

Σε μια προσπάθεια να δημιουργηθεί ένα πιο ανθεκτικό χρηματοπιστωτικό σύστημα στις ΗΠΑ, ικανό να μπορεί να ανταπεξέλθει σε τυχόν μελλοντικές κρίσεις, η Federal Reserve Bank πρότεινε νέους κανονισμούς οι οποίοι έχουν στόχο να περιορίσουν την ανάληψη χρηματοοικονομικού κινδύνου από τις μεγαλύτερες Αμερικάνικες τράπεζες. Σκοπός ήταν ο περιορισμός των αλληλεπιδράσεων των μεγάλων Αμερικάνικων τραπεζών μεταξύ τους, κάτι που οδήγησε το 2008 στην αποσταθεροποίηση ολόκληρης της οικονομίας, ειδικά με την κατάρρευση της Lehman Brothers. Οι νέες προτάσεις περιελάμβαναν νέους κανονισμούς για την κεφαλαιακή επάρκεια και την ρευστότητα, «τεστ αντοχής» των τραπεζών, εφαρμογή των κανόνων της Βασιλείας III και αυστηρότερη εποπτεία.

---

<sup>75</sup> Stiglitz, *Η Μεγάλη Αυταπάτη*.

<sup>76</sup> Giplin, *Η Πρόκληση του Παγκόσμιου Καπιταλισμού*, 392-400.



## Η Κρίση Χρέους στην Ευρωζώνη.

Η παγκόσμια οικονομική κρίση που ξεκίνησε το 2007-2008 από την Αμερική, εξαιτίας της διασύνδεσης των χρηματοπιστωτικών αγορών δεν μπορούσε να μην επηρεάσει και τις χώρες της Ευρωζώνης. Όπως και στις ΗΠΑ, αρχικά η κρίση έπληξε το τραπεζικό σύστημα και στη συνέχεια επεκτάθηκε στις Ευρωπαϊκές χώρες που είχαν μεγαλύτερη αλληλεξάρτηση με τις ΗΠΑ, όπως Μ. Βρετανία (η οποία δεν ανήκει στην ευρωζώνη αλλά είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και διαθέτει μία πολύ ισχυρή οικονομία), Ιρλανδία και Γερμανία. Οι χρηματιστηριακές «φούσκες» και τα τοξικά χρεόγραφα δεν αποτελούσαν μόνο «προνόμιο» των Αμερικανικών επενδυτικών τραπεζών. Το Ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα αποδείχθηκε ευάλωτο, με αποτέλεσμα την απαίτηση χορήγησης τεράστιων χρηματικών ποσών στις τράπεζες για την ανάπτυξη της ρευστότητας, καθώς και την κρατικοποίηση τραπεζών προκειμένου να αποφύγουν την κατάρρευση.

Στη συνέχεια, όταν στην εξέλιξη της κρίσης επήλθε μείωση του διεθνούς εμπορίου και των επενδύσεων και περιορισμός της πολιτικής χορήγησης δανείων από τις τράπεζες (λόγω αύξησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων), η κρίση πέρασε στις πραγματικές οικονομίες των χωρών της Ευρωζώνης.<sup>77</sup> Η εξέλιξη αυτή προκάλεσε αύξηση των δημοσίων δαπανών, στο πλαίσιο της δημοσιονομικής επέκτασης, όμως οι ανεπαρκείς πολιτικές αποφάσεις των ηγετών πολλών κρατών-μελών οδήγησαν σε κλονισμό της δημοσιονομικής σταθερότητας, με αποτέλεσμα να ξεσπάσουν κρίσεις δημοσίου χρέους (Ελλάδα, Πορτογαλία, Ιταλία) και τραπεζικές κρίσεις (Ιρλανδία, Ισπανία, Κύπρος). Με αφορμή την κρίση στην Ευρωζώνη, στις περισσότερες χώρες αυξήθηκε σημαντικά το δημόσιο χρέος. Στην Ελλάδα, στην Πορτογαλία και την Ιρλανδία υπήρξε εκτόξευση των επιτοκίων δανεισμού, με συνέπεια την έξοδο από τις διεθνείς αγορές και την προσφυγή στον μηχανισμό στήριξης ΕΕ –ΔΝΤ.

Τα οξύτατα προβλήματα αυτών των χωρών έφεραν στην επιφάνεια προβλήματα θεσμών, κανόνων και διαδικασιών που αντιμετωπίζει η Ευρωζώνη, τις διαχειριστικές και πολιτικές αδυναμίες της κοινής νομισματικής ένωσης και την τρωτότητα απέναντι στους κερδοσκόπους. Αποκαλύφθηκε η δύναμη που

---

<sup>77</sup> Κότιος και Παυλίδης, *Διεθνείς Οικονομικές Κρίσεις*, 156.

κατέχουν οι αγορές και η απουσία της έσχατης λύσης σε περιόδους οικονομικών αναταράξεων. Ωστόσο, αξιοσημείωτο παραμένει το γεγονός πως οι Ευρωπαίοι ηγέτες χαρακτηρίζονταν από ατολμία και αμηχανία στην αντιμετώπιση της κρίσης, την στιγμή που οι οίκοι αξιολόγησης υποβάθμιζαν την πιστοληπτική ικανότητα ολόενα και περισσότερων χωρών της Ευρωζώνης.

Οι εξελίξεις των τελευταίων ετών δείχνουν πως το σύστημα της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης δεν διαθέτει τους κατάλληλους μηχανισμούς διαχείρισης κρίσεων, ενώ παράλληλα, δεν αναπτύχθηκε μια οικονομική ένωση, δηλαδή μια σύγκλιση οικονομικών πολιτικών, όπως της δημοσιονομικής, της εισοδηματικής, της κοινωνικής και της αναπτυξιακής.

Η ΕΕ αναζητώντας τρόπους δράσης για την αντιμετώπιση της κρίσης, έχει προχωρήσει σε προτάσεις θεσμικών μεταρρυθμίσεων, όπως η δημιουργία Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου, (αγοράζοντας ομόλογα των μελών της ευρωζώνης και παρεμβαίνοντας όταν κρίνεται αναγκαίο), συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στην επίλυση της κρίσης (Private Sector Involvement, PSI), αναδιάρθρωση χρέους με κούρεμα (haircut), αναδιάρθρωση χρέους με μείωση επιτοκίου ή επέκταση της διάρκειας αποπληρωμής, έκδοση ευρωομολόγου, (δηλαδή κοινή έκδοση ομολόγου από τις χώρες της ευρωζώνης και όχι από κάθε κράτος-μέλος χωριστά κ.α).<sup>78</sup>

Ωστόσο, η αποτελεσματική αντιμετώπιση της παρούσας μέχρι σήμερα κρίσης στην ευρωζώνη, θα επιτευχθεί μόνο μέσω της δράσης των κρατών-μελών για την διόρθωση των οικονομικών στρεβλώσεων, όσο και από την συλλογική δράση της ευρωζώνης. Προκειμένου να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, πρέπει να υπάρχει δημοσιονομική πειθαρχία, οικονομική συνεργασία και ενιαία οικονομική διακυβέρνηση, σύμφωνα με τις αποφάσεις της 9<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 2011.

Είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως η κρίση εντός της Ευρωζώνης έφερε στο προσκήνιο την υπόθεση των δίδυμων μακροοικονομικών ελλειμμάτων, δηλαδή τον συσχετισμό μεταξύ του δημοσιονομικού ελλείμματος και του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Αυτό σημαίνει πως το

---

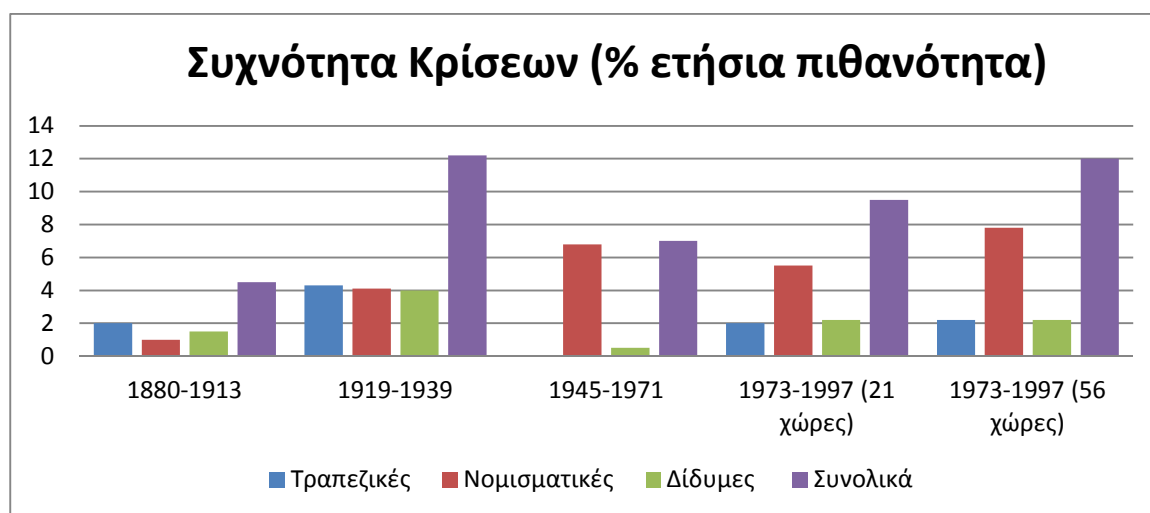
<sup>78</sup> Jakob De Haan, Sander Oosterloo and Dirk Schoenmaker,, *European Financial Markets and Institutions*, (Cambridge: Cambridge University Press, 2009)

ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ισούται με το άθροισμα της καθαρής αποταμίευσης συν το δημοσιονομικό έλλειμμα/πλεόνασμα. Η ταυτόχρονη ύπαρξη ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και δημοσιονομικού ελλείμματος αποτελεί τα δίδυμα ελλείμματα. Η θέση από την παραπάνω ανάλυση είναι πως είναι δυνατό τα μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα ή η έλλειψη αποταμίευσης να προκαλούν αντίστοιχα ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και αντίστροφα.<sup>79</sup>

### Διαφορετικές Προσεγγίσεις των Κρίσεων

Παρόλα αυτά υπάρχουν και αντίθετες απόψεις που υποστηρίζουν ότι αυτού του είδους οι κρίσεις είναι εγγενής στο επικρατούν καπιταλιστικό σύστημα και δεν αποτελούν προϊόν της χρηματοπιστωτική απελευθέρωσης και απορύθμισης.

Στην Εικόνα 2 (αποτελεί προσαρμογή από το αντίστοιχο αρχικό) παρουσιάζεται η συχνότητα των κρίσεων, ως ετήσια πιθανότητα για τέσσερις περιόδους που μελέτησαν οι Bordo et al.<sup>80</sup> Το δείγμα περιλάμβανε ένα σύνολο 21 χωρών, ανεπτυγμένων και αναπτυσσόμενων, ενώ για την πιο πρόσφατη περίοδο μελετήθηκε και ένα δείγμα 56 χωρών.



Εικόνα 2: Συχνότητα Κρίσεων

<sup>79</sup> Ταμουρατζής, «Ο Ρόλος του Διεθνούς Χρηματοπιστωτικού Συστήματος», 96.

<sup>80</sup> Bordo et al. "Is the Crisis Problem Growing More Severe?", Economic Policy, 2001.

Σύμφωνα με τους εν λόγω μελετητές, εκείνο που διακρίνει κανείς είναι η παρουσία σχεδόν αποκλειστικά νομισματικών κρίσεων στην περίοδο του Bretton Woods. Οι αυστηροί κανόνες στην κίνηση των κεφαλαίων σχεδόν εξάλειψαν τις τραπεζικές. Η μία κρίση που παρατηρήθηκε αφορούσε τη Βραζιλία, το 1963 και συνδυαζόταν με μία αντίστοιχη νομισματική που παρουσιάστηκε το 1962. Χαρακτηριστικό είναι επίσης το γεγονός ότι την περίοδο 1880-1913, κατά την οποία υπάρχει ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίου και απελευθέρωση των αγορών, η συχνότητα όλων των κρίσεων είναι μικρότερη από την αντίστοιχη της πρόσφατης περιόδου. Σύμφωνα με τους Δ. Σπαρτιώτη και Γ. Στουρνάρα αυτό αποτελεί ένδειξη ότι η σημερινή συχνότητα των κρίσεων δεν μπορεί να εξηγηθεί μόνο από τη χρηματοπιστωτική απελευθέρωση και ολοκλήρωση και την άρση των περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων που ισχύει στις μέρες μας.<sup>81</sup>

Επιπλέον οι Bordo et al βρήκαν διαφοροποιήσεις στη συχνότητα των κρίσεων μεταξύ αναπτυσσόμενων και ανεπτυγμένων κρατών. Η συχνότητα των τραπεζικών κρίσεων είναι σχεδόν η ίδια για όλες τις εποχές και για τα δύο δείγματα κρατών, αλλά η συχνότητα των υπολοίπων κρίσεων αλλάζει, με τις μεγαλύτερες διαφοροποιήσεις να παρατηρούνται μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι την πρόσφατη περίοδο, η συνολική συχνότητα εμφάνισης κρίσεων σε αναπτυσσόμενες οικονομίες ξεπερνά το 25% και είναι υπερδιπλάσια της αντίστοιχης για τις ανεπτυγμένες αγορές, ενώ η συχνότητα εμφάνισης δίδυμης κρίσης είναι υπερτριπλάσια.<sup>82</sup>

Μία επίσης θετική για την χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση (πιο εξειδικευμένη σε θέματα απελευθέρωσης των κεφαλαιακών ροών) έκθεση του ΔΝΤ, υποστηρίζει ότι η κινητικότητα του κεφαλαίου έχει σημαντικά οφέλη. Ειδικότερα, δημιουργεί μία σειρά από ευκαιρίες για διασπορά του χαρτοφυλακίου, διαμοιρασμό του ρίσκου διαχρονικού εμπορίου (δηλαδή εμπορίου ανθεκτικού στο χρόνο). Έχοντας απαιτήσεις έναντι ξένων χωρών, με άλλα λόγια δανείζοντάς τις, τα νοικοκυριά και οι εταιρίες έχουν τη δυνατότητα να προστατευτούν έναντι των φαινομένων διαταραχών που παρουσιάζονται μόνο στη μητρική τους χώρα. Οι εταιρίες μπορούν να προστατευτούν έναντι απότομων διαταραχών του κόστους ή της παραγωγικότητας της χώρας προέλευσής τους, επενδύοντας στη

<sup>81</sup> Σπαρτιώτης και Στουρνάρας, *Τα Θεμελιώδη Αίτια της Κατάρρευσης των Τραπεζών*, 27.

<sup>82</sup> Bordo et al. "Is the Crisis Problem Growing More Severe?"

δημιουργία θυγατρικών εργοστασίων σε διάφορες χώρες. Με αυτόν τον τρόπο η κινητικότητα του κεφαλαίου δίνει τη δυνατότητα στους επενδυτές να επιτύχουν υψηλότερα οφέλη προσαρμοσμένα στους εκάστοτε κινδύνους. Τα υψηλότερα επίπεδα κέρδους ενθαρρύνουν με τη σειρά τους αυξημένα επίπεδα αποταμιεύσεων και επενδύσεων, που συμβάλλουν σε ταχύτερους ρυθμούς ανάπτυξης.<sup>83</sup>

Παρόλα αυτά οι ίδιοι οικονομολόγοι παραδέχονται ότι: «Την ίδια στιγμή όμως, σε έναν σημαντικό αριθμό χωρών, η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση (εγχώρια και διεθνής), φαίνεται ότι συνδέεται με κοστοβόρες χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Η διασύνδεση αυτών των δύο (απελευθέρωση – κρίσεις) μπορεί να είναι κάπως αποπροσανατολιστική δεδομένου ότι οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι πολύπλοκα γεγονότα με πολλαπλές αιτίες και έχουν εμφανισθεί τόσο σε λιγότερο όσο και σε περισσότερο απελευθερωμένα χρηματοοικονομικά συστήματα. Παρόλα αυτά έχουν υπάρξει αρκετές περιπτώσεις όπου η χρηματοοικονομική απελευθέρωση, συμπεριλαμβανομένης της απελευθέρωσης των κεφαλαιακών λογαριασμών, έχει παίξει έναν αρκετά σημαντικό ρόλο που να εγείρει σοβαρά ερωτηματικά αν και υπό ποιες προϋποθέσεις τέτοιου είδους απελευθερώσεις – ιδιαίτερα οι κεφαλαιακές- θα είναι περισσότερο επωφελείς απ' ό,τι επιβλαβείς.»

Στο βιβλίο τους, με τίτλο «Τα θεμελιώδη Αίτια της Κατάρρευσης των Τραπεζών και των Χρηματοπιστωτικών Αγορών - Η Εμπειρία 2007-2008», οι Δ. Σπαρτιώτης και Γ. Στουρνάρας προσπαθώντας να αναλύσουν και να παρουσιάσουν τα λόγους που οδήγησαν στην τελευταία μεγάλη χρηματοπιστωτική κρίση, δεν αναφέρουν πουθενά την χρηματοοικονομική ολοκλήρωση. Σε ολόκληρο το βιβλίο οι δύο συγγραφείς –οι οποίοι διαθέτουν μακρόχρονη ενασχόληση και εμπειρία στον χρηματοπιστωτικό τομέα- δεν κάνουν λόγο πουθενά για χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση ή για την οικονομική παγκοσμιοποίηση, χωρίς βεβαίως να αρνούνται ότι εκφάνσεις της ολοκλήρωσης έχουν ρόλο στην εμφάνιση των κρίσεων. Συγκεκριμένα αναφέρουν «Οι περιορισμοί στην ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων (capital controls) έχουν άμεση επίπτωση στην εμφάνιση κρίσεων. Όταν υπάρχουν περιορισμοί, είναι πολύ πιθανό να συμβούν νομισματικές κρίσεις. Η ύπαρξη τους, σε κάποιες περιπτώσεις, αποτελεί ένδειξη για τους κερδοσκόπους ότι η χώρα δεν είναι

<sup>83</sup> Eichengreen and Mussa "Capital Account Liberization".

διατεθειμένη ή ικανή να υπερασπιστεί σθεναρά το νόμισμά της. Αντίθετα, όταν δεν υπάρχουν κεφαλαιακοί περιορισμοί, είναι πιο πιθανό να εμφανιστούν τραπεζικές κρίσεις. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η Ασιατική Κρίση του 1997–98, όπου, επωφελούμενες από την απουσία κεφαλαιακών περιορισμών (και με την άμεση εγγύηση της κεντρικής τράπεζας για διατήρηση σταθερής ισοτιμίας του νομίσματος έναντι του δολαρίου), πολλές τράπεζες και εταιρείες στην Ασία είχαν δανειστεί μεγάλα ποσά σε ξένα νομίσματα στις διεθνείς αγορές, χωρίς καμία αντιστάθμιση του νομισματικού κινδύνου. Τέλος, επειδή οι κεφαλαιακοί περιορισμοί έχουν αντικρουόμενες επιπτώσεις σε κάθε είδους κρίση ξεχωριστά, τείνουν να έχουν αθροιστικά μικρό αντίκτυπο στην πιθανότητα εμφάνισης δίδυμων κρίσεων (όταν οι διαταραχές στην αγορά συναλλάγματος και στο πιστωτικό σύστημα οδηγούν σε νομισματικές και πιστωτικές κρίσεις την ίδια χρονική περίοδο, αναφερόμαστε σε δίδυμες κρίσεις)». <sup>84</sup>

Αντίθετα, εντοπίζουν τους λόγους που οδήγησαν στην κρίση στα εξής αίτια:

i. Στις προϋπάρχουσες μακροοικονομικές συνθήκες, οι οποίες επικρατούσαν πριν το ξέσπασμα της κρίσης. Στο συνδυασμό με λίγα λόγια, του μεγάλου ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ το οποίο χρηματοδοτήθηκε από την υπερπροσφορά αποταμιεύσεων από άλλες χώρες, κυρίως αυτές της Μέσης Ανατολής, λόγω πετρελαίου, και από την Κίνα, λόγω του εμπορικού πλεονάσματός της. Ο συνδυασμός αυτών των δύο δημιούργησε ευνοϊκές συνθήκες για εύκολη πιστωτική επέκταση και αυξημένη διάθεση ανάληψης κινδύνου (κοινά χαρακτηριστικά όλων σχεδόν των κρίσεων μέχρι σήμερα), που με τη σειρά τους οδήγησαν στη φούσκα των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου.

ii. Στην Απορρύθμιση (deregulation). Οι συγγραφείς αποδέχονται τη σημαντική της συμβολή στο ξέσπασμα και την εξάπλωση της κρίσης καθώς «...η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) και οι εποπτικές αρχές έδειξαν υπερβολική

---

<sup>84</sup> Σπαρτιώτης και Στουρνάρας, *Τα Θεμελιώδη Αίτια της Κατάρρευσης των Τραπεζών*, 31.

εμπιστοσύνη στην αποτελεσματικότητα των αγορών και την ικανότητα της αυτορρύθμισης».<sup>85</sup>

iii. Στη Μόχλευση. Η αυξημένη μόχλευση που παρατηρήθηκε λόγω του αυξημένου ανταγωνισμού των τραπεζών σε περιβάλλον αυξημένης ρευστότητας και έντονης διάθεσης ανάληψης κινδύνου καθώς και η χρήση της ακόμα και από ιδιώτες (για παράδειγμα στις ΗΠΑ ο αγοραστής μπορούσε να αγοράσει ιδιόκτητη κατοικία καταβάλλοντας μόνο το 5% της αξίας της – στην Ελλάδα υπήρξαν περιπτώσεις και μηδενικής καταβολής) ήταν βασικός παράγοντας για την εύκολη και τελικά υπέρμετρη συσσώρευση χρέους.

iv. Στη Δημιουργική Λογιστική, η οποία χρησιμοποιήθηκε όχι για να παρουσιάσει την πραγματική εικόνα της εταιρίας αλλά για να αποκρύψει στοιχεία που παρουσιάζουν σημαντικές πληροφορίες για τη δεινή κατάσταση της εταιρίας. Επιπλέον ανάλογη συμπεριφορά δημιουργικής λογιστικής επέδειξαν οι τράπεζες (οι οποίες πρέπει να σημειώσουμε ότι σε πολλές περιπτώσεις τη χρησιμοποίησαν και οι ίδιες ως απλές εταιρείες) και στις περιπτώσεις των αποδοχών των στελεχών τους, υπό τη μορφή εταιρικών δικαιωμάτων, προσθέτοντας με αυτόν τον τρόπο και θέματα εταιρικής και επαγγελματικής ηθικής.

v. Τα κίνητρα και τις αποδοχές, καθώς υπό την πίεση του ανταγωνισμού τα πιστωτικά ιδρύματα οδηγήθηκαν σε υπέρμετρη ανάληψη κινδύνου, ενώ οι οίκοι αξιολόγησης «έκλεισαν τα μάτια» μπροστά στον πιστωτικό κίνδυνο, καθώς επιθυμούσαν –σε ένα περιβάλλον ευφορίας- να διατηρήσουν τις σχέσεις με τους πελάτες τους. Την ίδια συμπεριφορά έδειξαν και οι εποπτικές αρχές που δεν στάθηκαν στο ύψος των περιστάσεων, προτιμώντας κι αυτές να διατηρήσουν αγαστές σχέσεις με τις εταιρείες που θα έπρεπε να επιβλέπουν. Οι καταναλωτές, με τη σειρά τους θεώρησαν ότι οι περίοδος «των παχιών αγελάδων» δεν θα έχει τέλος και οδηγήθηκαν σε υπερβολική ανάληψη χρέους, υπό την πίεση πρακτικών επιθετικής δανειοδότησης (οι μνήμες των πρακτικών αυτών είναι ακόμα νωπές στην Ελλάδα) αλλά και βοηθούμενοι από τους χαλαρούς εποπτικούς μηχανισμούς. Τέλος οι αμοιβές των στελεχών τα ώθησαν σε συμπεριφορές και επιλογές στόχων με βραχυχρόνιο ορίζοντα, ωθώντας τους

---

<sup>85</sup> Αυτή είναι η και μόνη αρνητική αναφορά των συγγραφέων στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση αν και πουθενά δεν συνδέουν την έννοια της απορρύθμισης και της υποστήριξης που λαμβάνει με αυτή της ολοκλήρωσης.

επιπλέον σε σωρεία παραβατικών συμπεριφορών με τη μορφή της εσωτερικής πληροφόρησης ή των πυραμίδων.<sup>86</sup>

Οι υποστηρικτές της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης συχνά αντιλαμβάνονται το σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα ως ένα πλέγμα διασυνδέσεων που δημιουργείται από επιμέρους χρηματοοικονομικά δίκτυα.<sup>87</sup> Σύμφωνα με αυτούς τα χρηματοοικονομικά δίκτυα δημιουργούνται ως απόρροια της ανάγκης για μείωση του κινδύνου μετάδοσης των κρίσεων, κάτι που – θεωρητικά- παρατηρείται στα πλήρως διασυνδεδεμένα δίκτυα. Η θεωρητική ανάλυση δείχνει ότι, πάνω από κάποιο βαθμό συνδεσιμότητας, οι κρίσεις δεν μεταδίδονται, οπότε οι τράπεζες επιδιώκουν να φτάσουν στο σημείο αυτό.<sup>88</sup> Οι εν λόγω έλληνες οικονομολόγοι σημειώνουν ότι σε μία σειρά μελετών των ευρωπαϊκών τραπεζικών συστημάτων διαφόρων χωρών, βρέθηκε ότι αυτά παρουσιάζουν μεγάλο βαθμό αντοχής σε διαταραχές ρευστότητας και σε κρίσεις, με αποτέλεσμα, ακόμα και στο χειρότερο σενάριο, να επηρεάζεται μόνο ένα ποσοστό ανάμεσα στο 5% και στο 15% του συνολικού ενεργητικού των τραπεζών. Σε ότι αφορά όμως την τελευταία χρηματοπιστωτική κρίση παραδέχονται ότι τα προαναφερόμενα χρηματοπιστωτικά δίκτυα δεν λειτούργησαν σύμφωνα με τα θεωρητικά μοντέλα, καθώς η διατραπεζική αγορά πάγωσε εξαιτίας της αβεβαιότητας της πιστοληπτικής αξίας των χαρτοφυλακίων των τραπεζών. Όμως ούτε και σε αυτή την περίπτωση αποδέχονται την χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση ως αιτία της κρίσης αλλά εκτιμούν ότι: «Προφανώς, κάποιοι εξωγενείς παράγοντες ώθησαν τους συμμετέχοντες στην αγορά να αποσυρθούν και φτάσαμε στο σημείο όπου δεν υπήρχε, ουσιαστικά, δίκτυο»

Κλείνοντας αυτό το κεφάλαιο, μπορούμε να συνοψίσουμε επισημαίνοντας ότι σε θεωρητικό επίπεδο, η αντιπαράθεση σχετικά με τα οφέλη της χρηματοπιστωτικής απελευθέρωσης αντανακλά σε διαφοροποιημένες απόψεις σχετικά με το αν οι ολοκληρωμένες χρηματοπιστωτικές αγορές επιφέρουν μία αποδοτική τοποθέτηση των πόρων ή είναι τόσο στρεβλές ώστε τα όποια οφέλη προσδίδουν στους άμεσα εμπλεκόμενους, είναι πολύ συχνά επιζήμια για το κοινό

<sup>86</sup> *ibid.*, 297-299.

<sup>87</sup> Xavier Freixas, Bruno Parigi and Jean-Charles Rochet, "Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank", *Journal of Money Credit and Banking*, 2000.

<sup>88</sup> Σπαρτιώτης και Στουρνάρας, *Τα Θεμελιώδη Αίτια της Κατάρρευσης των Τραπεζών*, 101.



καλό. Αν και υπάρχει μια μεγάλη βιβλιογραφία για τις «αποτελεσματικές αγορές» που υποστηρίζει την πρώτη θέση, υπάρχει επίσης ευάριθμος αριθμός επιστημόνων που υποστηρίζουν ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση -μία κατάσταση στην οποία το ένα μέρος σε μια συναλλαγή έχει λιγότερες πληροφορίες από ότι το άλλο- διαπερνά τις χρηματοπιστωτικές αγορές και ότι αυτή η κατάσταση υποσκελίζει σημαντικά την αποδοτικότητά τους ως μηχανισμών ανακατανομής των πόρων. Υπάρχουν επιπλέον, πολύ σημαντικοί λόγοι να θεωρήσουμε ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση επικρατεί ιδιαίτερος στο διεθνές πεδίο, καθώς οι γεωγραφικές και πολιτισμικές διαφορές περιπλέκουν των απόκτηση της πληροφορίας. Ενώ η επανάσταση στη πληροφορική και τις τηλεπικοινωνίες έχει βαθιά επίδραση στο να ενταθούν οι διεθνείς οικονομικές συναλλαγές (με τη μείωση της «οικονομικής» απόστασης), ταυτόχρονα αφήνει τις διεθνείς αγορές – στις οποίες η ασύμμετρη πληροφόρηση έχει μειωθεί, αλλά όχι εξαλείφθει- ιδιαίτερος ευάλωτες στις απότομες αντιδράσεις των επενδυτών, στις απρόβλεπτες κινήσεις των αγορών και στις χρηματοπιστωτικές κρίσεις, που μπορούν να προκύψουν όταν η πληροφόρηση είναι ατελής και οι χρηματοοικονομικές αγορές συμπεριφέρονται αλλοπρόσαλλα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Αποτελεί πλέον ιστορική εμπειρία ότι η πρόοδος της οικονομικής παγκοσμιοποίησης, συμβαδίζει με την αστάθεια των κεφαλαιαγορών. Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι επαναλαμβανόμενο στοιχείο της διεθνούς οικονομίας και ακολουθούν μια διακριτή και προβλέψιμη πορεία. Τα γεγονότα που θα οδηγήσουν σε μια χρηματοπιστωτική κρίση ξεκινούν με αυτό που ο Minsky ονόμασε: «μια μετατόπιση» ή εξωτερικό κλονισμό της οικονομίας, ο οποίος εάν είναι αρκετά μεγάλος και διεισδυτικός, αυξάνει τις ευκαιρίες κέρδους σε ένα τουλάχιστον σημαντικό οικονομικό τομέα, ενώ μειώνει αντίστοιχα τις κερδοσκοπικές ευκαιρίες σε άλλους τομείς.<sup>89</sup> Ως απάντηση στη μετατόπιση των κερδών, πολλές επιχειρήσεις με επαρκείς οικονομικούς πόρους πιστωτικά όρια, σπεύδουν στον νέο τομέα και εγκαταλείπουν τους υφιστάμενους. Στην περίπτωση που οι νέες ευκαιρίες αποδειχθούν αρκετά προσοδοφόρες, αρχίζει μια νέα επενδυτική μανία. Η συσσωρευτική αυτή διαδικασία οδηγεί σε γρήγορη άνοδο τόσο τα κέρδη όσο και τις επενδύσεις. Αυτή η ανορθολογική εξέλιξη είναι η φάση της «μανίας» ή «φούσκας». Καθώς η φάση της μανίας επιταχύνεται, οι τιμές αυξάνονται και η διεθνής ροή των κερδοσκοπικών κεφαλαίων επιταχύνεται. Σε κάποιο σημείο αυτής της κερδοσκοπικής τροχιάς, ορισμένα άτομα που έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες, συνειδητοποιούν ότι το «παιχνίδι» έχει σχεδόν τελειώσει και αρχίζουν την πώληση των περιουσιακών τους στοιχείων. Ο αγώνας να απαλλαγούν από τα επισφαλή, υπερτιμημένα περιουσιακά τους στοιχεία επιταχύνεται και τελικά μετατρέπεται σε μια άτακτη φυγή προς την ποιότητα και την ασφάλεια.<sup>90</sup> Είναι εμφανές πλέον, πόσο η αλληλεξάρτηση των διεθνών χρηματαγορών εγκυμονεί συστημικούς κινδύνους για την Παγκόσμια Οικονομία.

Τα τρέχοντα γεγονότα συμφωνούν με την καλά τεκμηριωμένη ιστορική εμπειρία, που περιγράφεται στην κλασική μελέτη του Charles Kindleberger «Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises». Το χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν καθαυτό υπεύθυνο της κρίσης, και θα συνεχίσει

---

<sup>89</sup> Hyman Minsky, *Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance*, (N. York: M. E. Sharp, 1982).

<sup>90</sup> Girin, *Η πρόκληση του Παγκόσμιου Καπιταλισμού*, κεφ. 10.

να είναι. Όταν η χρηματοοικονομική υπερβολή απείλησε την επιβίωση του καπιταλισμού την δεκαετία του '30, η απάντηση ήταν η άσκηση πολιτικής αυστηρής ρύθμισης των αγορών. Οι εθνικές και διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές τέθηκαν υπό έλεγχο και θεσμοθετήθηκε η διαφοροποίησή τους. Αυτό το περιορισμένα ευέλικτο χρηματοπιστωτικά σύστημα λειτούργησε αποτελεσματικά από το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του '70, και συνέπεσε με την επιτυχέστερη περίοδο συνεχούς οικονομικής ανάπτυξης που παρατηρήθηκε ποτέ.<sup>91</sup>

Από τα μέσα του '70, οι αυξανόμενες πιέσεις επέφεραν την ευρεία φιλελευθεροποίηση των εγχωρίων και διεθνών αγορών που έχει οδηγήσει στην δημιουργία της σύγχρονης ολοκληρωμένης παγκόσμιας αγοράς. Η φιλελευθεροποίηση έχει συνοδευτεί από την ταχεία ανάπτυξη της υψηλής τεχνολογίας στην παραγωγή και επεξεργασία πληροφοριών και από πρωτόγνωρη χρηματοοικονομική καινοτομία, που έχουν μετασχηματίσει χρηματοπιστωτικά μέσα και αγορές. Η ρύθμιση των αγορών αυτών υπολείπεται των απαιτήσεων που επιβάλλει η συμπεριφορά τους. Η αυξανόμενη χρήση δανεισμού μέσω των διεθνών αλληλεξαρτώμενων αγορών για την χρηματοδότηση επενδύσεων θέτει έναν τεράστιο κίνδυνο για την παγκόσμια οικονομική ευημερία. Ο τρόπος με τον οποίο η πρακτική αυτή μπορεί πράγματι να ρυθμιστεί διεθνώς αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα δημόσιας πολιτικής σήμερα και τα επόμενα χρόνια.<sup>92</sup>

Επιπροσθέτως, σύμφωνα πάλι με τον Kindleberger, οι χρηματοοικονομικές κρίσεις έχουν συνδεθεί με τα προβλήματα τα οποία αντιμετωπίζει ο ιδιωτικός τομέας λόγω υπερχρέωσης, καθώς και της έξαρσης των αποπληθωριστικών τάσεων, οι οποίες οδηγούν στην καθοδική πορεία του οικονομικού κύκλου, ύστερα από μια περίοδο οικονομικής άνθησης.<sup>93</sup> Πιο αναλυτικά, η ανάπτυξη τεχνολογικών καινοτομιών οδηγεί στην ενίσχυση της ιδιωτικής επενδυτικής πρωτοβουλίας, συνεπώς παρατηρείται αύξηση της συνολικής ζήτησης, των τιμών και των προϊόντων μιας οικονομίας. Η αύξηση των κερδών των επιχειρήσεων,

---

<sup>91</sup> Charles Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, (New York, NY Basic Books, 1988).

<sup>92</sup> Kern Alexander, John et al., "Financial Supervision and Crisis Management" in the European Union Policy Study (Brussels: EU Parliament, 2007).

<sup>93</sup> Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*.

οδηγεί σε ανάληψη επενδυτικών σχεδίων τα οποία χρηματοδοτούνται με τραπεζικό δανεισμό. Η διευκόλυνση της παροχής δανείων από τις τράπεζες πραγματοποιείται λόγω της ενίσχυσης της ρευστότητας από την αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων, που ακολουθεί την αύξηση της παραγωγής και των εισοδημάτων. Η επέκταση του τραπεζικού δανεισμού, οδηγεί στην αύξηση της προσφοράς χρήματος και των πληθωριστικών πιέσεων στην οικονομία. Στη συνέχεια, η αδυναμία των χρεωστών για αποπληρωμή των χρεών, οδηγεί σε μείωση του τραπεζικού δανεισμού, με αποτέλεσμα μαζική ρευστοποίηση αποθεμάτων, χρεογράφων και εκποίησης περιουσιακών στοιχείων. Προκαλείται πτώση τιμών, αύξηση του χρέους και ύφεση της οικονομίας. Όπως σημειώνουν οι Γ. Προβόπουλος και Π. Καπόπουλος, αυτές οι εξελίξεις κλονίζουν την εμπιστοσύνη των αποταμιευτών οπότε και παρατηρείται μαζική ανάληψη καταθέσεων. Η κρίση ρευστότητας που δημιουργείται στην αγορά, έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του πανικού, την πτώχευση επιχειρήσεων, την άνοδο της ανεργίας, επιταχύνοντας την καθοδική πτώση των τιμών.<sup>94</sup>

Με μεγάλη ακρίβεια ο P. Krugman σημειώνει πως οι περισσότερες οικονομικές κρίσεις προέκυψαν διότι α) εφαρμόζεται πολιτική σταθερής ισοτιμίας, β) άσκηση επεκτατικής πολιτικής και δημιουργία δημοσιονομικών ελλειμμάτων, γ) χρηματοδότηση των ελλειμμάτων είτε με δανεισμό, είτε με προσέλκυση ξένων κεφαλαίων, διαμέσου αύξησης των επιτοκίων, δ) αύξηση των εσωτερικών τιμών και εξαιτίας της Purchasing Power Parity (PPP) το νόμισμα ανατιμάται, με αποτέλεσμα την δημιουργία ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και διαρκή απώλεια συναλλαγματικών αποθεμάτων και ε) όταν οι κερδοσκόποι πεισθούν ότι εξαντλείται η αντοχή μιας κυβέρνησης στην υπεράσπιση της ισοτιμίας, ξεκινούν μαζικές επιθέσεις με αποτέλεσμα την κατάρρευση του νομίσματος (P. Krugman 2009).<sup>95</sup>

Τα διδάγματα από όλα τα παραπάνω είναι πως οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις επαναλαμβάνονται διαρκώς, ιδιαίτερα μετά από την μετάβαση στις κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες και σε αρκετές περιπτώσεις οι επόμενες είναι πιο ισχυρές από τις προηγούμενες. Δυστυχώς, η άσκηση μη διατηρήσιμων

<sup>94</sup> Γιώργος Προβόπουλος και Παναγιώτης Καπόπουλος, *Η Δυναμική του Χρηματοοικονομικού Συστήματος*, (Αθήνα: Κριτική, 2001).

<sup>95</sup> Krugman, *Η Κρίση του 2008*.

επεκτατικών δημοσιονομικών και νομισματικών πολιτικών, προκαλεί υπερβολική πιστωτική επέκταση και συσσώρευση δημοσίου χρέους. Επιπλέον, η αδυναμία του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, λόγω έλλειψης θεσμικού πλαισίου εποπτικού ελέγχου, ήταν καθοριστική αιτία στις κρίσεις της Νοτιοανατολικής Ασίας, της Ρωσίας και της Λατινικής Αμερικής αλλά και στην τελευταία κρίση του 2008 στις ΗΠΑ. Η υπερτίμηση των εθνικών νομισμάτων αύξησε τις μακροοικονομικές ανισοροπίες, ιδιαίτερα σε καθεστώτα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και σε συνδυασμό με την πολιτική αστάθεια αρκετών χωρών έδωσε αρκετές φορές το έναυσμα για κερδοσκοπικές επιθέσεις.<sup>96</sup>

Παρόλα αυτά, φαίνεται ότι οι άνθρωποι (είτε ως κράτη-κυβερνήσεις είτε ως επιχειρήσεις-ιδιώτες) δεν διδάσκονται από την οικονομική ιστορία, ούτε από κάποια κοινά στοιχεία που παρουσίαζαν οι περισσότερες οικονομικές κρίσεις, όπως τα ελλείμματα στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών, η σύνδεση των νομισμάτων πολλών αναπτυσσόμενων χωρών με περιφερειακά νομίσματα (δολάριο, Ευρώ), η αλόγιστη εισροή κεφαλαίων, ο υπερβολικός δανεισμός, η χαμηλή αποταμίευση και η αυξανόμενη κατανάλωση. Οι πρόσφατες κρίσεις στην Ευρωζώνη και τις ΗΠΑ, δείχνουν πως οι εστίες της κρίσης έχουν μετατοπισθεί από τον Νότο στον Βορρά. Επιπροσθέτως, η αύξηση των παγκόσμιων ανισοροπιών ακόμα και μέσα σε περιφερειακές συνεργασίες όπως η ΕΕ, αποτελεί πολύ σημαντικό πρόβλημα .

Οι δυτικές, βιομηχανικές χώρες αποτελούν εύκολο και δυσκίνητο αντίπαλο για τις δυναμικά αναδυόμενες οικονομίες. Η ριψοκίνδυνη κερδοσκοπία, η νομισματική (πιστωτική) επέκταση, η άνοδος στις τιμές των ελκυστικών οικονομικών στοιχείων, η αιφνίδια και απροσδόκητα απότομη πτώση στις τιμές των οικονομικών στοιχείων και η αιφνίδια μεγάλη ζήτηση για επενδύσεις σε χρήμα ή επενδύσεις ποιότητας, είναι ενδημικά στοιχεία της διεθνούς επιδίωξης υψηλών κερδών από τους επενδυτές στις παγκόσμιες χρηματοοικονομικές αγορές. Παρατηρούμε πως σε κάθε κρίση υπάρχει σύμπραξη δύο παραγόντων, της πολιτικής και των αγορών. Για παράδειγμα, στις χρηματιστηριακές φούσκες ευθύνονται οι αγορές, ενώ στις κρίσεις δημοσίου χρέους ευθύνονται οι πολιτικοί. Επιπλέον, είναι σημαντικό να κατανοήσουμε ότι η χρηματοπιστωτική καινοτομία και η απελευθέρωση είναι φαινόμενα τόσο εγχώρια όσο και διεθνή. Δεν είναι

<sup>96</sup> Προβόπουλος και Καπόπουλος, *Η Δυναμική του Χρηματοοικονομικού Συστήματος*, 139

μόνο οι περιορισμοί στις διεθνείς χρηματοοικονομικές συναλλαγές που έχουν χαλαρώσει αλλά, καθώς οι διάφορες χώρες απομακρύνονται από πολιτικές οικονομικές καταπίεσης, έχει επίσης αρθεί το κανονιστικό πλαίσιο που περιόριζε αλλά ταυτόχρονα ρύθμιζε και περιόριζε τις υπερβολές και την ανάληψη υπερβολικών κινδύνων, στη λειτουργία των εγχώριων χρηματοπιστωτικών αγορών. Γενικά η εγχώρια και η διεθνής χρηματοπιστωτική απελευθέρωση έχουν πορευθεί μέχρι τώρα χέρι-χέρι, ανταποκρινόμενες και οι δύο στα ίδια κίνητρα και στις ίδιες πιέσεις. Η ύπαρξη της διεθνούς αλληλεξάρτησης δημιουργεί την αναγκαιότητα διεθνούς δράσης με νέους θεσμούς, ρύθμιση των αγορών και εποπτεία. Προς μία κατάσταση μεγαλύτερης διεθνούς σταθερότητας είναι ανάγκη να συμπράξουν, κατά την γνώμη μας, τόσο οι ΗΠΑ, όσο οι χώρες της Ευρωζώνης και οι BRICs (Brazil, Russia, India, China).

Σήμερα, καθώς το κόστος των μεταφορών και των επικοινωνιών βαίνει συνεχώς μειούμενο και παράλληλα οι τεχνητοί φραγμοί των κυβερνήσεων στη διακίνηση κεφαλαίων, αγαθών και υπηρεσιών αίρονται όλο και περισσότερο (αν και η ελεύθερη διακίνηση εργατικού δυναμικού δεν έχει επιτευχθεί παρά μόνο σε μικρό βαθμό), η παγκοσμιοποίηση παραμένει μία διαδικασία σε συνεχή εξέλιξη. Παρόμοια ιστορική φάση στα οικονομικά υπήρξε αυτή της δημιουργίας των εθνικών οικονομιών. Η διαφορά όμως είναι ότι δεν υπάρχει μία παγκόσμια κυβέρνηση, υπό την έννοια ότι αυτή θα λογοδοτεί σε κάθε λαό, για να επιβλέπει την εξέλιξη της διαδικασίας με τρόπο ανάλογο με εκείνον που οι εθνικές κυβερνήσεις καθοδήγησαν τη διαδικασία της εθνικοποίησης. Αντίθετα, σύμφωνα με τον J. Stiglitz, έχουμε ένα σύστημα που θα μπορούσε να ονομαστεί *παγκόσμια διακυβέρνηση χωρίς παγκόσμια κυβέρνηση* (sic), ένα σύστημα όπου οι οργανισμοί της διεθνούς παγκοσμιοποίησης (Παγκόσμια Τράπεζα, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και Παγκόσμιος Οργανισμός Εμπορίου) και λίγοι παίκτες – υπουργοί Οικονομικών και Εμπορίου, στενά συνδεδεμένοι με κάποια χρηματοπιστωτικά και εμπορικά συμφέροντα- κυριαρχούν στο σκηνικό και εκείνοι που υφίστανται τις αποφάσεις των τελευταίων μένουν σχεδόν χωρίς δυνατότητα να αρθρώσουν λόγο.<sup>97</sup> Σύμφωνα με τον νομπελίστα οικονομολόγο, είναι απαραίτητο να επανεξεταστούν οι κανόνες που διέπουν την οικονομική διεθνή τάξη και παράλληλα να υπάρξει μία συζήτηση σχετικά με τον τρόπο που

---

<sup>97</sup> Stiglitz, *Η Μεγάλη Αυταπάτη*, 74.

λαμβάνονται οι αποφάσεις σε διεθνές επίπεδο: από ποιους λαμβάνονται, με τι τρόπο λαμβάνονται, για το συμφέρον ποιων λαμβάνονται. Θα πρέπει να δίνεται πλέον λιγότερη έμφαση στην ιδεολογία και να εξετάζεται τι είναι τελικά περισσότερο αποδοτικό.

Η συνεχιζόμενη παγκόσμια αστάθεια έχει ένα τεράστιο κόστος, το οποίο πλήττει πρωταρχικά και κύρια τις ασθενέστερες χώρες και τα φτωχότερα κοινωνικά στρώματα. Για κάποιους υπέρμαχους της διεθνούς οικονομικής ολοκλήρωσης, η παγκοσμιοποίηση ενδέχεται αν αναδιαμορφωθεί, αν δηλαδή λειτουργήσει με σωστό και δίκαιο τρόπο, με όλες τις χώρες να έχουν λόγο στις πολιτικές που τις αφορούν και τις επηρεάζουν, να βοηθήσει στη δημιουργία μίας νέας παγκόσμιας οικονομίας, όπου θα επιτυγχάνεται όχι μόνο μία πιο βιώσιμη και λιγότερο ευμετάβλητη ανάπτυξη αλλά ταυτόχρονα τα οφέλη και ο πλούτος που αυτή θα δημιουργεί θα μοιράζονται με δικαιότερο τρόπο.

Η ιστορία της σύγχρονης παγκόσμιας οικονομίας διδάσκει ότι τα μειονεκτήματα που προκύπτουν από την εξάπλωση των απελευθερωμένων χρηματοπιστωτικών αγορών μπορεί να αντισταθμιστούν από την εκλογικευμένη δημόσια παρέμβαση. Ας μη ξεχνούμε ότι τα 25 χρόνια που ακολούθησαν την λήξη του 2<sup>ου</sup> Παγκοσμίου Πολέμου χαρακτηρίστηκαν από στρατηγική απελευθέρωση αγορών σε ελεγχόμενο διεθνές περιβάλλον που συνέβαλε στην πραγματοποίηση και διατήρηση των υψηλότερων και μακροβιότερων ποσοστών οικονομικής ανάπτυξης και απασχόλησης στη σύγχρονη εποχή. Αλλά τα τελευταία τριάντα χρόνια, η τυφλή απορύθμιση και η πολιτική δυσμένεια της ρυθμιστικής παρέμβασης έχουν κυριαρχήσει στην άσκηση της διεθνούς οικονομικής πολιτικής, συμβάλλοντας στην δημιουργία αβεβαιότητας και αστάθειας στις αγορές, που περισσότερο συχνά σε σχέση με το παρελθόν οδηγούν στην εμφάνιση χρηματοοικονομικών κρίσεων με τεράστιες αρνητικές συνέπειες στην πραγματικές οικονομίες και την ευημερία των ανθρώπων. Η πολιτική αυτή πρέπει να αλλάξει. Οι διεθνείς αγορές θα πρέπει να μετασχηματιστούν από αφέντες σε υπηρέτες της ανάπτυξης και της ευημερίας.

Μία προσέγγιση για το πώς θα μπορούσε να γίνει αυτό είναι αυτή του Χ. Μερτζάνη, σύμφωνα με τον οποίο, τα βασικά στοιχεία μιας νέας αρχιτεκτονικής

του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να αντληθούν από τις παρακάτω διαπιστώσεις.<sup>98</sup>

- Μια αποτελεσματική πολιτική ως προς τις αγορές κεφαλαίων πρέπει να έχει διεθνή χαρακτήρα, προς το καλύτερο συμφέρον όλων καθώς όπως είδαμε παραπάνω, η διεθνής χρηματοοικονομική απελευθέρωση οδηγεί σε σημαντική αύξηση κινδύνου τόσο στην εθνική όσο και τη διεθνή πραγματική οικονομία,.

- Η απόδοση των διεθνοποιημένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πρέπει να αξιολογείται από την άποψη της συμβολής τους στην ανάπτυξη και σταθερότητα της πραγματικής οικονομίας.

- Η χρηματοοικονομική σταθερότητα απαιτεί έναν χορηγό ρευστότητας έσχατης ανάγκης, ρόλο τον οποίο καλούνται να παίξουν οι Κεντρικές Τράπεζες σε εθνικό και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο σε διεθνές επίπεδο..

- Η αποτελεσματική ρύθμιση αποδείχθηκε ιστορικά ότι αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για την ύπαρξη αποτελεσματικού χορηγού ρευστότητας έσχατης ανάγκης.

- Απαιτείται υψηλός βαθμός αμοιβαίας συνεργασίας μεταξύ εθνικών νομισματικών και εποπτικών αρχών ώστε να καταστεί εφικτή μια διεθνής χρηματοπιστωτική πολιτική, με δεδομένη την κλίμακα των κινήσεων κεφαλαίων στις αγορές του σήμερα.

- Η διεθνής οικονομία αποτελείται από εθνικές οικονομίες σε εντελώς διαφορετικά χαρακτηριστικά και επίπεδα ανάπτυξης τόσο στην πραγματική οικονομία όσο και στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Μία και μόνο πολιτική συνταγή είναι πολύ απίθανο ότι θα είναι κατάλληλη για όλες. Οι εθνικές πολιτικές πρέπει να είναι σεβαστές και να υποστηρίζονται στο πλαίσιο μιας συνολικής διεθνούς χρηματοπιστωτικής αρχιτεκτονικής. Μια γενική και ενιαία δέσμευση προς την απελευθέρωση, την άρση εμποδίων, και τη διαφάνεια για όλες τις χώρες θα καταλήξει σε αποτυχία και θα θέσει σε κίνδυνο την ανάπτυξη της διεθνούς οικονομίας της αγοράς.

---

<sup>98</sup> Χαρίλαος Μερτζάνης, «Η τρέχουσα Χρηματοπιστωτική Κρίση: Χαρακτηριστικά και Προκλήσεις», Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, Δεκέμβριος 2008, [http://www.ethe.org.gr/files/pdf/mertzanis\\_xrimatoikonomikii%20krisi\\_1294819864.pdf](http://www.ethe.org.gr/files/pdf/mertzanis_xrimatoikonomikii%20krisi_1294819864.pdf)



- Είναι κοινά αποδεκτό ότι οι εθνικές χρηματοπιστωτικές αγορές πρέπει να ρυθμίζονται. Αλλά όταν οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι ανοιχτές, δεν υπάρχει ουσιαστική διαφορά εποπτικών ενεργειών μεταξύ των εθνικών αγορών και της διεθνούς αγοράς. Έτσι, οι ρυθμιστικές αρχές και πρακτικές που ισχύουν για τις πρώτες ισχύουν και για την τελευταία. Οι γενικοί στόχοι της εθνικής ρυθμιστικής αρχής είναι η προστασία των επενδυτών, η διατήρηση των υψηλότερων δυνατών επιπέδων ακεραιότητας, συμπεριφοράς και επαγγελματικότητας των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, και η ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου. Αυτοί πρέπει να είναι οι στόχοι της διεθνούς χρηματοοικονομικής ρύθμισης.

- Το κυρίαρχο καθήκον της διεθνούς χρηματοοικονομικής ρύθμισης είναι η ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου που προκύπτει από τη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου και παραγώγων. Ταυτόχρονα, η ρυθμιστική αρχή πρέπει να αποτρέπει τη δημιουργία κινδύνου μη ηθικής συμπεριφοράς (moral hazard). Είναι ζωτικής σημασίας να παρέχεται προστασία έναντι της αποτυχίας των ιδιωτικών επιχειρήσεων, που θέτει σε κίνδυνο την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς στο σύνολό της. Ωστόσο οι εταιρίες χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης που λαμβάνουν κακές αποφάσεις πρέπει να επιτρέπεται να αποτύχουν.

- Οι απαιτήσεις διεθνούς χρηματοπιστωτικής ρύθμισης δεν μπορούν να ικανοποιηθούν από καθαρά συνεργατικές και συνεταιριστικές δομές. Απαιτείται ένας νέος διεθνής ρυθμιστικός φορέας με κατάλληλες εξουσίες, που τις ασκεί εντός ενός συμφωνημένου πλαισίου σύνδεσης του φορέα αυτού με τις εθνικές ρυθμιστικές δομές, οι οποίες αποτελούν ζωτικό συστατικό του.

## **Επίλογος**

Καταλήγοντας και κλείνοντας τη θέση της παρούσας εργασίας, φθάνουμε στο συμπέρασμα ότι η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση και ολοκλήρωση αλλά και γενικότερα η οικονομική ολοκλήρωση είναι αναπόφευκτες για τις χώρες που επιθυμούν να επωφεληθούν από τα σημαντικά οφέλη της συμμετοχής σε ένα ανοιχτό, παγκόσμιο, οικονομικό σύστημα, στην σημερινή εποχή της καινοτόμου πληροφοριακής και τηλεπικοινωνιακής τεχνολογίας. Όπως όμως έχουν αναδείξει τα πιο πρόσφατα περιστατικά, η χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση ακολουθείται από πολύ σοβαρούς κινδύνους. Καθώς τα απελευθερωμένα και ολοκληρωμένα συστήματα παρέχουν ευκαιρίες στα άτομα, τις επιχειρήσεις και τους

χρηματοπιστωτικούς θεσμούς για να αναλάβουν μεγαλύτερα και ορισμένες φορές ασύνετα ρίσκα, δημιουργούν τις προϋποθέσεις για συστημικές διαταραχές. Δεν υπάρχει άλλος τρόπος για να εξαλειφθούν εντελώς αυτοί οι κίνδυνοι, εκτός από τη δρακόντεια χρηματοπιστωτική καταπίεση, που όμως αποδείχθηκε και αυτή (θεωρητικά αλλά και ιστορικά στην πράξη) ότι είναι μάλλον επιβλαβής. Μπορούν όμως να περιοριστούν σε σημαντικό βαθμό: μία συνετή και στοχευμένη μακροοικονομική πολιτική που περιορίζει αθροιστικά τις χρηματοπιστωτικές διαταραχές μπορεί να συνδυαστεί με μία επίσης ορθολογική προληπτική πολιτική σχεδιασμένη για να διασφαλίζει κίνητρα για διαχείριση κινδύνου από τους ιδιώτες, ιδιαίτερως στον χρηματοπιστωτικό τομέα, επιτρέποντας στη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση να προσφέρει τα οφέλη που ευαγγελίζεται.

Είναι σίγουρο ότι η διεθνής χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση υπήρξε, σε πολλές περιπτώσεις «ευλογία», τόσο για τις αναπτυσσόμενες όσο και για τις αναπτυσσόμενες χώρες, τόσο για τα κράτη και τις κυβερνήσεις τους όσο και για τους ιδιώτες και τις επιχειρήσεις. Υπάρχουν όμως όρια μεταξύ μιας προσεκτικά προγραμματισμένης απελευθέρωσης και της ασύνετης ελευθερίας-ασυδοσίας και μεταξύ αποκόμισης κερδών για το μεμονωμένο ιδιώτη/επιχείρηση αλλά και το κοινωνικό σύνολο και μεταξύ της ανεξέλεγκτης κερδοσκοπίας των πολυεθνικών επιχειρήσεων και του μεγάλου κεφαλαίου, τα οποία συχνά παραβιάζεται είτε από υπερβολική αισιοδοξία είτε από εγνωσμένη επιδίωξη υπέρμετρου πλουτισμού. Η παραβίαση αυτών των ορίων μετατρέπει τη διεθνή οικονομική ολοκλήρωση σε «απειλή» για το διεθνές οικονομικό σύστημα, καθώς δημιουργεί κρίσεις που νομοτελειακά επιβαρύνουν τους οικονομικά ασθενέστερους αλλά επιπλέον, καθώς αυτές εντείνονται σε ισχύ, δημιουργούν μία δίνη αρνητικών οικονομικών εξελίξεων που τελικά επηρεάζουν σημαντικά και τις πλέον αναπτυσσόμενες οικονομίες, μετατρέποντας την αρχική «ευλογία» σε «κατάρρα».

Αυτό δεν σημαίνει ότι οι κυβερνήσεις και οι διεθνείς χρηματοπιστωτικοί και οικονομικοί θεσμοί πρέπει να επιστρέψουν σε προγενέστερα καθεστώτα και πολιτικές περιορισμού και απομονωτισμού. Θα πρέπει όμως να λάβουν όλα εκείνα τα απαραίτητα μέτρα, που θα περιορίζουν τους κινδύνους της ολοκλήρωσης και απελευθέρωσης καθώς και να προετοιμάζονται κατάλληλα ώστε να είναι δυνατό να περιορίζονται η διάρκεια, η έκταση και ο αρνητικός αντίκτυπος των χρηματοπιστωτικών κρίσεων, όποτε αυτές εμφανίζονται.

Εν κατακλείδι, ο βασικός στόχος των οικονομικών δραστηριοτήτων είναι η αύξηση της ευημερίας των υποκειμένων. Η επίτευξη του εν λόγω στόχου θα πρέπει να βρίσκεται στο κέντρο της προσπάθειας που αναφέρεται στην οργάνωση της κοινωνίας αλλά και να αποτελεί βασικό στόχο της οικονομικής επιστήμης. Καθώς οι εμπλεκόμενοι έχουν ποικίλα και συχνά διαφοροποιημένα και συγκρουόμενα συμφέροντα όπως και δυνατότητες, θα πρέπει το κανονιστικό και ρυθμιστικό πλαίσιο να είναι τέτοιο που να επιτρέπει στους πολίτες, τις επιχειρήσεις και τα κράτη να φτάνουν στο μέγιστο την προσπάθεια και χρησιμότητά τους κατά την επιδίωξη των ιδίων στόχων, προσδοκιών και ικανοτήτων τους, εντός όμως του πλαισίου περιορισμών που επιβάλλει το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Alexander, Kern, John Eatwell, Avinas Persaud, και Robert Reoch. *Financial Supervision and Crisi Management*. Policy Study, Brussels: EU Parliament, 2007.

Beck, Ulrich. *Τι είναι παγκοσμιοποίηση*. Αθήνα: Καστανιώτης, 1998.

Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel, και M. Martinez-Perria. «Is the Crisis Problem Growing More Severe?» *Economic Policy*, 2001.

Cohn, T. H. *Διεθνής Πολιτική Οικονομία*. Αθήνα: Gutenberg, 2009.

Davis, E., και C. Smales. «The Integration of European Financial Services.» Στο *Myths and Realities*, του/της E. Davis, P. A. Geroski και J. A. Jay. London: London Business School, 1992.

De Haan, Jacob., Sander. Oosterloo, και Dirk. Schoenmaker. *Financial Markets and Institutions*. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

Eichengreen, Barry, και Michael Mussa. «Capital Account Liberalization and the IMF.» Στο *Capital Account Liberalization: Theoretical And Practical Aspects*, του/της Giovanni Dell' Arricia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi - Ferretti και Andrew Tweedie. Washington: IMF, 1998.

Emmot, Bill. «International Banking: A Survey.» *The Economist*, March 1988.

Frederiksen, Niels Christian. *Finland: Its Public and Private Economy*. London: Edward Arnold, 2008.

Freixas, X., B. Parigi, και J. Rochet. «Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank.» *Journal of Money Credit and Banking*, 2000.

Giddy, Ian H. *Παγκόσμιες Χρηματοπιστωτικές Αγορές*. Επιμέλεια: Παναγιώτης Πετράκης και Κωνσταντίνος Βενεκής. Μετάφραση: Κωνσταντίνος Κουφόπουλος. Αθήνα: Παπαζήσης, 1996.

Gilpin, Robert. *Η Πρόκληση του Παγκόσμιου Καπιταλισμού*. Αθήνα: Ποιότητα, 2010.

Goodhart, Charles. «Structural Changes in the Banking System and the Determination of the Stock of the Money.» Στο *Europe's Money: Problems of European Monetary Coordination and Integration*, του/της Rainer S. Magera και Robert Triffin. Oxford: Clarenton Press, 1984.

Harrington, Richard. *Asset and Liability Management by Banks*. Paris: Organization for Economic Co-operation and Development ( OECD), 1987.

Jovanovic, Miroslav. *International Economic Integation*. London: Routledge, 1998.

Kahnert, F., P. Richards, E. Stoutjesdijk, και P. Thanopoulos. *Economic Integration Among Developing Countries*. Paris: OECD, 1969.

Kindleberger, Charles. *Manias, Panicks and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: NY Basic books, 1988.

Kose, M. Ayhan, Prasad S. Eswar, and Ashley D. Taylor. *Thresholds in the process of International Financial Integration*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2009.

Krugman, P., και M. Obstfeld. *Διεθνής Οικονομική*. 5η. Τόμ. Β'. Αθήνα: Κριτική, 2003.

Krugman, Paul. *Η κρίση του 2008 & η Επιστροφή των Οικονομικών της Ύφεσης*. Αθήνα: Καστανιώτης, 2009.

Levitt, Theodore. «Globalization of markets.» *Harvard Business Review*, May 1983.

Maksimova, M. «Comments on Paper types of Economic Intergation by B. Balassa.» Στο *Economic Integration Worldwide, Regional, Sectoral*, του/της F. Machlup. London: Macmillan, 1976.

Minsky, H. *Can It Happen Again? Essays on Instability & Finance*. New York: M. E. Sharp, 1982.

Ollard, Will. «A Survey of International Banking.» *The economist*, 25 March 1989.

Pinder, J. «Problems of European Integration.» Στο *Economic Integration in Europe*, του/της G. Denton. London: Windelfen and Nicolson, 1969.

Rodrik, Dani. *Το παρόδοξο της παγκοσμιοποίησης - Η δημοκρατία και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας*. ΑΘΗΝΑ: ΚΡΙΤΙΚΗ, 2012.

Stevenson, Merrill. «The Consumer is Sovereign. International Banking: A Survey.» *The Economist*, 22 March 1986.

Stiglitz, Joseph E. *Η Μεγάλη Αυταπάτη*. Μοντάζ: Κώστας Μελλάς. Μετάφραση: Γιώργος Θεοδορόπουλος. Αθήνα: Λιβάνης, 2003.

Strange, Susan. *Casino Capitalism*. Manchester: Manchester University Press, 1997.

Whalen, CH. R. *The Subprime Crisis - Cause, Effect and Consequences*. Policy Brief 2008-PB-04, Indiana State Univeristy, 2008.

Williamson, J. «What Washington Means by Policy Reform.» Στο *Latin America Adjustment: How Much has Happened*, του/της J. Williamson. Washington: Institute for International Economics, 1990.

Αδαμόπουλος, Αντώνιος. *Η Χρηματοπιστωτική Αγορά ως Μέσο Οικονομικής Ανάπτυξης των Χωρών-Μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης*. Διδακτορική Διατριβή, Θεσσαλονίκη: Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, 2008.

Βεργόπουλος, Κώστας. *Παγκοσμιοποίηση, Η Μεγάλη Χίμαιρα*. Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Α.Α. Λιβάνη, 1999.

*Βικιπαίδεια*. 2016. [el.wikipedia.org/wiki/Παγκοσμιοποίηση](http://el.wikipedia.org/wiki/Παγκοσμιοποίηση) (πρόσβαση 8 22, 2016).

Επιτροπή Καρατζά;. *Έκθεση Επιτροπής για την Αναμόρφωση και τον Εκσυγχρονισμό του Τραπεζικού Συστήματος*. Έκθεση Επιτροπής, Αθήνα: Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 1987.

Ζαχούρης, Π. «Χρηματοπιστωτικές Αγορές.» Εκπαιδευτικό Βοήθημα, Πάτρα, 2008.

Κόπιος, Άγγελος, και Γεώργιος Παυλίδης. *Διεθνείς Οικονομικές Κρίσεις*. Αθήνα: Rosili, 2012.

Μαρούλης, Δημήτρης. *Εξελίξεις στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και η Ενοποίηση της Ευρωπαϊκής Αγοράς: Επιπτώσεις για την Ελλάδα*. Αθήνα: Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, 1992.

Μελάς, Κώστας. *Οι Σύγχρονες Κρίσεις του Παγκόσμιου Χρηματοπιστωτικού Συστήματος (1974-2008)*. Αθήνα: Α. Α. Λιβάνης, 2011..

Μερτζάνης, Χαρίλαος. «Η Τρέχουσα Χρηματοπιστωτική Κρίση: Χαρακτηριστικά και προκλήσεις.» *Ε.Θ.Ε.* Δεκέμβριος 2008. [http://www.ethe.org.gr/files/pdf/mertzanis\\_xrimatoikonomikii%20krisi\\_1294819864.pdf](http://www.ethe.org.gr/files/pdf/mertzanis_xrimatoikonomikii%20krisi_1294819864.pdf) (πρόσβαση Δεκέμβριος 3, 2016).

Μπελιάς, Δημήτριος. *Χρηματοοικονομικές Παρεμβάσεις*. Σεμιναριακή Εισήγηση, Λάρισα: ΤΕΙ Λάρισας, 2014.

Νουλόπουλος, Ιωάννης. *Παγκοσμιοποίηση: Μύθοι και Αλήθειες. Μία Διαδικασία του Σύγχρονου Διεθνούς Οικονομικού Συστήματος ή Μία Ιστορική Διαδικασία σε Φάσεις;*. Διπλωματική Εργασία, Θεσσαλονίκη: Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, 2015.

Παπαστάμου, Ανδρέας. *Διεθνείς Οικονομικές Κρίσεις*. Αθήνα: Έναστρον, 2011.

Προβόπουλος, Γ., και Π. Καπόπουλος. *Η Δυναμική του Χρηματοοικονομικού Συστήματος*. Αθήνα: Κριτική, 2001.

Ρουμελιώτης, Παναγιώτης. *Παγκόσμια Οικονομική Διακυβέρνηση*. Αθήνα: Λιβάνης, 2002.

Σπαρτιώτης, Δημήτρης, και Γιάννης Στουρνάρας. *Τα Θεμελιώδη Αίτια της Κατάρρευσης των Τραπεζών*. Αθήνα: Gutenberg, 2010.

Ταμουραζής, Ασημάκης. *Ο Ρόλος του Διεθνούς Χρηματοοικονομικού Συστήματος και οι Επιπτώσεις στην Παγκόσμια Οικονομία*. Διπλωματική Εργασία ΠΜΣ, Αθήνα: Πάντειο Πανεπιστήμιο, 2012.