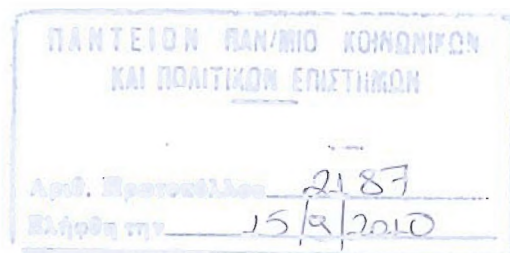




**ΠΑΝΤΕΙΟΝ**  
**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ**  
**ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ**  
**ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ**  
**ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**



**ΤΜΗΜΑ : ΔΙΕΘΝΩΝ & ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

**Π.Μ.Σ. : ΔΙΕΘΝΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**Τίτλος εργασίας : Ο ρόλος της Νομισματικής Πολιτικής στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση**

**Φοιτητής : Δημήτριος Τσιριγώτης**

**A.M.: 1208 M 079**

**Επιβλέπων καθηγητής : κ. Αναστάσιος Μαστρογιάννης**

**ΑΘΗΝΑ ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2010**



ΜΕΤ

ΤΣΙ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ  
ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΠΑΙΔΕΙΑΣ, ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΘΡΗΣΚΕΥΜΑΤΩΝ  
ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ ΚΑΙ ΕΚΔΟΣΕΩΝ ΔΙΔΑΚΤΙΚΩΝ ΒΙΒΛΙΩΝ (ΙΤΥΣΣΕ)

ΤΑΜΙΑ : ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΕΚΔΟΣΕΩΝ ΒΙΒΛΙΩΝ  
Δ.Μ.Ε. ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΕΚΔΟΣΕΩΝ ΒΙΒΛΙΩΝ  
ΑΙΜΟΝΟΜΙΑ : ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

ΑΔΙΑΦΩΤΙΣΤΑ

1979

1979

1979

1979

1979



## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	3
ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ.....	7
ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΣ.....	9
ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ-ΑΠΟΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ.....	12
ΤΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ.....	21
ΜΟΝΕΤΑΡΙΣΤΙΚΗ-ΚΕΥΝΣΙΑΝΗ ΘΕΩΡΙΑ.....	24
ΤΟ ΚΡΑΧ ΤΟΥ 1929.....	26
ΒΑΣΙΛΕΙΑ (I, II και III).....	33
ΘΕΩΡΙΑ ΑΡΙΣΤΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΧΩΝ.....	40
ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (FED).....	45
-Ίδρυση και σκοπός .....	45
-Η Ομοσπονδιακή Πράξη του 1913.....	45
-Η Μεγάλη Ύφεση του '30.....	47
-Θεσμική Δομή.....	49
-Εργαλεία Νομισματικής Πολιτικής της FED.....	51
-Ο σύγχρονος ρόλος της FED .....	57
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΕΚΤ).....	64

-Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών(ΕΣΚΤ).....	64
-Δημιουργία της ΕΚΤ.....	65
-Μέσα νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.....	71
-Η πολιτική της ΕΚΤ την περίοδο της σύγχρονης κρίσης .....	74
Η ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ - ΜΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	85
Η ΡΥΘΜΙΣΗ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ.....	107
ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΑ ΜΕΤΡΑ.....	109
ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	113
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	125
ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ.....	128

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στην παρούσα εργασία θα εξεταστεί και θα αναλυθεί ο ρόλος της Federal Reserve και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας κατά την αντιμετώπιση της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης, κάνοντας μια παρουσίαση και αποτίμηση των πολιτικών που ακολούθησαν οι δύο Κεντρικές Τράπεζες στη διάρκεια της σύγχρονης κρίσης. Είναι γεγονός ότι ζούμε τη μεγαλύτερη κρίση από την εποχή της Μεγάλης Ύφεσης της δεκαετίας του 1930, που ακολούθησε το Κραχ του 1929 στις Η.Π.Α. Τα προβλήματα που ανέκυψαν είναι πολλά και οι επιπτώσεις τους έχουν συστημικές προεκτάσεις. Οδηγός για τη λήψη των σωστών αποφάσεων δεν υπάρχει. Μοναδικό προηγούμενο παράδειγμα, όσον αφορά την ένταση της κρίσης, έχουμε την κρίση του 1929, για την οποία ακόμα και σήμερα υπάρχουν διαφορετικές αναλύσεις για τα αίτια της. Οι κριτικές σχετικά με την ορθότητα των επιλογών κατά τη διάρκεια της σύγχρονης κρίσης ποικίλλουν και συνεχώς διαμορφώνονται από την ανάδυση και νέων στοιχείων στην επικαιρότητα.

Ακόμα βρισκόμαστε στο κέντρο του προβλήματος. Η κρίση ξεκίνησε ως χρηματοπιστωτική το 2007 στις Η.Π.Α. και γρήγορα εξελίχθηκε σε δημοσιονομική. Η υψηλή ανεργία και η διόγκωση του δημοσίου χρέους είναι δύο από τα πιο σημαντικά προβλήματα της πρόσφατης κρίσης, τα οποία κατά τη διάρκεια της μεγαλώνουν. Μεγάλης σημασίας είναι οι πολιτικές που λήφθηκαν και λαμβάνονται προς την επιτυχή αντιμετώπιση των συνεπειών της κρίσης, αλλά και του συστημικού ρίσκου που απορρέει, τις οποίες και θα παρουσιάσουμε από το πρίσμα βέβαια της ΕΚΤ και της Fed.

Θα γίνει μια αναδρομή στη δημιουργία των δύο Κεντρικών Τραπεζών, το σκοπό για τον οποίο ιδρύθηκαν και το στόχο που ήθελαν να πετύχουν, καθώς και τα μέσα που είχαν και έχουν για να εφαρμόσουν τις πολιτικές τους. Το 1929 και τα γεγονότα που συνέβησαν τότε, είναι ένα σημείο αναφοράς για την Fed και το πώς αντέδρασε, στο οποίο θα πρέπει συνοπτικά να αναφερθούμε, για να δούμε τη σχέση της κρίσης εκείνης με τη σημερινή καθώς και ποια ήταν θέση της Fed. Σχετικά με την ΕΚΤ θα παρουσιαστεί συνοπτικά το πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργεί, οι μηχανισμοί της και τα εργαλεία που χρησιμοποιεί για να εφαρμόσει την πολιτική της.

Όσον αφορά την σύγχρονη κρίση, θα αναφερθεί το πλαίσιο και οι αιτίες που συνέβαλαν ώστε να δημιουργηθεί, καθώς και οι προεκτάσεις της. Ο ρόλος των δύο Κεντρικών Τραπεζών θα μπορούσε να είναι διαφορετικός; Ποια ενήργησε σωστότερα, ταχύτερα και ποιο αποτελεσματικά; Η

νομισματική πολιτική πόσο σωστά ασκήθηκε και πόσο επηρέασε την κρίση; Θα προσπαθήσουμε να καταλήξουμε σε συμπεράσματα συνεκτιμώντας όλα τα παραπάνω. Θα αναφερθούμε στη θεωρία των άριστων νομισματικών περιοχών αλλά και στους κανόνες τραπεζικής εποπτείας για να κατανοήσουμε καλύτερα κάποιες έννοιες που συναντούμε συχνά στη διάρκεια της σύγχρονης κρίσης. Επίσης θα προσεγγίσουμε τη μονεταριστική και κεϋνσιανή σχολή για να κατανοήσουμε καλύτερα πολιτικές και νομισματικές επιλογές που ακολουθήθηκαν και το πρίσμα υπό το οποίο λήφθηκαν. Στο τέλος με αφορμή τη σύγχρονη παγκόσμια κρίση θα καταθέσουμε κάποιες ευρύτερες σκέψεις που θα πηγάζουν από την όλη προβληματική της εργασίας, προσεγγίζοντας το θέμα από μια άλλη οπτική γωνία .

Ξεκινώντας κρίνεται σκόπιμο να γίνει αναφορά στην οικονομία της αγοράς, καθώς μέσα στο πλαίσιο της δημιουργήθηκε η σύγχρονη χρηματοπιστωτική κρίση. Θα μπορούσε λοιπόν να υποστηριχτεί ότι η φιλελεύθερη παγκόσμια οικονομία έχει ήδη αρχίσει μια σπειροειδή καθοδική πορεία. Όταν η παγκόσμια οικονομία είναι στάσιμη ό,τι κερδίζει η μια ομάδα ή μια οικονομία, το χάνει κάποια άλλη. Η αποτυχία επίτευξης ενός υψηλότερου επιπέδου οικονομικής ανάπτυξης εξασθένησε την οικονομική μεγέθυνση περισσότερο και έκανε ακόμα πιο δύσκολη την προσαρμογή κοινωνικών ομάδων, οικονομιών και κρατών στις νέες οικονομικές και κοινωνικές συνθήκες. Αν αυτό δεν αλλάξει, οι διεθνείς οικονομικές σχέσεις θα είναι ένα παίγνιο μηδενικού αθροίσματος, όπου τα κέρδη του ενός θα προκύπτουν από τη ζημιά του άλλου, καθιστώντας την οικονομική σύγκρουση περισσότερο έντονη και αβέβαιη, δημιουργώντας ανασφάλεια στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα. Ρόλο την περίπτωση αυτή έχει να επιτελέσει η παγκόσμια αλληλεξάρτηση, η οποία βαίνει ολοένα και αυξανόμενη, αναδεικνύοντας τη σημασία των εγχώριων κοινωνικών δομών και οικονομικών πολιτικών που πρέπει να συμβάλλουν στην επιτυχημένη λειτουργία της διεθνούς οικονομίας. Έτσι, θα πρέπει να ενισχυθεί ο συντονισμός των εθνικών πολιτικών αλλά και η διεθνής συνεργασία σε μια σειρά επίκαιρων θεμάτων, προσπαθώντας να γίνει μια επιτυχημένη σύζευξη των εγχώριων προτεραιοτήτων και των διεθνών συνεργασιακών αναγκαιοτήτων. Στην κατεύθυνση αυτή, θα πρέπει να αναδειχθεί και ο ρόλος της οικονομίας της αγοράς, μέσω της οποίας οι οικονομικές προτεραιότητες σε εθνικό και διεθνές επίπεδο μπορούν να συντονιστούν υπό το πρίσμα αφομοίωσης των κανόνων της.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Robert Gilpin, Η Πολιτική Οικονομία των Διεθνών Σχέσεων, β' τόμος, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg, 1999, σελ. 155-156

Η οικονομία της αγοράς είναι μια οικονομία στην οποία τα αγαθά και οι υπηρεσίες ανταλλάσσονται μέσα από μια διαπραγμάτευση που καθορίζει τις τιμές τους. Ο ανταγωνισμός μεταξύ αγοραστών και πωλητών που συμμετέχουν στην αγορά πρέπει να είναι ελεύθερος και αυτό είναι που θα καθορίσει και τα χαρακτηριστικά της ίδιας της αγοράς. Έτσι, μια τέλεια ή αυτορυθμιζόμενη αγορά είναι μια αγορά ανοιχτή σε αγοραστές και πωλητές όπου καθορίζονται ελεύθερα οι όροι του ανταγωνισμού και κανένας μεμονωμένος αγοραστής ή πωλητής ή ομάδες αυτών δεν μπορούν να καθορίσουν τους όρους ανταλλαγής των αγαθών και τις τιμές τους. Αυτό θεωρείται το ιδανικό υπόδειγμα της τέλει αγοράς, το οποίο πολύ σπάνια συναντάται. Όταν απουσιάζουν οι κοινωνικοί, φυσικοί και άλλοι περιορισμοί, η οικονομία της αγοράς έχει επεκτατικό και δυναμικό χαρακτήρα. Τείνει να προκαλέσει οικονομική μεγέθυνση, να επεκταθεί εδαφικά και να ενσωματώσει τα τμήματα της κοινωνίας. Για το λόγο αυτό, κοινωνικές ομάδες και κράτη επιδιώκουν να περιορίσουν τη λειτουργία της αγοράς, επειδή ασκεί σημαντική επιρροή στην κοινωνία και τις δομές της. Η αποτελεσματική λειτουργία του συστήματος της αγοράς εμποδίζεται από τον επιταχυνόμενο πληθωρισμό καθώς έτσι δεν κατανέμονται αποτελεσματικά οι πόροι του συστήματος εφόσον αυξάνεται η αβεβαιότητα ωθώντας έτσι τους αποταμιευτές σε επενδύσεις μη παραγωγικές όπως ακίνητα, πολύτιμους λίθους και καταθέσεις συναλλάγματος. Όπως θα δούμε στη συνέχεια, ο πληθωρισμός επηρεάζει και την οικονομική ανάπτυξη, καθώς ένας χαμηλός πληθωρισμός συνδέεται με την οικονομική ανάπτυξη, ενώ ο υπερπληθωρισμός συνδέεται με οικονομική ύφεση.<sup>2</sup>

Θα μπορούσαμε, λοιπόν, να πούμε ότι μια συνέπεια της οικονομίας της αγοράς είναι πως επηρεάζει σημαντικά την κατανομή του πλούτου και της ισχύος μέσα στις κοινωνίες, αλλά και μεταξύ των κοινωνιών. Θεωρητικά όλοι ωφελούνται από τις ευκαιρίες που παρέχει η αγορά, έχοντας τη δυνατότητα να βελτιώσουν τη θέση τους. Στην πράξη, όμως, είτε αναφερόμαστε σε άτομα, σε κοινωνικές ομάδες ή ακόμα και σε κράτη, διαπιστώνουμε ότι υπάρχουν μεγάλες διαφορές και δεν έχουν όλοι την ίδια δυνατότητα να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες της αγοράς. Η αύξηση του πλούτου και η επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας μέσα στο σύστημα της αγοράς τείνει να είναι άνιση, με αποτέλεσμα να ευνοούνται ορισμένοι περισσότερο από άλλους, είτε είναι άτομα, είτε κοινωνικές ομάδες, είτε κράτη. Αυτό συμβαίνει επειδή παρατηρούνται οικονομίες κλίμακας, υψηλά κέρδη από μονοπώλια, θετικά αποτελέσματα από εξωτερικές επιδράσεις που ωφελούν ταυτόχρονα

---

<sup>2</sup> Robert Gilpin, Η Πολιτική Οικονομία των Διεθνών Σχέσεων, α' τόμος, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg, 1998, σελ. 35-36 και Dermot McAleese, Οικονομική για Επιχειρησιακές Σπουδές, Ανταγωνισμός Μακροσταθερότητα και Παγκοσμιοποίηση, Αθήνα: Εκδόσεις Τυποθήκη Γιώργος Δαρδανός 2005, Σελ. 382-384 και Samuelson, Nordhaus, Οικονομική, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2000, Σελ. 440-442

τουλάχιστον δύο οικονομικές δραστηριότητες καθώς και λόγω εξειδικευμένων γνώσεων και τεχνολογικών δυνατοτήτων από ένα μικρό μέρος της κοινωνίας. Στο σημείο αυτό, πρέπει να τονίσουμε και την επίδραση που έχει στην αναδιανομή του πλούτου μέσα από το σύστημα της αγοράς ο πληθωρισμός, καθώς μπορεί να προκαλέσει οικονομική αναταραχή ένας υψηλός ρυθμός πληθωρισμού με συνέπεια κοινωνικές εντάσεις. Οι δυνάμεις της αγοράς δυναμικά μπορούν να αποδιοργανώσουν μια κοινωνία και ιδιαίτερα τις παραδοσιακές κοινωνικές σχέσεις και τους υφιστάμενους θεσμούς. Υπάρχει ο ανταγωνισμός, η οικονομική αλληλεξάρτηση, η δημιουργία οικονομικής ισχύος, στοιχεία τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν είτε συνθετικά για το συμφέρον ορισμένων ατόμων ή κοινωνικών ομάδων ή ακόμα και κρατών, αλλά και αρνητικά, αποσυνθετικά προκαλώντας δυσχέρεια σε άλλους κοινωνικούς παράγοντες και θεσμούς. Μπορεί να ορισμένοι ωφελούνται περισσότερο από άλλους. Για το λόγο αυτό, τα κράτη προσπαθούν να αυτοπροστατευθούν και να περιορίσουν το κόστος για τα ίδια και τους πολίτες τους. Υπάρχει ένας διαρκής ανταγωνισμός μεταξύ ομάδων και κρατών για την κατανομή του οφέλους και τους κόστους από τη λειτουργία της οικονομίας της αγοράς.<sup>3</sup> Ο Keynes υποστήριζε ότι οι αγορές δεν διορθώνονται από μόνες τους ή τουλάχιστον όχι μέσα σε σχετικό και σύντομο χρονικό ορίζοντα και έτσι θα έπρεπε να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα που προέρχονταν από αυτές αλλιώς θα υπήρχαν μεγάλες πιέσεις από την κοινωνία και το λαό. Αν και θεωρήθηκε ενάντιος στις αγορές, υποστήριζε ότι σε ένα σημείο όπου μόνες τους δεν μπορούν να διορθωθούν ωθώντας σε οικονομική ανάκαμψη, τότε το κράτος θα πρέπει να παρεμβαίνει με το κατάλληλο μίγμα πολιτικών όπως συνέβη κατά τη δεκαετία του 1930 και τη Μεγάλη Ύφεση, αφού είχε προηγηθεί η μόνη κρίση που συγκρίνουμε με τη σημερινή σε μέγεθος, επιπτώσεις και παγκόσμια εξάπλωση, δηλαδή το Κραχ του 1929. Στην κρίση αυτή όπως γράφει ο Polanyi αποδείχτηκε η ουτοπία της αυτορρυθμιζόμενης αγοράς.<sup>4</sup>

Αφού συνοπτικά παρουσιάσαμε στοιχεία της οικονομίας της αγοράς και την προβληματική γύρω από αυτήν, προχωρήσουμε αναφέροντας κάποιες έννοιες που θα μας εισάγουν περαιτέρω στο κυρίως θέμα της εργασίας, όπως είναι η έννοια της τράπεζας, η έννοια του χρήματος και των λειτουργιών του, ο πληθωρισμός και αποπληθωρισμός, η ανεργία και το επιτόκιο.

<sup>3</sup> Robert Gilpin, Η Πολιτική Οικονομία των Διεθνών Σχέσεων, α' τόμος, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg, 1998, σελ. 38-41 και Dermot McAleese, Οικονομική για Επιχειρησιακές Σπουδές, Ανταγωνισμός Μακροσταθερότητα και Παγκοσμιοποίηση, Αθήνα: Εκδόσεις Τυποθήτω Γιώργος Δαρδανός 2005, Σελ. 385-386

<sup>4</sup> Joseph E. Stiglitz, Η Μεγάλη Αυταπάτη, Αθήνα: Εκδόσεις Λιβάνη, 2003 Σελ. 468-470 και Παναγιώτης Β. Ρουμελιώτης, Παγκόσμια Διακυβέρνηση ή Ηγεμονική Παγκοσμιοποίηση; Αθήνα: Εκδόσεις Λιβάνη, 2002 Σελ. 70



## ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Η τράπεζα είναι η οικονομική επιχείρηση που λειτουργεί ως ο μεσάζοντας μεταξύ κεφαλαιούχων που ζητούν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους και εκείνων που έχουν ανάγκη δανεισμού για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους. Η κυριότερη λειτουργία της τράπεζας είναι ο έντοκος δανεισμός. Δανείζει κεφάλαια τα οποία ήδη της ανήκουν ή κεφάλαια προερχόμενα από καταθέσεις πελατών. Όμως, όπως αναφέρει ο Schumpeter, οι τράπεζες δεν μεταβιβάζουν απλώς αλλά δημιουργούν οι ίδιες χρήμα και λόγω αυτής της ικανότητάς τους, έχουν πολύ μεγάλη συμβολή στην οικονομική ανάπτυξη.

Τα σημερινά τραπεζικά ιδρύματα χωρίζονται σε τράπεζες καταθέσεων, που δανείζονται κεφάλαια από ιδιώτες και τα δανείζουν σε τρίτους, και σε εκδοτικές, που έχουν το προνόμιο να εκδίδουν τραπεζογραμμάτια. Αποτελούν τον σπουδαιότερο παράγοντα στην εμπορική και οικονομική ζωή ενός τόπου. Οι καταθέσεις αποτελούν τη σπουδαιότερη λειτουργία των τραπεζών καθώς με το μηχανισμό αυτό συγκεντρώνεται ένα σημαντικό μέρος των αποταμιεύσεων του κοινού καθώς και των πλεονασματικών ρευστών διαθεσίμων των επιχειρήσεων. Οι καταθέσεις, από νομική άποψη, είναι δάνεια που χορηγούν οι θετικοί αποταμιευτές στις τράπεζες. Αποφέρουν ένα εισόδημα (τον τόκο), που προσδιορίζεται βάσει επιτοκίου το ύψος του οποίου εξαρτάται από το είδος της κατάθεσης. Είναι ενδεχόμενο όσο τα χρήματα είναι κατατεθειμένα στην τράπεζα, να γίνει μείωση επιτοκίων. Στην περίπτωση αυτή, αν ο καταθέτης δεν αποσύρει τα χρήματά του από την τράπεζα, σημαίνει ότι δέχεται τη νέα ρύθμιση.<sup>5</sup>

Σύμφωνα με τον Bagehot, είναι μεγάλης σημασίας για μια κεντρική τράπεζα να λειτουργεί ως δανειστής τελευταίας προσφυγής (lender of last resort). Με τον τρόπο αυτό, αποτρέπονται τα μεμονωμένα περιστατικά ανάληψης χρημάτων να εξελιχθούν σε μια μαζική τάση ανάληψης από όλες τις τράπεζες δημιουργώντας και γενικεύοντας έναν πανικό που μπορεί να έχει συστημικές διαστάσεις και συνέπειες. Ο Bagehot ανέφερε ότι για να πετύχει στο ρόλο αυτό μια κεντρική τράπεζα, πρέπει να δεσμευθεί εκ των προτέρων πείθοντας ότι θα είναι πάντα πρόθυμη να δανείσει κεφάλαια σε τράπεζες που αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας υπό την προϋπόθεση ότι η

<sup>5</sup> Π. Α. ΚΙΟΧΟΣ- Γ.Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες, Αθήνα: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, 1997, σελ. 213, 224 και MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 407 και Ιωάννης Μ. Παπαδάκης στο Γ. Προβόπουλος- Χρ. Γκόρτσος, Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον, Τάσεις και Προοπτικές, Αθήνα: Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2004, σελ. 35-38

τράπεζα που θα χρειαστεί κεφάλαια θα είναι φερέγγυα και μακροπρόθεσμα βιώσιμη. Για να ικανοποιηθούν οι προδιαγραφές αυτές, θα πρέπει ο δανεισμός τελευταίας προσφυγής να γίνεται λαμβάνοντας υπόψη ένα επιτόκιο ποινής έτσι ώστε οι τράπεζες να μην χρησιμοποιούν κεφάλαια της κεντρικής τράπεζας για τις συνηθισμένες δραστηριότητές τους καθώς θα επιβαρυνθούν με αυτό το επιτόκιο ποινής αφού δεν θα αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας. Επίσης, θα πρέπει τα κεφάλαια και οι απαιτήσεις της κεντρικής τράπεζας να είναι ασφαλισμένα έτσι ώστε να μην κινδυνεύουν, αποσταθεροποιώντας και την ίδια την τράπεζα.<sup>6</sup>

Όταν η κεντρική τράπεζα λειτουργεί ως δανειστής τελευταίας προσφυγής, θα πρέπει εκτός από τις παραπάνω επισημάνσεις να λάβουμε υπόψη ότι η παρέμβασή της βρίσκεται στη διακριτική της ευχέρεια, χωρίς να είναι υποχρεωτική. Επίσης, η κεντρική τράπεζα οφείλει να εξετάζει και την επίπτωση που μπορεί να έχει η κατάρρευση μιας τράπεζας στο υπόλοιπο τραπεζικό σύστημα και να συμβάλλει με την παρέμβασή της στην ανάκτηση της εμπιστοσύνης προς κάποια ή κάποιες τράπεζες, διασφαλίζοντας και την αξιοπιστία του τραπεζικού συστήματος. Όμως, είναι πολύ δύσκολο κατά την περίοδο μιας κρίσης, να μπορέσει η κεντρική τράπεζα να διακρίνει σωστά μεταξύ μιας αφερέγγυας τράπεζας και μιας τράπεζας που έχει προβλήματα ρευστότητας. Έτσι, δημιουργούνται και έντονα προβλήματα παρέμβασης του ύστατου δανειστή. Επίσης, είναι πολύ σημαντικό να υπάρχει εμπιστοσύνη του αποταμιευτικού κοινού στο τραπεζικό σύστημα. Σε περιόδους κρίσεων, η εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα διαταράσσεται και είναι πολύ δύσκολο να ανακτηθεί. Για το λόγο αυτό, ο δανειστής τελευταίας προσφυγής είναι υποχρεωμένος να παρέχει την αναγκαία ρευστότητα για να διασωθούν μεγάλοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, διότι διαφορετικά, αν καταρρεύσουν, λόγω του μεγέθους τους και της αλληλεξάρτησης που υπάρχει, θα υπονομευθεί στο σύνολό του το τραπεζικό σύστημα.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Ιωάννης Μ. Παπαδάκης στο Γ. Προβόπουλος- Χρ. Γκόρτσος, Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον, Τάσεις και Προοπτικές, Αθήνα: Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2004, σελ. 60-61

<sup>7</sup> Γεώργιος Προβόπουλος και Παναγιώτης Καπόπουλος στο Γ. Προβόπουλος- Χρ. Γκόρτσος, Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον, Τάσεις και Προοπτικές, Αθήνα: Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2004, σελ. 85-86

## ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Χρήμα θεωρείται οτιδήποτε γίνεται γενικά αποδεκτό ως μέσο συναλλαγών. Έτσι, αυτό αποκτά την αξία του από το γεγονός ότι είναι γενικά αποδεκτό ως μέσο αγοράς αγαθών και υπηρεσιών, καθώς και ως μέσο εξόφλησης δανείων. Το χρήμα χρησιμοποιείται ως μέτρο υπολογισμού των αξιών και των τιμών, αλλά και διατήρησης της αξίας, καθώς είναι ένας τρόπος να μεταφερθεί αγοραστική δύναμη από το παρόν στο μέλλον. Επίσης, χρησιμοποιείται ως μέσο πληρωμών, συναλλαγών (αγοράζοντας αγαθά και υπηρεσίες) και αποταμίευσης. Το χρήμα πρέπει να έχει την ιδιότητα της φορητότητας, δηλαδή να μπορεί να μεταφέρεται ώστε να χρησιμοποιείται σε ευρεία κλίμακα, την ιδιότητα της ανθεκτικότητας, δηλαδή να είναι ανθεκτικό ώστε να μην χάνει την αξία του, την ιδιότητα της διαιρετότητας για να μπορούν να πραγματοποιούνται συναλλαγές μικρότερης αξίας, την ιδιότητα της τυποποίησης ώστε να είναι ομοιογενές και την ιδιότητα της αναγνωρισιμότητας ώστε να αναγνωρίζεται εύκολα.<sup>8</sup>

Το χρήμα σύμφωνα με τη στενή έννοιά του (M1) περιλαμβάνει το σύνολο των χαρτονομισμάτων και κερμάτων που βρίσκονται στα χέρια του κοινού, δηλαδή έξω από το τραπεζικό σύστημα, και επίσης το σύνολο των καταθέσεων όψεως των ιδιωτών στις τράπεζες. Καταθέσεις όψεως εννοούνται εκείνες που μπορούν να διακινηθούν με επιταγές. Τα χαρτονομίσματα, τα κέρματα και οι επιταγές είναι μέσα πληρωμών, δηλαδή είναι γενικά αποδεκτά μέσα συναλλαγών. Το χρήμα με τη στενή έννοια M1 δεν περιλαμβάνει τα αποθέματα σε μετρητά (χαρτονομίσματα και κέρματα). Επίσης, δεν περιλαμβάνει τα τραπεζογραμμάτια και κέρματα που βρίσκονται στο εξωτερικό. Το χρήμα σύμφωνα με την κύρια έννοιά του (M2) περιλαμβάνει το M1 και επιπρόσθετα τις καταθέσεις (εκτός των καταθέσεων όψεως) που διατηρούνται στις τράπεζες και άλλους πιστωτικούς οργανισμούς (ταμειυτήρια, κτλ) που χρησιμοποιούνται για την πραγματοποίηση των συναλλαγών, τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και τις βραχυπρόθεσμες προθεσμιακές καταθέσεις. Το χρήμα σύμφωνα με την ευρύτερη έννοιά του (M3) περιλαμβάνει το M2 και επιπλέον τις καταθέσεις ταμειυτηρίου και προθεσμίας των ιδιωτών στις διάφορες τράπεζες και λοιπά πιστωτικά ιδρύματα. Επίσης, περιλαμβάνει τις καταθέσεις όψεως και προθεσμίας των δημοσίων επιχειρήσεων και οργανισμών και τέλος τα repos (συμφωνίες επαναγοράς). Το σύνολο του M3 μαζί με τα αποταμιευτικά ομόλογα, τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου και άλλα ρευστοποιήσιμα στοιχεία

<sup>8</sup> Π. Α. ΚΙΟΧΟΣ- Γ.Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες, Αθήνα: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, 1997, σελ. 29-40 και Ν. Gregory Mankiw, Μακροοικονομική Θεωρία Α' Τόμος, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg 2002, Σελ. 251-252

συμβολίζεται με το L.Στις Η.Π.Α. παρακολουθούν περισσότερο τη συμπεριφορά του M2 παρά του M1, από το 1987 και μετά έγινε αυτή η αλλαγή καθώς πριν παρακολουθούσαν και το M1 και το M2.<sup>9</sup>

Οι εμπορικές τράπεζες δεν έχουν τη δυνατότητα να δημιουργούν νομισματικό χρήμα (χαρτονομίσματα και κέρματα), αλλά έχουν τη δυνατότητα να δημιουργούν λογιστικό χρήμα (καταθέσεις όψεως που κινούνται με επιταγές), το οποίο είναι το ίδιο με το νομισματικό χρήμα. Η τράπεζα, μέσα από μια διαδικασία που τον κύριο ρόλο παίζει ο τραπεζικός πολλαπλασιαστής, προβαίνει σε αύξηση ή μείωση της προσφοράς χρήματος, προερχόμενη από μια αρχική αύξηση ή μείωση των καταθέσεων όψεως και τη διοχετεύει στο τραπεζικό σύστημα. Ο τραπεζικός πολλαπλασιαστής ισούται με το λόγο 1 δια του ποσοστού των υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων, δηλαδή το ποσό των καταθέσεων που πρέπει να διατηρηθεί σε ρευστή μορφή σε κάθε τράπεζα.<sup>10</sup>

Το επιτόκιο είναι ένα από τα ισχυρότερα όπλα που διαθέτει η κεντρική τράπεζα για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής της. Έτσι, με τη ρύθμιση και τον έλεγχο των επιτοκίων, η κεντρική τράπεζα μπορεί να ρυθμίζει και να ελέγχει τις χρηγήσεις πιστώσεων των εμπορικών τραπεζών στο κοινό, τις χρηματοδοτήσεις των αναγκών του δημοσίου τομέα, τις τιμές του εξωτερικού συναλλάγματος και γενικότερα τις ροές της οικονομίας προς το εξωτερικό. Το επιτόκιο, κατά την άποψη των κλασσικών, προσδιορίζεται από τη ζήτηση και προσφορά αποταμιευτικών κεφαλαίων.<sup>11</sup>

Η βασική λειτουργία μιας κεντρικής τράπεζας είναι ο έλεγχος και η ρύθμιση της ποσότητας του χρήματος, καθώς και η χρηματοδότηση της οικονομίας. Επίσης, η κεντρική τράπεζα μπορεί με την επιβολή ορισμένων μέτρων να περιορίζει τη δυνατότητα που έχουν οι εμπορικές τράπεζες να αυξάνουν ή να μειώνουν την ποσότητα του χρήματος στην οικονομία. Τα μέτρα που μπορεί να πάρει η κεντρική τράπεζα για το σκοπό αυτό μπορεί να είναι γενικά μέτρα που εφαρμόζονται σε

---

<sup>9</sup> Π. Α. ΚΙΟΧΟΣ- Γ.Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες, Αθήνα: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, 1997, σελ. 58-60 και Ν. Gregory Mankiw, Μακροοικονομική Θεωρία Α' Τόμος, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg 2002, Σελ.257-258 και Rudiger Dornbusch Stanley Fischer, Μακροοικονομική, Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική 1993, Σελ.426-427

<sup>10</sup> Π. Α. ΚΙΟΧΟΣ- Γ.Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες, Αθήνα: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, 1997, σελ. 70, 82-83 και Rudiger Dornbusch, Stanley Fischer, Μακροοικονομική, Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική 1993, Σελ.475-477

<sup>11</sup> Π. Α. ΚΙΟΧΟΣ- Γ.Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες, Αθήνα: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, 1997, σελ. 139-140

ολόκληρο το τραπεζικό σύστημα και ειδικά μέτρα που βασικός στόχος τους είναι ο περιορισμός των χορηγούμενων πιστώσεων από τις εμπορικές τράπεζες σε ορισμένους δανειστές. Τα κύρια μέσα που μπορεί να χρησιμοποιήσει η κεντρική τράπεζα για να ρυθμίσει την προσφορά χρήματος και να ασκήσει τη νομισματική πολιτική της είναι η πολιτική της Ανοιχτής Αγοράς (open market operations), η πολιτική των Υποχρεωτικών Ρευστών Διαθεσίμων (reserve requirements), η πολιτική του Προεξοφλητικού Επιτοκίου (discount rate), η πολιτική των Δημοσίων Καταθέσεων, ανοιχτά πιστωτικά όρια προς τις τράπεζες και δυνατότητα έκτακτων παρεμβάσεων στην διατραπεζική αγορά και στην αγορά συναλλάγματος σε περιπτώσεις απρόβλεπτων εξελίξεων. Οι στόχοι λοιπόν της νομισματικής πολιτικής μιας κεντρικής τράπεζας γενικά, είναι το υψηλό επίπεδο απασχόλησης, η οικονομική πρόοδος, η σταθερότητα των τιμών, η σταθερότητα επιτοκίων, η σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών και η σταθερότητα στην αγορά συναλλάγματος.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι, Αθήνα: Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης 2005, Σελ. 115-118 και Rudiger Dornbusch Stanley Fischer, Μακροοικονομική, Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική 1993, Σελ. 479-485 και Παύλου Μ. Μαλινδρέτου, Νομισματική Πολιτική, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2000 Σελ. 139-140, 160

## ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ- ΑΠΟΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Πληθωρισμός ορίζεται ως μια υπερβολική αύξηση στην ποσότητα του χρήματος που λόγω αύξησης της ζήτησης, που θα προέρχεται από την αυξημένη αγοραστική δύναμη των καταναλωτών, συνεπάγεται και αύξηση στις τιμές. Από την άλλη σταθερότητα των τιμών ορίζεται ως η σταθερή απουσία πληθωρισμού αλλά και αποπληθωρισμού, δηλαδή συνεχούς μείωσης του γενικού επιπέδου των τιμών. Όμως, μια γενική αύξηση των τιμών που θα προέρχεται από έλλειψη σε αγαθά ή πρώτες ύλες δεν είναι απαραίτητα πληθωρισμός, καθώς τότε η αύξηση των τιμών θα προέρχεται από μείωση της προσφοράς έχοντας σταθερή ή αυξανόμενη τη ζήτηση, οπότε στην περίπτωση αυτή η αύξηση των τιμών δεν είναι αποτέλεσμα πληθωριστικής επίδρασης. Επίσης, μπορεί να υπάρχει σημαντικός πληθωρισμός που έχει να κάνει με τη λειτουργία της αγοράς. Στην περίπτωση αυτή όμως δεν θα οδηγηθούμε σε αύξηση των τιμών αν η αγορά διαθέτει μηχανισμούς ρύθμισης και ελέγχου τους. Αυτό βέβαια θα είχε σαν αποτέλεσμα ο μηχανισμός ελέγχου των τιμών μέσω της αγοράς να αποδιοργανώσει την οικονομική δραστηριότητα, επιδεινώνοντας τελικά τον πληθωρισμό. Με τον τρόπο αυτό, δεν θα υπήρχε κανένα όφελος, έστω και βραχυχρόνια, έχοντας επίσης δημιουργηθεί μια κεντρικά σχεδιασμένη οικονομία. Όσον αφορά τις μακροχρόνιες συνέπειες του πληθωρισμού, η σημαντικότερη, όπως θα αναφερθεί και παρακάτω, είναι η παρατεταμένη ανεργία. Δεν είναι σωστό να θεωρείται ότι εφόσον υπάρχει ανεργία, μια αύξηση στη συνολική ζήτηση θα έκανε μόνο καλό και καθόλου κακό. Θα υπήρχε ένα όφελος μόνο βραχυχρόνιο αλλά αυτό θα αντιστρεφόταν μακροχρόνια. Ακολουθώς θα προχωρήσουμε σε περαιτέρω ανάλυση.<sup>13</sup>

Τα προβλήματα που απορρέουν από τον αποπληθωρισμό είναι αρκετά. Οι μειωμένες τιμές οδηγούν σε μεγάλες και συνεχείς μεταβολές της διανομής του πλούτου. Οι οφειλέτες ανακαλύπτουν ότι το πραγματικό βάρος του χρέους έχει αυξηθεί πέρα από τις προσδοκίες τους και έτσι έχουμε έναν υψηλό λόγο χρέους προς το εισόδημα που σε συνδυασμό με τη μείωση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων οδηγεί στην παγίδα χρέους, δυσκολεύοντας την αποπληρωμή του. Βέβαια από αυτό προκύπτει ότι ωφελούνται οι δανειστές μόνο όμως αν οι οφειλέτες είναι σε θέση να πληρώσουν. Επίσης τα κέρδη μειώνονται καθώς μειώνονται οι τιμές αλλά και οι μισθοί, απειλώντας το μερίδιο αγοράς για μια βιομηχανία και έτσι αποθαρρύνονται ακόμη περισσότερο οι επενδύσεις, καθώς τα ονομαστικά επιτόκια δεν μπορούν να γίνουν αρνητικά, πράγμα που σημαίνει ότι τα πραγματικά

<sup>13</sup> F. A. HAYEK, *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Chicago: The University of Chicago Press, 1978, p. 217-218 και Dermot McAleese, *Οικονομική για Επιχειρησιακές Σπουδές, Ανταγωνισμός, Μακροσταθερότητα και Παγκοσμιοποίηση*, Αθήνα: Εκδόσεις Τυποθήτω Γιώργος Δαρδανός 2005, Σελ. 374, 377, 387

επιτόκια θα γίνουν υψηλότερα με αρνητικό αντίκτυπο στις επενδύσεις. Οι καταναλωτές επίσης διαφοροποιούν τη συμπεριφορά τους κατά τρόπο απρόβλεπτο καθώς δυσκολεύονται να εκτιμήσουν τις μεταβολές των τιμών μέσα σε ένα ρευστό τοπίο όπου η αβεβαιότητα κυριαρχεί.<sup>14</sup>

Σύμφωνα με τον καθηγητή Hayek, υπάρχει μια προκατάληψη υπέρ του πληθωρισμού, η οποία προκύπτει από τη γενική πεποίθηση ότι ο αποπληθωρισμός, το αντίθετο του πληθωρισμού, είναι πολύ πιο επικίνδυνος ώστε να κάνει πιο ελκυστικό τον πληθωρισμό, αν επρόκειτο να επιλέξουμε μεταξύ των δύο. Είναι αμφίβολο αν σε μια μακροπρόθεσμη οπτική ο αποπληθωρισμός είναι πιο επιζήμιος από τον πληθωρισμό. Όμως, ο μετριοπαθής πληθωρισμός είναι προτιμότερος κατά τη φάση της ανάπτυξης, ενώ ο αποπληθωρισμός είναι άμεσα και έντονα επώδυνος. Τόσο ο πληθωρισμός όσο και ο αποπληθωρισμός προκαλούν απρόσμενες αλλαγές τιμών. Και οι δύο απογοητεύουν όταν οι τιμές αποδειχθούν υψηλότερες ή χαμηλότερες από τις αναμενόμενες, καθώς επίσης και όταν οι αλλαγές των τιμών είναι οι αναμενόμενες, αναιρώντας τις επιπτώσεις που είχε η απρόσμενη εμφάνισή τους. Η διαφορά ανάμεσα στον πληθωρισμό και τον αποπληθωρισμό είναι ότι στον πληθωρισμό η ευχάριστη έκπληξη έρχεται πρώτη και η αντίδραση αργότερα, ενώ στον αποπληθωρισμό η πρώτη επίπτωση στις επιχειρήσεις είναι αρνητική. Για ένα διάστημα, οι δυνάμεις που επιφέρουν είτε τον πληθωρισμό είτε τον αποπληθωρισμό, αυτοτροφοδοτούνται κι έτσι η περίοδος κατά την οποία οι τιμές κινούνται ταχύτερα από το αναμενόμενο μπορεί να παραταθεί, ιδίως αν μάλιστα επιταχύνεται αυτή η τάση των τιμών, μέχρι να τις προφτάσουν αναγκαστικά οι προσδοκίες. Όταν συμβεί αυτό, ο χαρακτήρας των συνεπειών αλλάζει. Ο πληθωρισμός αρχικά παράγει συνθήκες στις οποίες περισσότεροι άνθρωποι έχουν κέρδη κατά κανόνα μεγαλύτερα από ό,τι συνήθως, ευνοώντας το επιχειρηματικό ρίσκο, καθώς σχεδόν τα πάντα επιτυγχάνουν και δύσκολα συμβαίνουν αποτυχίες. Αυτή η κατάσταση θα διαρκέσει για όσο καιρό οι άνθρωποι προσδοκούν πως οι τιμές θα συνεχίσουν να αυξάνονται με τον ίδιο ρυθμό. Έτσι υπολογίζοντας πόσο τις εκατό υψηλότερες θα είναι οι τιμές σε συγκεκριμένο αριθμό μηνών, θα αυξήσουν τις τιμές των συντελεστών παραγωγής που καθορίζουν τα κόστη σε επίπεδο αντίστοιχο με τις προσδοκώμενες μελλοντικές τιμές. Αν οι τιμές δεν αυξηθούν περισσότερο από όσο αναμένεται, τα κέρδη θα κυμανθούν στα φυσιολογικά επίπεδα, ενώ επίσης θα παρατηρηθεί κάποια μείωση στο ποσοστό εκείνων που καταγράφουν κέρδη. Έτσι, το διεγερτικό αποτέλεσμα θα λειτουργήσει μόνο για όσο διάστημα ο πληθωρισμός δεν είχε προβλεφθεί, ενώ μόλις αρχίσει να γίνεται αναμενόμενος,

---

<sup>14</sup> Dermot McAleese, Οικονομική για Επιχειρησιακές Σπουδές, Ανταγωνισμός Μακροσταθερότητα και Παγκοσμιοποίηση, Αθήνα: Εκδόσεις Τυποθήκη Γιώργος Δαρδανός 2005, Σελ. 387-388

τότε η συνέχισή του με έναν αυξανόμενο ρυθμό θα διατηρήσει τον ίδιο βαθμό οικονομικής άνθισης. Αν σε μια τέτοια κατάσταση, οι τιμές αυξηθούν λιγότερο από το αναμενόμενο, το αποτέλεσμα θα είναι ίδιο σε αντιστοιχία με εκείνο ενός απροσδόκητου αποπληθωρισμού. Για να συνεχίσει ο πληθωρισμός να προκαλεί την αρχική του διέγερση, θα πρέπει να αναπτύσσεται με ρυθμό πάντα ταχύτερο από τον αναμενόμενο.<sup>15</sup>

Έτσι, παρατηρούμε ότι ο πληθωρισμός δεν μπορεί να επιφέρει ποτέ κάτι περισσότερο από μια προσωρινή διέγερση της οικονομίας και αυτό το ευεργετικό αποτέλεσμα μπορεί να διατηρηθεί μόνο για όσο καιρό κάποιοι συνεχίζουν να «εξαπατώνται» και κάποιοι να έχουν προσδοκίες που διαψεύδονται ανώφελα. Η διέγερση που επιφέρει οφείλεται στα λάθη που παράγει, είναι ιδιαίτερα επικίνδυνη, καθώς οι επιζήμιες συνέπειες ακόμα και μικρών δόσεων πληθωρισμού μπορούν να αποσοβηθούν μόνο με μεγαλύτερες δόσεις πληθωρισμού. Αν ο πληθωρισμός συνεχιστεί για κάποιο διάστημα, η παρεμπόδιση της περαιτέρω επιτάχυνσής του θα δημιουργήσει μια κατάσταση όπου θα ήταν πολύ δύσκολο να αποφευχθεί ένας αυθόρμητος αποπληθωρισμός. Από τη στιγμή που ορισμένες δραστηριότητες έχουν διευρυνθεί υπερβολικά, μπορούν να διατηρηθούν μόνο με τη συνέχιση του πληθωρισμού καθώς η ταυτόχρονη διακοπή τους μπορεί να οδηγήσει σε μια διαδικασία κατά την οποία η πτώση μερικών εισοδημάτων οδηγεί στην πτώση άλλων εισοδημάτων κ.ο.κ. Φαίνεται λοιπόν πιθανό ότι εμποδίζοντας την εμφάνιση του πληθωρισμού, μπορούμε να αποφύγουμε τις σοβαρές υφέσεις που ακολουθούν. Όμως, από τη στιγμή που θα εμφανιστούν, λίγα μπορούμε να κάνουμε για να τις αντιμετωπίσουμε, σύμφωνα με τον Hayek. Ο πληθωρισμός είναι συνήθως η ευκολότερη διέξοδος από τις δυσκολίες που εμφανίζονται τόσο σε κυβερνητικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο ιδιωτικών επιχειρήσεων.<sup>16</sup>

Θεωρείται γενικά ευκολότερο να εμποδιστεί ο πληθωρισμός παρά ο αποπληθωρισμός. Μόλις ο αποπληθωρισμός γίνει αισθητός, θα υπάρξουν άμεσες προσπάθειες να καταπολεμηθεί, με βασικό μέτρο τα μηδενικά επιτόκια, χωρίς όμως αυτό να εγγυάται και την επιτυχή καταπολέμηση του. Η πιθανότητα να υπάρξουν αδικαιολόγητοι φόβοι για αποπληθωρισμό είναι μεγαλύτερη από την πιθανότητα έλλειψης των αναγκαίων αντίμετρων για την αντιμετώπισή του. Συνήθως, δεν εκλαμβάνεται η τοπική ευημερία ή η ευημερία σε κάποιον τομέα ως πληθωρισμός αλλά συχνά δημιουργείται η απαίτηση για κατάλληλα νομισματικά αντίμετρα σε κάποια τοπική ή κλαδική

<sup>15</sup> Φ. ΧΑΓΙΕΚ, Το Σύνταγμα της Ελευθερίας, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2008, σελ. 455-457

<sup>16</sup> Φ. ΧΑΓΙΕΚ, Το Σύνταγμα της Ελευθερίας, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2008, σελ. 458-459



ύφεση.<sup>17</sup>

Ο Hayek συντάσσεται υπέρ της επιβολής αυστηρών και κατάλληλων κανόνων που να δεσμεύουν τις νομισματικές αρχές. Θεωρεί ότι θα έπρεπε να υπάρχει μια συμφωνία σχετικά με το σκοπό που θα όφειλε να επιδιώκει η νομισματική πολιτική, ο οποίος θα μπορούσε να επιτευχθεί από μια ανεξάρτητη νομισματική αρχή, πλήρως προστατευμένη από πολιτικές πιέσεις και ελεύθερη να αποφασίζει για τα μέσα που πρέπει να χρησιμοποιηθούν. Έτσι, γίνεται φανερή η ανάγκη διατήρησης ανεξάρτητων κεντρικών τραπεζών.<sup>18</sup>

Υπάρχει, παρ' όλα αυτά, ένα βασικό ζήτημα που αντιμετωπίζουν οι κεντρικές τράπεζες. Μια κεντρική τράπεζα μπορεί να ασκήσει μόνο κάποιον έμμεσο και επομένως περιορισμένο έλεγχο στα μέσα που κυκλοφορούν. Η εξουσία της βασίζεται κυρίως στην απειλή της μη προσφοράς μετρητών, όταν αυτά χρειάζονται, έχοντας ταυτόχρονα και καθήκον να μην αρνείται ποτέ να προσφέρει αυτά τα μετρητά σε κάποια τιμή. Αυτό κάνει αναγκαίο για την κεντρική τράπεζα να περιστέλλει ή να επεκτείνει την πίστωση, εξουδετερώνοντας ή ματαιώνοντας εξελίξεις που δημιουργούνται προς τη μία ή την άλλη κατεύθυνση. Επίσης, όσον αφορά τα μέτρα που έχουν στόχο να επηρεάσουν τις τιμές και την απασχόληση, θα πρέπει αυτά να στοχεύουν στο να εμποδίζουν τις όποιες αλλαγές προτού συμβούν, παρά να τις διορθώνουν αφού έχουν συμβεί. Αν μια κεντρική τράπεζα περίμενε πάντα μέχρι να την εξαναγκάσει σε δράση κάποιος κανόνας ή μηχανισμός, οι διακυμάνσεις που θα προέκυπταν θα ήταν πολύ μεγαλύτερες από ό,τι θα χρειαζόταν. Αν επίσης μια κεντρική τράπεζα λαμβάνει μέτρα μέσα στο πλαίσιο της διακριτικής της ευχέρειας προς μια κατεύθυνση αντίθετη από εκείνη που αργότερα θα της επιβάλλει ένας μηχανισμός ή κανόνας, θα καταστήσει πολύ δύσκολη την επιτυχή λειτουργία του μηχανισμού αυτού. Έτσι, θα πρέπει να προσδιοριστεί εκ των προτέρων ο σκοπός της νομισματικής πολιτικής που ασκείται ανάλογα με το αν επιθυμούμε να διατηρήσουμε σταθερό ένα επίπεδο απασχόλησης ή ένα επίπεδο τιμών. Αυτοί οι δύο στόχοι δεν συγκρούονται αναγκαστικά μεταξύ τους, αρκεί η προτεραιότητα να δοθεί στις προϋποθέσεις της νομισματικής σταθερότητας και η υπόλοιπη οικονομική πολιτική να προσαρμόζεται σε αυτές. Ωστόσο, θα προκύψει σύγκρουση μεταξύ των δύο αυτών στόχων εάν επιδιωχθεί η «πλήρης απασχόληση», δηλαδή η μέγιστη απασχόληση που μπορεί να παραχθεί βραχυπρόθεσμα με την χρήση νομισματικών μέσων. Προς αυτό το στόχο κινείται και ο προοδευτικά αυξανόμενος πληθωρισμός. Ο

<sup>17</sup> Φ. ΧΑΓΓΙΕΚ, Το Σύνταγμα της Ελευθερίας, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2008, σελ. 459

<sup>18</sup> Φ. ΧΑΓΓΙΕΚ, Το Σύνταγμα της Ελευθερίας, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2008, σελ. 460

στόχος ενός υψηλού και σταθερού επιπέδου απασχόλησης μπορεί να διασφαλιστεί μέσω της σταθερότητας ενός συνολικού επιπέδου τιμών, το οποίο δεν θα πρέπει να αναφέρεται αποκλειστικά στα τελικά προϊόντα, καθώς αν αναφερόταν μόνο σε αυτά θα μπορούσε, σε εποχές μεγάλης τεχνολογικής προόδου, να παράγει μεγάλη πληθωριστική τάση.<sup>19</sup>

Ο κίνδυνος ότι ο πληθωρισμός θα συνεχιστεί οφείλεται στην αδυναμία εναντίωσης σε αυτόν. Η δυσκολία παρεμπόδισης του πληθωρισμού είναι μια δυσκολία πολιτική και όχι οικονομική. Σχεδόν κανείς δεν φαίνεται να πιστεύει ότι οι νομισματικές αρχές έχουν την ισχύ να τον εμποδίσουν και ότι θα εφαρμόσουν την ισχύ αυτή. Αν δεν μπει φραγμός στην πληθωριστική τάση, θα οδηγηθούμε σε ολοένα και μεγαλύτερο κρατικό έλεγχο. Επίσης, η οποιαδήποτε συνεχιζόμενη αύξηση των τιμών είναι επικίνδυνη καθώς από την στιγμή που αυτή θα αρχίσει να διεγείρει την οικονομία, δημιουργεί τη δέσμευση για μια πορεία με ολοένα και μεγαλύτερο πληθωρισμό από τη μια ή με κάμψη της οικονομίας και ύφεση στην προσπάθεια να διορθωθεί ο ολοένα αυξανόμενος πληθωρισμός. Ακόμα και ένα πολύ μετριοπαθές ποσοστό πληθωρισμού είναι επικίνδυνο επειδή δεσμεύει τους υπεύθυνους για τις πολιτικές αποφάσεις στην κατεύθυνση του διαρκώς αυξανόμενου πληθωρισμού, ως την μοναδική εύκολη διέξοδο. Οι προσπάθειες των ατόμων να προστατευθούν από τον πληθωρισμό μέσω των συμβάσεων που περιλαμβάνουν τιμαριθμική αναπροσαρμογή των μισθών, καθιστούν τελικά τη διαδικασία αυτοεπιταχυνόμενη και αυξάνουν τον πληθωρισμό σε επίπεδα ανώτερα από τα αναγκαία για να διατηρηθεί το διεγερτικό του αποτέλεσμα στην οικονομία. Ο πληθωρισμός αποθαρρύνει τις αποταμιεύσεις, ενώ αντίθετα ενθαρρύνει την προσφυγή στο χρέος και «καταστρέφει» τη μεσαία τάξη, δημιουργώντας ένα επικίνδυνο χάσμα ανάμεσα στους πλούσιους και σε εκείνους που δεν έχουν καμία ιδιοκτησία. Αυτό το χάσμα χαρακτηρίζει κοινωνίες που πέρασαν παρατεταμένες περιόδους πληθωρισμού και αποτελεί πηγή μεγάλης έντασης. Επίσης, δημιουργείται στον γενικό πληθυσμό μια περιφρόνηση για τους μακροπρόθεσμους στόχους και ένα αποκλειστικό ενδιαφέρον μόνο για άμεσα πλεονεκτήματα, πράγμα που χαρακτηρίζει συνήθως τη δημόσια πολιτική. Οι πληθωριστικές πολιτικές υποστηρίζονται κατά κανόνα από εκείνους που επιθυμούν μεγαλύτερο κυβερνητικό έλεγχο, καθώς έτσι δημιουργείται μεγαλύτερη εξάρτηση του ατόμου από την κυβέρνηση, πράγμα που οδηγεί σε απαίτηση για κυβερνητικές δράσεις. Ο πληθωρισμός είναι πιθανότατα ο σημαντικότερος παράγοντας στον φαύλο κύκλο όπου μια κυβερνητική δράση καθιστά αναγκαίο τον ολοένα και περισσότερο κυβερνητικό έλεγχο, κάτι που θα

---

<sup>19</sup> Φ. ΧΑΓΙΕΚ, Το Σύνταγμα της Ελευθερίας, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2008, σελ. 462-463

μπορούσε να εμποδίσει η νομισματική πολιτική.<sup>20</sup>

Όπως αναφέρει ο Hayek, υπάρχει η πεποίθηση ότι ένας μέτριος πληθωρισμός είναι ένα μικρό τίμημα προκειμένου να πετύχουμε την πλήρη απασχόληση. Έτσι δίνεται η εντύπωση ότι αυτό που κάνει ο πληθωρισμός είναι μια αναδιανομή του εισοδήματος ώστε κάποιοι να χάνουν και κάποιοι άλλοι να κερδίζουν, ενώ η ανεργία σημαίνει μείωση του πραγματικού εισοδήματος. Ωστόσο, αυτή η αντίληψη παραγνωρίζει το γεγονός ότι ο πληθωρισμός προκαλεί στρέβλωση σε όλη τη δομή της οικονομίας που αργά ή γρήγορα αυτή θα προκαλέσει αναπόφευκτα πιο εκτεταμένη ανεργία από πριν. Αυτό συμβαίνει επειδή ολοένα και περισσότεροι εργαζόμενοι απορροφώνται σε δουλειές που εξαρτώνται από τον συνεχώς αυξανόμενο πληθωρισμό. Το αποτέλεσμα είναι μια κατάσταση εντεινόμενης αστάθειας, η οποία θα εξαρτάται από αυξανόμενα ελλείμματα στον κρατικό προϋπολογισμό προκειμένου να τροφοδοτείται η ζήτηση για συγκεκριμένα επαγγέλματα. Έτσι, όσο περισσότερο οι πολιτικοί εμμένουν να διατηρούν χαμηλά την ανεργία μέσα από αυξανόμενο πληθωρισμό, τόσο μεγαλύτερος τελικά θα καταλήξει ο πληθωρισμός χωρίς το επιθυμητό αποτέλεσμα στην ανεργία. Η λύση στην περίπτωση αυτή δεν είναι να διατηρούνται οι υπάρχουσες θέσεις εργασίας με κάθε κόστος, αν αυτές δεν είναι ανταγωνιστικές. Το ζητούμενο είναι μέσα από την ανταγωνιστικότητα να δημιουργούνται νέες θέσεις εργασίας εκεί όπου υπάρχει πραγματική ζήτηση και όχι να διατηρούνται οι υπάρχουσες θέσεις εργασίας μέσα από κρατικές δαπάνες που αυξάνουν τα κρατικά ελλείμματα δημιουργώντας ελλειμματικούς προϋπολογισμούς, τονίζει ο καθηγητής Hayek.<sup>21</sup>

Υπάρχει η άποψη ότι η ανεργία οφείλεται σε ανεπάρκεια της συνολικής ζήτησης και ότι αυτό θα αλλάξει μέσα από την αύξηση της ζήτησης. Πράγματι, ένα ποσοστό της ανεργίας οφείλεται στη μειωμένη συνολική ζήτηση και μια αύξηση της συνολικής ζήτησης στις περισσότερες περιπτώσεις οδηγεί σε μια παροδική αύξηση της απασχόλησης. Όμως, δεν οφείλεται η ανεργία στο σύνολό της σε ανεπάρκεια της συνολικής ζήτησης και ούτε η ανεργία θα εξαφανιζόταν αν η συνολική ζήτηση ήταν υψηλότερη. Επίσης, η απασχόληση που οφείλεται σε μια αύξηση της ζήτησης δεν μπορεί να διατηρηθεί αν η ζήτηση δεν αυξάνεται διαρκώς. Αυτό το είδος της ανεργίας που «θεραπεύεται» με τον πληθωρισμό προσωρινά, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, γίνεται χειρότερη και αυτό οφείλεται σε αποπροσανατολισμό των πόρων που προκαλεί ο πληθωρισμός. Αυτό μπορεί να αποφευχθεί μόνο με

<sup>20</sup> Φ. ΧΑΓΙΕΚ, Το Σύνταγμα της Ελευθερίας, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2008, σελ. 464-466

<sup>21</sup> F. A. HAYEK, New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas, Chicago: The University of Chicago Press, 1978, p. 191-194

την μετακίνηση των εργαζομένων από δουλειές που υπάρχει πλεονάζουσα ζήτηση στις δουλειές εκείνες που υπάρχει έλλειμμα. Για το σκοπό αυτό θα πρέπει στην αγορά εργασίας να υπάρχει διαρκής προσαρμογή των εργαζομένων και του είδους εργασίας που προσφέρουν σε σχέση με τους μισθούς, που θα καθορίζονται από την προσφορά και τη ζήτηση. Ο ρόλος των συνδικάτων στην αύξηση του πληθωρισμού αφορά τον πληθωρισμό που αναπτύσσεται λόγω αυξημένης ζήτησης και όχι τον πληθωρισμό κόστους, κι αυτό επειδή μέσα από τη λογική της πολιτικής πλήρους απασχόλησης πιέζουν τις κυβερνήσεις για αυξήσεις στους μισθούς και επενδύσεις που δημιουργούν μακροπρόθεσμα πληθωρισμό λόγω αυξημένης ζήτησης.<sup>22</sup>

Επίσης άμεσο κόστος του πληθωρισμού είναι ότι αποθαρρύνει τη χρήση του χρήματος. Στις οικονομίες που εμφανίζουν «υπερπληθωρισμό», δηλαδή πληθωρισμό με ετήσιο ρυθμό πάνω από 1000% ή με μηνιαίο ρυθμό πάνω από 50% ,λόγω της υπερβολικής αύξησης στην προσφορά χρήματος , οι άνθρωποι πολλές φορές σταματούν εντελώς να χρησιμοποιούν το χρήμα και καταφεύγουν στην ανταλλαγή αγαθών ή στη χρήση ξένων νομισμάτων που αποκτούν στη μαύρη αγορά. Με τον τρόπο αυτό, αποφεύγουν τη διακράτηση χρήματος, το οποίο συνεχώς χάνει την αξία του. Κάτι τέτοιο οδηγεί την οικονομία σε πάγωμα. Αυτό όμως δεν συμβαίνει σε μια οικονομία με πληθωρισμό 10% ή και λιγότερο το χρόνο, καθώς εκεί το αρνητικό αποτέλεσμα του πληθωρισμού σε σχέση με τη χρησιμοποίηση του χρήματος είναι αμελητέο. Θα πρέπει για να τερματιστεί ο υπερπληθωρισμός η κεντρική τράπεζα να μειώσει το ρυθμό αύξησης της προσφοράς χρήματος.<sup>23</sup>

Στις ΗΠΑ, ο πληθωρισμός προξενεί προβλήματα στο φορολογικό σύστημα, μιας και ο πληθωρισμός δημιουργεί φαινομενικά κέρδη στους ιδιοκτήτες στοιχείων ενεργητικού χωρίς όμως αυτά τα κέρδη να αντιπροσωπεύουν άνοδο της πραγματικής αξίας. Αυτά τα κέρδη όμως φορολογούνται δημιουργώντας έτσι, λόγω του πληθωρισμού, αντικίνητρο για αποταμίευση. Ο πληθωρισμός δημιουργεί φαινομενικές ζημιές για επιχειρήσεις που έχουν χρέη, περιορίζοντας έτσι τους φόρους που αυτές οφείλουν στο κράτος και ενθαρρύνοντας έτσι τη συνεχόμενη χρέωση των επιχειρήσεων. Ο πληθωρισμός δυσκολεύει τους επενδυτές στην αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων και της

---

<sup>22</sup> F. A. HAYEK, *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Chicago: The University of Chicago Press, 1978, p. 194-195

<sup>23</sup> N. Gregory Mankiw, *Μακροοικονομική Θεωρία Α' Τόμος*, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg 2002, Σελ.285-287,289 και Πωλ Κρούγκμαν, *Η εποχή των μειωμένων προσδοκιών*, Αθήνα: Εκδόσεις Πόλις, 1995, σελ. 91-92 και Rudiger Dornbusch Stanley Fischer, *Μακροοικονομική*, Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική 1993, Σελ.807-808

ορθής αξιολόγησης των επιχειρηματικών σχεδίων. Ορισμένες, επίσης, φορές υποστηρίζεται ότι ο φόβος του πληθωρισμού αποθαρρύνει τις επενδύσεις λόγω της διατήρησης υψηλών μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Οι πληθωριστικές προσδοκίες διατηρούν τα επιτόκια σε υψηλό επίπεδο και αυτό συμβαίνει επειδή οι δανειζόμενοι είναι πρόθυμοι να πληρώσουν υψηλότερα επιτόκια, καθώς εκτιμούν ότι το νόμισμα εξόφλησης θα έχει μειωμένη αγοραστική αξία λόγω του πληθωρισμού. Αν εξαλείφονταν εντελώς ο πληθωρισμός, το αποτέλεσμα θα ήταν καταστροφικό για επιχειρήσεις που έχουν δανειστεί μακροπρόθεσμα κεφάλαια, λαμβάνοντας υπόψη ότι ο πληθωρισμός θα μειώσει το πραγματικό κόστος του ποσού της αποπληρωμής τους, συνυπολογίζοντας και το αντίστοιχο επιτόκιο. Έτσι, βλέπουμε ότι η άμεση επίπτωση του πληθωρισμού στα ονομαστικά επιτόκια δεν αυξάνει συστηματικά το πραγματικό κόστος δανεισμού. Ακόμα, θα μπορούσαμε να πούμε ότι ένας απροσδόκητος πληθωρισμός μπορεί να προξενήσει εκτεταμένες και απότομες ζημιές σε οργανισμούς και ιδιώτες.<sup>24</sup>

Αναφερόμενοι σε έναν επιταχυνόμενο πληθωρισμό, θα πρέπει να τονίσουμε ότι η δημιουργία του οφείλεται μεταξύ άλλων και σε προσπάθεια συμπίεσης του μη-πληθωριστικού ποσοστού ανεργίας κάτω από αυτό το επίπεδο. Επίσης, για να συμπίεσουμε το ρυθμό πληθωρισμού, είναι απαραίτητο να μείνει η οικονομία για μεγάλο διάστημα σε επίπεδο ανεργίας υψηλότερο από το μη πληθωριστικό ποσοστό ανεργίας. Υψηλή ανεργία σημαίνει μια οικονομία που κινείται χαμηλότερα από τις δυνατότητες του παραγωγικού δυναμικού της, οπότε για να μειωθεί ο πληθωρισμός, η οικονομία πρέπει να δεχτεί να θυσιάσει παραγωγικό δυναμικό. Υπάρχουν εκτιμήσεις που αναφέρουν ότι για να έχουμε περιορισμό στο ρυθμό πληθωρισμού κατά μία μονάδα, η οικονομία πρέπει να κινηθεί περίπου πέντε εκατοστιαίες μονάδες κάτω από το παραγωγικό δυναμικό που διαθέτει. Αυτό θεωρείται πολύ μεγάλο κόστος, έστω κι αν μιλάμε για μια μακροπρόθεσμη ή μόνιμη μείωση του πληθωρισμού.<sup>25</sup>

Άνεργοι, αναφέροντας ένα γενικό ορισμό, λέγονται τα άτομα που βρίσκονται σε ηλικία εργασίας αλλά για μια συγκεκριμένη περίοδο βρίσκονται εκτός εργασίας, ενώ έχουν τη βούληση να εργαστούν κάνοντας προσπάθεια για να βρουν εργασία χωρίς όμως αυτή η προσπάθεια να έχει αποτέλεσμα. Το εργατικό δυναμικό είναι το άθροισμα των απασχολούμενων και των ανέργων, ενώ το ποσοστό ανεργίας είναι το ποσοστό του εργατικού δυναμικού που είναι άνεργο. Ως διάρκεια

<sup>24</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η εποχή των μειωμένων προσδοκιών, Αθήνα: Εκδόσεις Πόλις, 1995, σελ. 91-93 και N. Gregory Mankiw, Μακροοικονομική Θεωρία Α' Τόμος, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg 2002, Σελ. 287

<sup>25</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η εποχή των μειωμένων προσδοκιών, Αθήνα: Εκδόσεις Πόλις, 1995, σελ. 94-95

ανεργίας κάποιου ατόμου ορίζεται το μήκος της χρονικής περιόδου που το άτομο παραμένει συνεχώς άνεργο, έτσι με δεδομένο το ποσοστό ανεργίας, όσο μικρότερη είναι η διάρκεια της ανεργίας τόσο μεγαλύτερες είναι οι ροές από και προς την απασχόληση. Γνωρίζουμε εδώ και αρκετές δεκαετίες ότι υπάρχει ένα επίπεδο ανεργίας κάθε φορά και σε κάθε περίπτωση, το οποίο είναι συμβατό με ένα σταθερό ρυθμό πληθωρισμού. Όπως είδαμε, αν γίνει προσπάθεια αύξησης της ζήτησης από μια κυβέρνηση, σκοπεύοντας να μειωθεί η ανεργία κάτω από το επίπεδο αυτό, τότε θα έχουμε επιτάχυνση του πληθωρισμού. Αν, από την άλλη μεριά, μια κυβέρνηση θελήσει να μειώσει το ρυθμό πληθωρισμού, τότε θα πρέπει να περιορίσει τη ζήτηση αυξάνοντας την ανεργία περισσότερο από το αρχικό της επίπεδο. Το ποσοστό ανεργίας που είναι συμβατό με ένα σταθερό ρυθμό πληθωρισμού, ο Milton Friedman το αποκάλεσε «φυσικό ποσοστό ανεργίας». Το φυσικό ποσοστό ανεργίας δεν είναι ένα αμετάβλητο χαρακτηριστικό της οικονομίας, καθώς μπορεί να αυξηθεί ή να μειωθεί ανάλογα με τη μεταβολή στη μακροπρόθεσμη πολιτική που ακολουθούν οι κυβερνήσεις, γι' αυτό και σχετίζεται με τις αλλαγές στις δομές της οικονομίας. Έτσι, για παράδειγμα, οι περιοριστικές ρυθμίσεις που κάνουν δαπανηρό για τις επιχειρήσεις να προσθέτουν νέα άτομα στο δυναμικό τους, μπορεί να ανεβάσουν το μη πληθωριστικό ποσοστό ανεργίας. Οι περισσότερες εκτιμήσεις τοποθετούν το μη-πληθωριστικό ποσοστό για τις ΗΠΑ μεταξύ 5% και 7%.<sup>26</sup>

---

<sup>26</sup> Πωλ Κρούγκμαν, *Η εποχή των μειωμένων προσδοκιών*, Αθήνα: Εκδόσεις Πόλις, 1995, σελ. 61-63 και Dermot McAleese, *Οικονομική για Επιχειρησιακές Σπουδές, Ανταγωνισμός Μακροσταθερότητα και Παγκοσμιοποίηση*, Αθήνα: Εκδόσεις Τυποθήκη Γιώργος Δαρδανός 2005, Σελ.447 και N. Gregory Mankiw, *Μακροοικονομική Θεωρία Α' Τόμος*, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg 2002, Σελ.88,221-223 και Rudiger Dornbusch, Stanley Fischer, *Μακροοικονομική*, Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική 1993, Σελ.674

## ΤΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ

Σύμφωνα με τον Keynes, το επιτόκιο είναι η αμοιβή για την παραίτησή μας από ρευστότητα για ορισμένη περίοδο. Είναι, δηλαδή, το επιτόκιο η αντίστροφη αναλογία μεταξύ ενός ποσού χρημάτων και εκείνου που μπορεί να αποκτήσει ο κάτοχος αν παραιτηθεί του ελέγχου πάνω στο ποσό αυτό. Έτσι, εφόσον το επιτόκιο είναι η αμοιβή για τη στέρηση της ρευστότητας, αποτελεί μέτρο της απροθυμίας εκείνων που κατέχουν χρήμα να στερηθούν τον έλεγχο της ρευστότητάς του. Το επιτόκιο δεν είναι η «τιμή» που φέρνει σε ισορροπία τη ζήτηση για πόρους προς επένδυση με την ετοιμότητα αποχής από παρούσα κατανάλωση. Είναι η «τιμή» που εξισορροπεί την επιθυμία διακράτησης πλούτου με τη μορφή ρευστού με τη διαθέσιμη ποσότητα ρευστού, πράγμα που σημαίνει ότι αν το επιτόκιο ήταν χαμηλότερο, δηλαδή η αμοιβή για τη στέρηση των ρευστών μειωνόταν, η συνολική ποσότητα ρευστών που θα επιθυμούσε το κοινό να κρατήσει θα υπερέβαινε τη διαθέσιμη ποσότητα. Αν το επιτόκιο αυξανόταν, θα υπήρχε πλεόνασμα ρευστών που κανένας δεν θα επιθυμούσε να κρατήσει. Έτσι, η ποσότητα χρήματος είναι ο παράγοντας που καθορίζει το πραγματικό επιτόκιο σε δεδομένες περιστάσεις, σε συνδυασμό με την προτίμηση ρευστότητας. Η προτίμηση ρευστότητας είναι μια δυνατότητα που καθορίζει την ποσότητα χρήματος που θα κρατά το κοινό όταν είναι δεδομένο το επιτόκιο.<sup>27</sup>

Όταν ασχολούμαστε με το κερδοσκοπικό κίνητρο, είναι σημαντικό να κάνουμε τη διάκριση μεταξύ των μεταβολών στο επιτόκιο, οι οποίες οφείλονται σε μεταβολές στην προσφορά χρήματος που είναι διαθέσιμη για να ικανοποιήσει το κερδοσκοπικό κίνητρο και σε εκείνες που πρωταρχικά οφείλονται σε μεταβολές των προσδοκιών. Οι πράξεις ανοιχτής αγοράς μπορεί να επηρεάσουν το επιτόκιο, αφού μπορούν όχι μόνο να μεταβάλλουν τον όγκο του χρήματος, αλλά και να προκαλέσουν αλλαγή των πολιτικών αναφορικά με την μελλοντική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας ή της κυβέρνησης. Σε ομαλές συνθήκες, το τραπεζικό σύστημα μπορεί πάντοτε να αγοράζει ή να πουλά ομόλογα έναντι μετρητών, με ήπια ώθηση των τιμών του αγοράς προς τα πάνω ή προς τα κάτω. Όσο μεγαλύτερη είναι η ποσότητα των μετρητών που επιδιώκουν να δημιουργούν ή να ακυρώνουν αγοράζοντας ή πουλώντας ομόλογα και χρεόγραφα, τόσο μεγαλύτερη πρέπει να είναι

---

<sup>27</sup> JOHN MAYNARD KEYNES, Η Γενική Θεωρία της Απασχόλησης, του Τόκου και του Χρήματος, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 194-195 και Rudiger Dornbusch Stanley Fischer, Μακροοικονομική, Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική 1993, Σελ. 430-431

η πτώση ή η άνοδος του επιτοκίου.<sup>28</sup>

Το επιτόκιο είναι σε σημαντικό βαθμό ψυχολογικό φαινόμενο. Το μακροπρόθεσμο επιτόκιο, όταν βρίσκεται σε επίπεδο πάνω από το επιτόκιο που αντιστοιχεί σε πλήρη απασχόληση, εξαρτάται όχι μόνο από την τρέχουσα πολιτική των νομισματικών αρχών αλλά επίσης από τις προσδοκίες της αγοράς σχετικά με τη μελλοντική πολιτική. Εδώ θα αναφέρουμε και τη θεωρία των προσδοκιών που είναι η βασική θεωρία της διάρθρωσης των επιτοκίων και στηρίζεται στην υπόθεση ότι οποιοδήποτε μακροπρόθεσμο επιτόκιο αποτελεί το μέσο όρο των προσδοκώμενων μελλοντικών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων για μια συγκεκριμένη περίοδο. Έτσι αν τα μελλοντικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια αναμένεται να έχουν αυξητική πορεία τότε οι επενδυτές αναζητούν υψηλότερο μακροπρόθεσμο επιτόκιο, ενώ τα ζητούμενα μακροπρόθεσμα επιτόκια είναι χαμηλότερα αν τα αναμενόμενα μελλοντικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια βαίνουν μειούμενα. Το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο ελέγχεται εύκολα από τις νομισματικές αρχές επειδή δεν είναι δύσκολο να δημιουργήσουν την πεποίθηση ότι η πολιτική τους δεν θα μεταβληθεί σημαντικά στο εγγύς μέλλον, αλλά και επειδή η πιθανή απώλεια είναι μικρή σε σύγκριση με την τρέχουσα απόδοση. Πιο δύσκολα μπορούμε να χειριστούμε το μακροπρόθεσμο επιτόκιο όταν έχει πέσει σε ένα επίπεδο που, σύμφωνα με τις προσδοκίες της μελλοντικής νομισματικής πολιτικής, θεωρείται από την κοινή γνώμη «μη ασφαλές».<sup>29</sup>

Η έκταση στην οποία η τιμή των ομολόγων, όπως καθορίζεται από το τραπεζικό σύστημα, είναι αποτελεσματική ποικίλλει. Μερικές φορές, η τιμή είναι αποτελεσματικότερη σε μια κατεύθυνση παρά στην άλλη, δηλαδή το τραπεζικό σύστημα μπορεί να αγοράζει ομόλογα σε μια τιμή αλλά να μην τα πουλάει οπωσδήποτε σε τιμή που να προσεγγίζει πολύ την τιμή αγοράς τους. Επίσης, οι νομισματικές αρχές δεν δείχνουν την ίδια προθυμία στα ομόλογα όλων των λήξεων. Συχνά επικεντρώνονται σε βραχυπρόθεσμες ομολογίες και αφήνουν την τιμή των μακροπρόθεσμων ομολογιών να επηρεάζεται από τις αντιδράσεις της τιμής των βραχυχρόνιων ομολογιών. Αν οι νομισματικές αρχές ήταν διατεθειμένες να κάνουν αγοραπωλησίες με ειδικούς όρους σε ομόλογα κάθε λήξης και ακόμα περισσότερο αν ήταν διατεθειμένες να εμπορεύονται ομόλογα ποικίλων

<sup>28</sup> JOHN MAYNARD KEYNES, Η Γενική Θεωρία της Απασχόλησης, του Τόκου και του Χρήματος, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 225-226

<sup>29</sup> JOHN MAYNARD KEYNES, Η Γενική Θεωρία της Απασχόλησης, του Τόκου και του Χρήματος, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 230-231 και Παναγιώτης Χρ. Αγγελόπουλος, Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι, Αθήνα: Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης 2005, Σελ. 268-269



βαθμών κινδύνου, οι σχέσεις μεταξύ του επιτοκίου και της ποσότητας του χρήματος θα ήταν άμεση. Όμως, υπάρχουν συγκεκριμένοι περιορισμοί στην ικανότητα των νομισματικών αρχών να καθιερώσουν οποιαδήποτε διαβάθμιση επιτοκίων για ομόλογα διαφόρων λήξεων και κινδύνων. Οι περιορισμοί αφορούν την πρακτική των νομισματικών αρχών να περιορίζουν την επιθυμία τους στη διαπραγμάτευση ομολόγων ενός ιδιαίτερου τύπου. Επίσης, υπάρχει πιθανότητα η προτίμηση ρευστότητας να καταστεί απόλυτη αφού το επιτόκιο πέσει σε ένα ορισμένο επίπεδο και έτσι όλοι προτιμούν μετρητά έναντι μιας ομολογίας που αποδίδει αυτό το χαμηλό επιτόκιο. Αν συνέβαινε αυτό, οι νομισματικές αρχές θα έχαναν τον αποτελεσματικό έλεγχο πάνω στο επιτόκιο. Τέλος, υπάρχει και το κόστος υπολογισμού του κινδύνου (ιδιαίτερα του ηθικού κινδύνου, για τον οποίο απαιτεί να εξασφαλιστεί ο δανειστής προσαυξάνοντας το καθαρό επιτόκιο στον δανειζόμενο). Έτσι το επιτόκιο που πρέπει να πληρώσει ένας δανειζόμενος μπορεί να μειώνεται πιο αργά από ό,τι το καθαρό επιτόκιο και μπορεί να μην είναι δυνατόν να συμπιεστεί κάτω από ένα ορισμένο ελάχιστο επίπεδο. Αυτό παίζει μεγάλο ρόλο, ιδιαίτερα αν η εκτίμηση του ηθικού κινδύνου είναι υψηλή.<sup>30</sup>

---

<sup>30</sup> JOHN MAYNARD KEYNES, Η Γενική Θεωρία της Απασχόλησης, του Τόκου και του Χρήματος, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 232-234

## ΜΟΝΕΤΑΡΙΣΤΙΚΗ - ΚΕΥΝΣΙΑΝΗ ΘΕΩΡΙΑ

Μονεταρισμός είναι η θεωρία εκείνη που πρεσβεύει πως η συνολική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών μπορεί να επηρεαστεί πιο αποτελεσματικά με τη ρύθμιση και τον έλεγχο της προσφοράς του χρήματος, δηλαδή την ποσότητα του χρήματος που βρίσκεται σε κυκλοφορία στην οικονομία, από έναν νομισματικό φορέα (κεντρική τράπεζα). Έτσι, οι μονεταριστές υποστηρίζουν ότι η ρύθμιση και ο έλεγχος της ποσότητας προσφοράς του χρήματος είναι δυνατόν να επηρεάσει το ακαθάριστο εγχώριο εισόδημα, μεταβάλλοντας τα ρευστά διαθέσιμα των ατόμων και των επιχειρήσεων κι έτσι μπορεί να μεταβληθεί η ζήτηση για αγαθά και υπηρεσίες. Κύριο στόχο έχουν τον έλεγχο του επιπέδου των τιμών, παραβλέποντας προσωρινά τις συνέπειες της πολιτικής τους στο επίπεδο της απασχόλησης. Αντίθετα, η κεϋνσιανή οικονομική πολιτική έχει ως τελικό της στόχο τη μείωση της ανεργίας, την αύξηση της απασχόλησης και της παραγωγής, παραβλέποντας τις πληθωριστικές συνέπειες για ένα προσωρινό διάστημα. Έτσι, γίνεται σαφές ότι οι μονεταριστές προτιμούν την άσκηση της νομισματικής πολιτικής προκειμένου να σταθεροποιήσουν την οικονομία μέσα από τη λήψη των κατάλληλων νομισματικών μέτρων. Από την άλλη, η κεϋνσιανή πολιτική δείχνει μια προτίμηση στη δημοσιονομική πολιτική, προσπαθώντας μέσα από τη λήψη δημοσιονομικών μέτρων να σταθεροποιήσει και να δώσει ώθηση στην οικονομία. Οι μονεταριστές υποθέτουν ότι ο ιδιωτικός τομέας βρίσκεται σε μια σταθερή κατάσταση που εξασφαλίζεται από το μηχανισμό της ελεύθερης λειτουργίας της αγοράς, χωρίς να παρεμβαίνει το κράτος. Οι μονεταριστές δέχονται ότι μικρές διακυμάνσεις στην παραγωγή και απασχόληση μπορεί να εμφανιστούν βραχυπρόθεσμα. Η ανισορροπία στην οικονομία, κατά την άποψή τους, δημιουργείται από τις παρεμβάσεις του κράτους, στη λειτουργία του ιδιωτικού τομέα και γι' αυτό είναι εναντίον της οποιαδήποτε ρύθμισης και ελέγχου που μπορεί να ασκήσει το κράτος. Οι κεϋνσιανοί, αντίθετα, υποστηρίζουν ότι ο ιδιωτικός τομέας είναι ασταθής και δημιουργεί προβλήματα στην οικονομία, επιφέροντας την ανάγκη κρατικής παρέμβασης προκειμένου να σταθεροποιηθεί και να αναπτυχθεί το οικονομικό περιβάλλον. Οι μονεταριστές υποστηρίζουν ότι για το φαινόμενο της ταυτόχρονης εμφάνισης του πληθωρισμού και της ανεργίας (στασιμοπληθωρισμός) ευθύνεται η κεϋνσιανή οικονομική πολιτική, αδυνατώντας να ελέγξει τον πληθωρισμό αλλά και επειδή το επίπεδο διατήρησης της απασχόλησης μέσω κρατικών δαπανών είναι μεταβατικό και χρειάζεται συνεχή ανατροφοδότηση για να διατηρηθεί στο ίδιο επίπεδο, πράγμα ανέφικτο κυρίως σε σχέση με την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών. Καταληκτικά, συμπεραίνουμε ότι κανένα από τα δυο μοντέλα ξεχωριστά δεν είναι

κατάλληλο για να υπάρχει έλεγχος και ρύθμιση στην οικονομία, έτσι ώστε να αναπτυχθεί. Μια σύνθεση των απόψεων αυτών των δυο σχολών, ανάλογα και με την κάθε περίπτωση και το κάθε πρόβλημα που δημιουργείται, θα μπορούσε να έχει μεγαλύτερα οφέλη και καλύτερα αποτελέσματα ως προς την επίλυσή του.<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup> Samuelson, Nordhaus, Οικονομική, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2000, Σελ. 527-528, 534-537 και JOHN MAYNARD KEYNES, Η Γενική Θεωρία της Απασχόλησης, του Τόκου και του Χρήματος, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, ολόκληρο και Π. Α. ΚΙΟΧΟΣ- Γ. Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες, Αθήνα: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, 1997, σελ. 184-187 και Robert L. Heilbroner-Lester C. Thurow, Για την Κατανόηση της Μακροοικονομικής, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση 1984, Σελ. 362-366

## ΤΟ ΚΡΑΧ ΤΟΥ 1929

Κατά το ξέσπασμα της κρίσης του 1929, οι τράπεζες ήταν εύθραυστες και χωρίς ασφάλιση των καταθέσεων. Οι αγορές αγροτικών προϊόντων ήταν σημαντικές και ιδιαίτερα ευάλωτες, ενώ δεν υπήρχε κανένας προστατευτικός μηχανισμός με επιδόματα ανεργίας, παροχές κοινωνικής πρόνοιας και κοινωνική ασφάλιση. Όλα αυτά είναι πολύ καλύτερα σήμερα.<sup>32</sup>

Η δεκαετία του 1920 στην Αμερική ήταν μια πολύ καλή εποχή. Η παραγωγή και η απασχόληση βρίσκονταν σε υψηλό επίπεδο. Οι τιμές διατηρούνταν σταθερές και οι μισθοί δεν αυξάνονταν πολύ. Πολλοί άνθρωποι ήταν φτωχοί, αλλά περισσότεροι άνθρωποι από ποτέ ήταν ευκατάστατοι ή ακόμα και πλούσιοι. Ωστόσο, οι αγρότες όπως και ορισμένοι Αφροαμερικάνων ζούσαν σε μεγάλη φτώχεια. Είναι δύσκολο να εντοπίσουμε ακριβώς πότε άρχισε η άνθιση του χρηματιστηρίου κατά τη δεκαετία του 1920. Στη διάρκεια των ετών αυτών, οι τιμές των μετοχών άρχισαν να αυξάνονται και τα κέρδη των εταιριών θεωρούνταν πολύ ικανοποιητικά και ήταν συνεχώς αυξανόμενα. Το κλίμα ήταν καλό καθώς στις αρχές της δεκαετίας του 1920 οι τιμές των μετοχών ήταν χαμηλές και οι αποδόσεις που αργότερα παρουσίασαν ήταν πολύ καλές. Στη διάρκεια του 1926, παρουσιάστηκε κάποια υποχώρηση των τιμών των μετοχών, όμως το 1927 παρατηρούμε ότι άρχισε η άνοδός τους με πιο σταθερό ρυθμό.<sup>33</sup>

Η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ, το 1927, κατόπιν αιτήματος των μεγάλων ευρωπαϊκών χωρών Γαλλία, Βρετανία και Γερμανία, μειώνει τα επιτόκια χορηγήσεων, έτσι ώστε να μπορέσει να δανείσει «φτηνό» χρήμα στις χώρες της Ευρώπης. Τα κεφάλαια που κατέστησε διαθέσιμα η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ επενδύθηκαν σε μετοχές ή επρόκειτο να χρηματοδοτήσουν την αγορά μετοχών από «κάποιους άλλους». Θεωρείται ότι η δραστηριότητα της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ το 1927 ήταν υπεύθυνη για την κερδοσκοπία και την κατάρρευση που ακολούθησε. Αυτό γιατί υπάρχει η αντίληψη ότι οι άνθρωποι θα κερδοσκοπούν πάντοτε, αρκεί να έχουν τα χρήματα για να χρηματοδοτήσουν την κερδοσκοπία. Αυτός είναι ένας παράγοντας μεταξύ άλλων σπουδαιότερων

<sup>32</sup> ΤΖΟΝ ΚΕΝΕΘ ΓΚΑΛΜΠΡΕΪΘ, Το Μεγάλο Κραχ του 1929, Αθήνα: «Νέα Σύνορα» Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2000, σελ. 16

<sup>33</sup> ΤΖΟΝ ΚΕΝΕΘ ΓΚΑΛΜΠΡΕΪΘ, Το Μεγάλο Κραχ του 1929, Αθήνα: «Νέα Σύνορα» Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2000, σελ. 23, 30-32

που θα αναφερθούν που οδήγησε στο μεγάλο πρόβλημα που ακολούθησε.<sup>34</sup>

Οι αρχές της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ την εποχή εκείνη θεωρούσαν όχι τόσο ότι δεν είχαν γνώση της κατάστασης που είχε δημιουργηθεί αλλά ότι ήταν ανίσχυρες. Θα ήθελαν να σταματήσουν την κερδοσκοπική άνθιση αλλά στερούσαν τα μέσα, όπως εκείνες πίστευαν. Τα κλασσικά εργαλεία ελέγχου, όπως οι αγοραπωλησίες κρατικών χρεογράφων και οι μεταβολές του επιτοκίου αναπροεξόφλησης, δεν μπορούσαν να λειτουργήσουν. Οι αγοραπωλησίες στην ανοιχτή αγορά κρατικών χρεογράφων από την Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ φέρνουν στα θησαυροφυλάκια των τραπεζών του συστήματός της τα μετρητά που καταβάλλονται για την αγορά των χρεογράφων. Εκεί, παραμένουν ακίνδυνα. Αν τα μετρητά έμεναν στις εμπορικές τράπεζες, αυτά θα τα δάνειζαν σε πολλαπλάσιες ποσότητες στο κοινό και ιδιαίτερα τις ημέρες εκείνες σε ανθρώπους που αγόραζαν μετοχές, ευνοώντας το κερδοσκοπικό κλίμα που υπήρχε την εποχή εκείνη. Το άλλο εργαλείο ελέγχου που διέθετε η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ ήταν το επιτόκιο αναπροεξόφλησης, δηλαδή το επιτόκιο με το οποίο δανείζονται οι εμπορικές τράπεζες από τις τράπεζες του συστήματος της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ, έτσι ώστε να μπορούν να εξυπηρετούν περισσότερους δανειστές από ό,τι τους επιτρέπουν οι πόροι τους. Τον Ιανουάριο του 1929, το επιτόκιο αναπροεξόφλησης στην Τράπεζα της Νέα Υόρκης ήταν 5%. Το επιτόκιο στα δάνεια προς χρηματιστές κυμαινόταν από 6% έως 12%. Μόνο μια δραστική αύξηση του επιτοκίου αναπροεξόφλησης θα καθιστούσε μη κερδοφόρο για τις τράπεζες να δανείζονται από τις τράπεζες του συστήματος της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ, προκειμένου να δανείζουν άμεσα ή έμμεσα το προϊόν του δανείου για τοποθέτησή του στο χρηματιστήριο. Υπήρχε μια γενική αποστροφή για παρόμοια δραστικά μέτρα, καθώς επίσης μια τέτοια κίνηση αύξησης του επιτοκίου θα ανέβαζε και τα επιτόκια των δανείων προς τους επιχειρηματίες, τους καταναλωτές και τους αγρότες. Έτσι, στην πραγματικότητα, τα υψηλότερα επιτόκια θα ήταν επαχθή για όλους εκτός από τους κερδοσκόπους. Ένας κερδοσκόπος το 1928 είχε κέρδος από τις επενδύσεις του 500%, κάτι το οποίο δεν θα τον εμπόδιζε να πάρει δάνειο ακόμα και αν το επιτόκιο του δανείου διπλασιαζόταν. Το Φεβρουάριο του 1929, η Τράπεζα της Νέας Υόρκης πρότεινε να ανέβει το επιτόκιο αναπροεξόφλησης από 5% σε 6% για να αναχαιτιστεί η κερδοσκοπία. Το Διοικητικό Συμβούλιο της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ θεώρησε ότι αυτή η πράξη δεν είχε νόημα και ότι απλώς θα αύξανε τα επιτόκια για τους επιχειρηματίες που έπαιρναν δάνεια. Τελικά, μετά από αντιπαράθεση, το επιτόκιο δεν αυξήθηκε μέχρι το τέλος του

---

<sup>34</sup> ΤΖΟΝ ΚΕΝΕΘ ΓΚΑΛΜΠΡΕΪΘ, Το Μεγάλο Κραχ του 1929, Αθήνα: «Νέα Σύνορα» Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2000, σελ. 34-36

καλοκαιριού.<sup>35</sup>

Στην πραγματικότητα, η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ ήταν ανήμπορη μόνο επειδή ήθελε να είναι ανήμπορη. Αν ήταν αποφασισμένη να κάνει κάτι, θα μπορούσε να είχε ζητήσει από το Κογκρέσο την εξουσιοδότηση να εμποδίσει τις συναλλαγές σε χρεόγραφα με δάνεια που χορηγούνταν με ενέχυρο τα χρεόγραφα που αγοράστηκαν με περιθώριο, δίνοντας στο διοικητικό συμβούλιο την εξουσία να ορίσει υποχρεωτικά περιθώρια. Το περιθώριο δεν ήταν χαμηλό το 1929, οι περισσότεροι χρηματιστές απαιτούσαν από τους πελάτες τους να καταβάλλουν σε μετρητά το 45-50% της αξίας των μετοχών που αγόραζαν. Για πολλούς από τους πελάτες τους, όμως, αυτά ήταν και όλα τα μετρητά που είχαν σε διάθεσή τους. Μια αύξηση του ποσού των μετρητών σε π.χ. 75% θα είχε ωθήσει πολλούς κερδοσκόπους να πουλήσουν. Έτσι, η κερδοσκοπική άνθιση θα οδηγούνταν σε ξαφνικό και ίσως θεαματικό τέλος. Παρ' όλα αυτά, η κερδοσκοπία συνεχιζόταν εντονότερα κατά τη διάρκεια του 1929.<sup>36</sup>

Τελικά, το φθινόπωρο του 1929, η οικονομία μπαίνει σε ύφεση. Τον Ιούνιο του ίδιου έτους, οι δείκτες της βιομηχανικής και εργοστασιακής παραγωγής είχαν φτάσει στο ανώτερο σημείο τους. Από τότε και μετά, έπεφταν συνεχώς. Αυτό επηρέασε και το χρηματιστήριο που ακολούθησε την ίδια πτωτική πορεία. Μετά από το Κραχ του Χρηματιστηρίου και την πτώση σε όλους τους δείκτες αναφοράς, οι κερδοσκόποι αναγκάστηκαν να ξεφορτωθούν τις μετοχές τους, οι τιμές των οποίων είχαν ανέβει σε δυσθεώρητα ύψη, προκαλώντας έτσι το σκάσιμο μιας φούσκας με ανυπολόγιστες επιπτώσεις. Υπήρξε μεγάλος κλονισμός της εμπιστοσύνης των κερδοσκόπων, οι οποίοι πίστευαν ότι θα προλάβαιναν να αποχωρήσουν πριν από την τελική κατάρρευση προβαίνοντας σε πωλήσεις. Αυτός ο κλονισμός επηρέασε τους πάντες, είτε ήταν επενδυτές είτε πίστευαν ότι το χρηματιστήριο θα ανέβαινε συνεχώς.<sup>37</sup>

Η Πέμπτη 24 Οκτωβρίου 1929 είναι η πρώτη μέρα που η Ιστορία ταυτίζει με τον πανικό του 1929. Η Τρίτη 29 Οκτωβρίου 1929 ήταν εξίσου μια πολύ δύσκολη ημέρα. Η αβεβαιότητα, ο πανικός και το κλίμα καταστροφής που είχε καλλιεργηθεί από τη «μαύρη Πέμπτη» του Οκτωβρίου και μετά

---

<sup>35</sup> TZON KENEΘ ΓΚΑΛΜΠΡΕΪΘ, Το Μεγάλο Κραχ του 1929, Αθήνα: «Νέα Σύνορα» Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2000, σελ. 65-69

<sup>36</sup> TZON KENEΘ ΓΚΑΛΜΠΡΕΪΘ, Το Μεγάλο Κραχ του 1929, Αθήνα: «Νέα Σύνορα» Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2000, σελ. 70-72

<sup>37</sup> TZON KENEΘ ΓΚΑΛΜΠΡΕΪΘ, Το Μεγάλο Κραχ του 1929, Αθήνα: «Νέα Σύνορα» Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2000, σελ. 159, 162-163

ήταν χαρακτηριστικό και πολύ έντονο. Οι πωλήσεις των μετοχών ανέρχονταν σε πολλά εκατομμύρια, κάτι που δεν είχε ξανα συμβεί ποτέ στο παρελθόν. Το Κραχ της 24<sup>ης</sup> Οκτωβρίου 1929 ήταν η αφορμή για εταιρείες και τράπεζες να αποσύρουν τα χρήματά τους από τη Wall Street.<sup>38</sup>

Ο Πρόεδρος των ΗΠΑ Herbert Hoover το 1929, ως πρώτο μέτρο αντίδρασης, βασίστηκε στα έργα και τις μελέτες του John Maynard Keynes, αναγγέλλοντας περικοπή των φόρων. Ο φορολογικός συντελεστής ατόμων και εταιριών περικόπηκε κατά μια ποσοστιαία μονάδα. Αυτό μείωσε σημαντικά το φόρο εισοδήματος. Αν και οι φορολογικές μειώσεις που επήλθαν ήταν αξιόλογες, το αποτέλεσμά τους ήταν μέτριο καθώς για τους περισσότερους ανθρώπους οι φόροι που περικόπτονταν ήταν ασήμαντοι. Εκτός από την περιορισμένη μείωση των φόρων, ο Πρόεδρος ήταν αντίθετος σε οποιαδήποτε κυβερνητική δράση μεγάλης κλίμακας για να αντιμετωπιστεί η αναπτυσσόμενη ύφεση. Δεν ήταν εύκολο για έναν ηγέτη να διακηρύξει με σιγουριά μια πολιτική μη παρέμβασης.<sup>39</sup>

Το 1929, η τραπεζική δομή ήταν πολύ κακή και αδύναμη. Η αδυναμία εντοπιζόταν στο μεγαλύτερο αριθμό των «ανεξάρτητων» τραπεζών. Όταν μια τράπεζα χρεοκοπούσε, δεσμεύονταν τα περιουσιακά στοιχεία άλλων τραπεζών, ενώ οι καταθέτες άλλων τραπεζών στις περισσότερες περιπτώσεις προχωρούσαν σε ανάληψη των χρημάτων τους. Έτσι, η χρεοκοπία μιας τράπεζας έφερνε και άλλες χρεοκοπίες τραπεζών που πολλαπλασιάζονταν ραγδαία. Όταν τα εισοδήματα, η απασχόληση και οι αξίες έπεσαν ως αποτέλεσμα της ύφεσης, οι χρεοκοπίες τραπεζών πήραν τη μορφή επιδημίας. Επίσης, σε αυτό το κλίμα που δημιουργήθηκε, οι δαπάνες των καταθετών των τραπεζών μειώθηκαν κατά πολύ, όπως επίσης το ίδιο συνέβη και στις επενδύσεις των πελατών των τραπεζών. Το πρόβλημα διατηρήθηκε έντονο κάτω από το φόβο του πληθωρισμού, ο οποίος ενίσχυε την απαίτηση για ισοσκελισμένο προϋπολογισμό. Ο φόβος αυτός περιόριζε, επίσης, τις προσπάθειες για μείωση των επιτοκίων, έτσι ώστε να γίνει μεγαλύτερη η πίστωση και ο δανεισμός όσο το δυνατόν πιο εύκολος υπό τις συνθήκες αυτές. Η υποτίμηση του δολαρίου αποκλειόταν, καθώς αυτό θα παραβίαζε τον Κανόνα του Χρυσού. Η σταθερότητα του νομίσματος θα έπρεπε να διαφυλαχθεί.<sup>40</sup>

<sup>38</sup> ΤΖΟΝ ΚΕΝΕΘ ΓΚΑΛΜΠΡΕΪΘ, Το Μεγάλο Κραχ του 1929, Αθήνα: «Νέα Σύνορα» Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2000, σελ. 175-176, 196, 200

<sup>39</sup> ΤΖΟΝ ΚΕΝΕΘ ΓΚΑΛΜΠΡΕΪΘ, Το Μεγάλο Κραχ του 1929, Αθήνα: «Νέα Σύνορα» Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2000, σελ. 237, 242

<sup>40</sup> ΤΖΟΝ ΚΕΝΕΘ ΓΚΑΛΜΠΡΕΪΘ, Το Μεγάλο Κραχ του 1929, Αθήνα: «Νέα Σύνορα» Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2000, σελ. 301-303, 310-312

Η μεγάλη θεσμική σημασία του κεντρικού τραπεζικού συστήματος βρίσκεται στην προσάρτηση της χρηματικής πολιτικής στη σφαίρα της πολιτικής με μεγάλες συνέπειες. Αυτό παρατηρείται και στις ΗΠΑ με την ίδρυση του ομοσπονδιακού τραπεζικού συστήματος. Η ευθύνη του κεντρικού τραπεζίτη είναι πολύ σημαντική και αναφέρεται στην υγιή εσωτερική οικονομική κατάσταση και στην εξωτερική σταθερότητα του νομίσματος. Τη δεκαετία του 1920, ο διεθνής κανόνας του χρυσού θεωρούνταν προϋπόθεση για την επιστροφή στη σταθερότητα και την ανάπτυξη, οπότε καμιά απαίτηση των τραπεζιτών δεν θεωρούνταν αδιανόητη εφόσον υποσχόταν την εξασφάλιση σταθερών διεθνών ισοτιμιών. Όταν μετά το 1929, αυτό αποδείχθηκε αδύνατον, εμφανίστηκε επιτακτική η ανάγκη ενός σταθερού εσωτερικού νομίσματος και ο τραπεζίτης θεωρούνταν ο πιο ακατάλληλος για να προμηθεύσει. Τελικά, οι ΗΠΑ εγκαταλείπουν το διεθνή κανόνα του χρυσού τον Ιούνιο του 1943. Θα πρέπει, παρ' όλα αυτά, να αναφέρουμε πώς οι άρχουσες τάξεις κατά την δεκαετία του 1920, στήριζαν τη διαχείριση του νομίσματος από μια κεντρική τράπεζα. Η διαχείριση αυτή θεωρούνταν ότι βοήθησε στη λειτουργία του διεθνή κανόνα του χρυσού. Στο κεντρικό τραπεζικό σύστημα δεν επιτρεπόταν να λειτουργήσει με τρόπο τέτοιο ώστε να απομακρύνει μια χώρα από το διεθνή κανόνα του χρυσού, αλλά πρωταρχική γραμμή της τράπεζας αποτελούσε η σύνδεση με το χρυσό. Αυτό ήταν εφικτό όσο η διακύμανση του επιπέδου των τιμών ήταν 2-3% το πολύ, όμως μόλις αυξήθηκε η διακύμανση του εσωτερικού επιπέδου τιμών, στο 10% ή ακόμα και στο 30%, οι συναλλαγές δεν μπορούσαν να σταθεροποιηθούν, κάτι που δημιουργούσε μεγάλο πρόβλημα ευρύτερα και έκανε το ζήτημα των πολιτικών χειρισμών του επιτακτικό.<sup>41</sup>

Το 1929, στις Ηνωμένες Πολιτείες, δεν υπήρχε υπερεπένδυση. Στη διάρκεια των πέντε προηγούμενων ετών, οι νέες επενδύσεις ήταν συνολικά πολύ μεγάλης κλίμακας, έτσι ώστε η προσδοκώμενη απόδοση περαιτέρω επέκτασης να μειώνεται ραγδαία. Αν γινόταν μια ορθή πρόβλεψη, θα διαπιστωνόταν ότι η οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου θα μειωνόταν σε πάρα πολύ χαμηλά επίπεδα. Αυτό θα σήμαινε ότι η άνθιση της οικονομίας δεν μπορούσε να συνεχιστεί σε σταθερές βάσεις, παρά μόνο αν το μακροπρόθεσμο επιτόκιο ήταν πολύ χαμηλό και δεν γινότουσαν εσφαλμένες επενδύσεις σε συγκεκριμένες κατευθύνσεις. Το επιτόκιο ήταν αρκετά υψηλό για να εμποδίσει νέες επενδύσεις, εκτός από εκείνες τις κατευθύνσεις που επηρεάζονταν από την κερδοσκοπία. Αν το επιτόκιο ήταν αρκετά υψηλό για να αντιμετωπιστεί η κερδοσκοπία, θα αναχαιτιζόταν ταυτόχρονα κάθε είδους «λογική» νέα επένδυση. Έτσι, η αύξηση του επιτοκίου στην κατάσταση που προκύπτει μετά από μια παρατεταμένη περίοδο ασυνήθιστα μεγάλων νέων

---

<sup>41</sup> ΚΑΡΑ ΠΟΛΑΝΥΙ, Ο μεγάλος μετασχηματισμός, Αθήνα: Εκδόσεις Νησίδες, 2001, σελ. 193, 195



επενδύσεων δεν θεωρείται ως σωστή και ενδεδειγμένη κίνηση. Είναι πολύ πιθανό μια παρατεταμένη πλήρης απασχόληση στις ΗΠΑ, να συνδέεται με ένα πολύ μεγάλο όγκο νέων επενδύσεων, υποθέτοντας την αύξηση της υφιστάμενης ροπής προς κατανάλωση που τελικά θα οδηγούσε σε κατάσταση πλήρους απασχόλησης. Ακόμα κι αν υποθέσουμε ότι η οικονομική άνθηση στα χρόνια που προηγήθηκαν συνδέεται με την πλήρη επένδυση ή την υπερεπένδυση, ακόμα και τότε θα ήταν παράλογο να θεωρήσουμε το υψηλότερο επιτόκιο ως το κατάλληλο μέτρο αντίδρασης.<sup>42</sup>

Σύμφωνα με τον Keynes και τη θεωρία του για το επιτόκιο, η δικαιολογητική βάση για ένα μετρίως υψηλό επιτόκιο εντοπίζεται στην ανάγκη παροχής επαρκών κινήτρων για αποταμίευση. Όμως, η έκταση της αποτελεσματικής αποταμίευσης καθορίζεται από την κλίμακα της επένδυσης. Η κλίμακα αυτή προάγεται από ένα χαμηλό επιτόκιο, υπό τον όρο ότι δεν επιχειρείται να ξεπεραστεί το σημείο που αντιστοιχεί σε πλήρη απασχόληση. Έτσι, το καλύτερο που μπορεί να γίνει είναι να μειωθεί το επιτόκιο μέχρι το σημείο εκείνο στο οποίο έχουμε πλήρη απασχόληση. Επομένως, αυτό θα οδηγήσει σε αρκετά χαμηλότερο επιτόκιο.<sup>43</sup>

Τελικά, τον Απρίλιο του 1932, η Επιτροπή Τραπεζών και Νομίσματος της Γερουσίας (Επιτροπή Pecora) άρχισε την έρευνα για τις πρακτικές που είχαν ακολουθηθεί τα προηγούμενα χρόνια στο Χρηματιστήριο, πριν αλλά και κατά τη διάρκεια του Κραχ του 1929, αναζητώντας ευθύνες και αιτίες για ό,τι συνέβη. Η έρευνα δεν απέφερε σημαντικά αποτελέσματα. Μετά το Μεγάλο Κραχ του 1929, ήρθε η μεγάλη ύφεση που διήρκεσε 10 χρόνια.<sup>44</sup>

Από την κρίση που δημιουργήθηκε το 1929, προέκυψε η ανάγκη νέων μέτρων και ελέγχων. Οι εξουσίες του Διοικητικού Συμβουλίου της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ έχουν ενισχυθεί τόσο σε σχέση με τις τράπεζες που απαρτίζουν το σύστημα της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ όσο και σε σχέση με τις τράπεζες μέλη. Η τράπεζα της Νέας Υόρκης διατηρεί ένα βαθμό αυτονομίας αλλά όχι αρκετό για να αντισταθεί σε οποιαδήποτε πολιτική της Ουάσινγκτον. Επίσης, υπάρχει μια αρχή που καθορίζει το ύψος των περιθωρίων για την αγορά χρεογράφων. Αν κριθεί αναγκαίο, ο κερδοσκόπος μπορεί να υποχρεωθεί να καταβάλλει την πλήρη τιμή των μετοχών που αγοράζει. Η Επιτροπή

<sup>42</sup> JOHN MAYNARD KEYNES, Η Γενική Θεωρία της Απασχόλησης, του Τόκου και του Χρήματος, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 342-343

<sup>43</sup> JOHN MAYNARD KEYNES, Η Γενική Θεωρία της Απασχόλησης, του Τόκου και του Χρήματος, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 391

<sup>44</sup> ΤΖΟΝ ΚΕΝΕΘ ΓΚΑΛΜΠΡΕΪΘ, Το Μεγάλο Κραχ του 1929, Αθήνα: «Νέα Σύνορα» Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2000, σελ. 265-266, 285

Κεφαλαιαγοράς θεωρείται ένας φραγμός σε χειραγωγήσεις του χρηματιστηρίου σε μεγάλη κλίμακα και χαλιναγωγεί τα τεχνάσματα και την τεχνική των πωλήσεων που ευνοούν τις κερδοσκοπικές πρακτικές.<sup>45</sup>

Για την αιτία του Κραχ του 1929, ο Hayek αναφέρει ότι αυτή οφείλεται σε μια μεγάλη πτώση της συνολικής ζήτησης για την οποία οι πραγματικοί λόγοι και βαθύτερες αιτίες δεν είναι δικαιολογημένες.<sup>46</sup> Ο Irving Fisher, αναφερόμενος επίσης στο θέμα των αιτιών του Κραχ του 1929, πιστεύει ότι αυτά αποδίδονται κυρίως στην ψυχολογία του κοινού, των επενδυτών, των κερδοσκόπων, των επιχειρηματιών, οι οποίοι μαζικά και υπό την επήρεια πανικού με τις κινήσεις τους επέτειναν και πολλαπλασίασαν τις συνέπειες του προβλήματος. Ο Bernanke ισχυρίζεται ότι κατά τη διάρκεια της ύφεσης που ακολούθησε το Κραχ του 1929 κατέρρευσε το πιστωτικό σύστημα εκμηδενίζοντας τις πιστώσεις χωρίς να συμβεί μείωση της ποσότητας του χρήματος από την Κεντρική Τράπεζα των Η.Π.Α., κάτι που οδήγησε σε πτώση του συνολικά παραγόμενου προϊόντος.<sup>47</sup>

Σύμφωνα με τον Kindleberger η κρίση του 1929 προκλήθηκε από την αγροτική υπερπαραγωγή και την πτώση που ακολούθησε στις τιμές των αγαθών δημιουργώντας χρέη μέσα στο αλληλεξαρτώμενο οικονομικό περιβάλλον της εποχής, ενώ οι Friedman και Schwartz καταλογίζουν τα αίτια της κρίσης στην λανθασμένη νομισματική πολιτική της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. καθώς ακολούθησε μια περιοριστική νομισματική πολιτική για να εμποδίσει τα κερδοσκοπικά παιχνίδια χωρίς αποτέλεσμα αλλά και χωρίς όμως να τη διαφοροποιήσει με το ξέσπασμα της κρίσης. Έτσι τότε χρειαζόταν επεκτατική νομισματική πολιτική με αύξηση του δανεισμού και της ρευστότητας, όπως υποστηρίζουν, κάτι που αν είχε συμβεί θα είχε αποτέλεσμα να αποφευχθεί η γενίκευση της κρίσης και η εξάπλωση της.<sup>48</sup>

---

<sup>45</sup> TZON KENEO ΓΚΑΛΜΠΡΕΪΘ, Το Μεγάλο Κραχ του 1929, Αθήνα: «Νέα Σύνορα» Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2000, σελ. 316-317

<sup>46</sup> F. A. HAYEK, New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas, Chicago: The University of Chicago Press, 1978, p. 193

<sup>47</sup> Rudiger Dornbusch, Stanley Fischer, Μακροοικονομική, Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική 1993, Σελ. 509

<sup>48</sup> Μιχάλης Ψαλιδόπουλος, Σύγχρονες Ερμηνείες της Κρίσης του 1929: Επισκόπηση της Βιβλιογραφίας, Ανάπτυξη από τον τόμο Ίδρυμα Σάκη Καράγιωργα, Οι Λειτουργίες του Κράτους σε Περίοδο Κρίσης, Θεωρία και Ελληνική Εμπειρία, Αθήνα 1990, Σελ. 80-81, 90-91

## ΒΑΣΙΛΕΙΑ (I , II και III)

Η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία πρωτοσυστάθηκε το 1974 και πρωτοσυνεδρίασε το 1975. Είναι ένας από τους διεθνείς φορείς που συστάθηκαν για να επεξεργαστούν κανόνες που θα συμβάλλουν στη σταθερότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος κατά τη διαμόρφωση της νέας διεθνούς αρχιτεκτονικής του νομισματικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το νομισματικό σύστημα είναι το σύστημα εκείνο μέσω του οποίου δημιουργούνται τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται στην οικονομία ως μέσα πληρωμών και συναλλαγών, δηλαδή τα στοιχεία αυτά είναι το χρήμα. Διακρίνουμε ανάμεσα σε πρωτογενές χρήμα, ως «νομισματική βάση», το οποίο αποτελείται από τραπεζογραμμάτια και κέρματα, και σε δευτερογενές χρήμα που αποτελείται από τις τραπεζικές καταθέσεις. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι το σύστημα μέσω του οποίου διοχετεύονται δανειακά κεφάλαια από τους θετικούς αποταμιευτές της οικονομίας, όπως π.χ. τα νοικοκυριά, στους αρνητικούς αποταμιευτές, όπως π.χ. το δημόσιο και οι ιδιωτικές επιχειρήσεις. Η διοχέτευση των δανειακών κεφαλαίων γίνεται είτε έμμεσα με τη μεσολάβηση εξειδικευμένων επιχειρήσεων που ονομάζονται διαμεσολαβούντες χρηματοπιστωτικοί φορείς, είτε μέσω της διάθεσης μετοχών και ομολόγων από τους αρνητικούς αποταμιευτές στο κοινό. Στη συνέχεια, οι μετοχές και τα ομόλογα διαπραγματεύονται στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, στις οποίες δραστηριοποιούνται και κάποιες κατηγορίες διαμεσολαβούντων χρηματοπιστωτικών φορέων. Η διάκριση ανάμεσα στις αγορές χρήματος και τις αγορές κεφαλαίων αφορά την αρχική διάρκεια των τίτλων που εκδίδονται εκεί. Στις αγορές χρήματος, τα χρηματοπιστωτικά μέσα (π.χ. ομόλογα) που διαπραγματεύονται έχουν αρχική διάρκεια μέχρι ένα έτος, ενώ στις αγορές κεφαλαίων διαπραγματεύονται τα μακροχρόνια ομόλογα και οι μετοχές των εισηγμένων εταιριών. Ως διαμεσολαβούντες χρηματοπιστωτικούς φορείς εννοούμε τις επιχειρήσεις που έχουν άδεια για να παρέχουν υπηρεσίες στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Εννοούμε, δηλαδή, τράπεζες κάθε μορφής, όπως οι εμπορικές, συνεταιριστικές, αποταμιευτικές, κτηματικές, καθώς και επιχειρήσεις επενδύσεων, όπως οι χρηματιστηριακές εταιρίες, αλλά και οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, ασφαλιστικές επιχειρήσεις και συνταξιοδοτικά ταμεία.<sup>49</sup>

<sup>49</sup> Κωνσταντίνος Α. Στεφάνου- Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο, Αθήνα: Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2005, σελ. 183-184, 259

Μέχρι το 1988, η Επιτροπή της Βασιλείας ονομαζόταν Standing Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices, ή Επιτροπή Blunden, ή Επιτροπή Cooke, από τα ονόματα των πρώτων προέδρων της. Η Επιτροπή αυτή δεν είναι διεθνής οργανισμός καθώς δεν συστάθηκε βάσει διεθνούς συνθήκης, δεν διαθέτει καταστατικό ούτε κανονισμό λειτουργίας. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο έχουν καθεστώς παρατηρητή στις συνεδριάσεις της Επιτροπής. Η Επιτροπή θεωρεί ότι οι συμμετέχουσες νομισματικές και εποπτικές αρχές θα φροντίσουν να ενσωματώσουν τους κανόνες που εκδίδει η Επιτροπή στο εσωτερικό τους δίκαιο (χωρίς ωστόσο αυτό να είναι υποχρεωτικό), ενθαρρύνοντας έτσι το διεθνή συντονισμό της τραπεζικής και προληπτικής εποπτείας καθώς και το συντονισμό στις μεθόδους διαχείρισης κινδύνων. Η Επιτροπή της Βασιλείας δεν είναι τραπεζική εποπτική αρχή εφόσον δεν έχει αρμοδιότητα στην άσκηση προληπτικής εποπτείας στις τράπεζες που έχουν την καταστατική τους έδρα στην επικράτεια των κρατών που εκπροσωπούνται σε αυτή, καθώς κανένας διεθνής οργανισμός ή υπερεθνικό όργανο δεν διαθέτει την εξουσία άσκησης προληπτικής εποπτείας στις τράπεζες. Αυτό ισχύει ακόμα και για την ΕΚΤ, η οποία δεν έχει αρμοδιότητα να εποπτεύει τις τράπεζες των κρατών μελών της ευρωζώνης μιας και αυτό το πράττουν οι αρμόδιες εποπτικές αρχές των κρατών μελών της ευρωζώνης.<sup>50</sup>

Αρχικός σκοπός της Επιτροπής της Βασιλείας ήταν η ρύθμιση της συμπεριφοράς των εμπορικών τραπεζών διεθνώς, έτσι ώστε να αποφεύγονται δυσάρεστα προβλήματα στις διεθνείς τραπεζικές σχέσεις. Η τάση των επενδυτικών τραπεζών να τοποθετούν κεφάλαια με στόχο το γρήγορο και μη αναπτυξιακό κέρδος οδήγησε τις πιο ανεπτυγμένες χώρες αρχικά, και στη συνέχεια και τις υπόλοιπες, σε έναν σκεπτικισμό για τον τρόπο που θα έπρεπε να αντιμετωπίζουν τις εμπορικές τράπεζες. Ο προβληματισμός αυτός διευρύνθηκε τη δεκαετία του 1980 λόγω της άνθισης του χρηματοπιστωτικού τομέα και των χρηματοοικονομικών εργαλείων. Οι εποπτικοί κανόνες και οι οδηγίες που διαμορφώνει η Επιτροπή της Βασιλείας δεν έχουν δεσμευτικό αλλά μόνο συμβουλευτικό χαρακτήρα, ευελπιστώντας στη σύγκλιση του τρόπου λειτουργίας των τραπεζών. Οι οδηγίες της Επιτροπής σχετίζονται με τον καθορισμό ενός συγκεκριμένου ρόλου για τις εποπτικές αρχές και ειδικά για τον τρόπο αντιμετώπισης κρίσιμων διατραπεζικών διαφορών. Επίσης, αφορούν την προαγωγή ομοιογενών κεφαλαιακών απαιτήσεων σε διεθνές επίπεδο έτσι ώστε να εξισωθούν διεθνώς οι όροι τραπεζικού ανταγωνισμού. Επιπλέον, οι οδηγίες επικεντρώνονται στη διαβεβαίωση και τεκμηρίωση ότι οι διεθνείς τράπεζες ή οι τράπεζες που εμπεριέχονται σε εταιρίες συμμετοχών

---

<sup>50</sup> Κωνσταντίνος Α. Στεφάνου- Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο, Αθήνα: Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2005, σελ. 259-261

(holding) δεν μπορούν να ξεφύγουν από τις εποπτικές αρχές της χώρας που εδρεύουν. Η Επιτροπή της Βασιλείας λειτουργεί στο πλαίσιο της Τράπεζας των Διεθνών Διακανονισμών. Στην Επιτροπή αυτή, συμμετέχουν οι διοικητές ή οι εκπρόσωποι των κεντρικών τραπεζών των κρατών μελών του G10. Το σημαντικότερο κομμάτι για την εποπτεία των τραπεζικών ιδρυμάτων αναφερόταν στη σχέση των υποχρεωτικών διαθεσίμων της κάθε τράπεζας στην κεντρική, αναφορικά με τις καταγεγραμμένες υποχρεώσεις που έχουν προς τους πελάτες τους (καταθέτες) και τη σύνδεση που πρέπει να έχουν αυτές οι υποχρεώσεις με τις δανειακές απαιτήσεις της κάθε τράπεζας (assets). Η αλλαγή του εποπτικού στόχου των κεντρικών τραπεζών και ιδιαίτερα της Fed, από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 και μετά, κατευθύνθηκε στη σχέση των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών προς τις απαιτήσεις τους (κεφαλαιακός λόγος).<sup>51</sup>

Οι προτάσεις της Επιτροπής της Βασιλείας διακρίνονται σε τρεις θεματικές ενότητες ή πυλώνες:

- 1<sup>ος</sup> πυλώνας: αφορά την τροποποίηση του πλαισίου υπολογισμού των ελάχιστων κεφαλαιακών υποχρεώσεων έναντι του πιστωτικού κινδύνου, προσθέτοντας και τις απαιτήσεις για κάλυψη έναντι του λειτουργικού κινδύνου
- 2<sup>ος</sup> πυλώνας: αφορά την καθιέρωση διαδικασιών για τον έλεγχο σε μόνιμη βάση της επάρκειας των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών από τις εποπτικές αρχές
- 3<sup>ος</sup> πυλώνας: αφορά την ενδυνάμωση της πειθαρχίας που επιβάλλεται από την αγορά στις τράπεζες, καθιερώνοντας κανόνες δημοσίευσης οικονομικών και λοιπών στοιχείων.<sup>52</sup>

Σύμφωνα με τις αρχές του κανονιστικού πλαισίου που έθεσε η Βασιλεία I αλλά και του αναθεωρημένου πλαισίου της Βασιλείας II, οι τράπεζες οφείλουν να κρατούν ένα ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων (Tier I), καθώς και κεφαλαίων που προσομοιάζουν με τα ίδια κεφάλαια, δηλαδή συμπληρωματικών κεφαλαίων (Tier II), προκειμένου να είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν τον πιστωτικό κίνδυνο από τα χαρτοφυλάκια των πελατών τους. Το ελάχιστο αυτό ποσοστό καθορίζεται σε 8% επί του ενεργητικού τους. Τα συμπληρωματικά ίδια κεφάλαια δεν πρέπει να ξεπερνούν το 100% των βασικών ιδίων κεφαλαίων. Στο συντελεστή ιδίων κεφαλαίων Tier I, περιλαμβάνονται το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο (κοινές μετοχές) καθώς και τα πάσης φύσεως αποθεματικά (reserves), το υπόλοιπο των κερδών που μεταφέρεται στη νέα χρήση και τα κεφάλαια για γενικούς

<sup>51</sup> Γιάννης Παναγόπουλος- Γιάννης Πελετίδης, Βασιλεία II: Περιγραφή και Συνέπειες για το Τραπεζικό Σύστημα, Αθήνα: Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, 2007, σελ. 90-93 και Κωνσταντίνος Α. Στεφάνου-Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο, Αθήνα: Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2005, σελ. 262-263

<sup>52</sup> Κωνσταντίνος Α. Στεφάνου- Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο, Αθήνα: Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2005, σελ. 279

τραπεζικούς κινδύνους. Στα συμπληρωματικά κεφάλαια Tier II, περιλαμβάνονται τα αφανή αποθεματικά, τα αποθεματικά από επανεκτίμηση στοιχείων ενεργητικού, οι προβλέψεις, τα υβριδικά εργαλεία κεφαλαίου και το μη εγγυημένο χρέος. Για να γίνει η ποσοστιαία στάθμιση, θα χρησιμοποιηθούν συγκεκριμένοι συντελεστές. Η ανάγκη της θεσμικής θωράκισης προκύπτει από το γεγονός ότι η κεντρική τράπεζα ελέγχει απευθείας μόνο την ποσότητα των χαρτονομισμάτων και των κερμάτων που κυκλοφορούν στην οικονομία, ενώ οι τραπεζικές καταθέσεις που είναι πολύ μεγαλύτερες σε μέγεθος ελέγχονται μόνο έμμεσα από αυτή, μέσω των υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων. Η κεντρική τράπεζα, λοιπόν, χωρίς να επεμβαίνει άμεσα στη διάρθρωση του δανειακού χαρτοφυλακίου (banking book) των εμπορικών τραπεζών, μπορεί να τροποποιεί την ποσότητα του χρήματος που διαθέτει η τραπεζική αγορά. Έτσι, επηρεάζει την κατάσταση των διαθεσίμων μιας εμπορικής τράπεζας και κατ' επέκταση το ποσό των καταθέσεων και των δανείων. Αυτό συνεπάγεται έμμεση επέμβαση στη διάρθρωση του δανειακού χαρτοφυλακίου των εμπορικών τραπεζών. Σε πολλές αναπτυγμένες χώρες του κόσμου, οι νομισματικές αρχές επιβάλλουν ελάχιστα επίπεδα ρευστών διαθεσίμων σε σχέση με τις υπάρχουσες καταθέσεις των εμπορικών τραπεζών, κάτι που δεσμεύει και τα δανειακά χαρτοφυλάκια των εμπορικών τραπεζών. Στην Ελλάδα, το ελάχιστο ποσοστό ρευστών διαθεσίμων που πρέπει να τηρείται στην κεντρική τράπεζα είναι 2% των καταθέσεων.<sup>53</sup>

Σύμφωνα με τη Βασιλεία II, οι κυριότεροι παράμετροι κινδύνου για μια τράπεζα αναφέρονται ως εξής:

- Probability of Default, που είναι η πιθανότητα αθέτησης στην αποπληρωμή του δανείου από μέρος του αντισυμβαλλόμενου
- Loss Given Default, που αναφέρεται στις καταγεγραμμένες απώλειες που θα υποστεί η τράπεζα αν δεν αποπληρωθεί το δάνειο, σε περίπτωση αθέτησης του αντισυμβαλλόμενου· το μέγεθος αυτό καταγράφεται ως ποσοστό και παίρνει τιμές από το 0 έως το 1. Η τράπεζα ρευστοποιεί τα εχέγγυα (collateral) του κατόχου του δανείου και μετά καταγράφει την όποια ζημιά απομένει.
- Exposure at Default, που αναφέρεται στο οφειλόμενο πόσο σε περίπτωση αθέτησης της αποπληρωμής του δανείου από μέρος του αντισυμβαλλόμενου, δηλαδή υπολογίζεται το αρνητικό χρηματικό αποτέλεσμα που θα προκληθεί στα ίδια κεφάλαια μιας τράπεζας αν διαγράψει από αυτά το οφειλόμενο ποσό.

<sup>53</sup> Γιάννης Παναγόπουλος- Γιάννης Πελετίδης, Βασιλεία II: Περιγραφή και Συνέπειες για το Τραπεζικό Σύστημα, Αθήνα: Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, 2007, σελ. 72, 78-79, 96 και Κωνσταντίνος Α. Στεφάνου-Χρήστος Βλ. Γκόρτσος, Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο, Αθήνα: Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2005, σελ. 305-306

- εναπομένονσα διάρκεια μέχρι τη λήξη των απαιτήσεων (maturity), δηλαδή η διάρκεια που απομένει μέχρι τη λήξη της απαίτησης εξαρτάται ανάλογα με μικρότερο ή μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο.<sup>54</sup>

Το πιο ευαίσθητο τμήμα στον ισολογισμό μιας εμπορικής τράπεζας είναι η αποτίμηση του συνολικού χαρτοφυλακίου της. Συγκεκριμένα, αναφέροντας το χαρτοφυλάκιο αγοραπωλησίας τίτλων ή εμπορικό χαρτοφυλάκιο (trading book), λόγω της καθημερινής αποτίμησής του στο χρηματιστήριο με τη διαδικασία “market to market”, μπορεί να δεχτεί μείωση της αξίας του οποιαδήποτε στιγμή με αρνητικές συνέπειες στα κέρδη της τράπεζας. Επίσης, το χαρτοφυλάκιο δανείων και συμμετοχών της τράπεζας (banking book) είναι πολύ ευάλωτο στις μεταβολές των επιτοκίων της κεντρικής τράπεζας. Έτσι, γίνεται σαφές ότι μια αύξηση, π.χ. στο euribor, μπορεί έμμεσα να επηρεάσει αρνητικά την κερδοφορία της τράπεζας μέσω των υψηλών διαφυγόντων κερδών στην περίπτωση που η τράπεζα έχει χορηγήσει δάνεια σταθερών και όχι μεταβλητών επιτοκίων. Μπορεί, όμως, να την επηρεάσει και άμεσα μια αύξηση στο euribor, καθώς θα δυσκολέψει τη δυνατότητα των δανειστών της να αποπληρώσουν ομαλά τις δόσεις των δανείων τους, αυξάνοντας έτσι τις δανειακές επισφάλειες με αρνητικές επιπτώσεις στην κερδοφορία της τράπεζας. Επίσης, ο λόγος των ξένων κεφαλαίων (που αφορούν κυρίως υποχρεώσεις έναντι τρίτων) προς τα ίδια κεφάλαια (που προέρχονται είτε από το μετοχικό κεφάλαιο είτε από τα αποθεματικά μιας τράπεζας) δείχνει το πόσο δανεισμένη είναι μια τράπεζα ή μια επιχείρηση γενικότερα αναδεικνύοντας το βαθμό της χρηματοοικονομικής της μόχλευσης (leverage). Ειδικά για τις τράπεζες, ο λόγος αυτό είναι συνήθως αυξημένος, αποδεικνύοντας ότι είναι από τις πιο δανεισμένες επιχειρήσεις σε μια οικονομία.<sup>55</sup>

Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία των τραπεζών, ανάλογα με το σκοπό της κατοχής τους και τη συμπεριφορά τους, κατατάσσονται σε τέσσερις κατηγορίες στον ισολογισμό της τράπεζας. Αυτές οι κατηγορίες είναι:

- εμπορικού χαρτοφυλακίου, που αναφέρεται σε όσα στοιχεία υπάρχει σκοπός να πωληθούν μέσα στην επόμενη περίοδο με σκοπό το κέρδος. Η αποτίμησή τους γίνεται σε τρέχουσες τιμές,

<sup>54</sup> Γιάννης Παναγόπουλος- Γιάννης Πελετίδης, Βασιλεία II: Περιγραφή και Συνέπειες για το Τραπεζικό Σύστημα, Αθήνα: Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, 2007, σελ. 69 και Μιχαήλ Π. Χαραλαμπίδης στο Γ. Προβόπουλος- Χρ. Γκόρτσος, Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον, Τάσεις και Προοπτικές, Αθήνα: Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκουλα, 2004, σελ. 161-162

<sup>55</sup> Γιάννης Παναγόπουλος- Γιάννης Πελετίδης, Βασιλεία II: Περιγραφή και Συνέπειες για το Τραπεζικό Σύστημα, Αθήνα: Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, 2007, σελ. 59-61

λαμβάνοντας υπόψη την υπεραξία που καταγράφουν στα αποτελέσματά τους.

- διακρατηθέντων στοιχείων ως τη λήξη, όπου αναφερόμαστε σε όλα τα χρεόγραφα (εκτός των μετοχών) από τα οποία θα εισπραχθούν τόκοι και κεφάλαιο για όλη τη διάρκειά τους. Η αποτίμησή τους γίνεται με βάση την αναπόσβεστη αξία τους.

- δανείων παρασχεθέντων πρωτογενώς, που αποτιμώνται με βάση το αναπόσβεστο κόστος κτήσης του μείον τις μειώσεις από τυχόν απώλειες λόγω προβλημάτων στην τελική είσπραξή τους.

- διαθέσιμων στοιχείων προς πώληση, όπου συμπεριλαμβάνονται όσα χρεόγραφα δεν ανήκουν στις παραπάνω κατηγορίες αποτιμώντας τα στη δίκαιη αξία τους (fair value), έχοντας τη δυνατότητα μεταφοράς υπεραξιών ή υποαξιών, είτε στα ίδια κεφάλαια είτε στα αποτελέσματα χρήσης της τράπεζας.<sup>56</sup>

Αυτή την περίοδο είναι σε επεξεργασία το νέο θεσμικό πλαίσιο για την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων( Βασιλεία III ) έχοντας ως βασικό άξονα την αυξημένη κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών στοχεύοντας στην αποτροπή μελλοντικών κρίσεων. Πιθανότατα θα απαιτηθεί από τις τράπεζες να τριπλασιάσουν τους δείκτες βασικών ιδίων κεφαλαίων τους(core Tier 1), με το ελάχιστο όριο για τον δείκτη αυτό να καθοριστεί μεταξύ 4% και 6%, από 2% που είναι σήμερα, με διάστημα εφαρμογής μέχρι το 2015. Ο συντελεστής μόχλευσης(leverage ratio) έχει καθοριστεί από τον Ιούλιο του 2010, στο 3% των αξιών των τραπεζών, έχοντας περιθώριο όμως για να τον εφαρμόσουν μέχρι το 2018, όπως πληροφορούμαστε από το Bloomberg. Διαφωνίες παρουσιάζονταν μεταξύ των Η.Π.Α. και της Γερμανίας έτσι ώστε να μην δημιουργηθεί πρόβλημα στο σύστημα από το νέο εποπτικό πλαίσιο καθώς ο χρονικός ορίζοντας εφαρμογής του θα καθορίσει μέχρι τότε οι τράπεζες θα πρέπει να αντλήσουν επιπλέον κεφάλαια για να ενισχυθούν, διαμορφώνοντας έτσι και άλλες συνθήκες στην αγορά από την οποία αντλούν τη ρευστότητα τους. Επίσης θα διαμορφωθεί αναλόγως και η πολιτική πιστώσεων που θα ακολουθήσουν, σε μια περίοδο ιδιαίτερα κρίσιμη, προσπαθώντας να μειώσουν τις επισφάλειες τους. Οι Η.Π.Α. λοιπόν επιθυμούν να δοθεί στις τράπεζες περίοδος πέντε ετών για να προσαρμοστούν στους νέους και αυστηρότερους κανόνες , ενώ η Γερμανία επιθυμεί να δοθούν δέκα χρόνια στις τράπεζες ως περίοδος προσαρμογής. <sup>57</sup>

Ακόμα, οι τράπεζες θα πρέπει να διατηρούν κεφάλαια υψηλής ποιότητας, ισοδύναμα με το 7% του συνόλου του ενεργητικού τους , με περίοδο προσαρμογής όμως μέχρι το 2019. Επίσης ένα άλλο

<sup>56</sup> Γιάννης Παναγόπουλος- Γιάννης Πελετιδής, Βασιλεία II: Περιγραφή και Συνέπειες για το Τραπεζικό Σύστημα, Αθήνα: Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, 2007, σελ. 58

<sup>57</sup> <http://www.bloomberg.com/news/2010-09-09/germany-s-push-to-delay-basel-capital-requirements-meets-u-s-opposition.html>



μεγάλο θέμα είναι να ληφθούν κατάλληλα μέτρα για τα τραπεζικά ιδρύματα που είναι πολύ μεγάλα και τυχόν πτώχευση τους θα αποτελούσε συστημικό κίνδυνο, καθώς αυτά θα πρέπει να μπορούν να αντεπεξέλθουν σε αυστηρότερα του νέου θεσμικού πλαισίου μέτρα.<sup>58</sup> Το νέο πλαίσιο αναμένεται να ολοκληρωθεί μέχρι τη συνεδρίαση των G-20 το Νοέμβριο του 2010.

---

<sup>58</sup> <http://news.in.gr/economy/article/?aid=1231058982>

## ΘΕΩΡΙΑ ΑΡΙΣΤΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΧΩΝ

Η θεωρία των Άριστων Νομισματικών Περιοχών διαμορφώθηκε αρχικά από τους Mundell(1961), McKinnon(1963) και Kenen(1969) και εστιάζει στην πλευρά του κόστους μιας νομισματικής ένωσης<sup>59</sup>. Η οικονομική και νομισματική ένωση είναι το τέταρτο στάδιο της ολοκλήρωσης μιας ομάδας κρατών. Αρχικά δημιουργείται μια ζώνη ελευθέρων συναλλαγών που αφορά την κατάργηση των εμπορικών φραγμών(δασμών και άλλων τεχνητών εμποδίων), μεταξύ των κρατών μελών της ζώνης. Στη συνέχεια έχουμε την τελωνιακή ένωση, που είναι μια ζώνη ελευθέρων συναλλαγών που συνοδεύεται από ένα κοινό εξωτερικό δασμολόγιο σχετικά με τις εισαγωγές της ζώνης από τρίτες χώρες. Η κοινή αγορά αποτελεί ένα παραπέρα στάδιο οικονομικής ολοκλήρωσης και είναι μια τελωνιακή ένωση με κοινές πολιτικές, έχοντας ελευθερία στη διακίνηση προσώπων και κεφαλαίου, εμπορευμάτων και υπηρεσιών κάτι που συνεπάγεται κατάργηση των πολιτικών φραγμών στην κίνηση των εργαζομένων και συντονισμό οικονομικών πολιτικών. Η ΟΝΕ είναι μια παραπέρα φάση της οικονομικής ολοκλήρωσης, και αποτελείται από μια κοινή αγορά με σταθερές ισοτιμίες και ενιαίο(συνήθως) νόμισμα και κοινή νομισματική πολιτική, η οποία ασκείται από μια κεντρική τράπεζα ανεξάρτητη από τις κυβερνήσεις των κρατών. Ακολουθεί η Πολιτική Ένωση που προχωρεί ακόμα παραπέρα την ολοκλήρωση, εφόσον καθιερώνεται κοινή εξωτερική και αμυντική πολιτική μεταξύ των κρατών μελών της ένωσης. Από ιστορική άποψη η Πολιτική Ένωση προηγήθηκε της ΟΝΕ στην Γερμανία, στην Ιταλία και τις Η.Π.Α.<sup>60</sup>

Για να λειτουργήσει σωστά μια ΟΝΕ πρέπει να εδράζεται πάνω σε μια άριστη νομισματική περιοχή. Η άριστη νομισματική περιοχή είναι ένας οικονομικός και νομισματικός χώρος που αποτελείται από κράτη είτε περιφέρειες, και χαρακτηρίζεται έτσι, αν ισχύει τουλάχιστον μια από τις παρακάτω συνθήκες, δηλαδή να υπάρχει επαρκής ευελιξία των μισθών και να υπάρχει επαρκής κινητικότητα της εργασίας καθώς και ένας θεσμοθετημένος μηχανισμός διαμεταβιβαστικών πληρωμών που θα καλύπτει περιοχές με διαταραχή στη ζήτηση. Οι δημοσιονομικές μεταβιβαστικές πληρωμές ανάμεσα σε περιφέρειες και χώρες δεν λύνουν το πρόβλημα προσαρμογής που ακολουθεί μια ασύμμετρη διαταραχή, απλώς διευκολύνουν προσωρινά την κατάσταση που επικρατεί, καθώς όταν η διαταραχή της ζήτησης είναι μόνιμη θα χρειαστούν ρυθμίσεις στις τιμές και στους μισθούς όπως και

<sup>59</sup> Paul, De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, Σελ. 24

<sup>60</sup> Παναγιώτης Β. Ρουμελιώτης, Ευρωπαϊκή Οικονομική Διακυβέρνηση, Αθήνα: Εκδόσεις Α.Α. Λιβάνη, 2005, Σελ. 14-15

κινητικότητα των παραγωγικών συντελεστών για την αντιμετώπιση του προβλήματος. Αν οι δημοσιονομικές μεταβιβαστικές πληρωμές πάρουν μόνιμο χαρακτήρα, μπορεί να κάνουν την προσαρμογή μετά από μόνιμες διαταραχές της ζήτησης πιο δύσκολη, καθώς αναδεικνύονται σε υποκατάστατο των μεταβολών στους μισθούς και στις τιμές αλλά και της κινητικότητας της εργασίας.<sup>61</sup>

Η Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση δεν θεωρείται μια άριστη νομισματική περιοχή καθώς υπάρχουν προβλήματα στην κινητικότητα της εργασίας, εμπόδια λόγω της διαφορετικής γλώσσας, διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο αλλά και νομικά συστήματα που αλλάζουν, ελλιπής κοινοτικός προϋπολογισμός που οφείλεται στην έλλειψη ολοκλήρωσης της Ε.Ε. Όμως θα μπορούσε να θεωρηθεί ως άριστη νομισματική περιοχή ένα υποσύνολο της Ε.Ε. που θα αποτελούσαν από τη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ολλανδία, το Βέλγιο και το Λουξεμβούργο κατ' ελάχιστο είτε από τις παραπάνω χώρες μαζί με την Ισπανία, την Πορτογαλία, την Ιταλία, την Αυστρία, την Ιρλανδία.<sup>62</sup> Η Αμερική, με το σύστημα των κεντρικών τραπεζών της FED, αποτελεί μια άριστη νομισματική περιοχή. Το δολάριο ως νόμισμα υπάρχει από το 1792, από την πρώτη θητεία του προέδρου Ουάσινγκτον, στις Η.Π.Α. όταν αποτελούνταν τότε από 13 πολιτείες. Πριν τη χρονιά εκείνη, υπήρχε έντονα ο προβληματισμός στους κόλπους της Αμερικανικής κοινωνίας αλλά και της πολιτικής και οικονομικής τάξης τι θα μπορούσε να γίνει προκειμένου να αποφευχθούν οι δυσμενείς συνέπειες των οικονομικών κρίσεων που συνέβαιναν στη χώρα από τον προηγούμενο αιώνα. Το 1907 μια μεγάλη κρίση που θα συμβεί στη Ν. Υόρκη θα φέρει ως αποτέλεσμα τον πανικό, τη χρεοκοπία τραπεζών και με την παρέμβαση κάποιων ανθρώπων, όπως ο τραπεζίτης Τζ. Π. Μόργκαν, θα περιοριστούν οι αρνητικές συνέπειες όσο αυτό ήταν δυνατόν. Έτσι αρχίζει έντονα πια να αναζητείται μια λύση για να προστατευτούν οι καταθέτες και το σύστημα από τις οικονομικές κρίσεις. Η λύση φάνηκε ότι ήταν η δημιουργία της FED. Ο νόμος ίδρυσης της θα είναι έτοιμος το 1910 και θα συνταχθεί από τραπεζίτες. Έτσι το 1913 με την άνοδο στην εξουσία του Ουίλσον «εγκαινιάζεται» και αρχίζει να λειτουργεί το Ομοσπονδιακό Σύστημα Τραπεζών στις Η.Π.Α. Σήμερα, ο ομοσπονδιακός προϋπολογισμός αποτελείται από το 33,3% του ΑΕΠ των Η.Π.Α., και εφόσον υπάρχει και κινητικότητα της εργασίας λόγω κοινής γλώσσας, νοοτροπίας, εργασιακών

<sup>61</sup> Paul ,De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, Σελ. 31-32

<sup>62</sup> Paul ,De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, Σελ. 129-131

σχέσεων αλλά και ευελιξία στους μισθούς, η Αμερική είναι μια Άριστη Νομισματική Περιοχή,<sup>63</sup> όπως και ο Καναδάς στον οποίο παίζει μεγάλο ρόλο ο αναδιανεμητικός χαρακτήρας του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού, καθώς αποτελεί νομισματική ένωση για πάνω από 100 χρόνια και έχει αναπτύξει τους απαραίτητους μηχανισμούς για την εξομάλυνση των αρνητικών ασύμμετρων διαταραχών.<sup>64</sup>

Αναφέροντας τα πλεονεκτήματα που έχει μια ONE, θα επισημαίναμε ως ένα πρώτο πλεονέκτημα την εξάλειψη του κόστους συναλλαγών. Το κόστος συναλλαγών είναι το κόστος που προκύπτει από την ανταλλαγή των εθνικών νομισμάτων των χωρών. Για να υπάρχει όμως πλήρης εξάλειψη του κόστους συναλλαγών θα πρέπει οι χώρες που συμμετέχουν στην ONE να έχουν αποκτήσει κοινό νόμισμα, καθώς δεν φτάνει να έχουν προσδεθεί τα νομίσματα των χωρών μεταξύ τους και να έχουν «κλειδωθεί» οι συναλλαγματικές ισοτιμίες τους με έναν σταθμισμένο μέσο όρο των νομισμάτων. Επίσης, μία δεύτερη προϋπόθεση για την πλήρη εξάλειψη του κόστους συναλλαγών, είναι τα κράτη που συμμετέχουν στην ONE να έχουν ενοποιήσει τα συστήματα πληρωμών για τις διατραπεζικές συναλλαγές σε τέτοιο βαθμό ώστε το κόστος των τραπεζικών μεταβιβαστικών πληρωμών μεταξύ των χωρών της ONE να μην ξεπερνά το κόστος των τραπεζικών μεταβιβαστικών πληρωμών μέσα σε μια χώρα. Από μια άλλη οπτική, το κόστος συναλλαγών εξαλείφεται και ως κέρδος για τις τράπεζες, καθώς μέσω της ανταλλαγής εθνικών νομισμάτων οι τράπεζες εισπράττουν προμήθεια.<sup>65</sup> Στη συνέχεια, ένα σημαντικό όφελος για τον καταναλωτή κράτους μέλους της ONE που ταξιδεύει σε άλλα κράτη μέλη της ONE, είναι το γεγονός ότι η υιοθέτηση ενιαίου νομίσματος θέτει τις βάσεις για τη διαφάνεια στις τιμές των προϊόντων και των υπηρεσιών στην νομισματική ζώνη της ONE. Αυτό συμβαίνει επειδή οι τιμές λόγω του ενιαίου νομίσματος είναι πιο άμεσα συγκρίσιμες, με αποτέλεσμα να έχουμε μείωση της κερδοσκοπίας και καλύτερευση του κλίματος της οικονομίας, τονώνοντας τον υγιή ανταγωνισμό, με συνέπεια την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των καταναλωτών. Όμως, για να μιλήσουμε για τη ζώνη του ευρώ, υπάρχει αρκετά σημαντική απόκλιση στην παραγωγικότητα του εργατικού δυναμικού μεταξύ των κρατών μελών της ευρωζώνης, που

---

<sup>63</sup> Μανόλης Γ. Δρεττάκης, Από το Μάαστριχτ στο Άμστερνταμ και στο Ευρώ, Αθήνα: (Δημοσιεύσεις άρθρων) 1999, Σελ. 69-72

<sup>64</sup> Φίλιππος Σαχινίδης, Γκίκας Χαρδούβελης, Ευρώ: Ένα Νόμισμα για την Ευρώπη, Αθήνα: Εκδόσεις ΕΤΕ, 1998, Σελ. 48-50

<sup>65</sup> Φίλιππος Σαχινίδης, Γκίκας Χαρδούβελης, Ευρώ: Ένα Νόμισμα για την Ευρώπη, Αθήνα: Εκδόσεις ΕΤΕ, 1998, Σελ. 71-72 και Θεόδωρος Θεοδωρόπουλος, Ευρώ: Η Μεγάλη Πρόκληση, Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλης, 2001, Σελ. 38-39, 67-69

μελών. Αυτό σημαίνει ότι όσο περισσότερο συγκλίνουν οι τιμές λόγω του ενιαίου νομίσματος, τόσο περισσότερο θα πλήττονται οι καταναλωτές των χωρών μελών με την χαμηλότερη παραγωγικότητα εργασίας και τους χαμηλότερους κατά συνέπεια μισθούς, οι οποίοι θα δουν την αγοραστική τους δύναμη να μειώνεται. Συνεπώς, η σύγκλιση των τιμών θα πρέπει να συνοδεύεται από σύγκλιση παραγωγικότητας και μισθών για να επιτυγχάνεται ισορροπία.<sup>66</sup>

Ακολούθως θα επισημάνουμε την εξάλειψη συναλλαγματικού κινδύνου. Η αβεβαιότητα για τις μελλοντικές μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας δημιουργεί αβεβαιότητα κυρίως για τα κέρδη των επιχειρήσεων. Σε ένα επικίνδυνο οικονομικό περιβάλλον με αβεβαιότητα για την μελλοντική συναλλαγματική ισοτιμία, οι οικονομικοί φορείς θα αυξήσουν το προεξοφλητικό επιτόκιο, με το οποίο προεξοφλούν τις μελλοντικές αποδόσεις των επενδύσεών τους, λόγω του αυξημένου κινδύνου στο οικονομικό σύστημα (θα διαθέσουν τα χρήματά τους με μεγαλύτερο αντίτιμο), και άρα θα τροφοδοτηθεί αύξηση των πραγματικών επιτοκίων. Συνεπώς τον καταναλωτή τον συμφέρει περισσότερο το καθεστώς βεβαιότητας λόγω των χαμηλών επιτοκίων.<sup>67</sup>

Τα πλεονεκτήματα από τη διεθνοποίηση του ενιαίου νομίσματος, και η χρησιμοποίησή του από τρίτες χώρες εκτός ΟΝΕ οδηγεί π.χ. την Κεντρική Τράπεζα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΚΤ) δεδομένης της αυξημένης ζήτησης για το ενιαίο νόμισμα να αυξήσει την προσφορά με την έκδοση περισσότερου νομίσματος ( το οποίο θα απορροφηθεί από το εξωτερικό και δεν ενδέχεται να τροφοδοτήσει πληθωριστικές πιέσεις στο εσωτερικό της ΟΝΕ). Αυτό σημαίνει πρόσθετα έσοδα για την ΕΚΤ μέσω των προμηθειών, τα οποία περνάνε στον κοινοτικό προϋπολογισμό, με συνέπεια τις φοροελαφρύνσεις για τους καταναλωτές και πρόσθετη στήριξη για τις μικρομεσαίες εισοδηματικές τάξεις. Επιπλέον, η διεθνοποίηση του νομίσματος θα φέρει αύξηση των επενδύσεων, τόνωση της δραστηριότητας στην εγχώρια χρηματοοικονομική αγορά, εισροή κεφαλαίων. Οπότε θα δημιουργηθούν νέες θέσεις εργασίας κυρίως στον χρηματοοικονομικό τομέα και αύξηση της ζήτησης για εξειδικευμένο εργατικό δυναμικό.<sup>68</sup>

---

<sup>66</sup> Παναγιώτης Β. Ρουμελιώτης, Ευρωπαϊκή Οικονομική Διακυβέρνηση, Αθήνα: Εκδόσεις Α.Α.Λιβάνη, 2005, Σελ. 189-193

<sup>67</sup> Paul, De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, Σελ. 99-112

<sup>68</sup> Παναγιώτης Β. Ρουμελιώτης, Ευρωπαϊκή Οικονομική Διακυβέρνηση, Αθήνα: Εκδόσεις Α.Α.Λιβάνη, 2005, Σελ. 197-202 και Μανόλης Γ. Δρεττάκης, Από το Μάαστριχτ στο Άμστερνταμ και στο Ευρώ, Αθήνα: (Δημοσιεύσεις άρθρων) 1999, Σελ. 38-41, 53-56

Όσο αυξάνεται ο βαθμός ανοίγματος μιας οικονομίας σε σχέση με τους εμπορικούς εταίρους της, τόσο πιο πολύ συμφέρει την χώρα αυτή να σχηματίσει νομισματική ένωση με τους εταίρους της. Η εξάλειψη του κόστους συναλλαγών και του συναλλαγματικού κινδύνου ευνοεί τις χώρες των οποίων οι οικονομίες είναι πιο ανοιχτές και εξάγουν περισσότερο από ότι εισάγουν σε σχέση με τους εμπορικούς τους εταίρους στα πλαίσια της ΟΝΕ. Για παράδειγμα, η Γερμανία έχει την πιο εξαγωγικά προσανατολισμένη οικονομία της ευρωζώνης σε ενδοκοινοτικό επίπεδο και άρα οι καταναλωτές της εισπράττουν θεωρητικά περισσότερα οφέλη από την συμμετοχή της χώρας τους στην ΟΝΕ από ότι οι καταναλωτές των εμπορικών εταίρων της.<sup>69</sup>

Όσον αφορά στα μειονεκτήματα της ΟΝΕ, θα λέγαμε συνοπτικά, ότι σημαντικότερο είναι ότι η νομισματική πολιτική των κρατών ασκείται αποκλειστικά από μια Κεντρική Τράπεζα. Η απεμπόληση του εργαλείου άσκησης της νομισματικής πολιτικής και συναλλαγματικής πολιτικής ουσιαστικά σημαίνει τον μη έλεγχο της συναλλαγματικής ισοτιμίας, την μη χρησιμοποίηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων, τον μη καθορισμό των επιτοκίων καθώς και τη μη ρύθμιση της ποσότητας και της κυκλοφορίας του χρήματος στην οικονομία. Επίσης, οι κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών χάνουν το δικαίωμα έκδοσης νέου νομίσματος και την χρησιμοποίηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων για την χρηματοδότηση δημοσίων δαπανών, για τη στήριξη της ζήτησης και την εξισορρόπηση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Ακόμα, ο μη έλεγχος των επιτοκίων από την κυβέρνηση εμποδίζει την ομαλή διεξαγωγή αναπτυξιακών πολιτικών, πολιτικών προσέλκυσης ξένων επενδύσεων και πολιτικών ελάφρυνσης των μικρομεσαίων εισοδηματικά τάξεων μέσω της μείωσης του κόστους δανεισμού.<sup>70</sup>

---

<sup>69</sup> Λουκάς Τσουκάλης, Η Νέα Ευρωπαϊκή Οικονομία, Στο κατώφλι του 21<sup>ου</sup> αιώνα, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 1998, Σελ. 272 και Paul, De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, Σελ. 113-116

<sup>70</sup> Λουκάς Τσουκάλης, Η Νέα Ευρωπαϊκή Οικονομία, Στο κατώφλι του 21<sup>ου</sup> αιώνα, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 1998, Σελ. 274-275

## ΟΜΟΣΠΟΝΔΙΑΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (FED)

### Ίδρυση και Σκοπός

Η Κεντρική Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Federal Reserve Bank, ή απλά Fed), ιδρύθηκε ως η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ με ομοσπονδιακή πράξη του 1913, κατά τη διάρκεια της προεδρίας του Woodrow Wilson, και άρχισε να λειτουργεί το 1914. Η Fed καθιερώθηκε ως κεντρική τράπεζα ώστε να διασφαλίσει πως τα υποχρεωτικά διαθέσιμα των κεντρικών τραπεζών, τα οποία έπρεπε να κατατίθενται στην κεντρική τράπεζα, ήταν αρκετά για να ικανοποιήσουν τις αναλήψεις των καταθετών. Η Κεντρική Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ ήταν πρόθυμη να συμπλεύσει με τις παγκόσμιες αυξήσεις στη ζήτηση συναλλάγματος, παρέχοντας στο τραπεζικό σύστημα συνάλλαγμα στην ποσότητα που επιθυμούσε. Η Fed θα έδινε την πιθανότητα στο κοινό να αλλάζει πάντα την επιθυμητή σχέση νομίσματος ώστε να ζητά καταθέσεις χωρίς να αποδιοργανώνει το τραπεζικό σύστημα. Με άλλα λόγια, κύριος στόχος για την ίδρυση της Fed ήταν η παροχή ενός ελαστικού νομίσματος. Υπήρχε η προσδοκία πως μια τέτοια παροχή ελαστικού νομίσματος θα μείωνε δραστικά ή ακόμη και θα εξάλειφε τους περιστασιακούς τραπεζικούς πανικούς του εθνικού τραπεζικού συστήματος των ΗΠΑ. Εκτός από την παροχή ελαστικού νομίσματος, η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα θα υπηρετούσε ως η κεντρική τράπεζα του έθνους, θέτοντας κανόνες στις χρηματικές αγορές γενικά, επιβλέποντας καθημερινά τις εμπορικές τράπεζες και διαχειριζόμενη τα χρηματικά αποθέματα του κράτους για μακροοικονομικές πολιτικές.<sup>71</sup>

### Η Ομοσπονδιακή Πράξη του 1913

Η Ομοσπονδιακή Πράξη του 1913 ίδρυσε το Ομοσπονδιακό Τραπεζικό Σύστημα ως σύνολο 12 ξεχωριστών τραπεζικών ιδρυμάτων. Κάθε μια από τις 12 ομοσπονδιακές τράπεζες θα διοικούσε μια συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή, ενώ οι πράξεις και των 12 θα συντονίζονταν από το Ομοσπονδιακό Κεντρικό Συμβούλιο με έδρα την Ουάσινγκτον. Όλες οι εθνικές τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να γίνουν μέλη του ή να μην ανήκουν πια στο δημόσιο. Ωστόσο, οι τράπεζες που ανήκαν στο δημόσιο μπορούσαν να επιλέξουν αν θα γίνονταν μέλη της Fed ή όχι. Αν μια τράπεζα γινόταν μέλος της Fed, θα απολάμβανε διάφορα πλεονεκτήματα, όπως η πρόσβαση σε υπηρεσίες

<sup>71</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 413-414

εκκαθάρισης επιταγών και η βοήθεια σε δύσκολες περιόδους. Οι τράπεζες μέλη θα μπορούσαν να δανειστούν χρηματικά ποσά από τη Fed χρησιμοποιώντας συναλλαγματικές ή υποσχετικές επιταγές ως πρόσθετη εξασφάλιση. Αυτή η πρακτική, η οποία ονομαζόταν προεξόφληση, ήταν ο πρόδρομος της σημερινής θυρίδας προεξοφλήσεων. Η Fed στη δομή της αποτελούνταν από 9 διευθυντές. Οι 6 ήταν εκλεγμένοι από τις τράπεζες μέλη της Fed. Από αυτούς τους 6, οι τρεις ήταν τραπεζίτες και οι άλλοι τρεις ήταν επιχειρηματίες εκτός του τραπεζικού συστήματος. Οι τρεις υπόλοιποι ήταν διορισμένοι από το Διοικητικό Συμβούλιο της Fed. Το Διοικητικό αυτό Συμβούλιο αποτελούνταν από 7 μέλη διορισμένα από τον Πρόεδρο των ΗΠΑ και με έγκριση της Γερουσίας. Ο Υπουργός Οικονομικών ήταν επίσης μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου. Επίσης, καθιερώθηκε και το Ομοσπονδιακό Συμβούλιο, που αποτελούνταν από έναν τραπεζίτη κάθε περιφέρειας με ρόλο συμβουλευτικό. Ο βασικός στόχος για την ίδρυση της Fed ήταν να θέσει το θεσμικό πλαίσιο για κανόνες συνεργασίας. Ο κανόνας του χρυσού που ίσχυε εκείνη την περίοδο απαιτούσε γρήγορες και αυτοματοποιημένες αντιδράσεις στα οικονομικά γεγονότα. Αρμοδιότητα, λοιπόν, της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας ήταν να διατηρήσει μια σταθερή αναλογία ανάμεσα στα αποθέματα χρυσού και στα ποσά των καταθέσεων και των επιταγών. Άλλη αρμοδιότητα της Fed ήταν να εξασφαλίσει ένα ελαστικό τραπεζικό σύστημα, κάτι που θα πετύχαινε παρέχοντας ρευστότητα στις τράπεζες μέλη της όποτε αυτές χρειαζόντουσαν κεφάλαια για να παρέχουν επιχειρηματικά δάνεια. Ο δανεισμός από τη Fed προς τις τράπεζες μέλη της ήταν προσωρινός και γινόταν αφού λαμβάνονταν υπόψη κάποιες εγγυήσεις που παρείχαν οι εμπορικές τράπεζες για να διασφαλίσουν τα κεφάλαια που έπαιρναν ως δάνειο από τη Fed, αξιοποιώντας τα με παραγωγικό τρόπο.<sup>72</sup>

Οι περιφερειακές ομοσπονδιακές τράπεζες συμπεριφέρονταν με ένα μεγάλο βαθμό αυτονομίας. Προσπαθούσαν να πετύχουν τις δικές τους ανεξάρτητες πολιτικές, ακολουθώντας την καθοδήγηση της Κεντρικής Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης, η οποία είχε το μεγαλύτερο ποσοστό αποθεματικών. Πράγματι, η Κεντρική Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης ζητούσε υπευθυνότητα στις σχέσεις με τις ξένες κεντρικές τράπεζες και μερικές φορές ενεργούσε χωρίς να πληροφορεί για τις πράξεις της τα αρμόδια όργανα.<sup>73</sup>

---

<sup>72</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 414-415 και Robert L. Hetzel, The Monetary Policy of the Federal Reserve: A History, Cambridge University Press, New York: 2008, p. 11-12

<sup>73</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 416



## Η Μεγάλη Ύφεση του '30

Το 1929, το Χρηματιστήριο κατέρρευσε και ως συνέπεια αυτού, δημιουργήθηκε ένα μεγάλο κύμα χρεοκοπίας στις τράπεζες που εξαπλώθηκε ραγδαία. Από το 1929 μέχρι το 1932, περισσότερες από 5.000 τράπεζες χρεοκόπησαν, μέγεθος που αντιστοιχούσε στα ένα τρίτο του συνόλου των εμπορικών τραπεζών. Οι τράπεζες δεν ήταν σε θέση να καλύψουν τη ζήτηση των καταθετών, η οποία από την στιγμή που ξέσπασε το Κραχ του 1929 πολλαπλασιάστηκε. Η Fed, η οποία είχε δημιουργηθεί για να παρέχει ένα ελαστικό τραπεζικό σύστημα, ικανό να παρέχει νομισματική ρευστότητα κατά τη διάρκεια μιας κρίσης, απέτυχε οικτρά στην περίπτωση της Κρίσης του 1929, καθώς δεν παρείχε την αναγκαία ρευστότητα στο σύστημα και δεν στήριξε τα τραπεζικά αποθεματικά των τραπεζών μελών της. Η προσφορά χρήματος μειώθηκε κατά το ένα τρίτο την περίοδο αυτή με συνέπειες πολύ σοβαρές στο οικονομικό πεδίο, καθώς σχεδόν κατέρρευσε το οικονομικό σύστημα, παγώνοντας ή ακυρώνοντας οποιαδήποτε οικονομική, επιχειρηματική και άλλου είδους δραστηριότητα. Η ύφεση που ακολούθησε ήταν πολύ έντονη και η ανάκαμψη καθυστέρησε. Τα αίτια της Μεγάλης Ύφεσης πηγάζουν στον τραπεζικό πανικό που ακολούθησε την κατάρρευση του Χρηματιστηρίου, τους λανθασμένους και μη έγκαιρους χειρισμούς της Fed και γενικότερα η ψυχολογία των ανθρώπων που άμεσα ή έμμεσα ασχολούνταν με το Χρηματιστήριο, το τραπεζικό σύστημα, το επιχειρηματικό πεδίο, έπαιξε και αυτή έναν αρνητικό ρόλο στην εξέλιξη της όλης κρίσης.<sup>74</sup>

Ως απάντηση στη Μεγάλη Ύφεση και στην αποτυχία της Fed να παρέχει τα απαραίτητα αποθέματα για τη διατήρηση της σταθερότητας στο τραπεζικό σύστημα αλλά και την ρευστότητα που απαιτούνταν, το Κογκρέσο αποφάσισε να μεταρρυθμίσει τη Fed. Στην κατεύθυνση αυτή, το Κογκρέσο επιχείρησε να αλλάξει την τραπεζική νομοθεσία, περνώντας την “Glass Steagall Act” το 1933. Αυτή η νομοθετική Πράξη είχε το πιο έντονο αντίκτυπο στην εξέλιξη του τραπεζικού συστήματος, η οποία έφτασε μέχρι σήμερα. Η Πράξη αυτή επέβαλε μια σειρά απαγορεύσεων στις εμπορικές τράπεζες, μεταξύ των οποίων ήταν οι απαγορεύσεις στην επενδυτική τραπεζική και περιορισμούς στο επιτόκιο καταθέσεων που έδιναν οι τράπεζες. Πριν από την Πράξη αυτή, οι τράπεζες ήταν ελεύθερες να προβαίνουν τόσο σε εμπορικές όσο και σε επενδυτικές δραστηριότητες, έχοντας διττό ρόλο. Επίσης, η νομοθετική αυτή Πράξη απαγόρευσε στις τράπεζες να πληρώνουν το

---

<sup>74</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 416

επιτόκιο τη στιγμή της ζήτησης των καταθέσεων και επέτρεψε στο Ομοσπονδιακό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών να ρυθμίσει τα επιτόκια καταθέσεων, τόσο σε βραχυχρόνιο όσο και σε μακροχρόνιο επίπεδο. Αυτό επειδή μια αιτία για τις χρεοκοπίες των τραπεζών από το Κραχ του 1929 και μετά θεωρήθηκε ότι ήταν ο εκτεταμένος ανταγωνισμός για καταθέσεις μεταξύ των τραπεζών, πράγμα που είχε σαν αποτέλεσμα και ανταγωνισμό στο επιτόκιο που χορηγούσαν, παρατηρώντας έτσι έντονες διακυμάνσεις στα κέρδη τους. Έτσι, με τη νομοθετική Πράξη αυτή, επιτεύχθηκε η μείωση του ρίσκου αλλά και του κόστους των τραπεζών για τη διατήρηση των κεφαλαίων τους, σταθεροποιώντας με αυτό τον τρόπο το τραπεζικό σύστημα και τα κέρδη τους. Η Fed μπόρεσε, λοιπόν, να ρυθμίσει έμμεσα τις αγορές, παρέχοντας μεγαλύτερη ασφάλεια στο σύστημα.<sup>75</sup>

Η ρύθμιση του τραπεζικού συστήματος έχει σκοπό να πετύχει συγκεκριμένους στόχους. Αρχικά, στοχεύει στη διατήρηση της τραπεζικής φερεγγυότητας ή στον περιορισμό των τραπεζικών χρεοκοπιών. Η ασύμμετρη πληροφόρηση καθιστά δύσκολο για έναν μέσο αποταμιευτή να γνωρίζει πόσο ασφαλείς είναι οι καταθέσεις του σε μια τράπεζα, καθώς ο παραμικρός ψίθυρος για τον κίνδυνο χρεοκοπίας μιας τράπεζας ή για την κεφαλαιακή επάρκειά της θα μπορούσε να σπείρει άμεσα τον πανικό με αρνητικό αντίκτυπο γι' αυτόν. Έτσι, οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις ενισχύουν την εμπιστοσύνη των αποταμιευτών, χωρίς να απειλείται η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος. Επίσης, ένας άλλος στόχος της ρύθμισης είναι να διασφαλίσει τη ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα. Ο ρόλος της Fed ως ο «δανειστής έσχατης προσφυγής» κάνει πολύ σημαντική την παράμετρο της ρευστότητας και με τον τρόπο αυτό διασφαλίζει πως οι τράπεζες θα είναι συνεπείς στις υποχρεώσεις τους απέναντι τους αποταμιευτές. Ένας τρίτος στόχος είναι να προωθηθεί η οικονομική επάρκεια, παρέχοντας αποταμιευτικές και πιστωτικές υπηρεσίες σε ανθρώπους τοπικών κοινωνιών σε ανταγωνιστικά επιτόκια. Μέσα από το ρυθμιστικό πλαίσιο, οι τράπεζες αποτρέπονται να μεγαλώσουν πάρα πολύ και να γιγαντωθούν αποκτώντας μονοπωλιακή ισχύ κατά τη χορήγηση δανείων αλλά και στους όρους προσέλκυσης των αποταμιευτών.<sup>76</sup>

---

<sup>75</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, *Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach*, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 214-216, 416 και Robert L. Hetzel, *The Monetary Policy of the Federal Reserve: A History*, Cambridge University Press, New York: 2008, p. 20-21

<sup>76</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, *Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach*, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 211

## Θεσμική Δομή

Το Ομοσπονδιακό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών αποτελείται από 4 κύρια στοιχεία: το Συμβούλιο των Διοικητών, 12 τοπικές ομοσπονδιακές κεντρικές τράπεζες, την Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς και τις τράπεζες μέλη, μαζί με άλλους αποθεματικούς θεσμούς. Το Συμβούλιο των Διοικητών αποτελείται από 7 μέλη, διορισμένα από τον Πρόεδρο των ΗΠΑ, με την έγκριση της Γερουσίας. Κάθε μέλος υπηρετεί θητεία 14 ετών. Κανένα μέλος δεν επιτρέπεται να υπηρετήσει περισσότερο από μια πλήρη θητεία, αν και ο επαναδιορισμός ενός μέλους κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες είναι εφικτός (π.χ. για αντικατάσταση κάποιου μετά από παραίτηση). Ο κάθε διορισμός γίνεται ανά δύο χρόνια. Έτσι, τα μέλη του Συμβουλίου αυτού υπηρετούν θητεία μεγαλύτερη από τη θητεία του Προέδρου των ΗΠΑ, ο οποίος τους διορίζει. Αυτό σημαίνει πως ο Πρόεδρος δυσκολεύεται πολύ να εκλέξει την πλειοψηφία των μελών του Συμβουλίου, καθώς η θητεία του, ακόμα και αν επανεκλεγεί, δεν ξεπερνά τα οχτώ χρόνια. Τα μέλη του Συμβουλίου προέρχονται συνήθως από τον τραπεζικό ή τον επιχειρηματικό χώρο. Ο Πρόεδρος των ΗΠΑ διορίζει ένα μέλος του Συμβουλίου των Διοικητών ως πρόεδρο με τετραετή θητεία, η οποία αρχίζει περίπου από το μέσο της προεδρικής θητείας. Η θητεία του Προέδρου του Συμβουλίου των Διοικητών μπορεί να ανανεωθεί, αν και σπανιότερα μπορεί ένας Πρόεδρος του Συμβουλίου να μην ανανεωθεί η θητεία του και να συνεχίσει ως απλό τακτικό μέλος του Συμβουλίου. Ο Πρόεδρος του Συμβουλίου των Διοικητών καθορίζει το περιεχόμενο της νομισματικής πολιτικής. Σήμερα, Πρόεδρος του Συμβουλίου είναι ο Ben Bernanke, του οποίου η θητεία πρόσφατα ανανεώθηκε από τον Πρόεδρο Obama. Στη θέση αυτή διαδέχθηκε τον Alan Greenspan. Η Fed θεωρείται ανεξάρτητη, καθώς δεν βασίζεται σε κανένα κυβερνητικό βραχίονα για να ικανοποιήσει τους οικονομικούς της στόχους και ανάγκες. Το Συμβούλιο λογοδοτεί στο Κογκρέσο και ολόκληρο το Ομοσπονδιακό Κεντρικό Σύστημα είναι δημιούργημα του Κογκρέσου. Βασικές αλλαγές στη δομή της Fed απαιτούν την έγκριση της πλειοψηφίας από το Κογκρέσο αλλά και τη Γερουσία και ακολούθως την έγκριση του Προέδρου των ΗΠΑ. Διαφορετικά, αν ο Πρόεδρος των ΗΠΑ θέτει βέτο και δεν δώσει την έγκρισή του, απαιτείται πλειοψηφία των δύο τρίτων τόσο στο Κογκρέσο όσο και στη Γερουσία, προκειμένου να ξεπεραστεί το εμπόδιο του Προεδρικού Βέτο. Αν και είναι ανεξάρτητο, το Ομοσπονδιακό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών συνεργάζεται στενά με το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ, πάνω σε θέματα μακροοικονομικής πολιτικής και σε θέματα σχετικά με την αγορά ξένου συναλλάγματος. Το Συμβούλιο των Διοικητών είναι επίσης υπεύθυνο για την πολιτική του αναπροεξοφλητικού επιτοκίου, θέτοντας τους όρους που πρέπει να τηρούνται για τα τραπεζικά αποθεματικά και

επιβλέποντας το συνολικό ομοσπονδιακό αποθεματικό σύστημα, συμπεριλαμβάνοντας τον προϋπολογισμό και τις εσωτερικές σχέσεις των τραπεζών του Ομοσπονδιακού Συστήματος. Για να βοηθήσει το σκοπό αυτό, το Συμβούλιο έχει ένα μεγάλο αριθμό προσωπικού, μεταξύ του οποίου και πολλούς οικονομολόγους που συμβουλεύουν τους Διοικητές πάνω στη νομισματική πολιτική, τη ρύθμιση του τραπεζικού συστήματος και γενικότερα το οικονομικό σύστημα.<sup>77</sup>

Η δομή των περιφερειακών ομοσπονδιακών τραπεζών είναι σχεδόν η ίδια σαν κι αυτή που αποφασίστηκε κατά τη δημιουργία της Fed, αν και η Τραπεζική Πράξη (Banking Act) του 1935 αφαίρεσε από αυτές τις τράπεζες το μεγαλύτερο ποσοστό αυτονομίας κατά τη δημιουργία πολιτικής. Η δομή του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών χωρίζει τη χώρα σε 12 περιφέρειες και κάθε περιφέρεια περιέχει μια Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα. Έτσι, σήμερα Ομοσπονδιακές Κεντρικές Τράπεζες υπάρχουν στη Βοστώνη, τη Νέα Υόρκη, τη Φιλαδέλφεια, το Κλίβελαντ, το Ρίτσμουντ, την Ατλάντα, το Σικάγο, στο Σεν Λούις, στη Μινεάπολη, το Κάνσας, στο Ντάλας και στο Σαν Φρανσίσκο. Στην πραγματικότητα, αυτές οι Ομοσπονδιακές Τράπεζες ανήκουν σε εμπορικές τράπεζες των περιφερειών που βρίσκονται, οι οποίες είναι μέλη του Ομοσπονδιακού Συστήματος Τραπεζών. Αυτό επιτεύχθηκε απαιτώντας από κάθε τράπεζα μέλος του Συστήματος Ομοσπονδιακών Τραπεζών να αγοράσει μερίδια από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα της περιφέρειάς της. Κάθε Ομοσπονδιακή Περιφερειακή Κεντρική Τράπεζα έχει 9 διευθυντές, από τους οποίους τους 6 εκλέγουν οι εμπορικές τράπεζες της περιφέρειας που είναι μέλη του Ομοσπονδιακού Συστήματος Τραπεζών και οι υπόλοιποι 3 εκλέγονται από το Συμβούλιο των Διοικητών. Το Συμβούλιο των Διοικητών ορίζει και τον Πρόεδρο του Συμβουλίου σε κάθε περιφερειακή τράπεζα. Αυτές οι περιφερειακές τράπεζες είναι ιδιωτικές εταιρίες που ανήκουν σε εμπορικές τράπεζες αλλά στην πραγματικότητα βρίσκονται κάτω από την καθοδήγηση του Συμβουλίου των Διοικητών. Επιπροσθέτως, οποιαδήποτε κέρδη αποκτώνται και υπερβαίνουν το διαχειριστικό κόστος αποδίδονται στο Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ και όχι στις εμπορικές τράπεζες που είναι μέτοχοί τους. Οι περιφερειακές τράπεζες είναι κανονιστικοί αντιπρόσωποι όλων των τραπεζών της περιφέρειάς τους, διαθέτοντας δύο ή τρία κεντρικά γραφεία σε άλλες πόλεις της περιφέρειάς τους. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης είναι ο βασικός διεκπεραιωτής της νομισματικής πολιτικής του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών. Επίσης, μεσολαβεί για λογαριασμό του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ στην αγορά συναλλάγματος. Επίσης, οι

---

<sup>77</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 419-420

πρόεδροι των περιφερειακών τραπεζών συμμετέχουν στην Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς και μερικές φορές ψηφίζουν σε θέματα νομισματικής πολιτικής.<sup>78</sup>

Η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς είναι ο πολιτικός βραχίονας του Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών. Αποτελείται από 7 διοικητές, τον Πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης, τον Πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας του Σικάγο ή του Κλίβελαντ και 3 Προέδρους από τις υπόλοιπες 9 Περιφερειακές Ομοσπονδιακές Κεντρικές Τράπεζες. Οι πράξεις νομισματικής πολιτικής, που ονομάζονται «πράξεις ανοιχτής αγοράς», διεκπεραιώνονται από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης, κάτι που δικαιολογεί την παρουσία του Προέδρου της στην Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοιχτής Αγοράς. Οι άλλοι Πρόεδροι των Περιφερειακών Ομοσπονδιακών Τραπεζών συμμετέχουν στην Επιτροπή διαδοχικά, εκτός από τους Προέδρους της Περιφερειακής Ομοσπονδιακής Τράπεζας του Σικάγο και του Κλίβελαντ, που η συμμετοχή τους στην Επιτροπή οφείλεται σε πολιτικούς και ιστορικούς παράγοντες. Οι συνεδριάσεις της Επιτροπής αυτής, στις οποίες συζητούνται, θέματα νομισματικής πολιτικής λαμβάνουν χώρα 8 φορές το χρόνο.<sup>79</sup>

#### Εργαλεία Νομισματικής Πολιτικής της Fed

Τα κύρια εργαλεία που μπορεί να χρησιμοποιήσει η Κεντρική Ομοσπονδιακή Τράπεζα (FED) για να ρυθμίσει την προσφορά χρήματος και να ασκήσει τη νομισματική πολιτική της είναι η πολιτική της Ανοιχτής Αγοράς (open market operations), η πολιτική των Υποχρεωτικών Ρευστών Διαθεσίμων (reserve requirements) και η πολιτική του Προεξοφλητικού Επιτοκίου (discount rate).<sup>80</sup>

Όσον αφορά την πολιτική των υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων, μπορούμε να αναφέρουμε ότι η Fed έχει τη δυνατότητα να αυξάνει ή να μειώνει την ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί στην οικονομία με την αυξομείωση του ποσοστού των καταθέσεων που οι εμπορικές τράπεζες υποχρεώνονται να διατηρούν σε μορφή μετρητών στα ταμεία τους. Με τον τρόπο αυτό και με δεδομένη την ποσότητα του νομισματικού χρήματος (χαρτονομίσματα και κέρματα), η κεντρική

<sup>78</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, *Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach*, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 420-422

<sup>79</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, *Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach*, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 422

<sup>80</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, *Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach*, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p.427

τράπεζα έχει τη δυνατότητα να επηρεάσει την πιστοδοτική ικανότητα των εμπορικών τραπεζών και έτσι να επηρεάσει τελικά τη γενική οικονομική δραστηριότητα της χώρας. Έτσι, αν η κεντρική τράπεζα θελήσει να περιορίσει ή να αυξήσει τη χρηματοδότηση της οικονομίας, θα προχωρήσει σε μείωση ή αντίστοιχα αύξηση της ποσότητας του χρήματος που κυκλοφορεί στην οικονομία, αυξάνοντας ή αντίστοιχα μειώνοντας το ποσοστό των υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων των εμπορικών τραπεζών. Τα μειονεκτήματα της πολιτικής αυτής είναι ότι απαιτεί σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα για να φέρει το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα και να συντονιστεί η κεντρική τράπεζα με τις εμπορικές. Επίσης, η πολιτική αυτή, επειδή εφαρμόζεται χωρίς καμία διάκριση σε όλες τις εμπορικές τράπεζες, δεν λαμβάνει υπόψη της τις ειδικές συνθήκες ρευστότητας και χρηματοδότησης κάθε μιας τράπεζας ξεχωριστά, με αποτέλεσμα κάποιες τράπεζες να ευνοούνται και κάποιες άλλες όχι. Επιπρόσθετα, η πολιτική αυτή είναι δύσκαμπτη, καθώς η κεντρική τράπεζα δεν μπορεί να μεταβάλλει συχνά τα ποσοστά των υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων επειδή έτσι θα κλονιζόταν η εμπιστοσύνη του κοινού στο τραπεζικό σύστημα. Εξάλλου κάθε μεταβολή του ποσοστού των υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων δημοσιεύεται στον τύπο και έτσι κοινοποιείται στο ευρύτερο κοινό, με αποτέλεσμα να επηρεάζει και τη γνώμη του για το τραπεζικό σύστημα ανάλογα με την περίπτωση και την εποχή. Αν κλονιστεί η εμπιστοσύνη του κοινού στο τραπεζικό σύστημα της χώρας του, αυτό θα είχε αποτέλεσμα μείωση των επενδύσεων, μείωση της παραγωγής και πτώση της παραγωγικότητας, μείωση κερδών ή αύξηση των ζημιών των επιχειρήσεων, μείωση του εισοδήματος των εργαζομένων, μείωση δαπανών, πτώση της κατανάλωσης και της απασχόλησης και αύξηση της ανεργίας. Όλα αυτά μπορεί να ωθήσουν την οικονομία σε κάμψη και ύφεση. Η Fed χρησιμοποιεί σπανιότερα αυτή την πολιτική.<sup>81</sup>

Σχετικά με την πολιτική του προεξοφλητικού επιτοκίου, θα αναφέρουμε ότι η κεντρική τράπεζα χρηματοδοτεί τις εμπορικές τράπεζες με διάφορες μεθόδους. Η πιο συνηθισμένη μέθοδος χρηματοδότησης είναι η πολιτική του προεξοφλητικού επιτοκίου. Προεξοφλητικό επιτόκιο είναι το επιτόκιο με το οποίο οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να δανειστούν χρήματα από την κεντρική τράπεζα. Ονομάζεται «προεξοφλητικό» επειδή συνήθως οι εμπορικές τράπεζες δανείζονται χρήματα από την κεντρική τράπεζα προεξοφλώντας τις απαιτήσεις τους, δηλαδή τα γραμμάτια και συναλλαγματικές των πελατών τους. Η κεντρική τράπεζα, στα πλαίσια άσκησης της πολιτικής του

---

<sup>81</sup> Π. Α. ΚΙΟΧΟΣ- Γ.Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες, Αθήνα: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, 1997, σελ. 155-158 και N. Gregory Mankiw, Μακροοικονομική Θεωρία Β' Τόμος, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg 2002, Σελ.719 και MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p.431-433

προεξοφλητικού επιτοκίου, καθορίζει την τιμή του επιτοκίου αυτού, τις προϋποθέσεις που πρέπει να εκπληρώνουν τα γραμμάτια και οι συναλλαγματικές για να γίνουν δεκτά από την κεντρική τράπεζα και το ανώτατο ποσό ανά τράπεζα που μπορεί να γίνει δεκτό από την κεντρική τράπεζα σε γραμμάτια για προεξόφληση. Όταν η κεντρική τράπεζα επιθυμεί να μειώσει την ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί στην οικονομία, αυξάνει το προεξοφλητικό επιτόκιο, οπότε οι εμπορικές τράπεζες γίνονται λιγότερο πρόθυμες να καταφύγουν στην κεντρική τράπεζα για προεξόφληση γραμματίων ή συναλλαγματικών. Αυτό συμβαίνει επειδή η αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου θα οδηγήσει στην αύξηση των επιτοκίων των βραχυπρόθεσμων δανείων που χορηγούν οι εμπορικές τράπεζες στις επιχειρήσεις με αποτέλεσμα να μειωθεί η ζήτηση των δανείων αυτών από τις επιχειρήσεις. Έτσι, μια αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου από την κεντρική τράπεζα μειώνει την ποσότητα του χρήματος που διοχετεύεται στην οικονομία. Αντίθετα, όταν η κεντρική τράπεζα επιθυμεί να αυξήσει την ποσότητα του χρήματος, μειώνει το προεξοφλητικό επιτόκιο. Έτσι, οι εμπορικές τράπεζες με μεγαλύτερη προθυμία καταφεύγουν στην κεντρική τράπεζα για δανεισμό με την προεξόφληση των γραμματίων και συναλλαγματικών. Η μείωση του προεξοφλητικού επιτοκίου συνοδεύεται από μείωση του επιτοκίου των βραχυπρόθεσμων δανείων που χορηγούν οι εμπορικές τράπεζες και έτσι υπάρχει μεγαλύτερη ζήτηση δανείων από τις επιχειρήσεις, διοχετεύοντας περισσότερο χρήμα στην οικονομία.<sup>82</sup>

Σχετικά με την πολιτική της Ανοιχτής Αγοράς, πρέπει να αναφέρουμε ότι αυτή η πολιτική συνίσταται στην αγορά ή πώληση από την Fed κρατικών ομολόγων στην ανοιχτή αγορά κυρίως της Ν. Υόρκης, σχεδόν καθημερινά, έτσι ώστε να μεταβληθεί η ποσότητα του χρήματος στην οικονομία. Αν η Fed θέλει να μειώσει την συνολική ποσότητα χρήματος στην οικονομία, τότε θα πωλήσει κρατικά ομόλογα, ενώ αν επιλέξει να αυξήσει την ποσότητα του χρήματος, τότε αντίστοιχα θα αγοράσει κρατικά ομόλογα. Αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα οι πωλητές των κρατικών ομολόγων να καταθέτουν στις εμπορικές τράπεζες τα μετρητά που εισέπραξαν κι έτσι έχουμε αύξηση των ρευστών διαθεσίμων των εμπορικών τραπεζών. Τα πλεονεκτήματα της πολιτικής της Ανοιχτής Αγοράς είναι πως παρουσιάζει μεγάλη ευελιξία στη χρήση της από την Κεντρική Τράπεζα. Επίσης, το ευρύτερο κοινό δεν είναι ανάγκη να γνωρίζει τις κινήσεις της κεντρικής τράπεζας (αγοραπωλησίες ομολόγων) και έτσι δεν επηρεάζεται η εμπιστοσύνη του στο τραπεζικό

---

<sup>82</sup> Π. Α. ΚΙΟΧΟΣ- Γ.Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες, Αθήνα: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, 1997, σελ. 159-161 και Ν. Gregory Mankiw, Μακροοικονομική Θεωρία Β' Τόμος, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg 2002, Σελ. 719-720 και MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p.433-435

σύστημα. Αυτό το εργαλείο το χρησιμοποιεί η Fed συχνότερα από κάθε άλλο. Επίσης οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να κρατούν πλεονάζοντα διαθέσιμα, δηλαδή διαθέσιμα πάνω από τα υποχρεωτικά τραπεζικά διαθέσιμα, και όσο περισσότερα είναι τα πλεονάζοντα διαθέσιμα τόσο μεγαλύτερος είναι ο λόγος των διαθέσιμων προς τις καταθέσεις και κατά συνέπεια τόσο μικρότερη η προσφορά χρήματος.<sup>83</sup>

Οι καταθέσεις του κράτους στην κεντρική τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιηθούν ως μέσο για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής της τράπεζας. Συγκεκριμένα, μπορεί να οριστεί ότι τα ρευστά διαθέσιμα του κράτους πρέπει να διατηρούνται υποχρεωτικά σε καταθέσεις όψεως στην κεντρική τράπεζα και μόνο έπειτα από έγκριση της κεντρικής τράπεζας να μπορούν αυτά να μετακινηθούν στις εμπορικές τράπεζες. Η μετακίνηση αυτή θα σήμαινε αύξηση των ρευστών διαθέσιμων των εμπορικών τραπεζών, ενώ αντίθετα μετακίνηση των καταθέσεων αυτών από τις εμπορικές τράπεζες στην κεντρική τράπεζα θα σήμαινε μείωση των ρευστών διαθέσιμων των εμπορικών τραπεζών. Βέβαια, αυτή η πολιτική θα επηρέαζε και τις πιστώσεις των τραπεζών προς το κοινό. Έτσι, φαίνεται πως η πολιτική των δημοσίων καταθέσεων είναι πολύ πιο δραστική σε σύγκριση με τις άλλες πολιτικές επειδή ασκεί άμεση επίδραση στο μέγεθος των ρευστών διαθέσιμων των εμπορικών τραπεζών, ενώ οι άλλες πολιτικές ασκούν, κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες και προϋποθέσεις, επίδραση στην συμπεριφορά των κεντρικών τραπεζών.<sup>84</sup>

Γενικότερα θα αναφέραμε πως η Κεντρική Τράπεζα, εκτός από τον έλεγχο των επιτοκίων της, μπορεί να θέσει υπό τον άμεσο έλεγχό της και τα επιτόκια των εμπορικών τραπεζών και να τα χρησιμοποιεί έτσι ως παραμέτρους κατά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής της. Ένας τρόπος άμεσου ελέγχου των επιτοκίων αυτών είναι η άμεση σύνδεση των επιτοκίων των εμπορικών τραπεζών με τα επιτόκια της κεντρικής τράπεζας. Έτσι, όταν η κεντρική τράπεζα αυξομειώνει τα επιτόκιά της, αυξομειώνονται αυτόματα και τα επιτόκια χορηγήσεων και καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών. Επίσης, τα εμπορικά τραπεζικά επιτόκια μπορεί να ελεγχθούν μέσω του καθορισμού ανώτατων και κατώτατων ορίων. Έλεγχος μπορεί να γίνει και στην εξωτραπεζική

---

<sup>83</sup>N. Gregory Mankiw, Μακροοικονομική Θεωρία Β' Τόμος, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg 2002, Σελ. 719-720 και MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p.427-431 και Π. Α. ΚΙΟΧΟΣ- Γ.Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες, Αθήνα: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, 1997, σελ. 161-164, 166-167

<sup>84</sup> Π. Α. ΚΙΟΧΟΣ- Γ.Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες, Αθήνα: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, 1997, σελ. 167-169 και MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p431-433



αγορά πιστώσεων με μέτρα πολιτικής, όπως π.χ. η απαγόρευση τοκογλυφικών δανείων. Ο καθορισμός διαφορετικών επιπέδων επιτοκίων έχει σκοπό να ενθαρρύνει τις παραγωγικές επενδύσεις σε κλάδους που θεωρούνται σημαντικοί για την ανάπτυξη της οικονομίας.<sup>85</sup>

Επιπλέον, μπορεί να έχουμε διαφοροποίηση στο ποσοστό των υποχρεωτικών καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών στην Κεντρική Τράπεζα ανάλογα με τον προορισμό του δανείου και τον κλάδο που χρηματοδοτείται, όπως για παράδειγμα όταν επιβάλλονται χαμηλά ποσοστά υποχρεωτικών καταθέσεων στις χρηματοδοτήσεις σε κλάδους που θεωρούνται σημαντικοί για την αναπτυξιακή πολιτική της χώρας. Από την άλλη, επιβάλλονται υψηλά ποσοστά υποχρεωτικών καταθέσεων στις χορηγήσεις δανείων σε κλάδους που δεν θεωρούνται τόσο σημαντικοί για την οικονομία. Ακόμα, μπορεί να ελεγχθεί η επενδυτική πολιτική ορισμένων πιστωτικών ιδρυμάτων που υποχρεώνονται να επενδύουν τα ρευστά διαθέσιμά τους σε τίτλους του δημοσίου ή να χορηγούν ορισμένης κατηγορίας δάνεια (π.χ. στεγαστικά δάνεια, δάνεια προς επιχειρήσεις, κτλ). Επίσης, η κεντρική τράπεζα μπορεί να προχωρήσει σε παροτρύνσεις προς τις εμπορικές τράπεζες επηρεάζοντας την πιστωτική πολιτική τους, μπορεί να προβαίνει σε παροτρύνσεις προς το κοινό για τοποθετήσεις στα πλεονάζοντα ρευστά διαθέσιμά του στις εμπορικές τράπεζες σε μορφή καταθέσεων ή να αγοράσει κρατικά ομόλογα και να αποταμιεύει περισσότερο από το να καταναλώνει.<sup>86</sup>

Επίσης πρέπει να αναφέρουμε και το κλασματικό σύστημα αποθεμάτων, που σχετίζεται άμεσα με τα παραπάνω όσον αφορά την τραπεζική λειτουργία ,δηλαδή ένα προσδιορισμένο κλάσμα από όλες τις καταθέσεις όψεως που πρέπει να διατηρείται διαθέσιμο πάντα σε μετρητά και το μέγεθος του προσδιορίζεται από την πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας. Στο σύστημα αυτό αν όλοι οι καταθέτες αποφάσιζαν να αποσύρουν τους λογαριασμούς τους από τις τράπεζες στο σύνολο τους ταυτόχρονα, τότε δεν θα μπορούσε να ικανοποιηθεί η ζήτηση για μετρητά με αποτέλεσμα την κατάρρευση τους. Στο σύστημα αυτό οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να δανείσουν ή να επενδύσουν σε χρεόγραφα μέρος των κεφαλαίων που έχουν κατατεθεί σε αυτές, ενώ διευρύνει ή ελαττώνει την προσφορά επενδυτικών ή δανειακών κεφαλαίων ανάλογα με τις εκάστοτε περιστάσεις όπως είδαμε και πιο πριν στην ανάλυση.<sup>87</sup>

<sup>85</sup> Π. Α. ΚΙΟΧΟΣ- Γ.Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες, Αθήνα: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, 1997, σελ. 171-172 και Samuelson, Nordhaus, Οικονομική, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2000, Σελ. 270-271

<sup>86</sup> Samuelson, Nordhaus, Οικονομική, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2000, Σελ. 271-273 και Π. Α. ΚΙΟΧΟΣ- Γ.Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες, Αθήνα: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, 1997, σελ. 173-175

<sup>87</sup> Robert L. Heilbroner-Lester C. Thurow, Για την Κατανόηση της Μακροοικονομικής, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση 1984, Σελ. 311-313

Η αποτελεσματικότητα της νομισματικής και πιστωτικής πολιτικής εξαρτάται από τη σχέση που υπάρχει μεταξύ της κεντρικής τράπεζας και του εμπορικού τραπεζικού συστήματος, το οποίο θα πρέπει να αντιδρά θετικά στις κατευθύνσεις της κεντρικής τράπεζας καθώς σε διαφορετική περίπτωση η νομισματική πολιτική της κεντρικής τράπεζας δεν θα πετύχει τους επιθυμητούς στόχους της.<sup>88</sup>

---

<sup>88</sup> Π. Α. ΚΙΟΧΟΣ- Γ.Δ. ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες, Αθήνα: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, 1997, σελ. 177

## Ο Σύγχρονος Ρόλος της Fed

Αρχικά, η Fed δημιουργήθηκε για να παρέχει ένα ελαστικό νόμισμα καθώς και όποιες άλλες ενέργειες απαιτούνταν για να διατηρηθεί η τιμή του χρυσού σταθερή και να παραμείνουν οι ΗΠΑ στον κανόνα του χρυσού. Σήμερα, ο ρόλος της έχει επεκταθεί και έχει γίνει πιο σύνθετος, καθώς η νομισματική πολιτική είναι πιο περίπλοκη απ' ό,τι ήταν τα χρόνια που ιδρύθηκε. Η Fed λειτουργεί ως ο Τραπεζίτης των τραπεζών με πολλούς τρόπους. Συγκεντρώνει τις καταθέσεις ή τα αποθέματα των τραπεζών μελών της και δίνει δάνεια σ' αυτές τις τράπεζες. Η Fed είναι επίσης η τράπεζα της Ομοσπονδιακής Κυβέρνησης. Το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ ανοίγει τους λογαριασμούς του μέσω του Συστήματος Κεντρικών Ομοσπονδιακών Τραπεζών και κάνει καταθέσεις και αναλήψεις όπως ένας συνηθισμένος αποταμιευτής σε μια εμπορική τράπεζα. Η Fed επίσης διαχειρίζεται την πώληση των κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ αλλά και τους λογαριασμούς του Υπουργείου Οικονομικών που αφορούν την κυβέρνηση. Έχει ρυθμιστική εξουσία πάνω στους αποταμιευτικούς θεσμούς, καθορίζοντας τις απαιτήσεις προκειμένου να έχουν φερεγγυότητα για τη διατήρηση αποθεματικών. Επίσης, είναι γενικότερα υπεύθυνη για τη διατήρηση της σταθερότητας των αγορών και κυρίως των χρηματαγορών. Λειτουργεί ως αποταμιευτής χρυσού και είναι υπεύθυνη για τη διατήρηση της παροχής ομοσπονδιακών επιταγών. Αυτό σημαίνει ότι είναι ικανή να διατηρήσει σταθερή την παροχή του νομίσματος που ζητείται από το κοινό. Η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα της Νέας Υόρκης λειτουργεί ως αποταμιευτής χρυσού για λογαριασμό του Ομοσπονδιακού Κεντρικού Συστήματος, αποθηκεύοντας χρυσό όχι μόνο για λογαριασμό των ΗΠΑ αλλά και για λογαριασμό άλλων κρατών. Επιπροσθέτως, η Fed παρέχει υπηρεσίες εκκαθάρισης επιταγών. Παλαιότερα, αυτές οι υπηρεσίες κοστολογούνταν με τρόπο τέτοιο ώστε η Fed να ήταν ανταγωνιστική με τις αντίστοιχες υπηρεσίες των ιδιωτικών τραπεζών, επιλέγοντας τις πιο επικερδείς περιοχές για να παρέχουν αυτές τις υπηρεσίες. Καταληκτικά, η πιο σημαντική λειτουργία της Fed είναι η άσκηση της νομισματικής πολιτικής, καθώς είναι υπεύθυνη για την παροχή χρήματος σταθερά, ανάλογα με τη ζήτηση που έχει το χρήμα στις εκάστοτε συνθήκες. Η Fed είναι υπεύθυνη να αλλάζει την παροχή χρήματος με τρόπο επωφελή για την οικονομία. Πρέπει να διατηρεί τη σταθερότητα των τιμών, να εξασφαλίζει την πλήρη απασχόληση, την οικονομική ανάπτυξη, τη σταθερότητα των επιτοκίων, τη σταθερότητα των οικονομικών αγορών καθώς και τη σταθερότητα στην ισοτιμία συναλλάγματος.<sup>89</sup>

<sup>89</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 423-425 και Robert L. Hetzel, The Monetary Policy of the Federal

Η Fed πρέπει να είναι ανεξάρτητη στη λήψη των αποφάσεών της από πολιτικές επιρροές και κατευθύνσεις. Αυτό επειδή οι πολιτικοί συχνά ενδιαφέρονται για την επιτυχημένη επανεκλογή τους με αποτέλεσμα να ασκούν πιέσεις πληθωρισμού στην οικονομία. Έτσι, αν ήταν υπεύθυνοι για να αποφασίζουν αυτοί για την νομισματική πολιτική, δεν θα έμεναν πιστοί στη σταθερότητα των τιμών καθώς θα προτιμούσαν μια πληθωριστική πολιτική που θα εξασφάλιζε ένα βραχυπρόθεσμο όφελος στην οικονομία, αυξάνοντας τις πιθανότητές τους για επανεκλογή, αγνοώντας τη σταθερότητα των τιμών μακροπρόθεσμα, πράγμα που θα έβλαπτε περισσότερο την οικονομία. Επομένως, μια Fed ανεξάρτητη από την πολιτική χειραγώγηση θα ωφελήσει περισσότερο τόσο τους πολίτες όσο και την οικονομία σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Έχει παρατηρηθεί ότι στις περιόδους που προηγούνται των προεδρικών εκλογών γίνεται προσπάθεια επηρεασμού της Fed προκειμένου να ασκήσει πληθωριστική πολιτική προσωρινά, τονώνοντας την οικονομία, βοηθώντας έτσι κάποιον υποψήφιο στην εκλογή του. Επίσης, ένας άλλος λόγος που η Fed πρέπει να είναι ανεξάρτητη σχετίζεται με τον επιπλέον πληθωρισμό του ομοσπονδιακού χρέους, καθώς θα ήταν δύσκολο να ακολουθηθεί η πρακτική συνεχούς εκτόπισης νέου χρήματος από τη Fed και χρησιμοποίησής του για την αγορά κρατικών ομολόγων. Αυτή η ενέργεια θα μείωνε το μέγεθος του δημοσίου χρέους, καθώς η πραγματική του αξία θα μειωνόταν αφού η συνεχής έκδοση νέου χρήματος θα οδηγούσε κάποια στιγμή σε πληθωρισμό, ο οποίος θα μείωνε την πραγματική αξία του χρέους. Βέβαια, με τον τρόπο αυτό, θα προχωρούσε το ομοσπονδιακό κράτος σε μεγαλύτερο εσωτερικό δανεισμό, όπου σε περιόδους κρίσης (όπως η σημερινή) μπορεί βραχυπρόθεσμα να είχε κάποια οφέλη. Από την άλλη, υπάρχει ανάγκη για συνεργασία σε δημοσιονομικό και νομισματικό επίπεδο, όμως αν η Fed αποτελούσε μέρος του Υπουργείου Οικονομικών, μπορεί να ταυτιζόταν περισσότερο με τις δημοσιονομικές ή τις νομισματικές επιδιώξεις του, χωρίς έτσι να είχαμε αποτέλεσμα σε κάποιον από τους δυο τομείς.<sup>90</sup>

Σχετικά με τη Fed, μπορούμε να διακρίνουμε μεταξύ ενεργητικών και παθητικών πολιτικών που αφορούν τη συνολική ζήτηση και τη συνολική προσφορά. Στο σημείο αυτό, θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι ενεργητικές πολιτικές μπορούν να σταθεροποιήσουν το επίπεδο τιμών, κάτι το οποίο περιορίζει τις διακυμάνσεις των τιμών που οφείλονται σε αλλαγές στη συνολική ζήτηση. Η παθητική πολιτική, από την άλλη μεριά, έχει αποτέλεσμα στις διακυμάνσεις του επιπέδου των

---

Reserve: A History, Cambridge University Press, New York: 2008, p. 275-276

<sup>90</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 439-440

τιμών, δηλαδή οι επιχειρήσεις και οι καταναλωτές δοκιμάζονται συνεχώς από τις αλλαγές στο επίπεδο των τιμών που προέρχεται από τις αλλαγές στη συνολική ζήτηση. Η Fed, μειώνοντας την προσφορά χρήματος όταν οι τιμές ανεβαίνουν ή αυξάνοντας την προσφορά χρήματος όταν οι τιμές πέφτουν, μπορεί να σταθεροποιήσει το επίπεδο τιμών ασκώντας ενεργητική πολιτική. Αυτό σημαίνει ότι οι καταναλωτές και οι επιχειρήσεις δεν υπόκεινται στις διακυμάνσεις των τιμών που προέρχονται από τις μακροπρόθεσμες διακυμάνσεις στη συνολική ζήτηση ή προσφορά. Από την άλλη, μια ενεργητική πολιτική της αύξησης της προσφοράς χρήματος όταν η συνολική ζήτηση πέφτει, όχι μόνο σταθεροποιεί βραχυπρόθεσμα τις τιμές, αλλά επίσης διατηρεί αμείωτη τη βραχυπρόθεσμη απόδοσή τους. Οι υποστηρικτές της ενεργητικής νομισματικής πολιτικής από τη μεριά της Fed θεωρούν ότι δεν θα έπρεπε να μείνει άπραγη παρατηρώντας τη μείωση της παραγωγής και την αύξηση της ανεργίας, τη στιγμή που μια απλή ένεση ρευστότητας στην οικονομία μπορεί να αντισταθμίσει τις δυσμενείς επιπτώσεις από τη μείωση της συνολικής ζήτησης. Οι υποστηρικτές της ενεργητικής πολιτικής τονίζουν ότι με τον τρόπο αυτό δίνεται η δυνατότητα στη Fed να αντιμετωπίσει το αυξανόμενο επίπεδο τιμών ή τη χαμηλότερη παραγωγή όταν η συνολική προσφορά μειώνεται τη στιγμή που οι παθητικές πολιτικές δεν μπορούν να το πετύχουν αυτό. Ακόμα όμως και στην περίπτωση αυτή, υπάρχει διχογνωμία σχετικά με το αν είναι καλύτερη πολιτική να αντιμετωπιστεί το σοκ της προσφοράς με αύξηση ή με μείωση της προσφοράς χρήματος. Αυτοί που ενδιαφέρονται περισσότερο για τη διατήρηση των εργασιακών θέσεων τείνουν να επικεντρώνονται στη διατήρηση του επιπέδου της παραγωγής, ενώ αυτοί που ενδιαφέρονται περισσότερο για τον πληθωρισμό δίνουν έμφαση στο επίπεδο τιμών.<sup>91</sup>

Σύμφωνα με τους υποστηρικτές της παθητικής νομισματικής πολιτικής, η ενεργητική νομισματική πολιτική μπορεί να επιμηκύνει το χρονικό διάστημα που χρειάζεται μια οικονομία για να πετύχει το φυσικό επίπεδο παραγωγής της, επιδρώντας έτσι αρνητικά στον πληθωρισμό και δημιουργώντας αυξητική πίεση σε αυτόν. Χρειάζεται μεγάλη προσοχή κατά την αύξηση της νομισματικής πολιτικής από τη Fed, καθώς ακόμα και μια λανθασμένη ένεση ρευστότητας μπορεί να βλάψει την οικονομία. Έτσι, το πρόβλημα εστιάζεται όχι μόνο στο είδος της πολιτικής που πρέπει να ακολουθηθεί αλλά και στη σωστή «δόση» ρευστότητας ή μη που πρέπει να διοχετευθεί από τη Fed στην οικονομία. Οι υποστηρικτές της παθητικής νομισματικής πολιτικής υποστηρίζουν ότι θα είναι δύσκολο για τη Fed να αποσύρει την αυξημένη προσφορά χρήματος όταν το σοκ ή η κρίση ξεπεραστεί. Επομένως, αν η

---

<sup>91</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, *Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach*, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 712-715, 717

Fed δεν μειώσει την προσφορά χρήματος, αυτό θα οδηγήσει σε μια περίοδο ταχέως αυξανόμενου επιπέδου τιμών, μέχρι η οικονομία τελικά να επιστρέψει στο φυσικό ποσοστό παραγωγής της. Μπορούμε να συμπεράνουμε ότι αν η Fed είχε την ισχύ να κάνει κάτι διαφορετικό από αυτό που έχει υποσχεθεί, οι εργατικές ενώσεις καθώς και όλοι οι παράγοντες της οικονομίας δεν θα λάβουν σοβαρά υπόψη τις υποσχέσεις της και θα είναι απρόθυμοι να συνεργαστούν μαζί της. Κατά συνέπεια, αυτό μειώνει την ικανότητα της Fed να πετύχει τους στόχους της. Αντιθέτως, αν οι πολιτικές της Fed είναι βασισμένες σε κάποιους κανόνες, τότε οι εργατικές ενώσεις και οι παράγοντες της οικονομίας δεν θα ανησυχούσαν για τον αντίκτυπο της αλλαγής στην πολιτική της Fed και ως συνέπεια θα ήταν πιθανότερο να προχωρούσαν σε ενέργειες που καθιστούν τη Fed πιο αποτελεσματική, κάνοντας πιο πιθανή και την επίτευξη των στόχων της.<sup>92</sup>

Οι κανόνες της νομισματικής πολιτικής μπορεί να είναι ενεργητικοί ή παθητικοί. Οι ενεργητικοί κανόνες αφορούν την χειραγώγηση της οικονομίας, ενώ οι παθητικοί κανόνες δεν επηρεάζονται από διακυμάνσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Για παράδειγμα, η διατήρηση της προσφοράς του νομίσματος σταθερή είναι ένας παθητικός κανόνας. Η αλλαγή της προσφοράς χρήματος ως απάντηση στις διακυμάνσεις της συνολικής προσφοράς ή ζήτησης προκειμένου να διατηρηθεί το επίπεδο τιμών σταθερό αποτελεί τον κανόνα της σταθεροποίησης των τιμών. Αυτός είναι ένας ενεργητικός κανόνας καθώς η προσφορά χρήματος αλλάζει ανάλογα με τις διακυμάνσεις της οικονομίας. Το νόημα του κανόνα σταθερότητας των τιμών είναι να διατηρήσει το επίπεδο τιμών και τον πληθωρισμό υπό έλεγχο. Μέσα από τον κανόνα σταθερότητας των τιμών, μια μείωση στη συνολική ζήτηση οδηγεί σε αύξηση της προσφοράς χρήματος και συνεπακόλουθα σε μια αύξηση της συνολικής ζήτησης, εξουδετερώνοντας τη μείωση του επιπέδου των τιμών, κάτι που επαναφέρει τις τιμές και την παραγωγή στα αρχικά τους επίπεδα. Έτσι, με τον τρόπο αυτό, η Fed μέσα από τον έλεγχο της προσφοράς χρήματος, επιτυγχάνει δύο στόχους: τον έλεγχο της συνολικής παραγωγής καθώς και του επιπέδου των τιμών. Στην πραγματικότητα, ο στόχος της συνολικής παραγωγής επιτυγχάνεται όχι μέσα από τις ενέργειες της Fed, αλλά ως συνέπεια της φυσικής λειτουργίας της οικονομίας μακροπρόθεσμα.<sup>93</sup>

Όπως διαπιστώνουμε, οι παθητικοί κανόνες συχνά εμφανίζονται κατώτεροι από τους ενεργητικούς

<sup>92</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 719-721, 728-729

<sup>93</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 733-735

κανόνες. Ειδικά σε σχέση με τις αλλαγές στη συνολική ζήτηση, οι ενεργητικοί κανόνες μπορούν να επαναφέρουν τη συνολική παραγωγή και το επίπεδο τιμών στο αρχικό τους επίπεδο. Από την άλλη μεριά, οι παθητικοί κανόνες βασίζονται στις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις της συνολικής προσφοράς για να επαναφέρουν τη συνολική παραγωγή στο φυσικό ποσοστό της, αλλά ακόμα και αυτό δεν θα επαναφέρει το επίπεδο τιμών στον επιθυμητό στόχο. Σχετικά με μειώσεις στη συνολική προσφορά, τα αποτελέσματα δεν είναι τόσο ευδιάκριτα αφού, σε βραχυχρόνιο επίπεδο, ο ενεργητικός κανόνας σταθεροποίησης των τιμών συνεπάγεται ένα ακόμα χαμηλότερο επίπεδο της συνολικής παραγωγής σε σχέση με τους παθητικούς κανόνες. Ωστόσο, τα αποτελέσματα σε μακροχρόνιο επίπεδο ευνοούν την ενεργητική πολιτική, αφού η συνολική παραγωγή βρίσκεται στο φυσικό της ποσοστό είτε λάβουμε υπόψη είτε ενεργητικούς είτε παθητικούς κανόνες και το επίπεδο τιμών βρίσκεται στο επιθυμητό σημείο μόνο με τον κανόνα της σταθεροποίησης των τιμών. Όσον αφορά τη διάκριση μεταξύ βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων στόχων, υπάρχει μια διαφοροποίηση που σχετίζεται με τη διάσταση μεταξύ ενεργητικών και παθητικών κανόνων. Σε μια μείωση στη συνολική προσφορά, ο κανόνας σταθερότητας των τιμών πέτυχε τον μακροπρόθεσμο στόχο της συνολικής παραγωγής μειώνοντάς τη βραχυπρόθεσμα. Ο κανόνας παθητικής πολιτικής δεν πετυχαίνει μακροχρόνια το χαμηλότερο επίπεδο συνολικής παραγωγής με άμεσο τρόπο. Οι κανόνες παθητικής πολιτικής βασίζονται σε ρυθμίσεις της βραχυχρόνιας συνολικής προσφοράς προκειμένου να πετύχουν το φυσικό ποσοστό συνολικής παραγωγής. Οι υπέρμαχοι της πολιτικής αυτής πιστεύουν ότι η βραχυχρόνια συνολική προσφορά αντιδρά άμεσα σε αλλαγές του επιπέδου τιμών, θεωρώντας ότι οι μισθοί και οι τιμές διαμορφώνονται έτσι ώστε να αντανακλούν τις αλλαγές στο επίπεδο των τιμών προκειμένου η συνολική προσφορά να μεταβληθεί για να αποκαταστήσει τη μακροπρόθεσμη ισορροπία μέσα σε διάστημα περίπου ενός χρόνου. Οι υποστηρικτές των κανόνων ενεργητικής πολιτικής δεν εμπιστεύονται την ταχύτητα προσαρμογής της βραχυχρόνιας συνολικής προσφοράς. Ακόμα κι όταν οι ενεργητικοί κανόνες δείχνουν προτιμητέοι κάτω από ορισμένες συνθήκες, συνήθως μια διαφοροποίηση στη συνολική ζήτηση ή προσφορά συμβαίνει και κάνει τους παθητικούς κανόνες να δείχνουν καλύτεροι ή πιο αποτελεσματικοί.<sup>94</sup>

Όσον αφορά την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής της Fed σε σχέση με τις προσδοκίες των ανθρώπων γύρω από αυτήν και τους κανόνες, ενεργητικούς ή παθητικούς που αυτή χρησιμοποιεί, μπορούμε να πούμε ότι η Fed μπορεί να επηρεάσει τη βραχυχρόνια συνολική

---

<sup>94</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, *Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach*, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 737

παραγωγή της οικονομίας με μη προσδοκώμενες αλλαγές στην προσφορά χρήματος ή μέσα από την αποτυχία των εργαζομένων να διαμορφώσουν τις σωστές προσδοκίες σχετικά με τις μελλοντικές τιμές, βασισμένοι στις γνώσεις τους και την πληροφόρησή τους γύρω από τη νομισματική πολιτική. Αν οι εργαζόμενοι διαμορφώσουν λογικές προσδοκίες σχετικά με τον πληθωρισμό, βασισμένοι στην πληροφόρηση που έχουν, ο μόνος τρόπος που μπορεί η Fed να επηρεάσει τη συνολική παραγωγή είναι ξαφνιάζοντας τους εργαζόμενους μέσω της αύξησης της προσφοράς χρήματος σε βαθμό που δεν τον περιμένουν. Η Fed δεν θα μπορεί συνεχώς να αυξάνει την προσφορά του χρήματος με πληθωριστικό τρόπο, χωρίς οι εργαζόμενοι να το αντιληφθούν και να διαμορφώσουν τις προσδοκίες τους βασισμένοι στην προσμονή ακόμα υψηλότερου επιπέδου πληθωρισμού. Αυτό δεν σημαίνει ότι μπορούν να προβλέψουν ακριβώς το επίπεδο της προσφοράς χρήματος και την πολιτική που θα ακολουθήσει η Fed, αλλά και η Fed δεν θα μπορεί συστηματικά και επαναλαμβανόμενα να διαφοροποιείται και να ξαφνιάζει τους εργαζόμενους με τις επιλογές της χωρίς αυτοί να το αντιλαμβάνονται εγκαίρως.<sup>95</sup>

Είναι γνωστό πως οι ΗΠΑ προτιμούν την ανεξάρτητη νομισματική πολιτική (Fed) και την ελευθερία στην διακίνηση κεφαλαίων, ενώ υποβαθμίζουν τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Αυτή η προσέγγιση έχει τη βάση της στην προσπάθεια για εξισορρόπηση ανάμεσα σε τρεις στόχους: τη σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών, την εθνική ανεξαρτησία στη μακροοικονομική πολιτική και την ελευθερία στην κινητικότητα των κεφαλαίων. Αυτοί οι τρεις στόχοι ονομάζονται «ασυμβίβαστη τριάδα» ή «τρίλημμα» ή «τρίγωνο ασυμβιβάστου του Mundell». Από αυτή την τριάδα, προκύπτει ότι τα κράτη μπορεί να επιθυμούν τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες που μειώνουν την οικονομική αβεβαιότητα και ταυτόχρονα να επιθυμούν ανεξάρτητη νομισματική πολιτική για να μπορούν να προωθήσουν την οικονομική ανάπτυξη, κατευθύνοντας την οικονομία τους ανάλογα τις περιστάσεις μεταξύ της κάμψης ή ύφεσης και ανεργίας από τη μια μεριά και του πληθωρισμού από την άλλη. Επίσης, τα κράτη ενδέχεται να επιδιώκουν παράλληλα και την ελευθερία στη διακίνηση κεφαλαίων ώστε να διευκολύνουν τη διεξαγωγή του εμπορίου, των ξένων επενδύσεων και άλλων διεθνών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Αναλύοντας, λοιπόν, και τους τρεις στόχους της τριάδας, πρέπει να αναφέρουμε ότι ένα κράτος ή ακόμα και ένα διεθνές νομισματικό σύστημα μπορούν να ακολουθούν τους δυο το πολύ από τους τρεις στόχους. Λέγοντας αυτό, εννοούμε οποιουσδήποτε επιθυμητούς συνδυασμούς δύο στόχων από τους τρεις ή ακόμη και

---

<sup>95</sup> MICHAEL R. BAYE- DENNIS W. JANSEN, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995, p. 742



μόνο τον ένα στόχο. Έτσι, λοιπόν, οι ΗΠΑ ακολουθούν την ανεξάρτητη νομισματική πολιτική (Fed) και την ελευθερία στην διακίνηση κεφαλαίων, ενώ η Ε.Ε. ακολουθεί τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες και ελευθερία στην κίνηση κεφαλαίων. Στην Ε.Ε., η νομισματική πολιτική ασκείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).<sup>96</sup>

---

<sup>96</sup> Robert Gilpin, *Η πρόκληση του παγκόσμιου καπιταλισμού, Η παγκόσμια οικονομία τον 21<sup>ο</sup> αιώνα*, Αθήνα: Εκδόσεις Ποιότητα, 2002, σελ. 154 και Robert Gilpin, *Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία, Η διεθνής οικονομική τάξη*, Αθήνα: Εκδόσεις Ποιότητα, 2002, σελ.248-249

## ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΕΚΤ)

### Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)

Στη Συνθήκη του Μάαστριχτ, ορίστηκε ότι η νομισματική πολιτική θα ασκείται από το Ευρωπαϊκό Σύστημα, που αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τις κεντρικές τράπεζες των χωρών μελών της Ε.Ε., τα οποία έχουν γίνει μέλη της ΟΝΕ. Οι διοικητικοί φορείς του Ευρωπαϊκού Συστήματος είναι το Εκτελεστικό Συμβούλιο και το Διοικητικό Συμβούλιο. Το Εκτελεστικό Συμβούλιο αποτελείται από τον Πρόεδρο, τον Αντιπρόεδρο και τους τέσσερις Διοικητές της ΕΚΤ. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από τα έξι μέλη του Εκτελεστικού Συμβουλίου και τους Διοικητές των κεντρικών τραπεζών των χωρών μελών. Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι ο κύριος φορέας λήψης αποφάσεων του Ευρωπαϊκού Συστήματος. Διαμορφώνει νομισματικές πολιτικές και αποφασίζει για τα επιτόκια, το ύψος των αποθεματικών και την εξασφάλιση ρευστότητας στο Σύστημα. Συνεδριάζει κάθε δύο εβδομάδες στη Φρανκφούρτη. Καθένα από τα μέλη του έχει μια ψήφο, έτσι ώστε να μην υπάρχει ψήφος με διαφορετική βαρύτητα. Αν υπήρχε ψήφος με διαφορετική βαρύτητα, θα σήμαινε ότι τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα εκπροσωπούσαν τα εθνικά συμφέροντά τους και δεν θα ενδιαφέρονταν για το καλό της ευρωζώνης. Το Εκτελεστικό Συμβούλιο εφαρμόζει τις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής που λαμβάνει το Διοικητικό Συμβούλιο, δίνοντας οδηγίες στις κεντρικές τράπεζες των χωρών μελών, και καθορίζει την ατζέντα για τις συναντήσεις του Διοικητικού Συμβουλίου. Αυτή η δομή της λήψης αποφάσεων που μόλις περιγράφηκε αποτελεί το «Ευρωπαϊκό Σύστημα». Η ΕΚΤ είναι ένα μέρος αυτού του Συστήματος και στο πλαίσιο αυτό αποφασίζει για τις νομισματικές πολιτικές στην ευρωζώνη.<sup>97</sup>

Όταν συμβαίνουν ασύμμετρες διαταραχές, οι διοικητές των κεντρικών τραπεζών των χωρών μελών διαφωνούν στον καθορισμό του κατάλληλου επιτοκίου, καθώς άλλοι επιθυμούν αύξηση, άλλοι μείωση του επιτοκίου ενώ κάποιοι προτείνουν να μην μεταβληθεί καθόλου. Το Εκτελεστικό Συμβούλιο χρησιμοποιεί συγκεντρωτικά στοιχεία που αφορούν την ευρωζώνη για να προσδιορίσει το επιτόκιο που θεωρείται πιο κατάλληλο για τη συγκεκριμένη περίσταση και συνήθως προσεγγίζει

<sup>97</sup> Paul De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 245-246

μια μέση λύση.<sup>98</sup>

Σύμφωνα με το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, σταθερότητα των τιμών είναι η αύξηση, από χρόνο σε χρόνο, του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ σε ποσοστό μικρότερο από 2%. Αυτό υπονοεί ένα επιδιωκόμενο εύρος πληθωρισμού 0-2%. Η σταθερότητα των τιμών θα διατηρηθεί σε μεσοχρόνιο διάστημα, χωρίς να ορίζεται συγκεκριμένα αυτό το διάστημα. Κάτι τέτοιο σημαίνει πως αν αυξηθεί ξαφνικά ο πληθωρισμός πάνω από το επιδιωκόμενο εύρος λόγω μιας διαταραχής, η ΕΚΤ θα λάβει μέτρα για τη σταδιακή προσαρμογή των τιμών στο επιδιωκόμενο εύρος.<sup>99</sup>

### Δημιουργία της ΕΚΤ

Η Συνθήκη του Μάαστριχτ, η οποία υπογράφεται τον Φεβρουάριο του 1992 και αρχίζει να ισχύει από τον Νοέμβριο του 1993, ορίζει τρία στάδια στη διαδικασία για τη νομισματική ένωση. Στο πρώτο στάδιο, που είχε αρχίσει την 1<sup>η</sup> Ιουλίου του 1990, πριν από την υπογραφή της Συνθήκης, οι χώρες μέλη του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος(ΕΝΣ) κατέργησαν όλους τους εναπομείναντες ελέγχους επί των κινήσεων κεφαλαίου. Η νομισματική συνεργασία ανάμεσα στις κεντρικές τράπεζες του ΕΝΣ ενισχύθηκε. Στη διάρκεια του πρώτου σταδίου, το οποίο διάρκεσε ως την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 1993, υπήρχε δυνατότητα επανευθυγράμμισης των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Το δεύτερο στάδιο ξεκίνησε την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1994. Δημιουργήθηκε ένας νέος θεσμός, το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ινστιτούτο(ΕΝΙ).Αυτό λειτούργησε μόνο κατά το δεύτερο στάδιο και κατά μια έννοια ήταν ο προπομπός της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Οι λειτουργίες του ήταν περιορισμένες και αποσκοπούσαν κυρίως στην ενδυνάμωση της νομισματικής συνεργασίας ανάμεσα στις κεντρικές τράπεζες των διαφόρων χωρών. Το τρίτο στάδιο ξεκίνησε τον Ιανουάριο του 1999, στο οποίο οι συναλλαγματικές ισοτιμίες ανάμεσα στα εθνικά νομίσματα καθορίστηκαν αμετάκλητα. Επιπλέον, άρχισε να λειτουργεί η ΕΚΤ, η οποία εξέδωσε το ευρώ. Από την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1999 ως την 31<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2001, τα εθνικά νομίσματα συνεχίζουν να βρίσκονται σε κυκλοφορία παράλληλα με το ευρώ, αλλά με αμετάκλητα σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, και οι εμπορικές τράπεζες χρησιμοποιούν το ευρώ για όλες τις διατραπεζικές τους συναλλαγές. Οι ιδιώτες χρησιμοποιούν το εθνικό τους νόμισμα αλλά έχουν τη δυνατότητα να ανοίξουν και

<sup>98</sup> Paul De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 250

<sup>99</sup> Paul De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 272

λογαριασμούς σε ευρώ. Στο διάστημα από 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου μέχρι 1<sup>η</sup> Ιουλίου 2002 το ευρώ θα αντικαταστήσει τα εθνικά νομίσματα, τα οποία θα χάσουν την αξία τους. Από 1<sup>η</sup> Ιουλίου 2002 και μετά γίνεται πράξη η νομισματική ένωση στην οποία το ευρώ θα είναι το μοναδικό νόμισμα που διαχειρίζεται μια κεντρική τράπεζα, η ΕΚΤ.

Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες δεν καταργήθηκαν μετά το 1999, αλλά ούτε και μετά το 2002. Αποτελούν μέρος αυτού που ονομάζεται Ευρωσύστημα. Αυτές οι εθνικές τράπεζες δεν παίρνουν πλέον αποφάσεις για τη νομισματική πολιτική και την πολιτική των ισοτιμιών, αλλά υπάρχουν για να υλοποιούν τις αποφάσεις που λαμβάνονται από την ΕΚΤ. Με αυτή την έννοια το Ευρωσύστημα μοιάζει με το σύστημα της FED στις Η.Π.Α.<sup>100</sup> Οι κεντρικές τράπεζες των χωρών θα διατηρούν την αρμοδιότητα λήψης αποφάσεων στον τομέα της τραπεζικής εποπτείας.<sup>101</sup> Στη συνέχεια ας αναφέρουμε το πώς επιλέχτηκε, με ποια κριτήρια το συγκεκριμένο πρότυπο για την ΕΚΤ.

Η μετάβαση προς το τελικό στάδιο της Νομισματικής Ένωσης της Ευρώπης υλοποιήθηκε κάτω από μια σειρά «κριτηρίων σύγκλισης». Μια χώρα μπορεί να ενταχθεί στην ένωση αν:

1. Το ύψος του πληθωρισμού της δεν υπερβαίνει κατά ποσοστό μεγαλύτερο του 1,5% το μέσο όρο των τριών χαμηλότερων επιπέδων πληθωρισμού σε χώρες μέλη του ΕΝΣ.
2. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια δεν υπερβαίνουν κατά ποσοστό μεγαλύτερο του 2% το μέσο όρο των αντίστοιχων επιτοκίων στις χώρες μέλη με τα τρία χαμηλότερα επίπεδα πληθωρισμού.
3. Έχει ενταχθεί στο μηχανισμό συναλλαγματικής ισοτιμίας του ΕΝΣ και δεν έχει προβεί σε υποτίμηση μέσα στα δύο χρόνια πριν από την ένταξη της στην ένωση.
4. Το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού δεν υπερβαίνει κατά ποσοστό υψηλότερο του 3% του ΑΕΠ της (σε διαφορετική περίπτωση θα πρέπει να σημειώνει συνεχή και ουσιαστική μείωση και να πλησιάζει στο όριο του 3%, ή εναλλακτικά, η απόκλιση από το ύψος αναφοράς (3%) πρέπει να γίνεται σε εξαιρετικές περιπτώσεις και προσωρινά παραμένοντας κοντά στην τιμή αναφοράς).
5. Το δημόσιο χρέος της δεν υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ. Αν το υπερβαίνει πρέπει να μειώνεται επαρκώς και να προσεγγίζει το ύψος αναφοράς (60%) με ικανοποιητικό ρυθμό.

---

<sup>100</sup> Paul, De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, Σελ. 192-194 και και Παύλου Μ. Μαλινδρέτου, Νομισματική Πολιτική, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση 2000, Σελ. 222-224

<sup>101</sup> Σε μερικές χώρες η αρμοδιότητα για τραπεζική εποπτεία δεν ανήκει στην κεντρική τράπεζα αλλά σε κάποιον άλλο φορέα, και έτσι στις χώρες αυτές η κεντρική τράπεζα θα έχει ελάχιστες αρμοδιότητες.

Το Μάιο του 1998 κρίθηκε ότι έντεκα χώρες μέλη της Ε.Ε. (Αυστρία, Βέλγιο, Φινλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Πορτογαλία, Ισπανία) πληρούσαν τα αναφερθέντα κριτήρια σύγκλισης. Η Ελλάδα δεν ικανοποιούσε τότε τα κριτήρια αυτά, όμως τα ικανοποίησε αργότερα με αποτέλεσμα να ενταχθεί και αυτή πριν από το 2002. Η Δανία, η Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο αποφάσισαν να μείνουν έξω από τη ζώνη του ευρώ, έστω και αν ικανοποιούσαν τα κριτήρια σύγκλισης.<sup>102</sup> Μερικά χρόνια αργότερα, ακολούθησαν εντασσόμενες στο ευρώ η Σλοβενία, η Κύπρος και η Μάλτα (1/1/08), ενώ τελευταία χώρα που εισχώρησε είναι η Σλοβακία.

Κατά τη μεταπολεμική περίοδο, παρατηρούμε δύο πρότυπα κεντρικής τράπεζας, το αγγλο-γαλλικό και το γερμανικό. Το αγγλο-γαλλικό πρότυπο επικεντρώνεται στους στόχους που θα πρέπει να επιδιώκει μια κεντρική τράπεζα, όπως είναι η σταθερότητα των τιμών, η σταθεροποίηση του επιχειρηματικού κύκλου, η διατήρηση υψηλού ποσοστού απασχόλησης αλλά και η οικονομική σταθερότητα. Έτσι, γίνεται αντιληπτό ότι κατά το αγγλο-γαλλικό πρότυπο, η σταθερότητα των τιμών αποτελεί έναν μόνο από τους στόχους, χωρίς να βρίσκεται στο επίκεντρο και την κεντρική στόχευση της πολιτικής της τράπεζας. Κατά το γερμανικό πρότυπο, η σταθερότητα των τιμών είναι ο πρωταρχικός στόχος της κεντρικής τράπεζας. Η κεντρική τράπεζα έχει τη δυνατότητα να επιδιώξει την επίτευξη και άλλων στόχων, αρκεί οι στόχοι αυτοί να μην θέτουν σε κίνδυνο τη σταθερότητα των τιμών. Κατά το αγγλο-γαλλικό πρότυπο, παρατηρείται η πολιτική εξάρτηση της κεντρικής τράπεζας με τρόπο ώστε οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής που λαμβάνει εξαρτώνται από την έγκριση της κυβέρνησης, με την απόφαση για αύξηση ή μείωση του επιτοκίου να λαμβάνεται από το Υπουργό Οικονομικών. Από την άλλη μεριά, στο γερμανικό πρότυπο, κυριαρχεί η πολιτική ανεξαρτησία της τράπεζας. Έτσι, οι αποφάσεις σχετικά με την αύξηση ή μείωση των επιτοκίων λαμβάνονται από την κεντρική τράπεζα, χωρίς να παρεμβαίνουν οι πολιτικές αρχές. Κατά τη διαδικασία του συνδυασμού της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), επικράτησε το γερμανικό πρότυπο. Αυτό φαίνεται ξεκάθαρα και από την ενσωμάτωση του κανονισμού της ΕΚΤ στη Συνθήκη του Μάαστριχτ. Είναι σαφές ότι ο πρώτιστος στόχος της ΕΚΤ, σύμφωνα με το άρθρο 105, είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών. Επίσης, η συνθήκη του Μάαστριχτ αναγνωρίζει την ανάγκη να επιδιώξει η ΕΚΤ την υλοποίηση και άλλων στόχων, όπως είναι ένα υψηλό ποσοστό απασχόλησης (άρθρο 2), όμως οι στόχοι αυτοί θεωρούνται δευτερεύοντες καθώς δεν πρέπει να

<sup>102</sup> Φίλιππος Σαχινίδης, Γκίκας Χαρδούβελης, Ευρώ: Ένα Νόμισμα για την Ευρώπη, Αθήνα: Εκδόσεις ΕΤΕ, 1998, Σελ. 9-15, 84-86 και Paul, De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, Σελ. 193

παρεμποδίζουν την επίτευξη του πρωταρχικού στόχου, δηλαδή τη σταθερότητα των τιμών. Επίσης, η Συνθήκη του Μάαστριχτ αναγνωρίζει την αναγκαιότητα της πολιτικής ανεξαρτησία της ΕΚΤ για να διασφαλιστεί η σταθερότητα των τιμών. Σε διαφορετική περίπτωση, θα μπορούσε να υποχρεωθεί η ΕΚΤ να τυπώσει χρήμα για να χρηματοδοτήσει τα ελλείμματα του κρατικού προϋπολογισμού, μιας ή περισσότερων χωρών μελών της, κάτι που θα οδηγούσε στην αύξηση του πληθωρισμού. Μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η Bundesbank ήταν η τράπεζα πρότυπο κατά το σχεδιασμό της ΕΚΤ. Βέβαια, η πολιτική ανεξαρτησία της ΕΚΤ είναι πολύ μεγαλύτερη από εκείνη της Bundesbank. Αυτό συμβαίνει επειδή μια απλή πλειοψηφία στο Γερμανικό Κοινοβούλιο μπορεί να αλλάξει τον κανονισμό της Bundesbank, ενώ αλλαγές στον κανονισμό της ΕΚΤ είναι πολύ πιο δύσκολες και μπορούν να συμβούν μόνο μετά από αναθεώρηση της Συνθήκης του Μάαστριχτ, κάτι που απαιτεί ομοφωνία εκ μέρους των χωρών μελών της Ε.Ε., ακόμα και εκείνων που δεν είναι μέλη της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ).<sup>103</sup>

Οι λόγοι που αφορούν την επικράτηση του γερμανικού μοντέλου είναι η στρατηγική θέση της Γερμανίας την Ε.Ε., καθώς και η μονεταριστική θεωρία. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι νομισματικές αρχές δεν μπορούν να αποκλιμακώσουν συστηματικά την ανεργία κάτω από το φυσικό της ποσοστό, αλλά μπορούν μόνο να τη μειώσουν προσωρινά. Αν στοχεύουμε στην επίτευξη του επιπέδου ανεργίας κάτω από το φυσικό ποσοστό του, αυτό θα έχει σαν αποτέλεσμα τον υψηλότερο πληθωρισμό. Ο μόνος τρόπος για να μειωθεί μόνιμα η ανεργία είναι να μειωθεί το φυσικό ποσοστό της ανεργίας. Αυτό μπορεί να γίνει με διαρθρωτικές πολιτικές, όπως είναι περισσότερη ευελιξία στις αγορές εργασίας και λιγότεροι φόροι. Συνεπώς, η Κεντρική Τράπεζα θα πρέπει να ασχοληθεί μόνο με ό,τι μπορεί να ελέγξει, εννοώντας το επίπεδο τιμών. Με τη μονεταριστική άποψη, διαφοροποιούνται και οι σχέσεις μεταξύ της κεντρικής τράπεζας και της κυβέρνησης, καθώς οι πολιτικοί που επιδιώκουν βραχυχρόνια εκλογικά οφέλη πιέζουν για επεκτατικές νομισματικές πολιτικές και για να προστατευθεί από το φαινόμενο αυτό, η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να είναι ανεξάρτητη. Για να οδηγήσει η πολιτική ανεξαρτησία στην επιθυμητή σταθερότητα των τιμών, θα πρέπει να υπάρχει επίσης κοινωνική και πολιτική ομοφωνία που να συμβαδίζει με το πλαίσιο πολιτικής που ασκεί η κεντρική τράπεζα. Η πολιτική ανεξαρτησία, αν και δεν είναι αρκετή για να εγγυηθεί τη σταθερότητα των τιμών, είναι απαραίτητη για να επιτευχθεί και να διατηρηθεί ο κεντρικός στόχος της τράπεζας. Στην περίπτωση μιας ύφεσης, η οποία αυξάνει την

<sup>103</sup> Paul De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 223-225 και Χρήστος Βλ. Γκόρτσος στο Γ. Προβόπουλος- Χρ. Γκόρτσος, Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον: Τάσεις και προοπτικές, Αθήνα: Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2004, σελ. 212-215

ανεργία, η ΕΚΤ θα κάνει πολύ λίγα πράγματα για να αντιμετωπίσει την ύφεση με επεκτατικές πολιτικές, κάτι που θα την φέρει σε αντίθεση με την κοινωνία, η οποία θα επιθυμούσε να αντιδράσει με περισσότερο επεκτατικά μέτρα. Αυτό, κατά πάσα πιθανότητα, θα οδηγήσει την ΕΚΤ σε σύγκρουση με τους πολιτικούς παράγοντες, οι οποίοι προσπαθούν να ανταποκρίνονται περισσότερο στη βούληση της κοινωνίας. Έτσι, οι πολιτικοί παράγοντες θα χρησιμοποιήσουν αυτή τη διάσταση απόψεων για την αποκόμιση πολιτικού οφέλους, κάτι όμως που αναδεικνύει και την ανάγκη ύπαρξης μιας ανεξάρτητης ΕΚΤ και ανεπηρέαστης από πολιτικές πιέσεις.<sup>104</sup>

Όπως ήδη αναφέρθηκε, ένας από τους λόγους για τους οποίους η Bundesbank χρησιμοποιήθηκε ως πρότυπο για την ΕΚΤ, αφορά τη στρατηγική θέση της Γερμανίας κατά την πορεία δημιουργίας της ΟΝΕ. Οι γερμανικές αρχές αντιμετώπισαν τον κίνδυνο να δεχθούν αναγκαστικά υψηλότερο πληθωρισμό κατά την είσοδό τους στην ΟΝΕ. Προκειμένου να μειώσουν τον κίνδυνο αυτό, επέμεναν να δημιουργηθεί μια κεντρική τράπεζα που να ήταν ακόμα πιο αυστηρή κατά την τήρηση του πληθωρισμού από ό,τι ήταν οι ίδιες. Τελικά, κατόρθωσαν να πετύχουν αυτό το στόχο, εφόσον και οι περισσότεροι διοικητές κεντρικών τραπεζών της Ε.Ε. αποδέχθηκαν τη θεωρία του μονεταρισμού.<sup>105</sup>

Όσον αφορά το επίπεδο ανεργίας, κατά την άποψη της ΕΚΤ, αυτό συνδέεται με τη λεγόμενη «διαρθρωτική ανεργία», δηλαδή αναφέρεται σε ανεργία που προέρχεται από διαρθρωτικούς παράγοντες. Έτσι, η ΕΚΤ δεν αποδέχεται καμία ευθύνη για την ανεργία. Αυτό εμπεριέχει τον κίνδυνο σε μια ύφεση η ΕΚΤ να ερμηνεύσει την αύξηση στο ποσοστό της ανεργίας ως διαρθρωτική και να μην λάβει μέτρα ή να λάβει ελάχιστα. Αυτό οδηγεί στο φαινόμενο της «υστέρησης» στην ανεργία στη ζώνη του ευρώ. Η υστέρηση είναι το φαινόμενο όπου μια προσωρινή διαταραχή στην ανεργία που οφείλεται σε μια ύφεση, μετατρέπεται σε μόνιμη. Αυτό είναι το φαινόμενο που παρατηρείται στην Ευρώπη επειδή η ακαμψία στην αγορά εργασίας εμποδίζει τους εργαζομένους που έχασαν την εργασία τους κατά τη διάρκεια της ύφεσης να βρουν μια νέα θέση εργασίας, όταν η ύφεση στην οικονομία ξεπεραστεί. Αν η ΕΚΤ λειτουργήσει με τον τρόπο που αναφέραμε, τότε στην περίπτωση της ύφεσης θα εφαρμόσει ελάχιστα μέτρα σταθεροποίησης, οδηγώντας την προσωρινή αύξηση στην ανεργία λόγω της ύφεσης σε πολύ υψηλά ποσοστά. Συνέπεια αυτού, θα είναι ένα πολύ υψηλότερο ποσοστό μόνιμης ανεργίας από αυτό που θα υπήρχε αν λαμβάνονταν κάποια μέτρα

<sup>104</sup> Paul De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 226-227, 231

<sup>105</sup> Paul De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 227-228

σταθεροποίησης.<sup>106</sup>

Όσον αφορά την ευθύνη της ΕΚΤ, αυτή είναι περιορισμένη. Αυτό συμβαίνει επειδή στην Ευρώπη δεν υπάρχουν ισχυροί πολιτικοί θεσμοί άσκησης ελέγχου στις επιδόσεις της ΕΚΤ. Επίσης, συμβαίνει λόγω του ασαφούς ορισμού των στόχων της ΕΚΤ στη Συνθήκη του Μάαστριχτ, εκτός από αυτόν που αναφέρεται στη σταθερότητα των τιμών. Επομένως, αναλαμβάνοντας την ευθύνη για τον πληθωρισμό, η ΕΚΤ θεωρείται υπόλογη μόνο για τις αντιπληθωριστικές της επιδόσεις. Αυτό δημιουργεί ένα σοβαρό μακροχρόνιο πρόβλημα περί της πολιτικής υποστήριξης της ΕΚΤ, καθώς οι σύγχρονες κεντρικές τράπεζες έχουν ευρύτερες ευθύνες, εκτός από τη σταθερότητα των τιμών, δηλαδή στον τομέα ευθύνης του συμπεριλαμβάνουν τη μακροοικονομική σταθερότητα γενικά, όπως είναι η μείωση των διακυμάνσεων του επιχειρηματικού κύκλου, η αποφυγή του αποπληθωρισμού και η διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας. Η αντίθεση με τις άλλες κεντρικές τράπεζες είναι, λοιπόν, μεγάλη. Για παράδειγμα, η Fed θεωρείται υπόλογη βάσει νόμου για τις όποιες μεταβολές στο ποσοστό ανεργίας και δεν αποφασίζει από μόνη της ότι ο στόχος για την απασχόληση δεν την αφορά, κάτι που συμβαίνει στην ΕΚΤ. Αυτό κάνει τη Fed πολύ περισσότερο υπόλογη από ό,τι την ΕΚΤ. Έτσι, είναι αναμενόμενες κάποιες διαφωνίες ανάμεσα στην ΕΚΤ και τις ευρωπαϊκές κυβερνήσεις, όταν θεωρηθεί ότι η ΕΚΤ ενεργεί πολύ υποτονικά για την αποτροπή μιας ύφεσης και τη μείωση του ποσοστού της ανεργίας. Για να αποτρέψει αυτές τις διαφωνίες, η ΕΚΤ θα μπορούσε να αντισταθμίσει την έλλειψη επίσημων ευθυνών με την αύξηση των ανεπίσημων ευθυνών της, ενημερώνοντας για παράδειγμα την κοινή γνώμη για τους στόχους της, τον τρόπο με τον οποίο θα προσπαθήσει να τους πετύχει και τη διαφάνεια στη λήψη αποφάσεων. Προς το σκοπό αυτό, κινείται η δημοσίευση μιας μηνιαίας έκθεσής της που αιτιολογεί τις πολιτικές της. Επιπλέον, η ΕΚΤ θα πρέπει να δώσει ιδιαίτερη βαρύτητα στο σταθεροποιητικό της ρόλο, καθώς αυτός γίνεται πιο κρίσιμος κατά την περίοδο εμφάνισης ασύμμετρων διαταραχών, οδηγώντας και σε εντονότερες πολιτικές αντιδράσεις.<sup>107</sup>

<sup>106</sup> Paul De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 236-237

<sup>107</sup> Paul De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 242-243



## Μέσα Νομισματικής Πολιτικής της ΕΚΤ

Τα εργαλεία που χρησιμοποιεί η ΕΚΤ για να ασκήσει νομισματική πολιτική είναι οι πράξεις ανοιχτής αγοράς, οι πιστωτικές διευκολύνσεις και το ελάχιστο όριο υποχρεωτικών διαθεσίμων. Οι πράξεις ανοιχτής αγοράς είναι το πιο σημαντικό από όλα τα εργαλεία. Αφορούν την αγορά και πώληση χρεογράφων με σκοπό την αύξηση ή μείωση της ρευστότητας στην αγορά χρήματος. Η ΕΚΤ μπορεί να προβεί απευθείας σε αγορά ή πώληση χρεογράφων, αλλά κυρίως ο τρόπος που χρησιμοποιεί η ΕΚΤ δεν είναι οι απευθείας συναλλαγές στην ανοιχτή αγορά αλλά οι αντίστροφες συναλλαγές, χρησιμοποιώντας χρεόγραφα. Αυτές αποκαλούνται κύριες παρεμβάσεις επαναχρηματοδότησης. Χωρίζονται σε πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης που εξασφαλίζουν επαρκή ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα με τις πράξεις ανοιχτής αγοράς όπως είδαμε αλλά και τις συμφωνίες επαναγοράς (repos), επίσης τις πράξεις μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης που εξασφαλίζουν επαρκή ρευστότητα σε πιο μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, τη διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης που επιτρέπει στις τράπεζες να δανείζονται σε διάστημα μιας ημέρας έναντι συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων ενώ το επιτόκιο δανεισμού από τις τράπεζες είναι το «άνω όριο» των επιτοκίων μιας μέρας στις χρηματαγορές. Επίσης υπάρχει η διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων έτσι ώστε να γίνονται καταθέσεις μιας μέρας στις κεντρικές τράπεζες με το επιτόκιο των καταθέσεων στις τράπεζες να αποτελεί το «κατώτατο όριο» για τα επιτόκια μιας ημέρας στις χρηματαγορές. Υπάρχουν επίσης οι πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας για να διαχειρίζεται πιο αποτελεσματικά η ρευστότητα στην αγορά και να διαμορφώνονται έτσι ανάλογα τα επιτόκια, ενώ υπάρχει και η υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών με σκοπό τη σταθεροποίηση της ζήτησης χρήματος από την κεντρική τράπεζα με συνέπεια και την σταθεροποίηση των επιτοκίων της χρηματαγοράς, ελέγχοντας την πιστωτική επέκταση του τραπεζικού συστήματος συμβάλλοντας σε αυτό και το σύστημα Target που προβαίνει σε άμεση μεταφορά μεγάλων κεφαλαίων μόνο σε ευρώ μέσα στην Ε.Ε. Τέλος να αναφέρουμε και τα βραχυχρόνια επιτόκια μέσω των οποίων η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει τη ρευστότητα που απαιτείται για να λειτουργήσει ο πραγματικός τομέας της οικονομίας όπως είναι οι επιχειρήσεις αλλά και οι αγορές κεφαλαίου. Το πιο σημαντικό στοιχείο σχετικά με τις παρεμβάσεις κύριας αναχρηματοδότησης είναι να καθοριστεί από το Διοικητικό Συμβούλιο το επιτόκιο που θα χρησιμοποιηθεί σε αυτές. Στη συνέχεια, η ΕΚΤ ανακοινώνει μια διαδικασία αγοραπωλησίας χρεογράφων, που μπορεί να αφορά σταθερή ή μεταβλητή προσφορά για την αγοραπωλησία τους. Το επιτόκιο που έχει επιλέξει το Διοικητικό Συμβούλιο ισχύει για χρεόγραφα

με σταθερή προσφορά. Στη διαδικασία μεταβλητής προσφοράς, τα ιδιωτικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα καλούνται να υποβάλλουν προσφορά για να αποκτήσουν συγκεκριμένη ποσότητα ρευστότητας, με αντάλλαγμα μια πρόσθετη ασφάλεια. Αυτές οι προσφορές συγκεντρώνονται από τις κεντρικές τράπεζες των χωρών, οι οποίες τις θέτουν υπόψη της ΕΚΤ που αποφασίζει για το συνολικό ποσό που θα διατεθεί στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα που υπέβαλαν τις προσφορές και κατανέμονται ανάλογα με το μέγεθος της προσφοράς τους. Στην κατηγορία αυτή, οι τράπεζες που κάνουν προσφορά για τα ποσά ρευστότητας που επιθυμούν θέλουν να αγοράσουν σε διαδοχικά επιτόκια, οπότε το επιτόκιο που χρησιμοποιείται στα χρεόγραφα με σταθερή προσφορά θα λειτουργήσει ως κατώτατο όριο κι έτσι η ΕΚΤ δεν θα προσφέρει ρευστότητα μέσω χρεογράφων με μεταβλητή προσφορά σε συνθήκες πιο ευνοϊκές από αυτές της σταθερής προσφοράς χρεογράφων. Οι τράπεζες που χρειάζονται επιπλέον ρευστότητα μπορούν να την εξασφαλίσουν σε υψηλότερη τιμή από εκείνη των χρεογράφων με σταθερή προσφορά.<sup>108</sup>

Όσον αφορά τις πάγιες πιστώσεις, αυτές αποσκοπούν να προσφέρουν και να απορροφήσουν τη ρευστότητα άμεσα. Οι τράπεζες μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις οριακές πιστωτικές διευκολύνσεις για να εξασφαλίσουν άμεση ρευστότητα από την κεντρική τράπεζα της χώρας τους. Το Διοικητικό Συμβούλιο καθορίζει το επιτόκιο δανεισμού για τις οριακές πιστωτικές διευκολύνσεις. Οι τράπεζες μπορούν να δανείζονται χωρίς όριο, κάτω από το πλαίσιο αυτό, υπό την προϋπόθεση ότι θα παρέχουν επαρκείς εγγυήσεις. Αυτό το επιτόκιο δανεισμού λειτουργεί ως ανώτατο όριο για το επιτόκιο άμεσων συναλλαγών. Επίσης, οι τράπεζες μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις καταθετικές διευκολύνσεις για να κάνουν ημερήσιες καταθέσεις. Το επιτόκιο των καταθετικών διευκολύνσεων καθορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο. Το επιτόκιο αυτό λειτουργεί ως κατώτατο όριο για το επιτόκιο άμεσων συναλλαγών. Αυτές οι δύο δυνατότητες αξιοποιούνται από την κεντρική τράπεζα μιας χώρας, κατά την κρίση της, σύμφωνα με τις εκάστοτε περιστάσεις.<sup>109</sup>

Το τρίτο εργαλείο της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ είναι ο καθορισμός ελάχιστου ορίου διαθεσίμων από τις τράπεζες. Η ΕΚΤ, επεμβαίνοντας στο ελάχιστο όριο των διαθεσίμων αυτών,

---

<sup>108</sup> Paul De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 281-284 και Νικόλαος Απέργης, Η ΟΝΕ και οι Μακροοικονομικές Πολιτικές στην Ευρωπαϊκή Ένωση στο Γ. Δημόπουλος-Ν. Μπαλάς –Ι. Χασσίδ, Εισαγωγή στις Ευρωπαϊκές Σπουδές, Τόμος Β', Οικονομική Ολοκλήρωση και Πολιτικές, Αθήνα: Εκδόσεις Ι. Σιδέρης, 2001, Σελ. 484-485 και Παύλου Μ. Μαλινδρέτου, Νομισματική Πολιτική, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση 2000, Σελ. 230-232

<sup>109</sup> Paul De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 284-285

μπορεί να επηρεάσει και τις συνθήκες στην αγορά χρήματος, καθώς με μια αύξηση στο ελάχιστο όριο διαθεσίμων αυξάνεται η έλλειψη ρευστότητας και μειώνεται η προσφορά χρήματος. Οι εμπορικές τράπεζες αρχικά διαφώνησαν με το ελάχιστο όριο διαθεσίμων, καθώς έκριναν ότι θα αποτελούσε γι' αυτές ανταγωνιστικό μειονέκτημα έναντι των τραπεζών εκτός του Ευρωπαϊκού Συστήματος, που δεν υπόκεινται σε τέτοιες προϋποθέσεις, π.χ. βρετανικές τράπεζες. Τελικά, αυτές οι αντιρρήσεις κάμφθηκαν κατόπιν διαβούλευσης με την ΕΚΤ. Δεν θεωρείται σίγουρο αν με τη εφαρμογή του ελάχιστου ορίου διαθεσίμων, αυξάνεται και η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής, γι' αυτό και στο μέλλον δεν αποκλείεται η ΕΚΤ να μειώσει ή και να εγκαταλείψει την πολιτική του ελάχιστου ορίου διαθεσίμων.<sup>110</sup>

Η στρατηγική που ακολουθεί η ΕΚΤ για να πετύχει το στόχο της νομισματικής πολιτικής της μπορεί να οριστεί μέσω δυο «πυλώνων». Ο πρώτος πυλώνας είναι ο νομισματικός, καθώς ο πληθωρισμός είναι ένα νομισματικό φαινόμενο. Η ΕΚΤ προέβλεψε τη μελλοντική τάση μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ σε περίπου 2%, στη μηνιαία έκθεσή της τον Ιανουάριο του 1999. Στην ίδια έκθεση, προέβλεψε τη μελλοντική ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος, η οποία είχε τάση μείωσης, σε 0,5%. Έτσι, υπολογίζοντας αυτούς τους δύο αριθμούς, η ΕΚΤ μπορεί να υπολογίσει και το ρυθμό αύξησης της προσφοράς χρήματος που συμβαδίζει με τον επιδιωκόμενο πληθωρισμό, ο οποίος ανέρχεται το πολύ σε 2%. Επομένως, η προσφορά χρήματος δεν πρέπει να αυξάνεται σε ποσοστό υψηλότερο του 4,5% το χρόνο. Ο αριθμός αυτός μπορεί να αλλάξει μελλοντικά, αν η ΕΚΤ κρίνει ότι πρόκειται να αλλάξει η τάση μεγέθυνσης του ΑΕΠ ή η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος. Ο δεύτερος πυλώνας στη στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ θεωρείται ότι είναι ασαφής, καθώς περιλαμβάνει ένα μεγάλο αριθμό μεταβλητών. Οι μεταβλητές αυτές είναι οι μισθοί, η συναλλαγματική ισοτιμία, οι τιμές των ομολόγων και η καμπύλη παραγωγής, διάφορα μέτρα που αφορούν τη λειτουργία της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας, δείκτες δημοσιονομικής πολιτικής, δείκτες τιμών και κόστους, καθώς και έρευνες καταναλωτή και επιχειρήσεων. Σ' αυτήν την αναφορά των δεικτών, μπορούν να προστεθούν και άλλοι, αν η ΕΚΤ το κρίνει απαραίτητο. Η στόχευση του πληθωρισμού στο επίπεδο που αναφέρθηκε από την ΕΚΤ δεν σημαίνει αναγκαστικά ότι δεν μπορεί να πετύχει ταυτόχρονα και άλλους στόχους.<sup>111</sup>

Όταν η ΕΚΤ επιδιώκει να εφαρμόσει την πολιτική της αναφορικά με τον ορισμό του επιθυμητού

<sup>110</sup> Paul De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 285

<sup>111</sup> Paul De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 272-274

επιπέδου τιμών, τότε τείνει να μειώσει τη συνολική ζήτηση, μειώνοντας ξανά διαδοχικά το επίπεδο τιμών. Τότε, παρατηρείται μια αντίστροφη σχέση ανάμεσα στη σταθεροποίηση του πληθωρισμού και τη σταθεροποίηση της παραγωγής. Η ΕΚΤ έχει τονίσει ότι σε μια τέτοια αντίστροφη σχέση θα θέτει ως προτεραιότητα τη σταθεροποίηση των τιμών. Πρέπει επίσης να αναφερθεί ότι όταν υπάρχει διαταραχή στην προσφορά, η ΕΚΤ στοχεύει και σε σταθεροποίηση του προϊόντος, καθώς με τη βαθμιαία αντίδρασή της σε μια αύξηση των τιμών θα αποφύγει και την απότομη μείωση της παραγωγής, αφού η σταθερότητα των τιμών ορίζεται σε μεσοχρόνιο διάστημα.<sup>112</sup>

Οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες που επιχειρούν να εφαρμόσουν προβλέψεις για την προσφορά χρήματος μελλοντικά συνήθως αποτυγχάνουν, καθώς παρουσιάζουν απόκλιση στους στόχους που προβλέπουν. Ως συνέπεια αυτού, παρουσιάζονται λανθασμένες ενδείξεις σχετικά με τη μελλοντική πορεία του πληθωρισμού κι έτσι δεν μπορούν να αξιοποιηθούν με σωστό τρόπο.<sup>113</sup>

Η Πολιτική της ΕΚΤ την Περίοδο της Σύγχρονης Κρίσης

Όπως αναφέρει ο Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος στην έκθεση του για το 2008, κατά τη διάρκεια του 2008 το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος αυξήθηκε μία ορά, τον Ιούλιο, κατά 25 μονάδες βάσης. Έτσι, ολοκληρώθηκε ο περιορισμός του διευκολυντικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ. Ο περιορισμός αυτός είχε αρχίσει το Δεκέμβριο του 2005 και είχε περιλάβει 9 αυξήσεις των βασικών επιτοκίων, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά. Στη συνέχεια, τον Οκτώβριο του 2008, δεδομένης της προοδευτικής υποχώρησης των πληθωριστικών πιέσεων, ξεκίνησε η διαδικασία σταδιακής προσαρμογής των επιτοκίων προς τα κάτω, μέσω της οποίας το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης μειώθηκε συνολικά κατά 300 μονάδες βάσης έως τον Απρίλιο του 2009, σε 1,25%. Την περίοδο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 2008, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ επισήμανε ότι, με δεδομένη την αύξηση των επιτοκίων που προαναφέρθηκε, η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής ήταν η κατάλληλη ώστε να συμβάλλει στην επίτευξη της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα, εξακολουθούσαν όμως να διαφαίνονται πληθωριστικοί κίνδυνοι.

Τον Οκτώβριο του 2008 υπήρξε η γνώμη ότι οι πληθωριστικοί κίνδυνοι είχαν αρχίσει να υποχωρούν, κατ' αρχάς διότι η έξαρση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής στα μέσα Σεπτεμβρίου

<sup>112</sup> Paul De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 276

<sup>113</sup> Paul De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001, σελ. 279

αναμενόταν να ασκήσει αρνητική επίδραση στη συνολική ζήτηση, η οποία εξάλλου είχε ήδη αρχίσει να εξασθενεί στο πλαίσιο του οικονομικού κύκλου. Καθ' όλη τη διάρκεια του 2008 παρατηρήθηκαν εντάσεις και δυσλειτουργίες (συμπεριλαμβανομένης της συρρίκνωσης του όγκου των συναλλαγών) στη διατραπεζική αγορά της ζώνης του ευρώ, οι οποίες οξύνθηκαν μετά την πτώχευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers στις ΗΠΑ (15 Σεπτεμβρίου). Το Ευρωσύστημα αντιμετώπισε τα φαινόμενα αυτά με παρεμβάσεις στην αγορά χρήματος, οι οποίες ενισχύθηκαν μετά τα μέσα Σεπτεμβρίου. Οι παρεμβάσεις αποσκοπούσαν κατ' αρχάς στην παροχή ρευστότητας σε πιστωτικά ιδρύματα τα οποία, παρότι δεν αντιμετώπιζαν προβλήματα φερεγγυότητας, συναντούσαν δυσκολίες ως προς την άντληση κεφαλαίων από τη διατραπεζική αγορά λόγω των εντάσεων που επικρατούσαν. Σημειώνεται ότι τα βασικά επιτόκια προσδιορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ με μοναδικό γνώμονα την επίτευξη του πρωταρχικού σκοπού του Ευρωσυστήματος (δηλ. της σταθερότητας των τιμών).

Ως εκ τούτου, οι μειώσεις τους από τον Οκτώβριο του 2008 δεν στόχευαν στην αντιμετώπιση των εντάσεων στην αγορά χρήματος αλλά, όπως προαναφέρθηκε, ήταν συνέπεια της υποχώρησης των πληθωριστικών πιέσεων. Η διαφορά (spread) μεταξύ του επιτοκίου Euribor τριών μηνών και του επιτοκίου μίας ημέρας (overnight) αντανάκλα την επιφυλακτικότητα των τραπεζών ως προς τη χορήγηση διατραπεζικών δανείων και έτσι αποτελεί μέτρο των εντάσεων στην αγορά χρήματος. Την περίοδο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2008, στο πλαίσιο της πολιτικής παρεμβάσεων του Ευρωσυστήματος συνεχίστηκαν:

- Η παροχή περισσότερης ρευστότητας μέσω πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης παρά μέσω πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης. Έτσι, η συμμετοχή των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης στο σύνολο της παρεχόμενης ρευστότητας παρέμεινε περίπου στο 40%. Στο πλαίσιο αυτό θεσπίστηκε η διεξαγωγή πράξεων εξάμηνης διάρκειας και συνέχισαν να διεξάγονται “συμπληρωματικές” πράξεις διάρκειας τριών μηνών. Ωστόσο, δεν αυξήθηκε το συνολικό ποσό της χορηγούμενης ρευστότητας προς τα πιστωτικά ιδρύματα.
- Όσον αφορά ειδικότερα τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, η χορήγηση μεγαλύτερων ποσών στις αρχές κάθε περιόδου (frontloading) παρά στα τέλη της περιόδου, ώστε να διευκολύνονται τα πιστωτικά ιδρύματα να συμπληρώνουν τις υποχρεωτικές καταθέσεις τους ήδη από τις πρώτες ημέρες της περιόδου τήρησης. Το Ευρωσύστημα απορροφούσε τυχόν πλεονάζουσα ρευστότητα στα τέλη της περιόδου τήρησης μέσω έκτακτων πράξεων ανοικτής αγοράς. Με αυτόν τον τρόπο περιορίστηκε η διακύμανση των πολύ βραχυπρόθεσμων επιτοκίων γύρω από το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης.

- Η χρηματοδότηση των πιστωτικών ιδρυμάτων (της ζώνης του ευρώ) σε δολάρια ΗΠΑ μέσω τακτικών δημοπρασιών, έναντι των τίτλων που έχουν οριστεί ως αποδεκτοί για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής, σε συνεργασία με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και άλλες κεντρικές τράπεζες.

Από τον Οκτώβριο του 2008, για να αντιμετωπιστεί η έξαρση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής από το Ευρωσύστημα, κατέστη αναγκαία:

- η χορήγηση χρηματοδότησης χωρίς περιορισμό (εκτός από την παροχή επαρκών εξασφαλίσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα προς το Ευρωσύστημα) και με σταθερό επιτόκιο μέσω όλων των πράξεων ανοικτής αγοράς,

- η αύξηση της συχνότητας των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης. Σημειώνεται ότι από τα τέλη Σεπτεμβρίου του 2008 άρχισαν να διεξάγονται και πράξεις “ειδικής αναχρηματοδότησης” με διάρκεια ίση με αυτή της περιόδου τήρησης (περίπου ένα μήνα).

- η διεύρυνση της ποικιλίας των τίτλων έναντι των οποίων το Ευρωσύστημα παρέχει ρευστότητα.

Τα ανωτέρω μέτρα πολιτικής είχαν αποτέλεσμα να αυξηθεί σημαντικά το συνολικό ενεργητικό του Ευρωσυστήματος – κατά 42% από τα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008 έως το τέλος του έτους. Η αύξηση αυτή συμβάδισε με αύξηση του υπολοίπου των καταθέσεων στο πλαίσιο της πάγιας διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, εξέλιξη η οποία ήταν συνεπής με τη μείωση της διαφοράς μεταξύ των επιτοκίων των δύο πάγιων διευκολύνσεων του Ευρωσυστήματος (οριακής χρηματοδότησης και αποδοχής καταθέσεων) από τις αρχές Οκτωβρίου του 2008 έως τα τέλη Ιανουαρίου του 2009. Όταν στα τέλη Ιανουαρίου του 2009 η μείωση αυτή αντιστράφηκε, παρατηρήθηκε συρρίκνωση του υπολοίπου των εν λόγω καταθέσεων.<sup>114</sup>

Για το έτος 2009, σύμφωνα με την έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, από την αρχή του 2009 έως και το Μάιο, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ συνέχισε την προοδευτική μείωση των βασικών επιτοκίων, η οποία είχε ξεκινήσει τον Οκτώβριο του 2008. Την περίοδο από τον Ιούνιο του 2009 έως τον Απρίλιο του 2010 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ διατήρησε αμετάβλητα τα βασικά επιτόκια. Επίσης, το 2009 και έως και τον Απρίλιο του 2010, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ εξακολούθησε να εφαρμόζει μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Τα μέτρα χαρακτηρίζονται ως “μη συμβατικά” (non-standard measures), διότι συνδέονται με σημαντικές τροποποιήσεις στο λειτουργικό πλαίσιο (operational framework) δηλ. στα μέσα και τις διαδικασίες για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής. Με τα εν λόγω μέτρα επιτυγχάνεται βελτίωση των

<sup>114</sup> <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2008.pdf>

συνθηκών χρηματοδότησης και ενίσχυση της ροής των χρηματοδοτικών πόρων από το χρηματοπιστωτικό σύστημα δηλ., στη ζώνη του ευρώ, κυρίως από τις τράπεζες προς την οικονομία, η οποία είναι μεγαλύτερη από ό,τι είναι δυνατόν να επιτευχθεί αποκλειστικά και μόνο με μειώσεις των βασικών επιτοκίων. Τα μέτρα αυτά διαφυλάσσουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και υποβοηθούν την εξομάλυνση των συνθηκών στη διατραπεζική αγορά ώστε να διευκολύνουν τη ροή των τραπεζικών πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά της ζώνης του ευρώ.

Βεβαίως, δεδομένης της ομαλοποίησης των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, η ΕΚΤ προχώρησε το Δεκέμβριο του 2009 σε έναν πρώτο προσδιορισμό της διαδικασίας σταδιακής άρσης ορισμένων από τα εν λόγω μέτρα. Στις 4 Μαρτίου και στις 8 Απριλίου του τρέχοντος έτους η διαδικασία αυτή εξειδικεύθηκε περαιτέρω και υπήρξαν νέες σχετικές ανακοινώσεις. Το 2009 και το πρώτο τετράμηνο του 2010, υπογραμμίζεται ότι με τη νομισματική πολιτική συμβάλλει στη σταθεροποίηση των μεσομακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών σε επίπεδο συμβατό με τη σταθερότητα των τιμών. Η σταθεροποίηση των πληθωριστικών προσδοκιών αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για την άνοδο του ΑΕΠ και της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ και συμβάλλει στη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Επίσης έχει ανακοινωθεί ότι το Ευρωσύστημα θα προχωρήσει σε απορρόφηση ρευστότητας από το τραπεζικό σύστημα, όποτε αυτό καταστεί αναγκαίο, προκειμένου να αποφευχθεί η εμφάνιση πληθωριστικών κινδύνων σε μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη βάση.

Έχει υπογραμμιστεί ότι, μετά την τελευταία μείωση το Μάιο του 2009, τα βασικά επιτόκια έχουν φθάσει στο κατάλληλο επίπεδο ώστε να αναμένεται μεσοπρόθεσμα να επικρατήσει η σταθερότητα των τιμών. Αυτό εξάλλου υποδηλώνουν και οι πληθωριστικές προσδοκίες. Αναμένεται ότι ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ θα διαμορφωθεί σε μέτρια επίπεδα και οι τιμές θα σημειώσουν περιορισμένη άνοδο το 2010 και το 2011. Η ΕΚΤ προέβη σε διαδοχικές μειώσεις του σταθερού επιτοκίου στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης την περίοδο Ιανουαρίου-Μαΐου 2009. Συγκεκριμένα, το επιτόκιο αυτό μειώθηκε 4 φορές την εν λόγω περίοδο, συνολικά κατά 150 μονάδες βάσης, σε 1% το Μάιο του 2009 έναντι 2,5% το Δεκέμβριο του 2008. Τα βασικά επιτόκια δεν μεταβλήθηκαν περαιτέρω την περίοδο Ιουνίου 2009-Απριλίου 2010, όμως υιοθετήθηκαν πρόσθετα, μη συμβατικά, μέτρα νομισματικής πολιτικής.

Ειδικότερα διαπιστώθηκε ότι το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε με τριμηνιαίο ρυθμό 0,4% το τρίτο τρίμηνο του 2009, μετά από πέντε διαδοχικά τρίμηνα κατά τα οποία η οικονομική δραστηριότητα υποχωρούσε. Το τελευταίο τρίμηνο του 2009 το ΑΕΠ παρέμεινε αμετάβλητο, ωστόσο η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας συνεχίστηκε στις αρχές του 2010. Το 2010, ο

τριμηνιαίος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ενδέχεται να παρουσιάσει διακυμάνσεις, πάντως αναμένεται ότι θα παραμείνει σε μέτρια επίπεδα. Το 2011 ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ αναμένεται να επιταχυνθεί. Τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής το 2009 (όπως και τα προηγούμενα έτη) είχαν στόχο να διευκολυνθεί η αναχρηματοδότηση των πιστωτικών ιδρυμάτων της ζώνης του ευρώ, δεδομένου ότι η αγορά χρήματος παρουσίαζε δυσλειτουργίες. Ήταν αναγκαίο να ενισχυθεί η παροχή ρευστότητας προς τα πιστωτικά ιδρύματα, πρώτον, για να μην κλονιστεί η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος από τη διεθνή χρηματοπιστωτική αναταραχή και, δεύτερον, για να συνεχίσουν οι τράπεζες να χορηγούν επαρκείς πιστώσεις προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, με όρους συμβατούς προς την κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος. Με τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής παρασχέθηκε άφθονη ρευστότητα, καθώς η ζήτηση χρηματοδοτικών πόρων εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων ικανοποιήθηκε χωρίς ποσοτικό περιορισμό, ενώ το κόστος χρηματοδότησης για τα πιστωτικά ιδρύματα ήταν πολύ χαμηλό. Συγκεκριμένα, η χρησιμοποίηση μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής επέτρεψε διπλασιασμό της άντλησης ρευστότητας από τα πιστωτικά ιδρύματα μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος, από 449 δισ. ευρώ στα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008 (4,8% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ το 2008) σε 897 δισ. ευρώ (10% του ΑΕΠ το 2009) στα τέλη Ιουνίου του 2009. Ακολούθως, η χορηγούμενη προς τα πιστωτικά ιδρύματα ρευστότητα μειώθηκε και στα μέσα Απριλίου εφέτος διαμορφώθηκε σε 737 δισ. ευρώ, δηλ. περίπου στο 8% του προβλεπόμενου ΑΕΠ για το 2010. Συγκεκριμένα, το 2009 το Ευρωσύστημα χρησιμοποίησε μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής, επιπλέον των μορφών παρέμβασης στη διατραπεζική αγορά που είχαν υιοθετηθεί ήδη από τον Οκτώβριο του 2008. Ειδικότερα:

- Διεξήχθησαν τρεις πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας ενός έτους.
- Από τον Ιούλιο το Ευρωσύστημα άρχισε να πραγματοποιεί αγορές καλυμμένων ομολογιών που εκδίδουν οι τράπεζες. Οι ομολογίες αυτές βασίζονται σε ομάδες από δάνεια τα οποία έχουν χορηγήσει τα πιστωτικά ιδρύματα που τις εκδίδουν και παρέχουν διπλή εξασφάλιση στους ομολογιούχους. Οι ομολογιούχοι, σε αντίθεση με τους κατόχους άλλων τίτλων που βασίζονται σε τραπεζικά δάνεια, π.χ. των δομημένων ομολόγων, θεωρούνται πιστωτές της τράπεζας. Επιπλέον, οι ομολογιούχοι έχουν προνομιακή απαίτηση, δηλ. κατά προτεραιότητα έναντι όλων των υπόλοιπων πιστωτών της τράπεζας, επί των δανείων που αποτελούν το κάλυμμα των ομολογιών, τα οποία μάλιστα επιλέγονται ώστε να είναι ασφαλή. Μέχρι το τέλος Μαρτίου του 2010 το Ευρωσύστημα είχε αποκτήσει καλυμμένες ομολογίες συνολικής αξίας περίπου 45 δισ. ευρώ.



• Επίσης από τον Ιούλιο δόθηκε στην Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων η δυνατότητα να αντλεί ρευστότητα από το Ευρωσύστημα. Δεδομένης της βελτίωσης των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, το Δεκέμβριο του 2009, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε, όπως προαναφέρθηκε, ότι πρέπει να ξεκινήσει η σταδιακή άρση εκείνων των μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής τα οποία δεν ήταν πλέον απαραίτητα. Τα υπόλοιπα μη συμβατικά μέτρα θα εξακολουθήσουν για ορισμένο διάστημα να εφαρμόζονται, ώστε να συνεχιστεί η πολιτική ενισχυμένης πιστωτικής στήριξης (enhanced credit support) με την παροχή, από το Ευρωσύστημα, ρευστότητας προς το τραπεζικό σύστημα της ζώνης του ευρώ υπό ευνοϊκούς όρους.

Ωστόσο, δεν πρέπει να παραβλέπεται ότι η εφαρμογή επί μακρό χρονικό διάστημα μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής είναι δυνατόν να προκαλέσει στρεβλώσεις.

Ειδικότερα το 2010:

(α) Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης θα εξακολουθήσουν να διενεργούνται μέσω δημοπρασιών με σταθερό επιτόκιο και χωρίς ποσοτικό περιορισμό όσο κρίνεται αναγκαίο, τουλάχιστον μέχρι τις 12 Οκτωβρίου 2010.

(β) Δεν θα διεξαχθούν άλλες πράξεις ανοικτής αγοράς διάρκειας ενός έτους.

(γ) Οι πράξεις με διάρκεια μία περίοδο τήρησης (δηλαδή κατά κανόνα ένα μήνα) θα συνεχιστούν όσο κρίνεται αναγκαίο και τουλάχιστον μέχρι τις 12 Οκτωβρίου 2010 και θα διενεργούνται επίσης με σταθερό επιτόκιο (ίσο προς το επιτόκιο στις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης) και χωρίς ποσοτικό περιορισμό.

(ε) Οι τρεις πράξεις τρίμηνης διάρκειας, οι οποίες είχαν προγραμματιστεί για το πρώτο τρίμηνο, επίσης διενεργήθηκαν μέσω ανάλογης διαδικασίας.

(στ) Από τις 28 Απριλίου ξαναρχίζουν οι κανονικές πράξεις τρίμηνης διάρκειας μέσω δημοπρασιών ανταγωνιστικού επιτοκίου. Το συνολικό ποσό της χορηγούμενης ρευστότητας θα καθορίζεται με τρόπο ώστε να εξασφαλίζονται ομαλές συνθήκες στις αγορές χρήματος.

(ζ) Η διενέργεια των τελευταίων τακτικών πράξεων ανοικτής αγοράς για την παροχή δολαρίων που είχαν απομείνει, δηλ. των πράξεων με εβδομαδιαία διάρκεια, και η παροχή φράγκων Ελβετίας προς τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ, μέσω πράξεων ανταλλαγής έναντι ευρώ με το Ευρωσύστημα, επίσης με εβδομαδιαία διάρκεια, διακόπηκε μετά τον Ιανουάριο του 2010.

Επίσης το σύνολο των αποδεκτών από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεων έναντι των οποίων το Ευρωσύστημα χορηγεί ρευστότητα στα πιστωτικά ιδρύματα, διευρύνθηκε στα μέσα Οκτωβρίου 2008, προκειμένου να διευκολυνθεί η παροχή ρευστότητας και να αντιμετωπιστεί η έξαρση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής. Συγκεκριμένα:

Στο σύνολο των αποδεκτών εξασφαλίσεων περιλήφθηκαν κατηγορίες χρεογράφων οι οποίες μέχρι εκείνο το χρονικό σημείο δεν ήταν αποδεκτές, όπως (α) τα εμπορεύσιμα ομόλογα τα οποία είναι εκφρασμένα σε δολάρια ΗΠΑ, λίρες Αγγλίας και γεν Ιαπωνίας, αλλά έχουν εκδοθεί στη ζώνη του ευρώ και (β) τα πιστοποιητικά καταθέσεων (τα οποία εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα), εφόσον έχουν εισαχθεί σε κάποια από τις αναγνωρισμένες από το Ευρωσύστημα μη οργανωμένες (non-regulated) αγορές. Ακόμα, μειώθηκε από A- σε BBB- η ελάχιστη πιστωτική διαβάθμιση η οποία απαιτείται για τα στοιχεία που προσφέρονται ως εξασφαλίσεις (ανεξάρτητα από την κατηγορία στην οποία αυτά ανήκουν), εκτός των ομολόγων που εκδίδονται έναντι κατεχόμενων περιουσιακών στοιχείων, προκειμένου τα εν λόγω στοιχεία να γίνονται αποδεκτά από το Ευρωσύστημα. Σημειώνεται ότι, στα στοιχεία τα οποία φέρουν τη χαμηλότερη επιτρεπτή πιστωτική διαβάθμιση BBB- και προσφέρονται ως εξασφαλίσεις από τα πιστωτικά ιδρύματα, το Ευρωσύστημα επιβάλλει πρόσθετη περικοπή αποτίμησης 5%. Για να υπολογιστεί το ύψος της χρηματοδότησης που θα χορηγήσει το Ευρωσύστημα, έναντι ενός στοιχείου το οποίο του προσφέρεται ως εξασφάλιση, αφαιρείται από την αγοραία αξία του εν λόγω στοιχείου ποσοστό ίσο προς την περικοπή αποτίμησης. Το μέγεθος της περικοπής αποτίμησης καθορίζεται, στις περισσότερες περιπτώσεις, με βάση παραμέτρους όπως η εναπομένουσα διάρκεια του στοιχείου. Αντίστοιχα, στην περίπτωση στοιχείων εκφρασμένων σε δολάρια ΗΠΑ, λίρες Αγγλίας ή γεν Ιαπωνίας η πρόσθετη περικοπή ανέρχεται σε 8%, ενώ στην περίπτωση των πιστοποιητικών καταθέσεων ανέρχεται σε 5%.

Αρχικά, τον Οκτώβριο του 2008 είχε ανακοινωθεί ότι η διεύρυνση του συνόλου των αποδεκτών εξασφαλίσεων θα ίσχυε μόνο μέχρι το τέλος του 2009. Το Μάιο του 2009 στο πλαίσιο της εισαγωγής των πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης διάρκειας ενός έτους, παρατάθηκε η ισχύς της διεύρυνσης μέχρι το τέλος του 2010. Στις 25 Μαρτίου 2010, ο Πρόεδρος της ΕΚΤ, προανήγγειλε ότι η διαβάθμιση BBB- θα παραμείνει, ως ελάχιστη επιτρεπτή πιστωτική διαβάθμιση για τις εξασφαλίσεις που αποδέχεται το Ευρωσύστημα, και μετά το τέλος του 2010. Ακολούθως, στις 8 Απριλίου, η σημαντική αυτή απόφαση υιοθετήθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ. Παράλληλα, αποφασίστηκε να προσδιοριστεί ειδική κλίμακα περικοπών αποτίμησης για τα στοιχεία, εκτός κρατικών ομολόγων, με πιστωτική διαβάθμιση μεταξύ BBB+ και BBB-, η οποία θα εφαρμοστεί από την αρχή του 2011. Τέλος, αποφασίστηκε ότι οι κατηγορίες χρεογράφων (τίτλοι εκφρασμένοι σε ξένο νόμισμα, πιστοποιητικά καταθέσεων κ.λπ.) οι οποίες, όπως προαναφέρθηκε, περιλήφθηκαν στις αποδεκτές εξασφαλίσεις για πρώτη φορά τον Οκτώβριο του 2008 θα σταματήσουν να γίνονται αποδεκτές από το Ευρωσύστημα μετά το τέλος του 2010. Η

διενέργεια της πρώτης πράξης πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης με δωδεκάμηνη διάρκεια, στα τέλη Ιουνίου του 2009, άσκησε σημαντική επίδραση στα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς, καθώς συνέβαλε σε αξιόλογη αύξηση του πλεονάσματος ρευστότητας.

Όσον αφορά τα επιτόκια Euribor στα διατραπεζικά δάνεια στη ζώνη του ευρώ, η αποκλιμάκωσή τους συνεχίστηκε την περίοδο Ιανουαρίου-Δεκεμβρίου 2009 (με ρυθμό που περιορίστηκε προοδευτικά μετά τις αρχές του έτους), όπως και το διάστημα από την αρχή του 2010 μέχρι τις αρχές Απριλίου.

Η υποχώρηση των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς και η εξέλιξη των αποδόσεων των μεσομακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων σε σύγκριση με το 2008 δημιούργησαν τις προϋποθέσεις για σταδιακή (και σωρευτικά αξιόλογη) μείωση των επιτοκίων σε όλες τις κατηγορίες καταθέσεων και τραπεζικών δανείων το 2009 και στις αρχές του 2010 στη ζώνη του ευρώ. Η υποχώρηση του κόστους του τραπεζικού δανεισμού και της άντλησης κεφαλαίων με έκδοση χρεογράφων ασκεί ευνοϊκή επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα.

Όσον αφορά τις τράπεζες, αυτές οφείλουν να αντιμετωπίσουν την πρόκληση της πραγματοποίησης των αναγκαίων προσαρμογών στο μέγεθος και τη διάρθρωση των ισολογισμών τους, χωρίς όμως να περιορίσουν τη διαθεσιμότητα των πιστώσεων προς το μη χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας της ζώνης του ευρώ, δεδομένου ότι πολλές επιχειρήσεις δεν έχουν πρόσβαση στις ανοικτές αγορές κεφαλαίων για την άντληση χρηματοδοτικών πόρων. Προς το σκοπό αυτό, οι τράπεζες πρέπει να εκμεταλλευθούν τη βελτίωση των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές και να ενισχύσουν περαιτέρω την κεφαλαιακή τους βάση, αξιοποιώντας επίσης, εάν παραστεί ανάγκη, τις δυνατότητες που τους προσφέρονται να αναπληρώσουν το κεφάλαιό τους, στο πλαίσιο των μέτρων στήριξης του χρηματοπιστωτικού τομέα τα οποία έχουν θεσπίσει οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών.

Με τα μέτρα νομισματικής πολιτικής τα οποία έλαβε, μετά την έξαρση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής το Σεπτέμβριο του 2008, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ, δηλαδή τις μειώσεις των βασικών επιτοκίων και την ενισχυμένη πιστωτική στήριξη, εξασφαλίστηκε η ρευστότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων και στηρίχθηκε η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ. Τα μέτρα αυτά θα εξακολουθήσουν να επηρεάζουν ευνοϊκά την οικονομία της ζώνης του ευρώ για παρατεταμένο χρονικό διάστημα.<sup>115</sup>

Κατά τη συνεδρίαση στις 2 Σεπτεμβρίου 2010 το Διοικητικό Συμβούλιο, έκρινε τα ισχύοντα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ ενδεδειγμένα και αποφάσισε, επομένως, να τα διατηρήσει αμετάβλητα. Έχοντας

<sup>115</sup> <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2009.pdf>

λάβει υπόψη όλες τις νέες πληροφορίες και αναλύσεις που έγιναν διαθέσιμες μετά τη συνεδρίαση της 5ης Αυγούστου 2010, το Διοικητικό Συμβούλιο συνεχίζει να αναμένει ότι η εξέλιξη των τιμών θα παραμείνει συγκρατημένη στο μεσοπρόθεσμο ορίζοντα που ενδιαφέρει τη νομισματική πολιτική, ωφελούμενη από τις ασθενείς εγχώριες πιέσεις στις τιμές. Πρόσφατα οικονομικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης από ό,τι αναμενόταν, εν μέρει λόγω προσωρινών παραγόντων. Όσον αφορά τις μελλοντικές προοπτικές, η ανάκαμψη εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί με συγκρατημένο ρυθμό, σε ένα περιβάλλον το οποίο εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από αβεβαιότητα. Η νομισματική ανάλυση επιβεβαιώνει ότι οι πληθωριστικές πιέσεις εξακολουθούν να είναι συγκρατημένες μεσοπρόθεσμα, όπως υποδηλώνει η υποτονική νομισματική και πιστωτική επέκταση. Συνολικά, το Διοικητικό Συμβούλιο αναμένει ότι η σταθερότητα των τιμών θα διατηρηθεί μεσοπρόθεσμα, στηρίζοντας έτσι την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών στη ζώνη του ευρώ. Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό εξακολουθούν να είναι σταθεροποιημένες σε επίπεδα συμβατά με την επιδίωξη της διατήρησης ρυθμών πληθωρισμού κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα. Το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε επίσης να συνεχίσει να διενεργεί τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης (ΠΚΑ) και τις ειδικές πράξεις αναχρηματοδότησης διάρκειας ίσης με μία περίοδο τήρησης ως δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή για όσο χρονικό διάστημα κρίνεται απαραίτητο – και τουλάχιστον μέχρι τη λήξη της δωδέκατης περιόδου τήρησης του 2010, στις 18 Ιανουαρίου 2011. Το σταθερό επιτόκιο για τις εν λόγω ειδικές πράξεις αναχρηματοδότησης θα είναι ίσο με το επιτόκιο που θα ισχύει εκείνη την περίοδο για τις ΠΚΑ. Επίσης, αποφασίστηκε η διαδικασία δημοπρασίας σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή στις πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (ΠΠΜΑ) διάρκειας τριών μηνών οι οποίες θα διενεργηθούν τον Οκτώβριο, τον Νοέμβριο και τον Δεκέμβριο του 2010. Το επιτόκιο για τις εν λόγω πράξεις διάρκειας τριών μηνών θα οριστεί ίσο με το μέσο όρο, για όλη τη διάρκεια της κάθε ΠΠΜΑ, του επιτοκίου των ΠΚΑ. Επιπλέον, το Διοικητικό Συμβούλιο αποφάσισε τη διενέργεια τριών πρόσθετων πράξεων ρύθμισης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας στις 30 Σεπτεμβρίου, στις 11 Νοεμβρίου και στις 23 Δεκεμβρίου, όταν θα λήγουν πράξεις αναχρηματοδότησης διάρκειας έξι και δώδεκα μηνών.<sup>116</sup>

Συνολικά, η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής παραμένει «διευκολυντική». Η νομισματική πολιτική θα πράξει τα δέοντα για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ μεσοπρόθεσμα. Αυτή είναι η απαραίτητη και κύρια συμβολή της νομισματικής πολιτικής στην

<sup>116</sup> <http://www.ecb.europa.eu/pub/mb/editorials/2010/html/mb100909.el.html>

προώθηση της διατηρήσιμης οικονομικής ανάπτυξης, της δημιουργίας θέσεων εργασίας και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Όλα τα μη συμβατικά μέτρα που ελήφθησαν κατά την περίοδο των σοβαρών εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές (η «αυξημένη στήριξη της προσφοράς πιστώσεων» και το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων) είναι απολύτως συμβατά με την εντολή που έχει δοθεί στο Διοικητικό Συμβούλιο και, ως εκ της φύσεώς τους, προσωρινού χαρακτήρα. Το Διοικητικό Συμβούλιο εμμένει σταθερά στη δέσμευσή του όσον αφορά τη μεσομακροπρόθεσμη σταθερότητα των τιμών. Η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, η συνολική παροχή ρευστότητας και οι μέθοδοι κατανομής θα προσαρμόζονται καταλλήλως.<sup>117</sup>

Σε ό,τι αφορά την οικονομική ανάλυση, έπειτα από περίοδο έντονης υποχώρησης, η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ επεκτείνεται από τα μέσα του 2009. Το πραγματικό ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε με υψηλό ρυθμό σε τριμηνιαία βάση, κατά 1,0% το δεύτερο τρίμηνο του 2010, υποβοηθούμενο από τη συνεχιζόμενη παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη, αλλά αντανακλώντας εν μέρει και προσωρινούς εγχώριους παράγοντες. Πρόσφατα στοιχεία και πληροφορίες ερευνών γενικά επιβεβαιώνουν την προσδοκία για κάποια επιβράδυνση της ανάπτυξης, τόσο σε παγκόσμιο επίπεδο όσο και στη ζώνη του ευρώ, το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Ωστόσο, αν και εξακολουθεί να υπάρχει αβεβαιότητα, τα εν λόγω στοιχεία και πληροφορίες συνεχίζουν να υποδηλώνουν θετική υποκείμενη δυναμική της ανάκαμψης στη ζώνη του ευρώ. Αυτή η εκτίμηση αντικατοπτρίζεται και στις μακροοικονομικές προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ για τη ζώνη του ευρώ του Σεπτεμβρίου 2010, σύμφωνα με τις οποίες ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα διαμορφωθεί μεταξύ 1,4% και 1,8% το 2010 και μεταξύ 0,5% και 2,3% το 2011. Σε ό,τι αφορά την εξέλιξη των τιμών, σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση της Eurostat, ο ετήσιος πληθωρισμός της ζώνης του ευρώ διαμορφώθηκε σε 1,6% τον Αύγουστο, έναντι 1,7% τον Ιούλιο. Τους επόμενους μήνες, οι ετήσιοι ρυθμοί πληθωρισμού αναμένεται να σημειώσουν ελαφρά άνοδο και να εμφανίσουν κάποια μεταβλητότητα. Όσον αφορά τις πιο μακροπρόθεσμες εξελίξεις, το 2011 οι ρυθμοί πληθωρισμού αναμένεται να παραμείνουν γενικά συγκρατημένοι, ωφελούμενοι από τις ασθενείς εγχώριες πιέσεις στις τιμές. Οι μεσομακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό εξακολουθούν να είναι σταθεροποιημένες σε επίπεδα συμβατά με την επιδίωξη του Διοικητικού Συμβουλίου να διατηρεί τους ρυθμούς πληθωρισμού κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα.<sup>118</sup> Σε ό,τι αφορά τη νομισματική ανάλυση, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του M3 διαμορφώθηκε στο 0,2% τον Ιούλιο του 2010, παραμένοντας αμετάβλητος σε σχέση με τον Ιούνιο. Ο ετήσιος ρυθμός

<sup>117</sup> <http://www.ecb.europa.eu/pub/mb/editorials/2010/html/mb100909.el.html>

<sup>118</sup> <http://www.ecb.europa.eu/pub/mb/editorials/2010/html/mb100909.el.html>

αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα, ο οποίος εμφανίζει σταδιακή άνοδο, επιταχύνθηκε περαιτέρω σε 0,9%, αλλά παραμένει σχετικά υποτονικός. Οι συγκρατημένοι ρυθμοί αύξησης της ποσότητας χρήματος και των δανείων εξακολουθούν να στηρίζουν την εκτίμηση ότι ο υποκείμενος ρυθμός νομισματικής επέκτασης είναι μέτριος και οι πληθωριστικές πιέσεις συγκρατημένες μεσοπρόθεσμα. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των τραπεζικών δανείων προς τον μη χρηματοπιστωτικό ιδιωτικό τομέα, ο οποίος παρέμεινε υποτονικός, συνεχίζει να υποκρύπτει θετική μεταβολή των δανείων προς τα νοικοκυριά και επιβραδυνόμενη αρνητική ετήσια μεταβολή των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Αυτές οι εξελίξεις είναι συμβατές με τη φυσιολογική, στο πλαίσιο του οικονομικού κύκλου, χρονική υστέρηση που παρουσιάζουν τα δάνεια σε σχέση με την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας. Δεδομένων των συγκρατημένων εξελίξεων όσον αφορά τους συνολικούς ισολογισμούς των τραπεζών, η επέκταση της διαθεσιμότητας πιστώσεων προς τον μη χρηματοπιστωτικό τομέα, όταν η ζήτηση ανακάμψει, εξακολουθεί να αποτελεί πρόκληση για τις τράπεζες. Για την αντιμετώπισή της, οι τράπεζες θα πρέπει, όπου απαιτείται, να παρακρατήσουν κέρδη, να στραφούν προς την αγορά για την περαιτέρω ενίσχυση της κεφαλαιακής τους βάσης ή να αξιοποιήσουν πλήρως τα κυβερνητικά μέτρα κεφαλαιακής ενίσχυσης. Συνοπτικά, τα ισχύοντα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ εξακολουθούν να κρίνονται ενδεδειγμένα. Έχοντας λάβει υπόψη όλες τις νέες πληροφορίες που έγιναν διαθέσιμες μετά τη συνεδρίαση της 5ης Αυγούστου 2010, το Διοικητικό Συμβούλιο συνεχίζει να αναμένει ότι η εξέλιξη των τιμών θα παραμείνει συγκρατημένη στο μεσοπρόθεσμο ορίζοντα που ενδιαφέρει τη νομισματική πολιτική, ωφελούμενη από τις ασθενείς εγχώριες πιέσεις στις τιμές.<sup>119</sup>

---

<sup>119</sup> <http://www.ecb.europa.eu/pub/mb/editorials/2010/html/mb100909.el.html>

## Η ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ - ΜΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η σύγχρονη χρηματοπιστωτική κρίση ξεκίνησε από τις ΗΠΑ μέσα από τα προβλήματα που παρουσιάστηκαν στην ενυπόθηκη αγορά στεγαστικών δανείων (subprime market). Προτού αναφερθούμε στα γεγονότα, κρίνεται σκόπιμο να παρουσιάσουμε τη θεωρία της «χρηματοοικονομικής αστάθειας για τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις» του Hayman Minsky. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι εγγενείς και αναπόφευκτες κατά τη λειτουργία του καπιταλιστικού συστήματος. Η απαρχή της κρίσης βρίσκεται σε αυτό που ο Minsky αποκαλεί «μετατόπιση» της οικονομίας, δηλαδή η οικονομία δέχεται έναν «εξωτερικό κλονισμό» πολύ ισχυρό και διεισδυτικό, ο οποίος λαμβάνει πολλές μορφές, όπως το ξέσπασμα ενός πολέμου, μια πολύ πλούσια ή φτωχή σοδιά ή μια καινοτομία που οδηγεί στην τεχνολογική ανάπτυξη. Με τον τρόπο αυτό, αυξάνονται οι ευκαιρίες κέρδους σε τουλάχιστον έναν σημαντικό οικονομικό τομέα, ενώ μειώνονται οι ευκαιρίες κέρδους σε άλλους τομείς. Ακολουθώντας, πολλές επιχειρήσεις με οικονομική ευρωστία επενδύουν σε αυτόν τον οικονομικό τομέα που παρουσιάζει ευκαιρίες κέρδους και πυροδοτούν σταδιακά μια επενδυτική έκρηξη. Στη συνέχεια, παρουσιάζεται ταχεία επέκταση της τραπεζικής πίστωσης που αυξάνει πολύ τη συνολική προσφορά χρήματος. Έτσι, οι τραπεζικές πιστώσεις επεκτείνονται συνεχώς χρηματοδοτώντας την κερδοσκοπική έκρηξη που δημιουργείται και αυξάνοντας ολοένα και περισσότερο την προσφορά χρήματος. Οι τιμές των ζητούμενων αγαθών αυξάνονται συνεχώς, κάτι που δημιουργεί νέες ευκαιρίες κέρδους για έναν διαρκώς αυξανόμενο αριθμό επενδυτών, προκαλώντας την απότομη αύξηση τόσο των κερδών όσο και των επενδύσεων. Κατά τη διάρκεια αυτή του σταδίου της «ευφορίας», η κερδοσκοπία με τις αυξήσεις στις τιμές των αγαθών γίνεται ένας παράγοντας που ωθεί την αγορά προς τα πάνω, εξαλείφοντας κάθε έννοια ορθολογικής επενδυτικής συμπεριφοράς. Με τον τρόπο αυτό, το ρίσκο που αναλαμβάνεται γίνεται ολοένα και μεγαλύτερο, οδηγώντας σταδιακά στη δημιουργία μιας «φούσκας» εντός της οικονομίας. Έτσι, από τη στιγμή που αρχίζει να δημιουργείται η φούσκα και μετά, οι τιμές και η ταχύτητα των κερδοσκοπικών τοποθετήσεων αυξάνονται με ρυθμό μεγαλύτερο από ποτέ. Ξαφνικά, μερικοί κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών που θεωρούν ότι η αγορά έχει φτάσει στο ανώτερο σημείο της, έχοντας επενδύσει σε αυτή κατά την ανάπτυξη της φούσκας, μετατρέπουν τα περιουσιακά τους στοιχεία σε μετρητά ή σε επενδύσεις πιο «ποιοτικές». Αυτή η τάση αρχίζει να γενικεύεται καθώς μεγαλύτερος αριθμός κερδοσκόπων αντιλαμβάνεται ότι το «ανοδικό παιχνίδι» έχει τελειώσει, προβαίνοντας έτσι σε μια κούρσα για την απαλλαγή από επικίνδυνα και υπερτιμημένα περιουσιακά στοιχεία, με κατάληξη την άτακτη φυγή προς «ασφαλείς

επενδύσεις και προϊόντα». Τότε, παρουσιάζεται ένα γεγονός μέσα από την αγορά, το οποίο προκαλεί χρηματοπιστωτικό πανικό, όπως π.χ. μια τραπεζική πτώχευση, η χρεοκοπία μιας επιχείρησης ή ένας συνδυασμός πολλών δυσάρεστων γεγονότων ταυτόχρονα. Αυτά σηματοδοτούν την έναρξη της «γενικής υποχώρησης». Οι επενδυτές εγκαταλείπουν την αγορά άμεσα, οι τιμές πέφτουν, οι χρεοκοπίες πληθαίνουν και το σκάσιμο της κερδοσκοπικής «φούσκας» είναι πλέον αναπόφευκτο, οδηγώντας σε πλήρη κατάρρευση των τιμών. Ακολουθεί πανικός από τους επενδυτές που προσπαθούν να περισώσουν ό,τι μπορούν, οι τράπεζες παύουν να χορηγούν δάνεια, οπότε δημιουργείται μια πιστωτική κρίση. Ακολουθούν η οικονομική κάμψη ή ακόμα και η ύφεση. Τελικά, μετά από πολλές διακυμάνσεις, ο πανικός θα υποχωρήσει, η οικονομία θα ανακάμψει και η αγορά θα βρει την ισορροπία της, έχοντας όμως καταβάλλει ένα πολύ μεγάλο τίμημα.<sup>120</sup>

Το μοντέλο αυτό του Hayman Minsky περιγράφει ευκρινώς τη πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε στις ΗΠΑ από τα προβλήματα που ενέκυψαν στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Στην συνέχεια, παρουσιάστηκε το φαινόμενο της φούσκας στην αγορά ακινήτων, ύστερα από μεγάλη μείωση των επιτοκίων δανεισμού από τη Fed στο 1%, την εποχή που πρόεδρος ήταν ο Alan Greenspan. Το πρόβλημα της κρίσης διογκώθηκε διότι τα επιτόκια ήταν χαμηλά στα πρώτα χρόνια της καινούργιας δεκαετίας (2001 και μετά), με αποτέλεσμα η μεγάλη ζήτηση στεγαστικών δανείων καθώς και ο ελλιπής έλεγχος και η αξιοπιστία των δανειοληπτών δεν είχαν ελεγχθεί με επαρκή τρόπο, γεγονός που συνέτεινε στο πρόβλημα. Πιο συγκεκριμένα, χορηγούνταν δάνεια σε αγοραστές σπιτιών χωρίς καμία ή με μια μικρή έστω συμμετοχή τους στην αγορά του σπιτιού. Η μηνιαία δόση του δανείου συνήθως ήταν πολύ υψηλή για την οικονομική αντοχή των δανειοληπτών, αλλά αυτό δεν εκτιμήθηκε στο βαθμό που έπρεπε από τις τράπεζες και το ρίσκο που αυτές αναλάμβαναν δεν είχε υπολογιστεί σωστά. Στα στεγαστικά δάνεια που παρέχονταν, υπήρχε μια περίοδος χάριτος από τις τράπεζες με χαμηλά επιτόκια, συνήθως δύο ή τριών ετών, κάτι που δημιουργούσε ανταπάτες για την ευκολία αποπληρωμής του δανείου αλλά και την ευκολία αποπληρωμής των μηνιαίων δόσεών του, και κυρίως τα τρία πρώτα χρόνια. Μεγάλο πρόβλημα για τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου, όπως ονομάστηκαν, αποδείχθηκε ότι αποτέλεσε και ο πλημμελής έλεγχος φερεγγυότητας των πελατών τους από τις ίδιες τις τράπεζες, καθώς και η ευκολία δανειοδότησης ανθρώπων προερχόμενων από μειονοτικές ομάδες που δεν είχαν σταθερά και μόνιμα εισοδήματα. Οι λόγοι που τα κριτήρια των τραπεζών στη χορήγηση δανείων χαλάρωσαν

---

<sup>120</sup> Robert Gilpin, Η πρόκληση του παγκόσμιου καπιταλισμού, Η παγκόσμια οικονομία τον 21<sup>ο</sup> αιώνα, Αθήνα: Εκδόσεις Ποιότητα, 2002, σελ. 172-174 και Robert Gilpin, Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία, Η διεθνής οικονομική τάξη, Αθήνα: Εκδόσεις Ποιότητα, 2002, σελ. 263-265



ήταν αρκετοί. Οι τράπεζες πίστευαν ότι οι τιμές των ακινήτων θα αυξάνονταν συνεχώς και όσο ανέβαιναν οι τιμές, οι τράπεζες δεν ενδιαφέρονταν αν οι δανειολήπτες μπορούσαν να πληρώσουν ή όχι τις δόσεις τους. Αυτό επειδή τις κάλυπτε η καθαρή αξία του σπιτιού που έμπαινε υποθήκη για ένα δάνειο, καθώς αυξανόταν συνεχώς, κι έτσι οι τράπεζες είχαν περιθώριο είτε να αναχρηματοδοτήσουν ένα «προβληματικό» δάνειο εκδίδοντας ένα νέο δάνειο με εγγύηση την υψηλότερη καθαρή αξία του σπιτιού, είτε το σπίτι θα μπορούσε να πουληθεί σε υψηλή τιμή και να εξοφληθεί το υπάρχον δάνειο. Επίσης, ένας άλλος λόγος για τη χαλάρωση στα κριτήρια δανειοδότησης των τραπεζών ήταν ότι στην πραγματικότητα δεν νοιάζονταν για την ποιότητα των δανείων της, επειδή στην πραγματικότητα δεν τα κρατούσαν οι ίδιες, αλλά τα πουλούσαν σε επενδυτές που δεν αντιλαμβάνονταν τι αγόραζαν. Αυτό λεγόταν «τιτλοποίηση» των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων και ήταν η συνένωση όλων των υποθηκών σε μεγάλες ομάδες και η πώληση στη συνέχεια σε επενδυτές μεριδίων από τις πληρωμές που κατέβαλαν οι δανειζόμενοι. Αρχικά και μέχρι να σκάσει η μεγάλη στεγαστική φούσκα, η τιτλοποίηση αφορούσε κυρίως τις υποθήκες «υψηλής φερεγγυότητας», δηλαδή τα δάνεια που δίνονταν σε δανειολήπτες που είχαν στην κατοχή τους επαρκή ρευστότητα για την αγορά του ακινήτου αλλά και εισοδήματα για να μπορέσουν να ανταποκριθούν στην αποπληρωμή του δανείου. Αξίζει να σημειωθεί ότι η τιτλοποίηση των απαιτήσεων του ενεργητικού (assets) των εμπορικών τραπεζών προέκυψε από τη βούλησή τους να μειώνεται ολοένα και περισσότερο η δυνατότητα των νομισματικών αρχών να τις ελέγχουν, ελέγχοντας τα ίδια κεφάλαιά τους (equity). Με τη διαδικασία της τιτλοποίησης, εφόσον η τράπεζα προχωρά σε πώληση σε μια εταιρία ειδικού σκοπού κάποιων απαιτήσεών της, οι οποίες αργότερα μετατρέπονται σε τίτλους (τιτλοποίηση), η τράπεζα δεν εμφανίζει κεφαλαιακή χρέωση στους συντελεστές ιδίως κεφαλαίων της Tier I και Tier II. Στην τιτλοποίηση, εκτός από τη συνηθισμένη πώληση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μιας τράπεζας, μπορεί ως απαιτήσεις του ενεργητικού της τράπεζας που λαμβάνονται υπόψη στη διαδικασία αυτή να είναι δάνεια για αυτοκίνητα, φοιτητικά δάνεια, πιστωτικές κάρτες, εταιρικά δάνεια, πληρωτέοι λογαριασμοί, κτλ. Διακρίνουμε δύο κύριες κατηγορίες τιτλοποίησης, την παραδοσιακή και την συνθετική τιτλοποίηση. Στην παραδοσιακή τιτλοποίηση, υπάρχει πλήρης μεταφορά των επιμέρους απαιτήσεων των τραπεζών στην εταιρία που θα τις αγοράσει. Στην συνθετική τιτλοποίηση, δεν υπάρχει μεταφορά των απαιτήσεων των τραπεζών στην εταιρία που τις αγοράζει, αλλά μεταφέρεται μόνο ο πιστωτικός κίνδυνος που αναλογεί στις απαιτήσεις αυτές. Με τον τρόπο αυτό, οι απαιτήσεις των τραπεζών, π.χ. τα δάνεια που έχουν χορηγήσει, συνεχίζουν να εμφανίζονται στο ενεργητικό της τράπεζας και όχι

στην εταιρεία που τις έχει αγοράσει.<sup>121</sup>

Η χρηματοπιστωτική καινοτομία χάρη στην οποία δημιουργήθηκαν τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου ήταν οι Τίτλοι Εγγυημένων Δανειακών Υποχρεώσεων (Collateralized Debt Obligation- CDO). Ένας CDO προσέφερε μερίδια στις πληρωμές που περιελάμβαναν μια ομάδα υποθηκών, χωρίς όμως όλα τα μερίδια να είναι ίσα. Αυτό σημαίνει ότι κάποια μερίδια προέρχονταν από υποθήκες περισσότερο ασφαλείς, ενώ κάποια άλλα μερίδια είχαν χαμηλότερη αξιολόγηση καθώς τα δάνεια που αντιπροσώπευαν δεν είχαν μεγάλο βαθμό φερεγγυότητας. Η αντίληψη που υπήρχε ήταν ότι τα δάνεια ανώτερης αξιολόγησης αποτελούσαν ασφαλείς επενδύσεις, καθώς υπήρχε ένας πολύ υψηλός συντελεστής φερεγγυότητάς τους που έφτανε ακόμα και στο AAA. Επομένως, ακόμα και αν κάποιοι δανειζόμενοι αθετούσαν τις πληρωμές τους, υπολογιζόταν ότι αυτοί θα ήταν λίγοι, έτσι ώστε να μην δημιουργούνται προβλήματα μεγάλης κλίμακας στην αποπληρωμή των δανείων αυτών. Οι Οργανισμοί αξιολόγησης φερεγγυότητας ήταν πρόθυμοι να κατατάξουν στον ανώτερο συντελεστή φερεγγυότητας AAA ακόμα και δάνεια εξαιρετικά αμφίβολης αποπληρωμής. Έτσι, υπήρχαν και υποθήκες που αν και συνδέονταν με υψηλό συντελεστή αξιοπιστίας, αυτό δεν αντιπροσώπευε την πραγματικότητα και θα μπορούσε δυνητικά να δημιουργήσει μεγάλα προβλήματα στο υφιστάμενο σύστημα. Αυτό γινόταν επειδή υπήρχαν πολλοί θεσμικοί επενδυτές, όπως π.χ. τα συνταξιοδοτικά ταμεία που δεν θα αγόραζαν χρεόγραφα αξιολόγησης χαμηλότερης του AAA. Από την άλλη, ήταν διατεθειμένοι να αγοράσουν τίτλους CDO που αποτιμούνταν ως AAA καθώς είχαν πολύ υψηλότερες αποδόσεις από τα συνηθισμένα ομόλογα.<sup>122</sup>

Όσο λοιπόν οι τιμές των σπιτιών συνέχιζαν να αυξάνονται, όλα λειτουργούσαν καλά. Οι αθετήσεις πληρωμών ήταν ελάχιστες, τα χρεόγραφα που είχαν συνδεθεί με υποθήκες είχαν υψηλές αποδόσεις και χρήματα τοποθετούνταν συνεχώς στη στεγαστική αγορά. Όλο αυτό το σύστημα λειτουργούσε τροφοδοτώντας μια μεγάλη στεγαστική φούσκα, που όταν θα έσκαγε θα δημιουργούσε σοβαρούς κινδύνους για την οικονομία. Πολλοί λίγοι άνθρωποι πίστευαν ότι ήταν πιθανή μια μεγάλη πτώση στις τιμές των σπιτιών, ικανή να δημιουργήσει πρόβλημα στην καλή λειτουργία του όλου συστήματος. Ο Alan Greenspan είχε δηλώσει ότι ήταν πολύ απίθανη στις τιμές των σπιτιών και ίσως υπάρξει κάποια μικρή μείωση στις τοπικές αγορές στέγης, χωρίς όμως αυτό να αποτελέσει

<sup>121</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιάτη, 2009, σελ. 181-183, 185 και Γιάννης Παναγόπουλος- Γιάννης Πελετίδης, Βασιλεία II: Περιγραφή και Συνέπειες για το Τραπεζικό Σύστημα, Αθήνα: Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, 2007, σελ. 175-177

<sup>122</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιάτη, 2009, σελ. 183

πρόβλημα εθνικών διαστάσεων. Τελικά, δημιουργήθηκε ένα πρόβλημα εθνικών διαστάσεων από τη λειτουργία του όλου συστήματος και έγινε φανερό αρχικά 2006 με αργό ρυθμό και στη συνέχεια από το 2007 και μετά με μεγαλύτερη ταχύτητα.<sup>123</sup>

Το 2008, το σύστημα των δημοπρασιών επί του επιτοκίου των χρεογράφων κατέρρευσε. Το σύστημα αυτό λειτουργούσε ως εξής: άτομα μπορούσαν να δανείσουν χρήματα σε ένα ίδρυμα σε μακροπρόθεσμη βάση και, σύμφωνα με το νόμο, τα χρήματα αυτά μπορούσαν να δεσμευτούν μέχρι 30 χρόνια. Σε τακτά χρονικά διαστήματα, το ίδρυμα οργάνωνε μια μικρή δημοπρασία, στην οποία νέοι επενδυτές μπορούσαν να κάνουν προσφορές, αντικαθιστώντας τους παλαιούς επενδυτές που ενδεχομένως ήθελαν να αποσύρουν τα χρήματά τους. Το επιτόκιο που θα καθοριζόταν σε αυτή τη νέα δημοπρασία, θα ίσχυε για όλα τα κεφάλαια που επενδύονταν σε ένα χρεόγραφο μέχρι την επόμενη δημοπρασία. Εάν η δημοπρασία ήταν άγονη, δηλαδή αν δεν εμφανίζονταν αρκετοί νέοι επενδυτές ώστε να επιτραπεί σε όποιον από τους παλαιούς επενδυτές ήθελε να αποχωρήσει, το επιτόκιο θα έπαιρνε μια τιμή που θα λογιζόταν ως ποινή (περίπου 15%), για όποιον ήθελε να αποσύρει τα χρήματά του, κάτι που δεν ήταν αναμενόμενο. Η ιδέα πίσω από αυτή τη δημοπρασία ήταν πως μπορούσε να συμβιβαστεί η επιθυμία των δανειζόμενων για ασφαλή μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση με την επιθυμία των δανειστών για εύκολη πρόσβαση στα κεφάλαιά τους. Αντίστοιχα, αυτό συμβαίνει και σε μια τράπεζα, όμως αυτός ο διακανονισμός φαινόταν να προσφέρει σε όλους μια καλύτερη συμφωνία από τις συμβατικές τράπεζες. Οι επενδυτές έπαιρναν υψηλότερα επιτόκια από ό,τι τους έδιναν οι τράπεζες για τις καταθέσεις τους, ενώ οι εκδότες των χρεογράφων πλήρωναν χαμηλότερα επιτόκια από ό,τι στα μακροπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια. Αυτό συνέβαινε επειδή οι τράπεζες βρίσκονταν κάτω από αυστηρές ρυθμίσεις, καθώς έπρεπε να έχουν ρευστά αποθεματικά, να διατηρούν σημαντικά ίδια κεφάλαια και να καταβάλλουν χρήματα στο σύστημα εγγύησης καταθέσεων. Μαζεύονταν χρήματα μέσα από τις δημοπρασίες αναπροσαρμοζόμενου επιτοκίου χρεογράφων, οι δανειζόμενοι μπορούσαν να ωφεληθούν παρακάμπτοντας τις ρυθμίσεις και τα έξοδα που είχαν οι τράπεζες. Βέβαια, συνέπεια αυτών των διακανονισμών ήταν ότι δεν προστατεύονταν από το δίκτυο ασφαλείας των τραπεζών. Αυτό λοιπόν το σύστημα, το οποίο στην κορύφωσή του εμπεριείχε 400 δις δολάρια, κατέρρευσε στις αρχές του 2008. Αυτό συνέβη επειδή η μία μετά την άλλη, οι δημοπρασίες απέβαιναν άγονες, εφόσον υπήρχαν ελάχιστοι καινούριοι επενδυτές χωρίς να μπορούν οι υπάρχοντες να αποσύρουν τα χρήματά τους.

---

<sup>123</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009, σελ. 183-184

Όσοι λοιπόν πίστευαν ότι θα είχαν εύκολη πρόσβαση στα μετρητά τους, ανακάλυψαν ότι αυτά ήταν δεσμευμένα σε επενδύσεις δεκαετιών από τις οποίες δεν μπορούσαν να αποσυρθούν. Αυτό είχε αποτέλεσμα να δημιουργείται η μια άγονη δημοπρασία μετά την άλλη, καθώς οι κίνδυνοι αυτών των επενδυτικών σχημάτων γινόντουσαν ολοένα και πιο γνωστοί. Το σύνολο των ιδρυμάτων και οργανισμών που ενεργούν σαν τραπεζικά ιδρύματα χωρίς να είναι τράπεζες λέγεται «παράλληλο τραπεζικό σύστημα» ή «σκιώδες τραπεζικό σύστημα». Οι συμβατικές τράπεζες που αποτελούν τμήμα του Ομοσπονδιακού Τραπεζικού Συστήματος, έχοντας ανοιχτά βιβλία και υπό τον έλεγχο των ρυθμιστικών Αρχών, λειτουργούν με μεγαλύτερη διαφάνεια. Αντίθετα, η λειτουργία του σκιώδους τραπεζικού συστήματος είναι διαφορετική, πιο περίπλοκη και κάποιες φορές λιγότερο διαφανής.<sup>124</sup>

Επίσης, στη διάρκεια της κρίσης, κατέρρευσαν τα εμπορικά χρεόγραφα βασιζόμενα σε τίτλους, που ήταν βραχυπρόθεσμο χρέος εκδιδόμενο από επενδυτικούς οργανισμούς, οι οποίοι επένδυναν χρήματα σε μακροπρόθεσμους τίτλους που συμπεριλάμβαναν και τιτλοποιήσεις υποθηκών. Ακόμα, χρεοκόπησαν πολλές επενδυτικές τράπεζες ή συγχωνεύτηκαν με εμπορικές τράπεζες. Η κυβέρνηση αναγκάζεται να εθνικοποιήσει την AIG, τη μεγαλύτερη ασφαλιστική εταιρεία του κόσμου. Τέλος, σταμάτησε να λειτουργεί αποτελεσματικά και κερδοφόρα το carry trade, μια διεθνής χρηματοπιστωτική διευθέτηση μέσω της οποίας μεταφέρονταν κεφάλαια από την Ιαπωνία και άλλες χώρες με χαμηλά επιτόκια σε επενδύσεις με υψηλότερες αποδόσεις σε άλλες χώρες του κόσμου. Η διαδρομή των κεφαλαίων μέσω του carry trade αντιστράφηκε όταν τα επιτόκια στην Αμερική άγγιξαν μηδενικά επίπεδα, πράγμα που σήμαινε ότι δανειακά αμερικανικά κεφάλαια επενδύονταν σε χώρες εκτός ΗΠΑ που είχαν υψηλότερες αποδόσεις και κυρίως χώρες της Ασίας (π.χ. Κίνα).<sup>125</sup>

Οι ευθύνες για το ξέσπασμα της κρίσης, όπως τις αντιλαμβάνονταν στο εσωτερικό των ΗΠΑ, ήταν ποικίλες. Κάποιοι υποστήριζαν ότι ο νόμος Επανεπένδυσης στις Κοινότητες, που ψηφίστηκε το 1977 και υποτίθεται πως ανάγκαζε τις τράπεζες να δανείζουν χρήματα σε αγοραστές σπιτιών που ανήκαν σε μειονότητες, θεωρείται μια πρώτη αιτία. Ωστόσο, ο νόμος αυτός ίσχυε μόνο για τις τράπεζες που δέχονται καταθέσεις στις οποίες αντιστοιχεί μικρό μερίδιο επισφαλών δανείων και κατά συνέπεια είναι δύσκολο να κατηγορηθεί αυτός ο νόμος για τη δημιουργία της στεγαστικής

<sup>124</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009, σελ. 192-194

<sup>125</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009, σελ. 195

φούσκας. Μια άλλη αιτία θεωρείται ότι είναι οι δανειοδοτικοί οργανισμοί κρατικής χρηματοδότησης που πρωτοστάτησαν στην τιτλοποίηση, όπως η Fannie May και Freddie Mac, οι οποίοι είχαν αναπτυχθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό ανάμεσα στο 1990 και το 2003 και χορήγησαν κάποια δάνεια χωρίς επαρκή κριτήρια εγγυήσεων αποπληρωμής τους, αλλά και αναμείχθηκαν σε λογιστικά σκάνδαλα. Ωστόσο, ο έλεγχος που ασκήθηκε σε αυτούς τους οργανισμούς λόγω των σκανδάλων που αναμείχθηκαν, τους κράτησε εκτός δραστηριοτήτων από το 2004 μέχρι το 2006, με αποτέλεσμα ο ρόλος τους στην εξάπλωση των επισφαλών στεγαστικών δανείων να μην είναι και τόσο μεγάλος. Τελικά, με το ξέσπασμα της κρίσης και την έντονη περίοδο αβεβαιότητας που ακολούθησε, οι οργανισμοί αυτοί χρεοκόπησαν. Ένας εξίσου σημαντικός λόγος για το ξέσπασμα της κρίσης είναι ο νόμος Gramm-Leach-Bliley το 1999, με τον οποίο έγινε ανάκληση του νόμου Glass-Steagall του 1933, και έγινε εφικτό για τις εμπορικές τράπεζες να ασχοληθούν με επενδυτικές δραστηριότητες, αναλαμβάνοντας μεγαλύτερο ρίσκο. Παρόλα αυτά, αν και ο νόμος αυτός έπαιξε σημαντικό ρόλο στο ξέσπασμα της κρίσης, αυτή δεν σχετιζόταν εντελώς με τα προβλήματα απορρυθμισμένων ιδρυμάτων, τα οποία ανέλαβαν και νέες πιο ριψοκίνδυνες δραστηριότητες. Η κρίση είχε σχέση με ρίσκο που ανέλαβαν ιδρύματα, οι δραστηριότητες των οποίων ουδέποτε ρυθμίστηκαν, δηλαδή καθώς το σκιώδες τραπεζικό σύστημα εξαπλωνόταν και γινόταν ολοένα και πιο ανταγωνιστικό σε σχέση με το συμβατικό τραπεζικό σύστημα ως προς τη βαρύτητα που είχε στην οικονομία, οι πολιτικοί και αρμόδιοι οικονομικοί παράγοντες έπρεπε να αντιληφθούν την χρηματοπιστωτική τρωτότητα που δημιουργείται επεκτείνοντας τη ρύθμιση και το δείκτη ασφαλείας, καλύπτοντας τα καινούρια ιδρύματα που δημιουργούνται. Ήταν πολύ βασικό το σκιώδες τραπεζικό σύστημα να υπόκειται στις ίδιες ρυθμίσεις με τις τράπεζες. Αυτό είναι το σημαντικότερο σημείο αλλά και αιτία που πρέπει να εστιάσουμε την κριτική μας όσον αφορά το ξέσπασμα της μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσης στις ΗΠΑ, κάτι που την περίοδο που συνέβαινε δεν έγινε αντιληπτό από πολλούς.<sup>126</sup>

Όσον αφορά τα γεγονότα που συντέλεσαν στη δημιουργία αυτής της κρίσης, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι η ραγδαία οικονομική άνοδος στο στεγαστικό τομέα των ΗΠΑ άρχισε να υποχωρεί το φθινόπωρο του 2005, αν και δεν έγινε αμέσως αντιληπτή. Οι τιμές των κατοικιών είχαν αυξηθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό έτσι ώστε η αγορά κατοικίας για πολλούς πολίτες να είναι αδύνατη ή πάρα πολύ δύσκολη. Έτσι, οι πωλήσεις άρχισαν σταδιακά να μειώνονται, οι τιμές των σπιτιών όμως

---

<sup>126</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009, σελ. 196-198

εξακολουθούσαν να αυξάνονται για κάποιο διάστημα καθώς οι πωλητές των σπιτιών δεν ξεκινούσαν τις μειώσεις των τιμών αν δεν ήταν απολύτως βέβαιοι ότι δεν θα μπορούσαν να πωλήσουν το σπίτι σε μια αρχική υψηλότερη τιμή. Το 2005, έχοντας προηγηθεί μια μακρά περίοδος συνεχόμενων αύξησης των τιμών των κατοικιών, οι πωλητές περίμεναν πως αυτή η τάση θα συνεχιζόταν κι έτσι ζητούσαν τιμές που αυξάνονταν συνεχώς ακόμα και για κάποιο διάστημα μετά την πτώση των πωλήσεων. Στο τέλος της άνοιξης του 2006, οι τιμές παρουσίασαν μια αργή πτώση, η οποία σταδιακά επιταχυνόταν ολοένα και περισσότερο. Το δεύτερο τρίμηνο του 2007, οι τιμές είχαν μειωθεί περίπου 3% από το υψηλότερο σημείο τους ένα χρόνο πριν. Κατά το 2008, οι τιμές έπεσαν περισσότερο από 15% και κυρίως σε περιοχές όπου ήταν πολύ «φουσκωμένες», όπως η Φλόριντα. Από το σημείο που οι τιμές άρχισαν να πέφτουν αντί να ανεβαίνουν, κατέστη δύσκολο να πωληθούν τα σπίτια και άρχισαν να αυξάνονται οι αθετήσεις πληρωμών. Έτσι, κατέρρευσε το βασικό σκεπτικό των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, δηλαδή πως δεν έπαιξε μεγάλο ρόλο αν ο δανειζόμενος μπορούσε να πληρώνει την υποθήκη του ή όχι, εφόσον όσο αυξάνονταν οι τιμές, οι δανειζόμενοι με πρόβλημα αποπληρωμής των δανείων τους μπορούσαν να αναχρηματοδοτήσουν τα δάνειά τους ή να πωλήσουν το σπίτι εξοφλώντας τις υποθήκες τους. Από τη στιγμή που τα σπίτια δεν μπορούσαν να πωληθούν στις υψηλές τιμές που είχαν διαμορφωθεί, τότε δημιουργούνταν πρόβλημα τόσο για το δανειστή όσο και για το δανειζόμενο. Η αναδιάρθρωση των προβληματικών δανείων, πέρα από το όποια τεχνικά προβλήματα παρουσίαζε, χρειαζόταν εξειδικευμένο προσωπικό για να κάνει τους σωστούς χειρισμούς, επιπλέον πόρους που έπρεπε να διαθέσουν οι τράπεζες, δηλαδή αυξημένο κόστος και προσωπικό, αλλά πολλές φορές και την βούληση για να εμπλακούν σε μια αναδόμηση των δανείων αυτών. Τελικά, η αναδιάρθρωση των δανείων δεν προτιμήθηκε ως λύση στις περισσότερες περιπτώσεις, καθώς η μέθοδος της τιτλοποίησης που είχε ακολουθηθεί περιέπλεκε την κατάσταση. Έτσι, μοιραία ξεκίνησε μια διαδικασία κατασχέσεων κατοικιών με συνέπεια οι τίτλοι που βασίζονταν στα υψηλού κινδύνου ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια να μετατρέπονται σε επισφαλείς επενδύσεις κατά την πτώση της ζήτησης νέων κατοικιών. Το Φεβρουάριο του 2007, έγινε αντιληπτό ότι αφού οι ιδιοκτήτες των μεριδίων με υψηλότερη αξιολόγηση προηγούνταν στις αξιώσεις πληρωμών, οι κάτοχοι των μεριδίων χαμηλότερης αξιολόγησης υφίσταντο σοβαρές απώλειες, με τις τιμές των μεριδίων αυτών να καταποντίζονται. Η αδυναμία αποπληρωμής των στεγαστικών δανείων έπληξε πρώτα τις τιμές των μεριδίων χαμηλότερης αξιολόγησης. Αυτή η εξέλιξη είχε σαν αποτέλεσμα να τερματιστεί σχεδόν όλη η διαδικασία χορήγησης ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού ρίσκου επειδή κανείς δεν ήθελε να αγοράσει κατώτερα μερίδια αξιολόγησης, οπότε δεν ήταν δυνατόν να δημιουργηθούν ξανά

πακέτα τίτλων προς πώληση βασισμένα στα δάνεια αυτά. Η χρηματοδότηση με τον τρόπο αυτό σταματάει, επιδεινώνοντας την κρίση του στεγαστικού τομέα.<sup>127</sup>

Από την άλλη μεριά, οι επενδυτές πίστευαν ότι τα ανώτερης αξιολόγησης μερίδια των Τίτλων Εγγυημένων Δανειακών Υποχρεώσεων ήταν άριστα προστατευμένα. Το Σεπτέμβριο του 2007, μερίδια με αξιολόγηση AAA ανταλλάσσονταν σε τιμή που πλησίαζε την ονομαστική τους τιμή, χωρίς να έχει γίνει αντιληπτό το πλήρες μέγεθος της κρίσης στο στεγαστικό τομέα. Όμως, ούτε τα μερίδια αυτά ήταν ασφαλή. Σε εθνικό επίπεδο, η αγορά στέγης το καλοκαίρι του 2006 ήταν υπερτιμημένη πάνω από 50%, κάτι που σήμαινε ότι για να εξαιρεθεί η υπερτίμηση, οι τιμές έπρεπε να μειωθούν τουλάχιστον κατά το ένα τρίτο. Σαν αποτέλεσμα, όποιος είχε αγοράσει σπίτι κατά τη διάρκεια της κορύφωσης της «φούσκας», έστω και αν είχε καταβάλει το 20% της αξίας του σπιτιού σε μετρητά, θα κατέληγε με αρνητική καθαρή αξία, αφού η αξία της υποθήκης του ήταν μεγαλύτερη από την αξία του σπιτιού. Υπολογίζεται ότι περίπου 12 εκ. Αμερικανοί ιδιοκτήτες σπιτιών βρίσκονται με αρνητική καθαρή αξία σπιτιού. Έτσι, αν το σπίτι αξίζει λιγότερο από την υποθήκη του, δεν υπάρχει τρόπος για το δανειστή να εισπράξει το σύνολο του ποσού που δάνεισε. Με αυτή τη χρεοκοπία στο στεγαστικό τομέα, οι δανειστές έχασαν πάρα πολλά χρήματα, όπως και οι επενδυτές που είχαν αγοράσει τίτλους βασισμένους σε υποθήκες. Υπολογίζονται σε 7 τρις δολάρια οι απώλειες των ιδιοκτητών σπιτιών και σε 1 τρις δολάρια οι απώλειες των επενδυτών, που οδήγησαν και στην κατάρρευση του σκιώδους τραπεζικού συστήματος.<sup>128</sup>

Οι επενδυτές στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που αποτελούσαν το σκιώδες τραπεζικό σύστημα απέσυραν ή απείλησαν ότι θα αποσύρουν τα χρήματά τους από το σύστημα αυτό, κι έτσι το σύστημα αυτό έγινε ευάλωτο σε αναγκαστικές ρευστοποιήσεις τίτλων που αύξησαν ακόμη περισσότερο την τρωτότητά του και μείωσαν τις τιμές σε πολλές κατηγορίες των τίτλων αυτών. Αυτό είχε αποτέλεσμα να αυξηθούν οι απαιτήσεις περιθωρίου αλλιώς κάποιες επενδυτές θα απέσυραν εντελώς τη χρηματοδότηση. Κάτι τέτοιο ώθησε αναγκαστικά σε περαιτέρω μείωση του δανεισμού και τα αποθέματα σε κεφάλαια έκτακτης ανάγκης άρχισαν να εξανεμίζονται καθώς πωλούνταν τίτλοι με τη διαδικασία υποχρεωτικής εκποίησης. Οι τίτλοι που πωλούνταν ήταν χαμηλής ποιότητας, εφόσον πολλοί σχετίζονταν με υποθήκες, κι έτσι οι επικίνδυνοι αυτοί τίτλοι

<sup>127</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009, σελ. 200-202

<sup>128</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009, σελ. 202-203

υπονόμευσαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών και άλλων συμμετεχόντων στις αγορές. Η μείωση των αξιών των τίτλων αυτών προκάλεσε ζημιά στους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, κάτι που δημιούργησε την ανάγκη για περαιτέρω πωλήσεις σε τίτλους. Οι παίκτες που χρησιμοποιούσαν εκτεταμένη μόχλευση στο οικονομικό σύστημα υπέστησαν απώλειες και αναγκάστηκαν να κάνουν ενέργειες που τους οδήγησαν σε περαιτέρω απώλειες. Αποτέλεσμα αυτού ήταν οι μαζικές τραπεζικές αναλήψεις που προκάλεσαν τη συρρίκνωση του σκιώδους τραπεζικού συστήματος, με τρόπο ίδιο όπως συρρικνώθηκε το συμβατικό τραπεζικό στις αρχές της δεκαετίας του 1930. Τα επιτόκια των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων του αμερικανικού δημοσίου προσέγγισαν το μηδέν, καθώς οι επενδυτές προτίμησαν ασφαλέστερες επενδύσεις. Κάποιοι δανειζόμενοι αντιστάθμισαν τις απώλειες από την κατάρρευση του σκιώδους τραπεζικού συστήματος μέσω πίστωσης που προερχόταν από τις συμβατικές τράπεζες. Η επέκταση του παραδοσιακού τραπεζικού δανεισμού δεν στάθηκε όμως ικανή να εμποδίσει την κατάρρευση του σκιώδους τραπεζικού συστήματος. Ορισμένες επιχειρήσεις και άτομα δεν είχαν καθόλου πρόσβαση σε τραπεζική πίστωση, ενώ άλλοι πλήρωναν υψηλότερα επιτόκια παρόλο που η Fed επιχειρούσε να τα μειώσει.<sup>129</sup>

Στις 9 Αυγούστου 2007, η γαλλική τράπεζα BNP Paribas ανέστειλε τις αναλήψεις από τρία επενδυτικά ταμεία της, κίνηση που θεωρείται η απαρχή της μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσης που ακολούθησε. Στην κρίση αυτή, και ειδικά στα πρώτα στάδιά της, η Fed δυσκολεύτηκε να επηρεάσει τις χρηματοπιστωτικές αγορές και την οικονομία γενικότερα. Η Fed, όπως έχει αναφερθεί, ιδρύθηκε για να χειρίζεται τα επιτόκια και όταν χρειάζεται να παρέχει ρευστότητα στις τράπεζες. Ο χειρισμός των επιτοκίων σχετίζεται με την αγορά βραχυπρόθεσμων χρεογράφων του δημοσίου από τράπεζες αυξάνοντας τα αποθεματικά τους ή πουλώντας χρεόγραφα δημοσίου σε τράπεζες μειώνοντας τα αποθεματικά τους. Επίσης, παρέχει ρευστότητα σε ορισμένες τράπεζες όταν χρειάζεται με απευθείας δανεισμό χρημάτων. Τα εργαλεία αυτά η Fed τα χρησιμοποίησε επιθετικά από την αρχή της κρίσης. Μείωσε το επιτόκιο ομοσπονδιακών καταθέσεων, δηλαδή το ημερήσιο επιτόκιο με το οποίο πραγματοποιείται ο διατραπεζικός δανεισμός, από 5,25% σε 1%. Ο συνολικός δανεισμός των καταθετικών ιδρυμάτων από τη Fed πριν από την κρίση βρισκόταν σχεδόν στο μηδέν και κατά τη διάρκεια της κρίσης ξεπέρασε τα 400 δις δολάρια. Μια πτώση του επιτοκίου των ομοσπονδιακών καταθέσεων έχει αποτέλεσμα να μειωθούν τα επιτόκια σε ολόκληρο το πιστωτικό φάσμα, όπως π.χ. χαμηλότερα επιτόκια στην εμπορική πίστωση, στα δάνεια των επιχειρήσεων, στα στεγαστικά

---

<sup>129</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009, σελ. 204-206



δάνεια. Επίσης, ο δανεισμός προς τις τράπεζες ήταν ένα μέτρο ανακούφισης καθώς υπήρχε έλλειψη ρευστότητας στο σύστημα. Όμως, όλα αυτά φάνηκε ότι δεν επαρκούσαν. Όπως είδαμε, ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου δεν χορηγούνται πια κι έτσι μια μεγάλη κατηγορία από δυνητικούς αγοραστές σπιτιών έχουν πρόβλημα πίστωσης εφόσον δεν έχουν ικανοποιητική και επαρκή ρευστότητα στις διάθεσή τους. Οι επιχειρήσεις που δεν έχουν άριστη αξιολόγηση φερεγγυότητας πληρώνουν υψηλότερα επιτόκια για βραχυπρόθεσμη πίστωση σε σχέση με αυτά που πλήρωναν πριν την κρίση, αν και η Fed έχει μειώσει τα επιτόκιά της. Επίσης, ακόμα και αυτοί που έχουν στεγαστικά δάνεια χαμηλού κινδύνου, αντιμετωπίζουν τα υψηλά επιτόκια.<sup>130</sup>

Τελικά, η Fed μείωσε το βασικό επιτόκιο της σε μηδενικό επίπεδο. Ο Bernake υποστήριξε πως η νομισματική πολιτική θα μπορούσε να είναι ακόμη περισσότερο αποτελεσματική υπό την προϋπόθεση ότι θα άλλαζε η σύνθεση του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας. Αντί να κρατά μόνο χρεόγραφα βραχυπρόθεσμου δημοσίου χρέους και δάνεια προς συμβατικές τράπεζες, η Fed θα μπορούσε να χορηγήσει δάνεια και σε επενδυτικές τράπεζες, σε ιδρύματα της χρηματαγοράς καθώς και σε επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Κατά τη διάρκεια του 2008, η Fed εισήγαγε ένα μείγμα «δανειακών διευκολύνσεων» που απευθυνόταν στους παραπάνω «παίκτες». Τον Οκτώβρη του 2008, η Fed ανήγγειλε ότι θα άρχιζε να αγοράζει και εμπορικά χρεόγραφα λειτουργώντας ως χορηγός των δανείων που δεν παρείχε το ιδιωτικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Για να έχουν αποτελεσματικότητα τα μέτρα αυτά, θα πρέπει να ενεργοποιηθούν σε ευρεία κλίμακα. Η προσπάθεια στήριξης της πιστωτικής αγοράς αντικαθιστά την ιδιωτική πρωτοβουλία, πράγμα που σημαίνει ότι η πίστωση που διοχετεύεται στο σύστημα ίσως αντισταθμιστεί κατά ένα μέρος με ιδιωτικές αποσύρσεις κεφαλαίων. Έτσι, η Fed θα πρέπει να δημιουργήσει νομισματική βάση που μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως ρευστό στην κυκλοφορία ή να διατηρηθεί με τη μορφή των τραπεζικών αποθεματικών. Η συντονισμένη και ευρεία αντίδρασή της σε σχέση με τους τομείς που αναφέρθηκαν θα παίξει ρόλο στην επιτυχή αντιμετώπιση της κρίσης.<sup>131</sup>

Στην περίπτωση των αναδυόμενων αγορών, υπήρχε ένα ευάλωτο σημείο, το carry trade. Αυτό, όπως είδαμε, ήταν ο δανεισμός χρημάτων από χώρες με χαμηλό επιτόκιο (π.χ. Ιαπωνία) και η τοποθέτησή τους σε χώρες με υψηλά επιτόκια, όπως ήταν η Βραζιλία και η Ρωσία, προκειμένου να επιτευχθούν

<sup>130</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009, σελ. 199, 207-209

<sup>131</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009, σελ. 210-211

μεγαλύτερες αποδόσεις και κατά συνέπεια κέρδη. Η διαδικασία αυτή σταμάτησε να συμβαίνει με αφορμή τη χρεοκοπία της Lehmann Brothers, μια επενδυτική τράπεζα που χρεοκόπησε στις 15 Σεπτεμβρίου 2008. Είχαν προηγηθεί τον Μάρτιο του 2008 τα μεγάλα προβλήματα της Bear Stearns, μια από τις πέντε μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζες στις ΗΠΑ. Τότε, η Fed και το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ επενέβησαν όχι για να σώσουν την τράπεζα αλλά για να προστατεύσουν εκείνους στους οποίους χρωστούσε χρήματα ή με τους οποίους είχε χρηματοπιστωτικές δεσοληψίες. Υπήρχε η πεποίθηση ότι η περίπτωση της Lehmann θα είχε την ίδια μεταχείριση. Όμως, το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ την άφησε να χρεοκοπήσει χωρίς να παρέχει προστασία στους αντισυμβαλλομένους της επειδή πίστευε ότι το κόστος της κατάρρευσής της δεν θα ήταν δυσβάσταχτο και δεν θα επέφερε μεγάλο πλήγμα στην αμερικανική οικονομία. Αυτό αποδείχθηκε τεράστιο λάθος καθώς η εμπιστοσύνη των καταθετών, των επενδυτών και επιχειρηματιών μειώθηκε πάρα πολύ, η πίστωση έπαυσε να λειτουργεί και οι τιμές των τίτλων έπεσαν απότομα. Η AIG παρουσίασε τεράστια προβλήματα την εποχή εκείνη και κάτω από το φόβο ενός γενικευμένου πανικού, πάρθηκε η απόφαση να εθνικοποιηθεί αυτή η ασφαλιστική εταιρεία. Μεγάλη συνέπεια που πανικού που επικράτησε ήταν να μειωθεί η διοχέτευση κεφαλαίων από την Ιαπωνία και άλλες χώρες με χαμηλά επιτόκια προς τις ΗΠΑ και αλλού, κάνοντας έτσι την πρακτική του carry trade μη λειτουργική στην πράξη. Χωρίς να υπάρχει πλέον εκροή κεφαλαίου από την Ιαπωνία, αυξήθηκε απότομα η αξία του γεν και μειώθηκε η αξία των νομισμάτων των αναδυόμενων αγορών, αφού δεν εισέρεαν πλέον κεφάλαια σε αυτές. Συνέπεια όλων αυτών ήταν οι μεγάλες κεφαλαιακές απώλειες για όσους είχαν δανειστεί σε ένα νόμισμα και δάνειζαν σε ένα άλλο. Μεγάλοι χαμένοι ήταν τα hedge funds, καθώς και εταιρείες από τις αναδυόμενες αγορές και χώρες που είχαν δανειστεί φθηνά στο εξωτερικό και ξαφνικά είδαν να έχουν μεγάλες απώλειες από την αλλαγή της συναλλαγματικής ισοτιμίας.<sup>132</sup>

Η αμερικανική οικονομία άντεξε καλά στην αρχική φάση της κρίσης του στεγαστικού τομέα, καθώς η εξασθένιση του δολαρίου είχε αποτέλεσμα την αύξηση των εξαγωγών, κάτι που βοήθησε να αντισταθμιστεί η πτώση της οικοδομική δραστηριότητας. Όμως, η χρηματοπιστωτική κατάρρευση θα μεγεθύνει μια συνηθισμένη αρχικά ύφεση. Η ένταση της πιστωτικής κρίσης, ύστερα από τη χρεοκοπία της Lehmann Brothers, το αιφνίδιο ξέσπασμα της κρίσης στις αναδυόμενες αγορές, η κατάρρευση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης καθώς και η μεγάλη διάσταση που δόθηκε στην

<sup>132</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009, σελ. 212-213

κρίση από τα ΜΜΕ προοιωνίζουν μια ύφεση που συγκρίνεται με αυτή που ακολούθησε το Μεγάλο Κραχ του 1929. Είναι ζητούμενο να υπάρξει πολιτική δράση και πολιτικές πρωτοβουλίες για την επίλυση των προκλήσεων της κρίσης. Έτσι, θα πρέπει να ληφθούν μέτρα ώστε να επαναληφθεί η ροή της πίστωσης καθώς και να στηριχθούν οι δαπάνες. Πίσω από την πιστωτική συρρίκνωση, βρίσκεται η μειωμένη εμπιστοσύνη στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα καθώς και η μείωση του κεφαλαίου τους. Οι άνθρωποι και τα ιδρύματα επιθυμούν συναλλαγές με όποιον έχει μεγάλο κεφάλαιο έτσι ώστε να μπορεί να είναι συνεπείς στις οικονομικές υποχρεώσεις του, αν και με το ξέσπασμα της κρίσης επήλθε γενική μείωση των κεφαλαίων. Θα πρέπει λοιπόν να εισρεύσει περισσότερο κεφάλαιο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Με τον τρόπο αυτό, θα αποκατασταθεί η ικανότητα δανεισμού των τραπεζών και θα ξεπαγώσουν οι πιστωτικές αγορές. Προς την κατεύθυνση αυτή, ιδιαίτερος μετά την κατάρρευση της Lehmann Brothers, το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ πρότεινε να αγοράσει από τις τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τους προβληματικούς τίτλους τους αξίας έως 700 δις δολάρια. Ωστόσο, το ποσό αυτό θεωρήθηκε μικρό σε σχέση με το ΑΕΠ των ΗΠΑ αλλά και το μέγεθος του προβλήματος. Επίσης, δεν ήταν σαφές πόσα από τα χρήματα αυτά θα έφταναν στο σκιώδες τραπεζικό σύστημα, που ήταν ο πυρήνας του προβλήματος. Δεν ήταν ακόμη σαφές αν οι τράπεζες θα ήθελαν να δανείσουν τα κεφάλαια που θα έπαιρναν, αντί να τα κρατήσουν αδρανή (κάτι που συνέβη με την πολιτική του New Deal τη δεκαετία του 1930).<sup>133</sup>

Όπως αναφέρει ο Πωλ Κρούγκμαν, θα πρέπει να υπάρξει μια προσωρινή εθνικοποίηση σημαντικού τμήματος του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αυτό θα πρέπει να διατηρηθεί για όσο διάστημα διαρκεί η κρίση και στη συνέχεια ο χρηματοπιστωτικός τομέας, θα ιδιωτικοποιηθεί και πάλι. Αυτή τη στιγμή, όμως, είναι σημαντικό να χαλαρώσει η διαδικασία της πίστωσης με κάθε διαθέσιμο μέσο. Η διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις ΗΠΑ διευκολύνει την πρόσβαση στην πίστωση στην Ευρώπη και η διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Ευρώπη διευκολύνει την πρόσβαση στην πίστωση στις ΗΠΑ. Επίσης, η εξάπλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης στις αναδυόμενες αγορές καθιστά αναγκαία την οργάνωση μιας διάσωσης σε διεθνές επίπεδο των αναπτυσσόμενων χωρών, με ενεργό ρόλο των διεθνών θεσμών και οργανισμών. Επιπλέον, η Fed αποφάσισε να επεκτείνει τις αμοιβαίες συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων με αρκετές κεντρικές τράπεζες των αναπτυσσόμενων χωρών, παρέχοντάς τους έτσι πρόσβαση στο δανεισμό

<sup>133</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009, σελ. 214-215, 219-221

δολαρίων ανάλογα με τις ανάγκες τους. Χρειάζεται όμως να γίνουν περισσότερα πράγματα που θα βασίζονται στη στήριξη της ζήτησης. Έτσι, θα πρέπει να στηριχθούν και να επεκταθούν οι δημόσιες δαπάνες μέσω της παροχής βοήθειας σε πολιτειακές και τοπικές κυβερνήσεις καθώς και με δαπάνες για δρόμους, γέφυρες και υποδομές.<sup>134</sup>

Σύμφωνα με τον Κρούγκμαν, θα πρέπει τάχιστα να δημιουργηθεί ένα νέο ρυθμιστικό πλαίσιο, το οποίο θα λειτουργεί με κανόνες όταν δεν υπάρχει κρίση έτσι ώστε να μην επιτρέπει την ανάληψη υπερβολικού ρίσκου. Οι εμπορικές τράπεζες θα πρέπει να διαθέτουν επαρκές κεφάλαιο, να διατηρούν αποθεματικά ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων που να μπορούν να μετατραπούν σε μετρητά γρήγορα, καθώς και να περιορίζουν το ρίσκο των επενδύσεων που κάνουν. Επίσης, θα πρέπει να εφαρμοστούν ρυθμίσεις και στο μεγάλο φάσμα μη τραπεζικών ιδρυμάτων που αποτελούν το σκιώδες τραπεζικό σύστημα και είναι αυτό που δημιουργεί συνήθως χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Σχετικά με την χρηματοπιστωτική παγκοσμιοποίηση, θα πρέπει να ληφθεί ιδιαίτερη μέριμνα διότι κρύβει πολλούς κινδύνους.<sup>135</sup>

Ας αναφερθούμε στη συνέχεια και στις υπηρεσίες αξιολόγησης ρίσκου έχουν ως κύριο ρόλο να συμβάλλουν στη μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης, έτσι ώστε οι επενδυτές να πάρουν τις αποφάσεις τους αφού λάβουν υπόψη τα πραγματικά στοιχεία της αγοράς και το ρίσκο που έχουν τα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Η αξιολόγηση των χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων έχει μεγάλη σημασία για την τοποθέτηση των κεφαλαίων των επενδυτών. Με την αξιολόγηση γίνεται αντίστοιχα και η κατάταξη ανάλογα με το ρίσκο που χαρακτηρίζει κάθε επιχείρηση ή εταιρεία. Όμως, οι υπηρεσίες αξιολόγησης αναλαμβάνουν και άλλες εργασίες για λογαριασμό των εταιριών που βαθμολογούν, όπως π.χ. συμβουλευτικές υπηρεσίες σχετικές με την τιτλοποίηση υποχρεώσεων. Αυτό οδηγεί σε σύγκρουση συμφερόντων. Κάτι τέτοιο συμβαίνει επειδή μια συμβουλευτική εταιρεία την οποία χρησιμοποιεί μια επιχείρηση για την τιτλοποίηση των υποχρεώσεών της, όπως π.χ. μια τράπεζα, μπορεί ταυτόχρονα να αξιολογήσει το ρίσκο των τιτλοποιήσεων που αναλαμβάνει η επιχείρηση. Επειδή, η συμβουλευτική εταιρεία αμείβεται από την ίδια επιχείρηση και για τις δυο δραστηριότητές της μπορεί να μεροληπτεί υπέρ της επιχείρησης μειώνοντας το ρίσκο που αναλαμβάνει. Η αγορά των υπηρεσιών αξιολόγησης ελέγχεται κατά 95% από τρεις μεγάλες εταιρίες,

---

<sup>134</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009, σελ. 222-223

<sup>135</sup> Πωλ Κρούγκμαν, Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009, σελ. 224-225

τη Standard and Poor's, τη Moody's και τη Fitch Ratings. Η εισαγωγή νέων εταιριών αξιολόγησης στην αγορά είναι δύσκολη καθώς χρειάζονται υψηλές αρχικές επενδύσεις, δυνατότητα πρόσβασης σε εμπιστευτικές πληροφορίες καθώς και δημιουργία μιας καλής φήμης. Όλα αυτά μαζί είναι πολύ δύσκολο για κάποια άλλη εταιρεία να τα αποκτήσει. Έτσι, λοιπόν, μεγάλη ευθύνη στην κρίση των subprimes είχαν όχι μόνο οι τράπεζες και το σκιώδες τραπεζικό σύστημα, αλλά και οι υπηρεσίες αξιολόγησης του ρίσκου. Η απουσία κατάλληλων ελεγκτικών και κανονιστικών μηχανισμών, η τιτλοποίηση των δανείων υψηλού ρίσκου από τις τράπεζες και η υποβάθμιση του ρίσκου από τις υπηρεσίες αξιολόγησης μεγέθυναν κατά πολύ το πρόβλημα που δημιουργήθηκε. Αυτό επειδή οι τράπεζες είχαν συμφέρον να τιτλοποιήσουν, εφόσον ελαχιστοποιούσαν το ρίσκο τους και εισέπρατταν προμήθειες, ενώ οι υπηρεσίες αξιολόγησης αμείβονταν τόσο για την εκτίμηση του ρίσκου όσο και για τις συμβουλευτικές υπηρεσίες που προσέφεραν. Με τον τρόπο αυτό, οι επενδυτές δεν διέθεταν σωστή πληροφόρηση για τις αγορές ομολόγων και κυρίως για την αγορά των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων. Η κρίση που ακολούθησε όχι μόνο περιόρισε τις πιστώσεις προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, αλλά μείωσε την κατανάλωση των νοικοκυριών και αύξησε την ανεργία τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη. Αν και ενισχύθηκαν οι κανόνες εποπτείας του τραπεζικού συστήματος με τη Βασιλεία I και Βασιλεία II, η αγορά της τιτλοποίησης, των κερδοσκοπικών επενδυτικών ταμείων και άλλων θεσμικών επενδυτών χαρακτηριζόταν από έλλειψη κανόνων λειτουργίας και εποπτείας.<sup>136</sup>

Αφού είχε ξεσπάσει η κρίση από το καλοκαίρι του 2007, στις 13 Δεκεμβρίου 2007, η Fed καθώς και άλλες κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο αναγκάζονται να δανείσουν και πάλι τις τράπεζες, προκειμένου αυτές να αποφύγουν μια σοβαρή κρίση ρευστότητας. Οι εκτιμήσεις των ειδικών, όσον αφορά το κόστος της κρίσης των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, από 100 δις δολάρια που ήταν αρχικά έγιναν τώρα 2 τρις δολάρια. Οι τράπεζες βρέθηκαν μπροστά σε ένα μεγάλο δίλημμα. Από τη μια μεριά, είχαν την επιλογή να αρνηθούν τη ρευστοποίηση των τίτλων subprimes που είχαν πουλήσει σε άλλου θεσμικούς επενδυτές, κάτι που όμως θα κλόνιζε ακόμα περισσότερο την εμπιστοσύνη του κοινού απέναντί τους, ή από την άλλη μεριά, είχαν την επιλογή να εγγράψουν τις ζημιές των subprimes στους ισολογισμούς τους. Η δεύτερη επιλογή εφαρμόστηκε στις περισσότερες περιπτώσεις, οπότε οι τράπεζες αναζήτησαν πόρους από ξένα κυρίαρχα επενδυτικά ταμεία για να ενισχύσουν την κεφαλαιακή τους δομή. Η αβεβαιότητα ως προς το μέγεθος των απωλειών των

<sup>136</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ. 320, 322-325

τραπεζών από την κρίση αυτή παρεμπόδιζε και την ομαλή λειτουργία της διατραπεζικής αγοράς. Η μια τράπεζα δεν εμπιστευόταν την άλλη κι έτσι δεν της έδινε δάνεια. Επίσης, η χρηματοδότηση από τα χρηματιστήρια κατέστη αδύνατη για τις τράπεζες λόγω της μεγάλης πτώσης των αξιών τους. Στις 7 Ιουλίου 2008, η κυβέρνηση των ΗΠΑ και η Fed αποφάσισαν να προωθήσουν ένα σχέδιο διάσωσης των πιστωτικών στεγαστικών ιδρυμάτων Fannie May και Freddie Mac. Το αρχικό σχέδιο προέβλεπε την ενίσχυσή τους με 2,5 δις δολάρια και την εξαγορά μετοχών τους από το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ. Η Fed, επίσης, θα μπορούσε να στηρίξει πιστωτικά τα δύο αυτά ιδρύματα. Η απότομη πτώση της αξίας των μετοχών τους (40% και 26% αντίστοιχα) καθώς και η αύξηση των μη αποπληρωμένων δανείων απειλούσαν με πτώχευση τα δυο ιδρύματα, κάτι που θα μπορούσε να οδηγήσει σε κατάρρευση ολόκληρο το σύστημα της στεγαστικής αγοράς των ΗΠΑ. Για το λόγο αυτό, τίθεται θέμα επανακρατικοποίησης των ιδρυμάτων αυτών. Στις 30 Ιουλίου 2008, ο Πρόεδρος των ΗΠΑ υπογράφει σχέδιο διάσωσης των δυο ιδρυμάτων που προέβλεπε την απεριόριστη χρηματοδότησή τους από τον κρατικό προϋπολογισμό, έναντι εξαγοράς των μετοχών τους από το αμερικανικό δημόσιο. Μέχρι τον Ιούλιο του 2008, οι εκτιμήσεις του ΔΝΤ για τις ζημιές από την κρίση των subprimes ανέρχονταν στα 945 δις δολάρια, ενώ στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια είχαν χαθεί 900 δις δολάρια. Οι απώλειες των τραπεζών από την πτώση των μετοχών τους υπολογίζονται σε 400 δις δολάρια σε ολόκληρο τον κόσμο. Οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο ενίσχυσαν τις χρηματαγορές με 130 δις δολάρια μέχρι τότε. Στις 15 Σεπτεμβρίου 2008, η αμερικανική τράπεζα Merrill Lynch εξαγοράστηκε από την Bank of America έναντι 44 δις δολαρίων λόγω έλλειψης ρευστότητας, αν και η Fed είχε διαθέσει μέχρι τότε 70 δις δολάρια στις τράπεζες έναντι «τοξικών» τίτλων, προκειμένου να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα ρευστότητας. Επίσης, ο ασφαλιστικός κολοσσός AIG αντιμετώπισε μεγάλο πρόβλημα ρευστότητας, καθώς η αξία της μετοχής της εταιρείας μειώθηκε κατά 60% σε μια μέρα και κατά 90% σε ένα χρόνο. Για να μην κηρύξει πτώχευση, η Fed παραχωρεί ένα δάνειο 95 δις δολαρίων στην AIG, με κάλυψη αυτού του δανείου με μετοχές της ίδιας της εταιρείας που θα μπορούσαν να φτάσουν το 80% της συνολικής κεφαλαιοποίησής της. Η επιστροφή του δανείου θα πραγματοποιούνταν με ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της AIG. Έτσι, κρατικοποιήθηκε και η AIG, της οποίας οι ζημιές συνέχισαν να μεγαλώνουν μέχρι το Μάρτιο του 2009, αναγκάζοντας το αμερικανικό κράτος να αναλάβει το κόστος για τη στήριξή της με συνολικό ποσό που ξεπέρασε τα 180 δις δολάρια. Επίσης, όπως είδαμε, κατέρρευσε και η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα ταμειοθήριου των ΗΠΑ, η Lehmann Brothers. Με τον τρόπο αυτό, η κυβέρνηση των ΗΠΑ και η Fed, αρνούμενες να στηρίξουν την τράπεζα, ήθελαν να τιμωρήσουν τους κερδοσκόπους και να δώσουν έναν μήνυμα στην αγορά, το

οποίο, όπως φάνηκε, δεν βρήκε ανταπόκριση.<sup>137</sup>

Μετά την ανάληψη των καθηκόντων του Προέδρου Ομπάμα, προωθήθηκε ένα νέο πρόγραμμα διάσωσης των αμερικανικών τραπεζών, το οποίο προβλέπει τη σύσταση ενός δημόσιου οργανισμού που θα διαχειρίζεται τις δημόσιες επενδύσεις σε σχέση με την ενίσχυση της κεφαλαιακής θέσης των τραπεζών. Θα παρασχεθούν 500 δις δολάρια σε έναν μικτό οργανισμό δημόσιου και ιδιωτικού χαρακτήρα για να εξαγοράσει τα «τοξικά» δάνεια των τραπεζών. Το διαθέσιμο χρηματικό ποσό αυτού του οργανισμού θα μπορούσε να φτάσει το 1 τρις δολάρια. Η Fed θα εξαγοράσει «τοξικά» δάνεια ύψους 100 δις δολάρια για να διευκολύνει τις τράπεζες να ανοίξουν τη διαδικασία της πίστωσης προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις αλλά και καταναλωτές. Επίσης, 75 δις δολάρια θα διατεθούν για την επαναδιαπραγμάτευση στεγαστικών δανείων με σκοπό να αποφευχθούν πλειστηριασμοί κατοικιών. Η προοπτική για το πρόγραμμα αυτό είναι να φτάσει σε κόστος τα 2 τρις δολάρια.<sup>138</sup>

Από τη μεριά των ευρωπαϊκών χωρών, αρχικά υπήρχε μια διάσταση απόψεων και έλλειψη συντονισμού. Η ιρλανδική κυβέρνηση, πρώτη απ' όλες, αποφασίζει να εγγυηθεί όλες τις καταθέσεις των αποταμιευτών ανεξαρτήτως ύψους. Ο πρόεδρος Σαρκοζί και η Ολλανδία προτείνουν να δημιουργηθεί ένα ευρωπαϊκό ταμείο εγγύησης ύψους 300 δις ευρώ, κάτι που απορρίπτει η Γερμανία. Κάθε χώρα μέλος της Ε.Ε. επιδιώκει να στηρίξει κατά προτεραιότητα τις δικές της τράπεζες. Η ΕΚΤ, μέχρι και το Οκτώβριο του 2008, αρνείται να μειώσει τα επιτόκιά της, καθώς το βασικό επιτόκιο στις 4 Οκτωβρίου 2008 ήταν 4,25%, με το ευρώ να υποτιμάται έναντι του δολαρίου. Στη Γερμανία, μια μεγάλη τράπεζα, η Hypo Real Estate, που εξειδικεύεται στα στεγαστικά δάνεια, είχε ανάγκη ρευστότητας και ενισχύθηκε με 50 δις ευρώ. Η Γαλλία, η Ελλάδα και η Γερμανία εγγυώνται το σύνολο των καταθέσεων στις τράπεζές τους για να αποτραπεί μια κρίση πανικού που θα οδηγούσε σε ένα κύμα μαζικών αναλήψεων από τις τράπεζες. Σε μια προσπάθεια εναρμόνισης των εγγυήσεων των τραπεζικών καταθέσεων, οι 27 χώρες μέλη της Ε.Ε. αποφασίζουν τον Οκτώβριο του 2008 να αυξήσουν το σχετικό ποσό από 20 σε 100 χιλιάδες ευρώ. Στην Ισλανδία, η κυβέρνηση ψηφίζει ένα νόμο, τον Οκτώβριο του 2008, που επιτρέπει τον έλεγχο των τραπεζών από το δημόσιο. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η κυβέρνηση ανακοινώνει, την ίδια εποχή,

<sup>137</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ. 327-331

<sup>138</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ. 331-333

ότι προχωρά σε ενίσχυση της κεφαλαιακής δομής των πιστωτικών ιδρυμάτων με 50 δις λίρες. Η κεντρική τράπεζα της Αγγλίας αποφασίζει να διαθέσει 200 δις λίρες για να στηρίξει τη ρευστότητα των ιδρυμάτων αυτών. Οχτώ μεγάλες βρετανικές τράπεζες ζητούν τη στήριξη του κράτους, μέσα από ένα πρόγραμμα στήριξης που ξεπέρασε τα 105 δις λίρες. Στην Ισπανία, δημιουργείται ένα ταμείο 50 δις ευρώ για να στηριχθεί η χρηματοδότηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος παράλληλα με το ελάχιστο εγγυημένων ποσό των καταθέσεων στις τράπεζες που έφτανε τις 100.000 ευρώ ανά καταθέτη. Ο πρωθυπουργός Gordon Brown του Ηνωμένου Βασιλείου προτείνει για πρώτη φορά στην Ε.Ε. την κρατική ενίσχυση των νέων διατραπεζικών δανείων, ώστε να επανέλθει η εμπιστοσύνη στο σύστημα. Αυτή την εγγύηση θα την αναλάβει η κάθε κυβέρνηση για λογαριασμό των δικών της τραπεζών. Η Γερμανία προτείνει τον έλεγχο των κερδοσκοπικών επενδυτικών ταμείων, κάτι που αρνούνται οι ΗΠΑ και η Βρετανία, αν και το Ηνωμένο Βασίλειο απαγόρευσε την πώληση χωρίς αντίκρισμα, δηλαδή την πώληση τίτλων που δανείζονται οι κερδοσκόποι για να κερδοσκοπήσουν πάνω σε μια πιθανή πτώση των αξιών των τίτλων αυτών ώστε να τους αγοράσουν φθηνότερα από ό,τι τους πούλησαν αποκομίζοντας κέρδος. Τον Οκτώβριο του 2008, ο Υπουργός Οικονομικών των ΗΠΑ Henry Polson ανακοινώνει ότι ένα μέρος του ποσού που προέβλεπε το σχέδιο διάσωσης των αμερικανικών τραπεζών θα χρησιμοποιούνταν για την αγορά μετοχών τους. Όταν οι τράπεζες ξαναγίνονταν κερδοφόρες, θα μπορούσαν να πάρουν πίσω τις μετοχές τους από το κράτος. Σε έκτακτο συμβούλιο που έγινε στην Ευρωζώνη στις 12 Οκτωβρίου 2008, αποφασίστηκε να εγγυηθούν τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης τα διατραπεζικά τους δάνεια, να ενισχυθεί η κεφαλαιοποίηση των τραπεζών με κρατική συμμετοχή στα κεφάλαιά τους για να εξασφαλιστεί η φερεγγυότητά τους με αντάλλαγμα την έκδοση προνομιούχων μετοχών των τραπεζών προς όφελος του δημοσίου καθώς και να τεθούν νέοι κανόνες στη λειτουργία του πιστωτικού συστήματος. Το κόστος όλων αυτών εκτιμάται πάνω από 1,7 τρις ευρώ. Επίσης, η G7 ζήτησε από το ΔΝΤ να ενισχύσει τη χρηματοδότηση των χωρών που απευθύνονται σε αυτό.<sup>139</sup>

Το ύψος των κρατικών ενισχύσεων τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη Ε.Ε. μπορεί να αποδειχθεί ανεπαρκές στην περίπτωση μιας γενικευμένης τραπεζικής κρίσης. Τα ποσά που δόθηκαν ως μέτρα στήριξης σε σχέση με το ΑΕΠ των χωρών που δόθηκαν θεωρούνται μικρά. Μικρά, επίσης, θεωρούνται σε σχέση με το μέγεθος των τραπεζών και χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που καλούνται να στηρίξουν. Η νέα κυβέρνηση Ομπάμα αποφάσισε το Φεβρουάριο του 2009 να

<sup>139</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ. 333-336



προωθήσει ένα νέο πρόγραμμα διάσωσης των τραπεζών ύψους 2 τρις δολαρίων, προκειμένου να αποφύγει την άμεση κρατικοποίησή τους. Τα μέτρα που εξαγγέλθηκαν για τη ζώνη του ευρώ θα έχουν πολλαπλές συνέπειες. Θα πρέπει αρχικά να ελαστικοποιηθούν τα κριτήρια του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, δίνοντας τη δυνατότητα χαλάρωσης των μεγεθών του. Βέβαια, αν αυτή η διαδικασία δημιουργήσει πληθωρισμό, τότε το κράτος θα μετακυλίσει το βάρος από το κόστος στήριξης του τραπεζικού συστήματος στους πολίτες. Επίσης, χώρες που διαθέτουν τίτλους του αμερικανικού δημοσίου σε δολάρια έχουν μεγάλο προβληματισμό αν θα πρέπει να διαφοροποιήσουν τα διαθέσιμά τους σε νομίσματα και τίτλους άλλων κρατών. Αυτό θα μπορούσε να εμποδίσει την ομαλή χρηματοδότηση της αμερικανικής οικονομίας, προκαλώντας γενικότερες επιπτώσεις και στην παγκόσμια οικονομία. Ένα σημαντικό πρόβλημα που δημιουργείται, μεταξύ άλλων, είναι σε ποια τιμή θα εξαγοραστούν οι επισφαλείς τίτλοι καθώς δεν υπάρχει ενδιαφέρον και η αγορά τους έχει παγώσει. Αν αγοραστούν σε υψηλή τιμή από το κράτος, θα ζημιωθεί ο φορολογούμενος, ενώ σε χαμηλή τιμή θα ζημιωθούν οι τράπεζες. Για το λόγο αυτό, η κυβέρνηση Ομπάμα αποφάσισε να δημιουργήσει ένα μικτό οργανισμό, δηλαδή με δημόσιο και ιδιωτικό χαρακτήρα, για να εξαγοραστούν τα προβληματικά δάνεια των τραπεζών και να μην ζημιωθούν οι αμερικανοί φορολογούμενοι. Σχετικά με τη λύση που προτίμησαν οι ευρωπαϊκές χώρες, διασφαλίζονται περισσότερο τα συμφέροντα των φορολογουμένων, αν και θεωρείται ότι γίνεται μερική κρατικοποίηση των τραπεζών αφού προβλέπεται ανταλλαγή προνομιούχων μετοχών των τραπεζών έναντι των επισφαλειών τους. Επίσης, η εγγύηση των τραπεζικών καταθέσεων από το κράτος βελτίωσε το κλίμα εμπιστοσύνης των αποταμιευτών αποτρέποντας τις μαζικές αναλήψεις των καταθέσεών τους από τις τράπεζες.<sup>140</sup>

Μετά την εκλογή του Προέδρου Ομπάμα, προωθήθηκε ένα νέο πρόγραμμα στήριξης της οικονομικής δραστηριότητας, το ύψος του οποίου προβλεπόταν να προσεγγίσει τα 790 δις δολάρια. Αυτό το πρόγραμμα αποσκοπούσε σε μειώσεις φορών ύψους 275 δις δολαρίων για το 95% των εργαζομένων σε ενίσχυση της κατανάλωσης και των δημόσιων επενδύσεων με ένα ποσό που θα ξεπερνούσε τα 150 δις δολάρια. Επίσης, θα πρέπει να προσθέσουμε τα 87 δις δολάρια για τη στήριξη του συστήματος υγείας και 7 δις δολάρια για επιδόματα ανεργίας. Επίσης, η Fed, πέρα από τα μέτρα στήριξης του αμερικανικού πιστωτικού συστήματος, μείωσε τα επιτόκια της στο 1% τον Οκτώβριο του 2008 και στο 0- 0,25% το Δεκέμβριο του 2008, ένα επίπεδο που διατηρεί μέχρι και

<sup>140</sup> Παναγιώτης Ρουμेलιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ. 338-341

σήμερα. Με την υποτίμηση του δολαρίου (κυρίως έναντι του ευρώ), οι εξαγωγές των αμερικανικών επιχειρήσεων αυξήθηκαν, ενώ λόγω της μείωσης της εσωτερικής κατανάλωσης, οι εισαγωγές παρουσίασαν κάμψη στο ρυθμό αύξησής τους. Η ιδιωτική κατανάλωση μειώθηκε ιδιαίτερα μετά τον Αύγουστο του 2008 λόγω του ξέσπασματος της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Αυτό συνέβη επειδή η κατανάλωση των νοικοκυριών στις ΗΠΑ στηρίζεται στο δανεισμό από τις τράπεζες αλλά και στη ρευστοποίηση χρηματοπιστωτικών τίτλων που κατέχει μεγάλο ποσοστό ανθρώπων. Έτσι, μετά το ξέσπασμα της κρίσης, η δανειοδότηση των νοικοκυριών επιβραδύνθηκε και η ρευστοποίηση των τίτλων έγινε δυσκολότερη λόγω της μείωσης της αξίας τους στο χρηματιστήριο.<sup>141</sup>

Από την άλλη μεριά, η οικονομία της Ε.Ε. υπέστη μεγάλο πλήγμα το 2008, καθώς παρουσιάστηκε η στεγαστική κρίση, η χρηματοπιστωτική κρίση και αυξήθηκε ο πληθωρισμός λόγω της αύξησης της τιμής του πετρελαίου και των πρώτων υλών. Συνέπεια αυτών ήταν να επιβραδυνθούν οι πιστώσεις και να αυξηθούν τα επιτόκια χορήγησης δανείων από 4,1% τον Ιούνιο του 2007 σε 4,9% τον Ιούνιο του 2008, αν και μειώθηκαν τα επιτόκια αναχρηματοδότησης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας από 4,25% τον Αύγουστο του 2008 σε 3,25% τον Νοέμβριο του 2008 και στη συνέχεια σε 2% τον Ιανουάριο του 2009 και σε 1,5% τον Μάρτιο του 2009. Σήμερα, βρίσκονται στο 1%. Έτσι, στην προσπάθειά της για μείωση του πληθωρισμού, η ΕΚΤ δεν προχώρησε σε μεγάλη και άμεση μείωση των επιτοκίων της όπως έκανε η Fed, για να αποτρέψει τη διεύρυνση της ύφεσης στη ευρωπαϊκή οικονομία. Με βάση εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Νοέμβριος 2008), τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στην Ε.Ε. κυμάνθηκαν περίπου στο 5% έναντι 3,3% στις ΗΠΑ και 1% στην Ιαπωνία, ενώ τα μακροπρόθεσμα κυμάνθηκαν στο 4,5% για την Ε.Ε., 3,8% για τις ΗΠΑ και 1,5% στην Ιαπωνία. Η Ε.Ε. είχε αρχίσει από το 2005 να αυξάνει τα επιτόκιά της τη στιγμή που οι ΗΠΑ και η Ιαπωνία τα μείωναν ή τα κρατούσαν σταθερά. Μετά το ξέσπασμα της κρίσης και τις ζημιές που παρουσίασαν οι τράπεζες, αυτές αναγκάστηκαν να αυξήσουν το διατραπεζικό επιτόκιο τους για να στηρίξουν τη ρευστότητά τους, αφού περιορίστηκαν οι χρηματοδοτικές τους δυνατότητες. Αυτή η πορεία των επιτοκίων έχει αρνητικές επιπτώσεις στη ζήτηση των νοικοκυριών, η οποία είχε στηριχθεί τα τελευταία χρόνια στην επέκταση της πίστωσης τόσο στη στεγαστική αγορά όσο και στην απόκτηση καταναλωτικών αγαθών. Επίσης, με την κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, η οικοδομική δραστηριότητα στην Ε.Ε. συρρικνώθηκε, οδηγώντας σε αύξηση της ανεργίας, ενώ παρουσιάστηκε και μείωση στις τιμές των ακινήτων και λοιπών περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών, οπότε

---

<sup>141</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ. 394-395

κατά συνέπεια μειώθηκε η δανειοληπτική και καταναλωτική τους δυνατότητα. Οι τιμές των πρώτων υλών και των τροφίμων είχαν αυξηθεί πάρα πολύ το 2008. Η τιμή του πετρελαίου αυξήθηκε επίσης, φτάνοντας τα 140 δολάρια το βαρέλι το 2008 έναντι 90 δολάρια το βαρέλι στα τέλη του 2007. Υπολογίζεται ότι μια αύξηση κατά 100% της τιμής του πετρελαίου σε τρία χρόνια προκαλεί επιβράδυνση κατά 1% στο ρυθμό μεγέθυνσης, ενώ αυξάνει τον πληθωρισμό κατά 2%.<sup>142</sup>

Επιπλέον, οι χώρες της ευρωζώνης καταγράφουν λόγω της κρίσης μείωση στο ρυθμό ανάπτυξης τους, πτώση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων, καθώς και αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος, του δημοσίου χρέους και της ανεργίας. Ο πληθωρισμός θα συγκρατηθεί χαμηλότερα σε σχέση με τις χώρες μέλη της Ε.Ε. Το κοινωνικό κράτος περιορίζεται μέσα από τις μεταρρυθμίσεις και την ελαστικοποίηση στις αγορές εργασίας. Η διατήρηση των πραγματικών επιτοκίων της ΕΚΤ σε υψηλότερο επίπεδο από το ρυθμό ανάπτυξης για πολύ μεγάλα χρονικά διαστήματα, προκειμένου να εφαρμοστούν τα κριτήρια του Μάαστριχτ, παρεμπόδισε τη σημαντική αύξηση των επενδύσεων. Η χαμηλή ανάπτυξη της οικονομίας στη ευρωζώνη οφείλεται κυρίως στην υστέρηση που παρατηρείται όσον αφορά τις καινοτομίες καθώς παρουσιάζονται μικρότερες επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη σε σχέση με τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία, πράγμα που συμβάλλει στη μειωμένη παραγωγικότητα. Θα πρέπει να αναφέρουμε, επίσης, ότι το ενιαίο νόμισμα (ευρώ) προστάτευσε τις χώρες μέλη της ευρωζώνης από το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης και μετά, καθώς δεν υπήρξαν ανταγωνιστικές υποτιμήσεις μεταξύ των νομισμάτων τους, κάτι που θα είχε συμβεί αν είχαν διατηρήσει τα εθνικά τους νομίσματα. Η υποχώρηση της ισοτιμίας του ευρώ σε σχέση με το δολάριο μετά τον Αύγουστο του 2008 στήριξε την οικονομική δραστηριότητα στις εξαγωγικές χώρες της ευρωζώνης, όπως π.χ. της Γερμανίας. Είχε προηγηθεί ένα μεγάλο χρονικό διάστημα από το 2003 ως το 2008, κατά το οποίο ανατιμήθηκε το ευρώ έναντι του δολαρίου και έφτασε το 1,60 δολάριο τον Ιούλιο του 2008, με αποτέλεσμα πολλές χώρες μέλη της ευρωζώνης να έχουν μικρό ρυθμό μεγέθυνσης του ΑΕΠ, όπως η Γαλλία (2,2% το 2006, 0,9% το 2008), την Ιταλία (1,8% το 2006, 0% το 2008), την Πορτογαλία (1,4% το 2006, 0,5% το 2008), ενώ ο μέσος όρος της ευρωζώνης ήταν 2,9% το 2006 και 1,2% το 2008. Αυτό είχε ως συνέπεια οι χώρες αυτές να ασκήσουν κριτική στην πολιτική υψηλών επιτοκίων της ΕΚΤ, η οποία αναγκάστηκε να μειώσει τα επιτόκιά της σε 2,25% το Δεκέμβριο του 2008, σε 2% τον Ιανουάριο του 2009 και να φτάσει στο σημερινό 1%. Δεν πρέπει να αποκλειστεί η πιθανότητα επανάκτησης της νομισματικής αυτονομίας

<sup>142</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ. 400-402

από ορισμένα κράτη μέλη της ευρωζώνης με επαναφορά των εθνικών νομισμάτων τους, σε περίπτωση που οι αρνητικές επιπτώσεις του ευρώ υπερκεράσουν τις θετικές, όπως π.χ. υπερβολική αύξηση της ανεργίας λόγω μείωσης της ανταγωνιστικότητας, υψηλών επιτοκίων και ανατίμησης του ευρώ. Αυτό θα είχε πολύ μεγάλο κόστος σε οικονομικό και πολιτικό επίπεδο και φαίνεται σαν ένα αρκετά μακρινό σενάριο.<sup>143</sup>

---

<sup>143</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ. 404-406, 408-410

## Η ΡΥΘΜΙΣΗ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ

Από τα μέσα της δεκαετίας του 2000, οι παγκόσμιες ρυθμιστικές αρχές επέβαλλαν στις επιχειρήσεις και τις τράπεζες νέους λογιστικούς κανόνες. Με βάση τις συμφωνίες της Βασιλείας II του 2004 μεταξύ κρατών και κεντρικών τραπεζών που συμμετέχουν στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, εφαρμόστηκε το “Ratio McDonough”, που περιορίζει το ύψος των δανείων σε σχέση με το ύψος των ιδίων κεφαλαίων και του ρίσκου των δανείων αυτών. Με τον τρόπο αυτό, βελτιώθηκε η συμφωνία της Βασιλείας I, σύμφωνα με την οποία ίσχυε το “Ratio Cooke” που δεν λάμβανε σοβαρά υπόψη το ρίσκο των δανείων. Από τον Ιανουάριο του 2008, ξεκίνησαν να εφαρμόζονται οι νέες ρυθμίσεις, σύμφωνα με τις οποίες ορίζονται τα ελάχιστα ίδια κεφάλαια που πρέπει να διαθέτουν οι τράπεζες, που υπολογίζονται σε συνδυασμό με το λειτουργικό ρίσκο, το ρίσκο της αγοράς και το ρίσκο μη αποπληρωμής των δανείων από τους δανειολήπτες. Τα απαραίτητα ίδια κεφάλαια είναι μεγαλύτερα όσο μεγαλύτερο καθίσταται και το ρίσκο των δανειοληπτών. Το ρίσκο αυτό εκτιμάται από τις υπηρεσίες αξιολόγησης ή από τις εσωτερικές υπηρεσίες των τραπεζών. Έτσι, όταν μια τράπεζα συνάπτει ένα δάνειο, θα πρέπει να αυξήσει το κεφάλαιό της, εκτός και αν μετατρέψει το δάνειο αυτό σε ένα ενεργητικό στοιχείο, με την τιτλοποίηση, και το πουλήσει σε έναν επενδυτή. Αν το κάνει αυτό, δεν εγγράφει στον ισολογισμό της το δάνειο αυτό, χωρίς να είναι υποχρεωμένη να αυξήσει και τα ίδια κεφάλαιά της. Σύμφωνα με τα νέα διεθνή λογιστικά πρότυπα, που είναι υποχρεωτικά στην εφαρμογή τους, καθιερώθηκε η αρχή του υπολογισμού των ισολογισμών με βάση τις τιμές αγοράς (market to market) ώστε να γίνουν περισσότερο διαφανείς οι ισολογισμοί και να αποφεύγεται η απόκρυψη ζημιών καθώς και η παρουσίαση πλασματικών αποτελεσμάτων. Αν και ορισμένοι φορείς ελέγχονται, όπως οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρίες, τα κερδοσκοπικά επενδυτικά ταμεία, τα επενδυτικά κεφάλαια κ.α. δεν ελέγχονται καθόλου. Βέβαια, όπως είδαμε με την κρίση των subprimes, το ρυθμιστικό πλαίσιο μπορεί να παραβιαστεί ακόμα και από τους φορείς που είναι υπεύθυνοι για την τήρησή του. Ορισμένοι κανόνες μπορεί να δυσχεράνουν τη θέση των επιχειρήσεων σε περιόδους κρίσης, όπως ο κανόνας “market to market” που ανάγκασε τις τράπεζες μετά την κρίση των subprimes να εγγράψουν μεγάλες ζημιές στους ισολογισμούς τους, ενώ αυξήθηκαν και οι απαιτήσεις για ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων τους. Αυτές οι ζημιές όμως θα μπορούσαν να περιοριστούν αν η βάση υπολογισμού τους δεν ήταν οι τιμές αγοράς τη στιγμή που παρουσιάστηκε η κρίση των subprimes, αλλά είχε επιλεγεί μια διαφορετική χρονική βάση αξιολόγησης και αποτίμησης. Κάποιοι άλλοι κανόνες που θα μπορούσαν να αποτρέψουν την κρίση

εφαρμόστηκαν στις ΗΠΑ καθυστερημένα. Μόλις δύο μήνες πριν εκδηλωθεί η κρίση (Ιούνιος 2007), οι ρυθμιστικές αρχές (Fed και άλλες) υποχρέωσαν τις τράπεζες να εξετάσουν τη φερεγγυότητα των δανειοληπτών στεγαστικών δανείων. Το Δεκέμβριο του 2007, η Fed απαγόρευσε στις τράπεζες να παρέχουν στεγαστικά δάνεια χωρίς να εξασφαλίζουν την αποπληρωμή τους, όχι μόνο με βάση της αξία του ακινήτου αλλά και με αξιολόγηση των περιουσιακών στοιχείων των δανειοληπτών.<sup>144</sup>

---

<sup>144</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ. 348-350



## ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΑ ΜΕΤΡΑ

Ως μέτρα που θα μπορούσαν να παρθούν για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που προκλήθηκαν από την κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε πολλά.

Αρχικά, θα έπρεπε να ενταχθεί η τιτλοποίηση δανείων σε ένα εποπτικό, ρυθμιστικό πλαίσιο. Θα πρέπει να επιτρέπεται μόνο αφού εξασφαλιστεί πλήρης διαφάνεια και πληροφόρηση σε σχέση με το ρίσκο που εμπεριέχουν οι σχετικοί τίτλοι ομολόγων καθώς και το περιεχόμενό τους. Θα πρέπει να υπάρχει ενδελεχής έλεγχος των δανειοληπτών όσον αφορά την πιστοληπτική τους ικανότητα, τη φερεγγυότητά τους και κατά συνέπεια τη δυνατότητα αποπληρωμής των δανείων που λαμβάνουν. Οι τράπεζες θα πρέπει να διατηρούν ένα μέρος των τίτλων υψηλού ρίσκου που διαθέτουν στον ισολογισμό τους, καθώς με τον τρόπο αυτό θα ήταν αναγκασμένες να προνοήσουν με πιο ασφαλή τρόπο τη διαδικασία αποπληρωμής των δανείων που χορηγούν. Οι τίτλοι των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων θα μπορούσαν να λάβουν μέρος σε συναλλαγές στις χρηματαγορές και να βαθμολογούνται από τους αναλυτές, όπως γίνεται για τα ομόλογα των ιδιωτικών επιχειρήσεων. Θα πρέπει επίσης να ελέγχονται πλήρως τα κερδοσκοπικά, επενδυτικά ταμεία και οι θυγατρικές τραπεζών που δημιουργούνται με σκοπό τη διαχείριση επισφαλών δανείων. Επιπλέον, θα πρέπει να φορολογηθεί η αγορά παραγώγων, η οποία έχει αναπτυχθεί πάρα πολύ τα τελευταία χρόνια. Κυρίως αναφερόμαστε στην αγορά των CDS (Credit Default Swaps) μεταξύ των τραπεζών και των πελατών τους, δηλαδή μιλάμε για την ανάληψη ρίσκου από μια επιχείρηση ή έναν επενδυτή, το οποίο έχει προηγουμένως αναληφθεί από άλλη επιχείρηση ή επενδυτή καθώς μεταπωλείται αυτό το συμβόλαιο ανταλλαγής του ρίσκου. Το Σεπτέμβριο του 2007, η αγορά των CDS έφτανε τα 55 τρις δολάρια, περίπου όσο και το παγκόσμιο ΑΕΠ της χρονιάς αυτής. Κυριότεροι φορείς της αγοράς αυτής είναι οι τράπεζες και τα επενδυτικά, κερδοσκοπικά ταμεία. Στην αγορά αυτή, δεν υπάρχει διαφάνεια ούτε αυστηρό, εποπτικό πλαίσιο, οπότε οι επενδυτές που συμμετέχουν σε αυτή μπορεί να προκαλέσουν σοβαρή κρίση εφόσον δεν ασφαλίζουν τους τίτλους που κατέχουν.<sup>145</sup>

Θα πρέπει ωστόσο να βελτιωθεί και η νομοθεσία που αφορά την παροχή πιστώσεων. Συγκεκριμένα, θα πρέπει να ελέγχεται η φερεγγυότητα των δανειζομένων, καθώς μόνη μέριμνα των δανειστών ήταν να αυξηθεί η αμοιβή τους από την προμήθεια παροχής δανείου. Θα πρέπει να καθιερωθεί και επαρκές ρυθμιστικό πλαίσιο για τα κερδοσκοπικά, επενδυτικά ταμεία και τα επενδυτικά κεφάλαια

<sup>145</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ. 350-351

καθώς σε διαφορετική περίπτωση, το υψηλό ρίσκο που αναλαμβάνουν, δημιουργεί τον κίνδυνο συστηματικών κρίσεων, όπως αυτή που ξέσπασε. Θα πρέπει να προτιμώνται οι μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις, που είναι πιο σταθερές από τις βραχυπρόθεσμες, οι οποίες έχουν ρίσκο για τις αγορές και το σύστημα. Ο εσωτερικός έλεγχος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είναι ένας άλλος τομέας που θα πρέπει να υπάρξει διαφάνεια, σωστή και εύρυθμη λειτουργία, μέσα από έναν ευρύτερο μηχανισμό ελέγχου του συστήματος αυτού. Οι αμοιβές και τα stock options που αφορούν τα υψηλόβαθμα στελέχη των ιδρυμάτων αυτών θα πρέπει να οριοθετηθούν, καθώς αποδείχθηκε λανθασμένος ο τρόπος υπολογισμού τους μέχρι τώρα, ο οποίος συνέδεε το υψηλό ρίσκο με τις μεγάλες αποδόσεις και τις μεγάλες αμοιβές χωρίς να παρέχει τις απαιτούμενες ασφαλιστικές δικλίδες. Επιπροσθέτως, τα λογιστικά πρότυπα θα πρέπει να αναθεωρηθούν. Ήδη από το Σεπτέμβριο του 2008, επιτρέπεται στις τράπεζες των ΗΠΑ να εγγράφουν στους ισολογισμούς τους τις ζημιές, όχι με βάση τις τιμές αγοράς (fair value), αλλά με βάση την παραδοσιακή λογιστική αξία (ιστορική αξία μείον αποσβέσεις και υποτιμήσεις), περιορίζοντας έτσι τις ζημιές και διευκολύνοντας τις τράπεζες να βελτιώσουν τις αναλογίες των ιδίων κεφαλαίων τους. Επιβάλλεται να ενισχυθεί ο ρόλος των ρυθμιστικών αρχών που αφορούν τις χρηματαγορές σε εθνικό και σε διεθνές επίπεδο. Θα πρέπει να περιλαμβάνουν και την εποπτεία των κερδοσκοπικών επενδυτικών ταμείων, τον έλεγχο των εκτός ισολογισμού δραστηριοτήτων των τραπεζών, τους φορολογικούς παράδεισους καθώς και τις θυγατρικές των πιστωτικών ιδρυμάτων, αυστηροποιώντας τις ποινές σε περιπτώσεις παρανομιών και παραβάσεων.<sup>146</sup>

Ο παρεμβατικός ρόλος των κεντρικών τραπεζών θα πρέπει να ενισχυθεί με τρόπο ώστε να παρεμβαίνουν έγκαιρα για την αποφυγή κρίσεων που δυνητικά μπορούν να απειλήσουν και ολόκληρο το σύστημα. Δεν θα πρέπει οι κεντρικές τράπεζες να αρκούνται μόνο στο βασικό τους ρόλο σχετικά με τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών (ΕΚΤ) ή της σταθερότητας των τιμών και της απασχόλησης (Fed). Θα πρέπει να παρεμβαίνουν στις πιστώσεις σε διάφορους τομείς της οικονομίας με τρόπο ώστε να αυξηθεί η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών προς τα επισφαλή δάνεια (π.χ. στεγαστικά), ώστε να καθιστούν δύσκολη την εξέλιξη και γενίκευση μιας κρίσης. Στις τράπεζες ταμειωτηρίου, θα πρέπει να απαγορευτούν οι κερδοσκοπικές δραστηριότητες, επιστρέφοντας στον παλαιό διαχωρισμό μεταξύ τραπεζών ταμειωτηρίου και επενδυτικών τραπεζών, χωρίς οι τράπεζες ταμειωτηρίου να μπορούν να δημιουργούν θυγατρικές εταιρίες για την προώθηση

<sup>146</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ. 351-354



κερδοσκοπικών επενδύσεων. Πολύ σημαντικό είναι να διευρυνθεί ο αριθμός των υπηρεσιών αξιολόγησης αλλά και να αλλάξει ο τρόπος αμοιβής τους. Δεν πρέπει οι υπηρεσίες αξιολόγησης του ρίσκου να προσφέρουν και συμβουλευτικές υπηρεσίες εφόσον, όπως ήδη αναφέραμε, υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων. Η αμοιβή των υπηρεσιών αυτών θα μπορεί να καταβάλλεται από τις ρυθμιστικές αρχές καθιερώνοντας για το σκοπό αυτό ένα τέλος στις χρηματοοικονομικές αγορές. Ο πολλαπλασιασμός των υπηρεσιών αυτών θα ενισχύσει τον ανταγωνισμό μεταξύ τους, συμβάλλοντας στην καλύτερη ποιότητα των υπηρεσιών τους αλλά και σε χαμηλότερες αμοιβές.<sup>147</sup>

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εισηγήθηκε κάποια μέτρα για να περιοριστούν οι συστημικές κρίσεις. Συγκεκριμένα, ανέφερε ότι θα πρέπει να γίνεται εγγραφή στους ισολογισμούς των τραπεζών τουλάχιστον 5% των δανείων που τιτλοποιούν, αντί 0% που είναι σήμερα. Εισηγήθηκε την υποχρεωτική αύξηση των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών όταν τα δάνεια υψηλού ρίσκου αντιπροσωπεύουν το 15% του χαρτοφυλακίου τους. Επίσης, θα πρέπει να δημιουργηθούν διακρατικές εποπτικές Αρχές που θα ελέγχουν τις τράπεζες που δραστηριοποιούνται σε περισσότερα κράτη μέλη της Ε.Ε. Ακόμα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή τόνισε την υποχρεωτική εγγραφή των υπηρεσιών αξιολόγησης του ρίσκου σε ειδικό κατάλογο, την καταγραφή των ενεργητικών που υπέστησαν ζημιές με βάση όχι τις τιμές αγοράς αλλά τις ιστορικές τιμές, καθώς και τον έλεγχο των κερδοσκοπικών επενδυτικών κεφαλαίων και των αμοιβών των υψηλόβαθμων στελεχών των τραπεζών από τις εθνικές ρυθμιστικές Αρχές. Πάνω στις κατευθύνσεις αυτές, κινήθηκε και η έκθεση De Larosiere σχετικά με τη ρύθμιση του ευρωπαϊκού και τους διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η έκθεση αυτή προτείνει την ενίσχυση του ρυθμιστικού πλαισίου σε διεθνές, ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο, τον περιορισμό του συστημικού ρίσκου, την προώθηση της διαφάνειας και του συντονισμού των εποπτικών αρχών, τον έλεγχο των κερδοσκοπικών, επενδυτικών ταμείων. Επίσης, πρότεινε τον περιορισμό των ανορθόδοξων πρακτικών των φορολογικών παραδείσων, π.χ. καταργώντας το τραπεζικό απόρρητο σε διάφορες χώρες, προχωρώντας σε αυστηροποίηση των όρων δανειοδότησης και αύξηση των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών με ενίσχυση των εσωτερικών ελέγχων τους. Μεγάλη σπουδαιότητα, κατά την έκθεση αυτή, έχει και η εποπτεία των υπηρεσιών αξιολόγησης του ρίσκου καθώς και η ενίσχυση της πολυμερούς εποπτείας. Στην κατεύθυνση αυτή, προτείνεται και η σύσταση ευρωπαϊκού συμβουλίου αξιολόγησης του συστημικού ρίσκου, σύσταση ευρωπαϊκού συστήματος χρηματοοικονομικών

---

<sup>147</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ. 353-355

εποπτών καθώς και ενίσχυση του εποπτικού ρόλου του ΔΝΤ με διπλασιασμό των πόρων του.<sup>148</sup>

Μέσα στο πλαίσιο των αναγκαίων μεταρρυθμίσεων που προωθούνται, οι ΗΠΑ αναθέτουν στη Fed έναν ευρύτερο εποπτικό ρόλο στις χρηματαγορές, έτσι ώστε να μπορεί να έχει περισσότερο σταθεροποιητικό ρόλο στις αγορές. Θα δημιουργηθεί μια νέα αρχή για την εποπτεία των τραπεζών και η Fed θα ελέγχει κάθε δραστηριότητα ή επιχείρηση που θα μπορούσε να παίξει αποσταθεροποιητικό ρόλο στην αγορά, δημιουργώντας μια κρίση. Δημιουργήθηκε επίσης μια ομοσπονδιακή επιτροπή ελέγχου των στεγαστικών δανείων, έχοντας στον τομέα ευθύνης της τον καθορισμό των κριτηρίων χορήγησης των στεγαστικών δανείων. Ο πρόεδρος δήλωσε ότι θα ενισχύσει τους ελεγκτικούς και εποπτικούς μηχανισμούς με σκοπό την αποτροπή της επανάληψης κερδοσκοπικών δραστηριοτήτων στην χρηματοοικονομική αγορά.<sup>149</sup>

---

<sup>148</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ. 355-357

<sup>149</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ. 359-360

## ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η πιστωτική κρίση ξεκίνησε από την αδυναμία των πιστωτικών ιδρυμάτων να εξασφαλίσουν την επιστροφή των επισφαλών δανείων τους λόγω του υψηλού ρίσκου που ανέλαβαν για να διευρύνουν τα κέρδη τους, οδήγησε σε σημαντική έλλειψη ρευστότητας των τραπεζών λόγω της απότομης απώλειας στην εμπιστοσύνη των καταθετών σε αυτές και την απόσυρση των καταθέσεων τους, έχοντας ως συνέπεια για τις τράπεζες την κατάρρευση, αναγκάζοντας τελικά τα κράτη να αναλάβουν το κόστος διάσωσης τους, αυξάνοντας το δημοσιονομικό έλλειμμα αλλά και το δημόσιο χρέος τους. Έτσι ο ρυθμός μεγέθυνσης στην Ε.Ε. είναι αρνητικός, με τη γερμανική και γαλλική οικονομία που είναι οι δύο μεγαλύτερες, να βρίσκονται σε χαμηλό επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας, υψηλά ποσοστά ανεργίας με διεύρυνση των κοινωνικών ανισοτήτων και μεγάλα ελλείμματα.<sup>150</sup>

Μετά την απελευθέρωση των αγορών τα αποτελέσματα στις Η.Π.Α. και την Ε.Ε. ήταν διαφορετικά. Οι Η.Π.Α. κατάφεραν να μειώσουν τον πληθωρισμό και το δημοσιονομικό έλλειμμα τους, να αυξήσουν την παραγωγικότητα τους, και να μειώσουν την ανεργία τους χωρίς όμως να περιορίσουν το εμπορικό έλλειμμα και το εξωτερικό χρέος τους. Η Ε.Ε. σταδιακά και ήπια απελευθέρωσε την αγορά εργασίας της προστατεύοντας τους χαμηλόμισθους αλλά η ανεργία της είναι πολύ υψηλότερη των Η.Π.Α. με αιτίες για αυτό το κοινωνικό κράτος και τις παροχές πρόνοιας της Ε.Ε. σύμφωνα με κάποιους ειδικούς, τη διάρθρωση της αγοράς εργασίας που ακόμα και απελευθερωμένη δεν φτάνει στο επίπεδο των Η.Π.Α., τη δύναμη των συνδικάτων σε διάφορες χώρες που συμβάλλουν σε ακαμψία των μισθών και σε πληθωριστικές αυξήσεις, και την διαρθρωτική ανεργία δηλαδή η προσφορά της εργασίας να μην καλύπτει τους τομείς της ζήτησης εργασίας καθώς είναι διαφορετικοί οι τομείς που αναπτύσσονται με αυτούς που φθίνουν χωρίς όμως αυτό να αποτυπώνεται και στην προσφορά αντίστοιχα εργασίας.<sup>151</sup>

Το κρίσιμότερο πρόβλημα όμως είναι ότι δεν υπάρχει συντονισμός μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στην Ε.Ε. Η ΕΚΤ από τη μια μεριά που ασκεί ανεξάρτητη νομισματική

---

<sup>150</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ.25-26, 306-307

<sup>151</sup> Samuelson, Nordhaus, Οικονομική, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2000, Σελ. 408-409, 421-423 και Παναγιώτης Β. Ρουμελιώτης, Παγκόσμια Διακυβέρνηση ή Ηγεμονική Παγκοσμιοποίηση; Αθήνα: Εκδόσεις Λιβάνη, 2002 Σελ. 78-79

πολιτική με στόχο τη σταθερότητα των τιμών ενώ από την άλλη η Ευρωομάδα που αποτελείται από τους υπουργούς οικονομικών των κρατών μελών της ΟΝΕ δεν διαθέτει τους μηχανισμούς για να συντονίζει την οικονομική και δημοσιονομική πολιτική της Ε.Ε. Υπάρχουν τα κριτήρια του Μάαστριχτ και το Σύμφωνο Σταθερότητας που υποχρεώνουν τα κράτη μέλη να τηρούν προκαθορισμένους στόχους για τα δημοσιονομικά, τον πληθωρισμό και το δημόσιο χρέος αλλά δεν μπορεί να παρέμβει η Ευρωομάδα συντονισμένα με κατάλληλα μέτρα για να στηρίξει την οικονομική δραστηριότητα σε περιόδους ύφεσης στην Ευρώπη καθώς πρέπει σε τέτοιες περιόδους να υπάρχει μια ελαστικότητα στα κριτήρια του Μάαστριχτ και το Σύμφωνο Σταθερότητας. Κάτι αντίστοιχο δεν συμβαίνει στις Η.Π.Α., καθώς η FED έχει τη δυνατότητα με τα κατάλληλα μέτρα να ενισχύει την οικονομική δραστηριότητα και την αμερικανική οικονομία σε περιόδους κρίσεων σαν τη σημερινή και υφέσεων.<sup>152</sup>

Οι μονεταριστές προτείνουν να δεσμευτεί η FED ότι θα αυξάνει την προσφορά χρήματος με σταθερό ρυθμό, καθώς όπως είδαμε πιστεύουν ότι οι διακυμάνσεις στην προσφορά χρήματος είναι υπεύθυνες για τις μεγαλύτερες διακυμάνσεις που προκαλούνται στην οικονομία και έτσι μια αργή και σταθερή αύξηση της προσφοράς χρήματος θα έχει σαν αποτέλεσμα την σταθερή παραγωγή, απασχόληση και τιμές. Η σταθερή αύξηση της προσφοράς χρήματος θα σταθεροποιήσει τη ζήτηση μόνο αν η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος είναι σταθερή. Όμως υπάρχουν φορές που η οικονομία υφίσταται διαταραχές όπως είναι μεταβολές στη ζήτηση του χρήματος που προκαλούν αστάθεια στην ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος και έτσι ορθότερο είναι ότι πρέπει να επιτρέπεται στην προσφορά χρήματος να προσαρμόζεται στις διάφορες εξωγενείς διαταραχές της οικονομίας. Επίσης ορισμένοι οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι θα μπορούσε η FED να προσδιορίσει ένα συγκεκριμένο στόχο ονομαστικού ΑΕΠ, μέσα από μια συγκεκριμένη πορεία και πολιτικές που θα εφαρμόζε. Αν το ονομαστικό ΑΕΠ αυξηθεί πάνω από αυτό το στόχο, η FED θα μπορούσε να μειώσει την αύξηση της προσφοράς χρήματος για να μειώσει τη ζήτηση, ενώ αν το ονομαστικό ΑΕΠ μειωθεί κάτω από το στόχο τότε θα μπορούσε να αυξηθεί η προσφορά χρήματος από τη FED για να στηρίξει τη ζήτηση. Έτσι υπάρχει η αντίληψη ότι θα υπήρχε μεγαλύτερη σταθερότητα στην παραγωγή και τις τιμές αφού θα υπήρχε και προσαρμογή στις μεταβολές της ταχύτητας κυκλοφορίας του χρήματος. Επίσης θα μπορούσε να μπει ένας στόχος για τον

---

<sup>152</sup> Παναγιώτης Β. Ρουμελιώτης, Παγκόσμια Διακυβέρνηση ή Ηγεμονική Παγκοσμιοποίηση; Αθήνα: Εκδόσεις Λιβάνη, 2002 Σελ. 119-121

πληθωρισμό καθώς η FED εξαγγέλλει έναν χαμηλό στόχο συνήθως για τον πληθωρισμό και μετά προσαρμόζει την προσφορά χρήματος όταν το πραγματικό επίπεδο τιμών αποκλίνει από τον στόχο. Ο στόχος για τον πληθωρισμό θα μπορούσε να περάσει και να εξηγηθεί εύκολα και στην κοινωνία εξασφαλίζοντας την αποδοχή του στο μεγαλύτερο βαθμό, κάνοντας τη FED πιο υπεύθυνη για τις πράξεις της αυξάνοντας τη διαφάνεια της νομισματικής πολιτικής .<sup>153</sup>

Σχετικά με την Ε.Ε. και την Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση, σε περίπτωση που μία χώρα της Ε.Ε. υποστεί μια διαταραχή στη ζήτηση και τα προϊόντα πάψουν να είναι ανταγωνιστικά σε σχέση με τους εταίρους της στην Ένωση, τότε η χώρα αυτή θα παρουσιάσει ελλειμματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και υψηλή ανεργία. Αντίθετα, σε άλλη χώρα της Ένωσης θα σημειωθεί αύξηση των εξαγωγών των προϊόντων της, εκμεταλλευόμενη το γεγονός της πτώσης της ανταγωνιστικότητας των προϊόντων του εταίρου της. Στην δεύτερη χώρα θα παρουσιαστεί πλεονασματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και πληθωριστικές πιέσεις. Δεδομένου ότι η ΕΝΕ δεν είναι μια άριστη νομισματική περιοχή, όπως προαναφέρθηκε, δεν υπάρχει ευελιξία και κινητικότητα του συντελεστή εργασία ώστε μέσω αυτών των μηχανισμών να αποκατασταθεί η ισορροπία των δύο χωρών μέσα στην Ένωση. Συνεπώς, το μόνο που μένει για την αντιμετώπιση της κρίσης είναι να μεταβιβαστεί το πλεόνασμα στο ισοζύγιο μιας χώρας στο ελλειμματικό ισοζύγιο της άλλης χώρας. Αυτό για να γίνει χρειάζεται μια γενικότερη αναδιάρθρωση του κοινοτικού προϋπολογισμού και του μηχανισμού των διαρθρωτικών ταμείων της Ένωσης, πράγμα που δύσκολα γίνεται αποδεκτό από κυρίαρχες χώρες. Οπότε ένα σημαντικό μειονέκτημα από τους καταναλωτές της ΕΝΕ είναι ότι σε περίπτωση διαταραχής της ζήτησης των προϊόντων ενός κράτους μέλους, οι καταναλωτές θα είναι ευπρόσβλητοι είτε σε υψηλή ανεργία είτε σε πληθωρισμό.<sup>154</sup>

Επίσης αναφορικά με την ΕΝΕ, οι χώρες έχουν διαφορετικές προτεραιότητες για τον πληθωρισμό και την ανεργία. Ορισμένες ενοχλούνται λιγότερο από το πληθωρισμό απ' ότι άλλες. Αν μια χώρα έχει υψηλότερο ποσοστό πληθωρισμού από μια άλλη, θα πρέπει να υποτιμήσει το νόμισμά της για να διατηρήσει την ανταγωνιστικότητα των προϊόντων της αμετάβλητη (θεωρία της ίσης αγοραστικής δύναμης). Έτσι σε περίπτωση που δύο χώρες επιθυμούν να διατηρήσουν την συναλλαγματική τους ισοτιμία σταθερή, θα πρέπει να έχουν και ίσο ποσοστό πληθωρισμού. Μια χώρα που θέλει να έχει λιγότερο πληθωρισμό θα πρέπει να αποδεχτεί περισσότερη ανεργία, ενώ το αντίθετο ισχύει για μια

<sup>153</sup> N. Gregory Mankiw, Μακροοικονομική Θεωρία Β' Τόμος, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg 2002, Σελ. 586-589

<sup>154</sup> Robert Gilpin, Η Πρόκληση του Παγκόσμιου Καπιταλισμού, Η Παγκόσμια Οικονομία τον 21<sup>ο</sup> αιώνα, Αθήνα: Εκδόσεις Ποιότητα-Princeton University Press, 2002, Σελ. 253-256

χώρα που θέλει να έχει μικρότερη ανεργία άρα και υψηλότερο πληθωρισμό, τουλάχιστον σε βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα.<sup>155</sup>

Ένα ακόμα ζήτημα κριτικής της ΕΝΕ είναι η απόκλιση των ρυθμών ανάπτυξης των κρατών μελών. Δηλαδή, χώρες με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης επιδιώκουν να ακολουθούν πολιτικές χαμηλών επιτοκίων για να χρηματοδοτήσουν και να ενισχύσουν την αναπτυξιακή τους διαδικασία, ακόμα και αν προκληθούν πληθωριστικές πιέσεις. Αντίθετα, χώρες με μικρότερους ρυθμούς ανάπτυξης, όπως η Γερμανία, ακολουθούν αντιπληθωριστικές πολιτικές με σχετικά υψηλά επιτόκια. Η ακολουθούμενη πολιτική της ΕΚΤ όσον αφορά τα επιτόκια, δεν λαμβάνει υπόψη της τους οικονομικούς κύκλους των επιμέρους κρατών μελών που απαρτίζουν την Ένωση, αλλά αποφασίζει για την πολιτική των επιτοκίων με γνώμονα την γενικότερη σταθερότητα των τιμών στην ευρωζώνη. Η πολιτική της ΕΚΤ είναι αντιπληθωριστική με υψηλά επιτόκια (ακόμα και στην περίοδο της κρίσης που διανύουμε το επιτόκιο της είναι 1% και είναι υψηλότερο από το επιτόκιο σε άλλες κεντρικές τράπεζες χωρών π.χ. Ιαπωνία, Η.Π.Α. που ακολουθούν πολιτική μηδενικών επιτοκίων), πράγμα που σημαίνει ότι συμφέρει πιο πολύ την Γερμανία. Συνεπώς, τα επιτόκια στην ζώνη του ευρώ είναι πολύ υψηλά για τις χώρες με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Αυτό για τους καταναλωτές των χωρών αυτών σημαίνει μείωση των θέσεων εργασίας και του διαθέσιμου εισοδήματος (λόγω του υψηλού κόστους δανεισμού) και αύξηση της ανεργίας. Άρα οι καταναλωτές των χωρών με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης πλήττονται από την συμμετοχή των χωρών τους στην ΟΝΕ.<sup>156</sup>

Για να κρίνουμε την πολιτική και τις ενέργειες που έκαναν οι ΕΚΤ και FED θα πρέπει επίσης να δούμε αν έδρασαν άμεσα και σωστά κατά το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης ή έδρασαν με χρονική υστέρηση που επιδείνωσε τα προβλήματα. Χρονική υστέρηση στη συνειδητοποίηση ενός προβλήματος είναι η περίοδος που μεσολαβεί μεταξύ της χρονικής στιγμής που εκδηλώνεται η διαταραχή και της χρονικής στιγμής όπου γίνεται αντιληπτό ότι απαιτείται παρέμβαση από τις δύο κεντρικές τράπεζες. Αυτή η χρονική υστέρηση θα ήταν «αρνητική» αν είχε προβλεφθεί η κρίση και είχαν ενεργοποιηθεί οι κατάλληλες παρεμβάσεις πριν αυτή εκδηλωθεί. Κάτι τέτοιο, δηλαδή η

---

<sup>155</sup> Paul ,De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης ,Αθήνα:Εκδόσεις Παπαζήση,2001, Σελ.32-35

<sup>156</sup> Paul ,De Grauwe, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης ,Αθήνα:Εκδόσεις Παπαζήση,2001, Σελ.41-42

πρόβλεψη της χρηματοπιστωτικής κρίσης δεν είχε συμβεί ώστε να ενεργοποιηθούν τα κατάλληλα μέτρα αποτροπής της, άρα δεν έχουμε «αρνητική» χρονική υστέρηση.<sup>157</sup>

Αναφορικά με τη FED αν και υπήρξε μια μικρή χρονική υστέρηση στη συνειδητοποίηση του προβλήματος, δεν υπήρξε χρονική υστέρηση στην ενεργοποίηση της πολιτικής της δηλαδή ο χρόνος που μεσολάβησε μεταξύ της απόφασης για παρέμβαση, εφόσον το πρόβλημα έγινε αντιληπτό, και της εφαρμογής των αποφάσεων που λήφθηκαν ως μέτρα αντίδρασης, ήταν άμεσος και καίριος.

Οι σημαντικότερες πράξεις νομισματικής πολιτικής της, όπως είδαμε, είναι οι πράξεις ανοιχτής αγοράς και οι μεταβολές του προεξοφλητικού επιτοκίου, και οι παρεμβάσεις με αυτές, χρονικά ταυτίστηκαν από τη στιγμή που λήφθηκε η σχετική απόφαση μέχρι την υλοποίηση της. Κάτι αντίστοιχο συνέβη με την ΕΚΤ με τη διαφορά ότι πέρασαν περίπου 3 μήνες το καλοκαίρι του 2008 για να γίνει αντιληπτό το πρόβλημα και το μέγεθος της κρίσης. Υπήρξε λοιπόν μια μεγαλύτερη χρονική υστέρηση στη συνειδητοποίηση του προβλήματος από ότι στις Η.Π.Α. αλλά από τη στιγμή που πάρθηκαν οι σχετικές αποφάσεις υλοποιήθηκαν εξίσου άμεσα από την ΕΚΤ όσο και από τη FED. Η κρίση όπως αναφέραμε ήδη παρομοιάζεται και συγκρίνεται μόνο με αυτή το 1929 τόσο σε μέγεθος όσο και σε επιπτώσεις, ενώ πολλοί μελετητές και αναλυτές υποστηρίζουν ότι είναι μεγαλύτερη. Όταν λοιπόν ξέσπασε ήταν δύσκολο να κατανοηθεί σε βάθος το μέγεθος της αλλά και ο αντίκτυπος που αυτή θα είχε παγκοσμίως, δικαιολογώντας εν μέρει την χρονική υστέρηση στην λήψη μέτρων και παρέμβασης από τις κεντρικές τράπεζες. Η κουβέντα σε παγκόσμιο επίπεδο για την ανάγκη ύπαρξης μηχανισμών πρόβλεψης, και αποτροπής αν αυτό είναι δυνατόν, των κρίσεων ξεκίνησε αφού τα αποτελέσματα της κρίσης αυτής ήταν ήδη ορατά, επώδυνα και αντιληπτά. Τόσο στην Ευρώπη όσο και στις Η.Π.Α., σε θεσμούς όπως οι G-20 δεσπόζει ο προβληματισμός για την πρόληψη και αποφυγή στο μέλλον παρόμοιων κρίσεων και βεβαίως λήψης των κατάλληλων μέτρων για την έξοδο από την υπάρχουσα κρίση. Τα επιτόκια στη FED είναι σε μηδενικά επίπεδα ενώ στην ΕΚΤ βρίσκονται στο 1% και σωστά όπως αποδεικνύεται και στις δύο περιπτώσεις. Η FED τυπώνει δολάρια για να χρηματοδοτεί τα κρατικά ελλείμματα και να στηρίζει τη ρευστότητα στην αγορά, αγοράζοντας κρατικά ομόλογα με στόχο την ανάπτυξη που θα βοηθήσει τα πράγματα προς το καλύτερο ενώ δεν αντιμετωπίζει το φόβο πληθωρισμού γιατί οι τιμές δεν αυξάνονται και η συνολική ζήτηση δεν έχει αυξηθεί σε βαθμό που να δημιουργούνται φόβοι για πληθωρισμό, ο οποίος πρέπει

---

<sup>157</sup> Rudiger Dornbusch Stanley Fischer, Μακροοικονομική, Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική 1993, Σελ. 552-554

να πούμε ότι αν αυξανόταν λίγο και ελεγχόμενα θα ήταν καλό σημάδι προς την κατεύθυνση του ξεπεράσματος της κρίσης και της οικονομικής ανάκαμψης, ακολουθούμενος στη συνέχεια και από μια μικρή αύξηση των επιτοκίων.

Βέβαια αυτά δεν τα βλέπουμε ακόμα γιατί είναι νωρίς και γιατί υπάρχει ο φόβος πρόωρης απόσυρσης της ρευστότητας και των μέτρων στήριξης που θα έχει πολύ δυσμενές αποτέλεσμα για το σύνολο της οικονομίας, όπως μας διδάσκει και η κρίση του 1929, όπου τα λάθος μέτρα τη λάθος στιγμή είχαν τα αποτελέσματα που γνωρίζουμε με το 25% του ενεργού πληθυσμού των Η.Π.Α. να βρίσκεται στην ανεργία το 1933, την πτώχευση 8.000 τραπεζών από το 1930 μέχρι το 1933.<sup>158</sup>

Όπως μας λέει ο Πωλ Κρούγκμαν, η Fed ,από εδώ και πέρα, έχει συγκεκριμένες κινήσεις που πρέπει να κάνει. Να αγοράσει περισσότερο ιδιωτικό χρέος και κρατικά ομόλογα μακράς ωρίμανσης, να ρίξει τα μακροχρόνια επιτόκια ανακοινώνοντας την πρόθεσή της να κρατήσει χαμηλά τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια και να αυξήσει τον μεσοπρόθεσμο στόχο της για τον πληθωρισμό, κάνοντας τις επιχειρήσεις να μη θεωρούν τόσο ελκυστική τη διατήρηση των διαθέσιμων μετρητών τους σε αδράνεια. Το σημαντικό ερώτημα είναι αν η ανάπτυξη γίνεται αρκετά γρήγορα για να μπορέσει να συγκρατήσει την ανεργία που έχει φθάσει στα ύψη. Οι Η.Π.Α. χρειάζονται περίπου ρυθμό ανάπτυξης 2,5% μόνο και μόνο για να συγκρατήσουν την άνοδο της ανεργίας και πολύ πιο γρήγορους ρυθμούς για να τη μειώσουν σημαντικά, όμως η ανάπτυξη βρίσκεται κάπου ανάμεσα στο 1%-2%, με αρκετές πιθανότητες για περαιτέρω καθήλωσή της τους μήνες που θα ακολουθήσουν.<sup>159</sup>

Σχετικά με την Ευρώπη μας λέει ο Κρούγκμαν ότι στα χρόνια του εύκολου χρήματος οι μισθοί και οι τιμές των χωρών σε κρίση αυξάνονταν με πολύ γρηγορότερους ρυθμούς απ' ό,τι στην υπόλοιπη Ευρώπη. Τώρα που τα χρήματα δεν ρέουν πια, οι χώρες αυτές πρέπει να συμμαζέψουν τα κόστη. Αυτό όμως είναι πολύ δυσκολότερο να γίνει σήμερα απ' όσο ήταν όταν κάθε ευρωπαϊκή χώρα είχε το δικό της νόμισμα. Τότε τα κόστη μπορούσαν να συμμαζευτούν προσαρμόζοντας τις συναλλαγματικές ισοτιμίες- π.χ., η Ελλάδα μπορούσε να μειώσει τους μισθούς της σε σχέση με τους γερμανικούς μισθούς απλώς μειώνοντας την αξία της δραχμής σε σχέση με το γερμανικό μάρκο.

---

<sup>158</sup> Παναγιώτης Ρουμελιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009, σελ.307

<sup>159</sup> <http://www.nytimes.com/2010/08/27/opinion/27krugman.html?ref=columnists>



Τώρα που η Ελλάδα και η Γερμανία μοιράζονται το ίδιο νόμισμα, όμως, ο μοναδικός τρόπος για να μειωθούν τα ελληνικά κόστη είναι μέσω ενός συνδυασμού γερμανικού πληθωρισμού και ελληνικού αποπληθωρισμού. Και επειδή η Γερμανία δεν πρόκειται να δεχθεί τον πληθωρισμό, μένει ο αποπληθωρισμός. Το πρόβλημα είναι ότι ο αποπληθωρισμός- μείωση μισθών και τιμών - αποτελεί μια πολύ επίτονη διαδικασία. Περιλαμβάνει πάντα παρατεταμένη ύφεση με υψηλή ανεργία. Επίσης επιδεινώνει το πρόβλημα του χρέους, τόσο του δημόσιου όσο και του ιδιωτικού, επειδή τα εισοδήματα μειώνονται ενώ το βάρος του χρέους όχι. Εκφράζει επίσης ο Κρούγκμαν την άποψη ότι αν χρεοκοπήσει η Ελλάδα θα ακολουθήσουν και άλλες χώρες στην Ευρώπη και θα δημιουργηθεί ένα domino effect. Να προσθέσουμε εδώ ότι η οικονομική ύφεση (recession) είναι σύνθητος φαινόμενο, ενώ η μακροχρόνια ύφεση (depression)- το λεγόμενο και «κραχ»- πολύ σπάνιο.<sup>160</sup>

Στις 31 Αυγούστου 2010 η FED ανακοίνωσε ότι θα συνεχίσει να επενδύει σε μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα τροφοδοτώντας με ρευστότητα την αγορά, διατηρώντας τα επιτόκια της σε μηδενικά επίπεδα(0-0,25%) και στέλνοντας το μήνυμα ότι συνεχίζει να στηρίζει την οικονομική ανάπτυξη, χωρίς να αποκλείσει το ενδεχόμενο λήψης πιο δυναμικών μέτρων αν αυτό κριθεί απαραίτητο. Οι φόβοι για πτώση της οικονομικής ανάκαμψης και ανάπτυξης εξακολουθούν να υπάρχουν και έτσι κρίθηκε σκόπιμο η FED να κάνει την παρέμβαση της, κάνοντας σαφές ότι θα προχωρήσει σε επιπλέον κινήσεις όποτε κριθεί απαραίτητο στο άμεσο μέλλον.<sup>161</sup>

Έχοντας αναλύσει τις πολιτικές, τις επιλογές και τις αποφάσεις των δύο κεντρικών τραπεζών οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι έπραξαν σωστά, έχοντας εμπεδώσει το μάθημα από την κρίση του 1929, επιδιώκοντας την παροχή ρευστότητας στο σύστημα. Ίσως κατά ορισμένους αναλυτές και οικονομολόγους όπως π.χ. ο Κένεθ Ρογκόφ μια λύση από εδώ και πέρα για τις Η.Π.Α. θα ήταν να πληθωρίσουν περαιτέρω το χρέος τους, ελεγχόμενα, για να μειώσουν την πραγματική του αξία, και με προσοχή αργότερα να αποσύρουν την πλεονάζουσα ρευστότητα όταν η κρίση θα έχει περάσει αποφεύγοντας τον υπερβολικό πληθωρισμό, ενώ παράλληλα θα συνεχίσουν να λαμβάνουν μέτρα στην κατεύθυνση της τόνωσης της αγοράς, αναπτυξιακά, με ισχυρή πολιτική βούληση, για να αποφύγουν τον αποπληθωρισμό.<sup>162</sup> Επίσης οι Η.Π.Α. έχουν την ανάπτυξη του δημογραφικού τους

---

<sup>160</sup> <http://www.nytimes.com/2010/06/28/opinion/28krugman.html?ref=columnists> και <http://www.nytimes.com/2010/05/07/opinion/07krugman.html?ref=columnists>

<sup>161</sup> <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20100810.pdf>

<sup>162</sup> <http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoeff72/English>

κάτι που βοηθάει να «απορροφάται» το επιπλέον χρέος από την αύξηση του πληθυσμού τους . Ο ιδιωτικός τομέας είναι αυτός που αναμένεται να «σύρει το κάρο» και προς τα εκεί αναμένεται η στήριξη και πρωτοβουλίες, με συνδυασμό μέτρων δημοσιονομικών αλλά και νομισματικών που θα στοχεύουν τη βελτίωση της πραγματικής οικονομίας μέσα από το κατάλληλο μείγμα πολιτικών και επιλογών. Ο δημόσιος τομέας των κρατών έχει σωρεύσει υψηλά χρέη, ελλείμματα και θα πρέπει στη συνέχεια οι πολιτικές του να είναι ορθολογικές. Αυτό κάνει ακόμα επιτακτικότερη την ανάγκη συναίνεσης μέσα στους διεθνείς θεσμούς , καθώς και μια υψηλότερη κατά κεφαλήν καλλιέργεια όπως μας λέει και ο καθηγητής Γιανναράς<sup>163</sup>, ένα μέγεθος ποιοτικό και όχι ποσοτικό , δηλαδή ανθρώπους και πολίτες με γνώση, αντίληψη , παιδεία ,συμμετοχή και όχι αδιαφορία για τα κοινά προβλήματα, φορείς ποιότητας που θα αποτελέσουν ένα μεγάλο κοινωνικό κεφάλαιο το οποίο θα σηκώσει το βάρος της απειλοκής από την κρίση σε συνδυασμό βέβαια με τις ιδιωτικές, επιχειρηματικές πρωτοβουλίες και τις ορθές δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές , τόσο στην Ευρώπη όσο και τις Η.Π.Α. Ίσως επίσης , θα πρέπει να εξεταστεί σε βάθος χρόνου και πάλι η ιδέα του Keynes για ένα παγκόσμιο νόμισμα(το bancor) που είχε προτείνει στη συνδιάσκεψη του Bretton Woods. Τα κράτη στην περίπτωση αυτή δεν θα έπρεπε να έχουν ούτε μεγάλα πλεονάσματα ούτε μεγάλα ελλείμματα και θα δινόταν η δυνατότητα να μηδενίσουν τα χρέη τους ξεκινώντας... από την «αρχή».Μέχρι τότε όμως θα μπορούσε να εξελιχτεί σταδιακά το ΔΝΤ σε μια παγκόσμια κεντρική τράπεζα για να διασφαλίζει τη ρευστότητα σε περιόδους παγκόσμιας κρίσης, το διεθνές νομισματικό πλαίσιο θα μπορούσε να γίνει πολυπολικό ώστε να μην έχει μόνο το δολάριο ως νόμισμα αναφοράς αλλά και άλλα νομίσματα όπως το ευρώ, το γεν, το γουάν είτε ένα καλάθι νομισμάτων όπως είχε προτείνει η Κίνα το 2009 αλλά απέρριψαν οι Η.Π.Α.

Για να καταλήξουμε, αφού αναφέρθηκαν και αναλύθηκαν στοιχεία και μέτρα που λήφθηκαν καθώς και το ζήτημα της νομισματικής πολιτικής των κεντρικών τραπεζών, θα υποστηρίξουμε ότι μέσα στα πλαίσια της γεωοικονομίας, τα συμφέροντα των διαφόρων κρατών αλληλοεπηρεάζονται. Οι πολιτικές που ακολουθούν οι κεντρικές τράπεζες κρίνονται σε μεγάλο βαθμό σωστές και μόνο σε μικρές επί μέρους κινήσεις όπως ήδη αναφέραμε, μπορεί να ασκηθεί κριτική. Οι νομισματικές πολιτικές των κεντρικών τραπεζών θα πρέπει να ασκούνται επιδιώκοντας την αποφυγή του αποπληθωρισμού όσο διαρκεί η κρίση, στοχεύοντας σε σταθερότητα των τιμών όταν ξεπεραστεί η κρίση .Οι Η.Π.Α. ακολουθούν μια κεϋνσιανή θεωρητική προσέγγιση κατά τη διαδικασία της λήψης

---

<sup>163</sup> Χρήστος Γιανναράς ,Κατά Κεφαλήν Καλλιέργεια, η αντίσταση στην παρακμή, Αθήνα:Εκδόσεις ΙΑΝΟΣ,2010,ολόκληρο

αποφάσεων, ενώ περισσότερο μονεταριστική είναι η θεωρητική προσέγγιση που ακολουθεί η Ευρώπη.

Το ζητούμενο βρίσκεται στην ανάγκη επίτευξης συνεργασίας, συναίνεσης και πολυμερισμού των κοινών και αλληλένδετων προβλημάτων. Εξακολουθεί να υπάρχει ανάγκη για ένα κράτος ή ομάδα καρτών στο ρόλο του ηγέτη, όπου θα μπορέσει να ηγηθεί, να ακούσει, να αντιληφθεί τα προβλήματα της εποχής, να εμπνεύσει και να φέρει κάτι καινούργιο και καλύτερο, δείχνοντας ένα διαφορετικό δρόμο, σε παγκόσμιο ή τουλάχιστον σε περιφερειακό επίπεδο, εξασφαλίζοντας προστασία σε αυτούς που πραγματικά τη χρειάζονται, παράγοντας πολίτες με υψηλότερη κατά κεφαλήν καλλιέργεια, καλλιεργώντας έτσι τον κοινωνικό ιστό, ωθώντας τον σε οικονομικά, και όχι μόνο, ορθολογικές αποφάσεις που έχουν λείψει πάρα πολύ σήμερα. Η έλλειψη πιο ορθολογικών ανθρώπων, πολιτών και καταναλωτών, ευθύνεται σε σημαντικό βαθμό για την ύπαρξη της κρίσης, αφού δεν μπορούν να επιβεβαιώσουν καμία οικονομική θεωρία και να προσμετρηθούν με εγκυρότητα σε κανένα σχεδόν οικονομικό μοντέλο πρόβλεψης. Συνέπεια αυτού είναι το απρόβλεπτο, το οποίο φυσικά και πάντα θα χαρακτηρίζει τους ανθρώπους, αλλά ίσως όχι στο μεγάλο βαθμό της εποχής μας. Οι λάθος προβλέψεις είδαμε τελικά ότι κοστίζουν πολύ, τόσο οικονομικά, όσο πολιτικά και κοινωνικά. Όπως αναφέρει και ο επενδυτής George Soros στο βιβλίο του «Η οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της», η μη λειτουργία της θεωρίας της ορθολογικής συμπεριφοράς επηρέασε καιρίαια τη διαμόρφωση και εξέλιξη της κρίσης, αφού είχε δυσμενέστερες επιπτώσεις τόσο σε επιχειρηματίες και επενδυτές όσο και σε ιδιώτες, σε καταναλωτές αλλά και στον ίδιο τον δημόσιο τομέα των χωρών, στα ασφαλιστικά ταμεία. Η έλλειψη δυνατοτήτων ορθής πρόβλεψης δεν οφείλεται μόνο στα εσφαλμένα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν. Η επιδίωξη υψηλών αποδόσεων, κέρδους άρα και ρίσκου ήταν παράγοντες που έπαιξαν τεράστιο ρόλο στην κρίση. Όμως υπάρχει ο απρόβλεπτος ανθρώπινος παράγοντας, με την ετερότητα και τον υποκειμενισμό που διακρίνει τον κάθε άνθρωπο, τον κάθε πολίτη, τον κάθε επενδυτή που διαφορετικά αντιλαμβάνεται τη λειτουργία της αγοράς και κρίνει διαφορετικά ποιες κινήσεις και πράξεις είναι προς το συμφέρον του. Αυτές οι κινήσεις και πράξεις αλληλεπιδρώντας σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον, οδηγούν στην αβεβαιότητα και την αποτυχία πρόβλεψης. Αυτός είναι ο παράγοντας που σε συνδυασμό με τους υπόλοιπους που αναφέρθηκαν, δημιούργησαν ένα μείγμα σε μεγάλο βαθμό υπεύθυνο για τη σημερινή συστημική κρίση. Το δυσκολότερο σημείο, μας λέει ο Soros, είναι κάτω από ιδιαίτερες και ιδιαίζουσες συνθήκες, πριν ξεσπάσει μια κρίση, να ληφθούν και να αποκωδικοποιηθούν σωστά τα μηνύματα

από την ανθρώπινη συμπεριφορά είτε είναι επενδυτική είτε καταναλωτική είτε αφορά τη λήψη πολιτικών αποφάσεων, έτσι ώστε να μπορέσουμε να αποτρέψουμε την κρίση ή να μικρύνουμε τον αντίκτυπο και τις επιπτώσεις της , προσαρμόζοντας ανάλογα και τις δικές μας πράξεις <sup>164</sup>.

Επαναλαμβάνουμε ότι δεν υποστηρίζουμε σε καμία περίπτωση ότι μόνο η απρόβλεπτη ανθρώπινη φύση φταίει για την κρίση καθώς υπάρχουν και πολλοί παράγοντες με σημαντικότερο ίσως όλων, όπως αναφέραμε τη διάθεση για κερδοσκοπία από την ανάληψη υψηλού ρίσκου. Όμως επιλέγουμε να αναφέρουμε και να φωτίσουμε και αυτή την πλευρά του προβλήματος καθώς θεωρούμε ότι έχει ενδιαφέρον και δεν έχει τονιστεί ίσως όσο θα χρειαζόταν, οπότε παρουσιάζουμε έτσι και μια άλλη οπτική της κρίσης .

Μια σκέψη θα ήταν, σε μακροπρόθεσμο όμως ορίζοντα όπως είπαμε, ένα παγκόσμιο νόμισμα που θα μπορούσε να αλλάξει τις ισορροπίες και κυρίως τις παγκόσμιες ανισορροπίες. Οι παγκόσμιες ανισορροπίες υπάρχουν και όπως φαίνεται θα υπάρχουν γιατί όπως μας λέει ο καθηγητής Stiglitz, ένας απαραίτητος νόμος της διεθνούς λογιστικής είναι το άθροισμα όλων των ελλειμμάτων στον κόσμο θα πρέπει να ισούται με το άθροισμα όλων των πλεονασμάτων, οπότε θα πρέπει να κατηγορηθούν όχι μόνο τα κράτη που έχουν έλλειμμα αλλά και αυτά με πλεόνασμα. <sup>165</sup> Σχετική συζήτηση έγινε και γίνεται για τις Η.Π.Α. και την Κίνα, αλλά και την λειτουργία της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης , με τα πλεονάσματα της Γερμανίας και τα ελλείμματα των χωρών του Νότου της Ευρώπης και το πόσο αυτή η ανισορροπία επιδρά στη σταθερότητα του κοινού νομίσματος . Τα κράτη που εμφανίζουν πλεονάσματα θα πρέπει να καταναλώνουν περισσότερο και να αποταμιεύουν λιγότερο, ενώ αντίθετα τα κράτη με ελλείμματα θα πρέπει να καταναλώνουν λιγότερο και να αποταμιεύουν περισσότερο. Επίσης είναι σημαντικό για τα κράτη με ελλείμματα και μάλιστα μακροχρόνια, όπως για παράδειγμα η Ελλάδα, να καταφέρουν έστω και για μια χρονιά να παρουσιάσουν πρωτογενή πλεονάσματα στον προϋπολογισμό τους . Αυτό είναι σημαντικό γιατί πέρα από τα προφανή οικονομικά οφέλη για το κράτος , θα άλλαζε προς το θετικότερο το κλίμα τόσο στις διεθνείς αγορές όσο και μεταξύ των εταίρων του. Για να μπορέσει να λειτουργήσει μελλοντικά ένα παγκόσμιο νόμισμα δεν θα πρέπει να έχουμε πλεονασματικά ή ελλειμματικά κράτη με συσσωρευμένα χρέη.

---

<sup>164</sup> George Soros, Η Οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της , Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2008, ολόκληρο

<sup>165</sup> Η Μεγάλη Αυταπάτη, Joseph E. Stiglitz, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2003, Σελ. 383

Τσως επίσης θα χρειαζόταν μια άλλη δοσολογία στο μίγμα κράτος και αγορές, όπως αναφέρει ο Fukuyama, δοσολογία που δεν έχουμε βρει ακόμα. Στο βιβλίο του «Οικοδόμηση Κρατών» αναφέρεται σε έννοιες όπως το εύρος και η ισχύς ενός κράτους και στο πως αυτές επηρεάζουν την οικονομική ανάπτυξη, λέγοντας πως τη δεκαετία του '90 κυριάρχησε η άποψη ότι ένα κράτος με μικρή ισχύ και εύρος θα ήταν και το πιο αναπτυγμένο οικονομικά και αποτελεσματικό και οι αγορές θα αυτο-οργανωθούν, κυρίως μετά τη ύπαρξη από τη δεκαετία του '80 της Συναίνεσης της Ουάσιγκτον, παραγνωρίζοντας ίσως την ανάγκη ύπαρξης κατάλληλων θεσμών που θα στήριζαν την ισχύ ενός κράτους. Σήμερα αυτό έχει αλλάξει, καθώς μετά και το ξέσπασμα της κρίσης, θεωρείται προτιμότερο ένα κράτος να έχει ισχύ μεγάλη αλλά όχι μεγάλο εύρος. Όταν μιλάμε για εύρος του κράτους, εννοούμε το εύρος των κρατικών λειτουργιών, στόχων και δραστηριοτήτων που αναλαμβάνει να διεκπεραιώσει μια κυβέρνηση, ενώ με την ισχύ του κράτους, εννοούμε την ικανότητα των κρατών να καταστρώνουν και να εφαρμόζουν πολιτικές, να επιβάλλουν την τήρηση των νόμων με σαφήνεια και διαφάνεια. Οι δύο αυτοί όροι, εύρος και ισχύς, ορίζουν το βαθμό «κρατικότητας» μιας χώρας. Ακόμα αναζητούμε τον κατάλληλο, πιο λειτουργικό και ενδεδειγμένο βαθμό «κρατικότητας», με την επικρατούσα άποψη να είναι υπέρ της μεγαλύτερης ισχύος και του μικρότερου κρατικού εύρους.<sup>166</sup>

Προς την κατεύθυνση της εξόδου από την κρίση, μας λέει ο Giddens, θα πρέπει να ενεργοποιήσουμε τόσο τον ιδιωτικό όσο και το δημόσιο τομέα. Ο περίφημος «τρίτος δρόμος» της δεκαετίας του 1990 του Anthony Giddens,<sup>167</sup> συνδυάζοντας στοιχεία τόσο από την ελευθερία της οικονομίας της αγοράς όσο και από την κρατική ρύθμιση και παρέμβαση θα μπορούσε να δώσει πιθανόν λύσεις. Το ζητούμενο σήμερα θα ήταν να εφαρμοζόταν σύμφωνα με τη θεωρητική του σύλληψη λαμβάνοντας υπόψη τις διεθνείς συνιστώσες και μεταβλητές σε κοινωνικό, οικονομικό και πολιτικό επίπεδο.

Σήμερα επίσης γίνεται λόγος, ως προέκταση της παραπάνω σκέψης, για «τέταρτο δρόμο», που θα συνδυάζει την ελευθερία των αγορών με τον έλεγχο και ένα ρυθμιστικό πλαίσιο για την αποφυγή επανάληψης κρίσεων συστημικών, καθώς και τη δημοκρατική λειτουργία αγορών και θεσμών. Αυτά ζητούμενο είναι να υλοποιηθούν μέσα στο πλαίσιο της παγκόσμιας διακυβέρνησης καθώς τα προβλήματα είναι κοινά και αλληλένδετα περισσότερο από ποτέ, οπότε χρειάζονται τη συνεργασία

<sup>166</sup> FRANCIS FUKUYAMA, Οικοδόμηση Κρατών, Διακυβέρνηση και Παγκόσμια Τάξη στον 21<sup>ο</sup>

Αιώνα, Αθήνα: Εκδότικος Οργανισμός Λιβάνη, 2005, Σελ. 33-56

<sup>167</sup> Anthony Giddens, The Third Way, The Renewal of Social Democracy, Polity, Cambridge 1998, ολόκληρο

περισσότερο των διεθνών θεσμών. Σχετικές μάλιστα δηλώσεις για την ανάγκη του «τέταρτου δρόμου» έχουν γίνει και από τον πρωθυπουργό της Ελλάδας Γ. Παπανδρέου πρόσφατα στην αμερικανική εφημερίδα «Christian Science Monitor»<sup>168</sup>.

Ο χρόνος θα δείξει αν αυτές οι σκέψεις ενεργοποιηθούν και μπορούν να είναι λειτουργικές και αποτελεσματικές δικαιώνοντας τις προσδοκίες που καλλιεργούν. Αν δεν το κάνει, μακάρι να βρούμε έναν διαφορετικό και ίσως πιο λειτουργικό τρόπο επίλυσης των παγκόσμιων και περιφερειακών προβλημάτων, δημιουργώντας λιγότερες ανισότητες και ανισορροπίες. Εξάλλου να μην ξεχνάμε και τη «δημιουργική καταστροφή» κατά τον Schumpeter, η οποία μέσα από τις κρίσεις αναζωογονεί το καπιταλιστικό σύστημα, καθώς η ίδια η κρίση θεωρείται εγγενές στοιχείο του καπιταλιστικού συστήματος.

---

<sup>168</sup> <http://www.csmonitor.com/Commentary/Global-Viewpoint/2010/0810/Prime-minister-of-Greece-There-is-real-danger-in-global-austerity>

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

- 1) Αγγελόπουλος, Χρ.Παναγιώτης ,Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα Αγορές, Προϊόντα, Κίνδυνοι, Αθήνα :Εκδόσεις Αθ.Σταμούλης 2005
- 2) Απέργης, Νικόλαος ,Η ΟΝΕ και οι Μακροοικονομικές Πολιτικές στην Ευρωπαϊκή Ένωση στο Δημόπουλος Γ.-Μπαλτάς Ν. – Χασσίδ Ι. , Εισαγωγή στις Ευρωπαϊκές Σπουδές, Τόμος Β΄ ,Οικονομική Ολοκλήρωση και Πολιτικές,Αθήνα:Εκδόσεις Ι.Σιδέρης ,2001
- 3) Γιανναράς, Χρήστος, Κατά Κεφαλήν Καλλιέργεια, η αντίσταση στην παρακμή, Αθήνα:Εκδόσεις ΙΑΝΟΣ,2010
- 4) ΓΚΑΛΜΠΡΕΪΘ ,ΚΕΝΕΘ ΤΖΟΝ , Το Μεγάλο Κραχ του 1929, Αθήνα: «Νέα Σύνορα» Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2000
- 5) Γκόρτσος, Βλ. Χρήστος στο Προβόπουλος Γ. – Γκόρτσος Χρ. , Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον: Τάσεις και προοπτικές, Αθήνα: Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2004
- 6) Δρεττάκης , Γ. Μανόλης ,Από το Μάαστριχτ στο Άμστερνταμ και στο Ευρώ, Αθήνα:(Δημοσιεύσεις άρθρων)1999
- 7) Θεοδωρόπουλος, Θεόδωρος, Ευρώ: Η Μεγάλη Πρόκληση, Αθήνα:Εκδόσεις Σταμούλης ,2001
- 8) ΚΙΟΧΟΣ ,Α.Π. – ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ, Δ.Γ., Χρήμα- Πίστη- Τράπεζες, Αθήνα: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, 1997
- 9) Κρούγκμαν, Πωλ ,Η εποχή των μειωμένων προσδοκιών, Αθήνα: Εκδόσεις Πόλις, 1995
- 10) Κρούγκμαν ,Πωλ ,Η κρίση του 2008 και η επιστροφή των οικονομικών της ύφεσης, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2009
- 11) Μαλινδρέτου, Μ. Παύλου, Νομισματική Πολιτική, Αθήνα:Εκδόσεις Παπαζήση,2000
- 12) Παναγόπουλος , Γιάννης - Πελετίδης, Γιάννης, Βασιλεία ΙΙ: Περιγραφή και Συνέπειες για το Τραπεζικό Σύστημα, Αθήνα: Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών, 2007
- 13) Παπαδάκης ,Μ. Ιωάννης στο Προβόπουλος Γ.- Γκόρτσος Χρ., Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον, Τάσεις και Προοπτικές, Αθήνα: Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2004
- 14) ΠΟΛΑΝΥΙ, ΚΑΡΛ, Ο μεγάλος μετασχηματισμός, Αθήνα: Εκδόσεις Νησίδες, 2001

- 15) Προβόπουλος, Γεώργιος και Καπόπουλος, Παναγιώτης στο Προβόπουλος Γ. – Γκόρτσος Χρ., Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον, Τάσεις και Προοπτικές, Αθήνα: Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2004
- 16) Ρουμελιώτης, Β. Παναγιώτης, Ευρωπαϊκή Οικονομική Διακυβέρνηση, Αθήνα: Εκδόσεις Α..Α..Λιβάνη, 2005
- 17) Ρουμελιώτης, Β. Παναγιώτης, Παγκόσμια Διακυβέρνηση ή Ηγεμονική Παγκοσμιοποίηση; Αθήνα: Εκδόσεις Λιβάνη, 2002
- 18) Ρουμελιώτης, Παναγιώτης, Προς Έναν Πολυπολικό Κόσμο, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2009
- 19) Σαχινίδης, Φίλιππος, Χαρδούβελης, Γκίκας, Ευρώ: Ένα Νόμισμα για την Ευρώπη, Αθήνα: Εκδόσεις ΕΤΕ, 1998
- 20) Στεφάνου, Α. Κωνσταντίνος - Γκόρτσος, Βλ. Χρήστος, Διεθνές Οικονομικό Δίκαιο, Αθήνα: Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, 2005
- 21) Τσούκαλης, Λουκάς, Η Νέα Ευρωπαϊκή Οικονομία, Στο κατώφλι του 21<sup>ου</sup> αιώνα, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 1998
- 22) ΧΑΓΙΕΚ, Φ., Το Σύνταγμα της Ελευθερίας, Αθήνα: Εκδόσεις Καστανιώτη, 2008
- 23) Χαραλαμπίδης, Π. Μιχαήλ στο Προβόπουλος Γ.- Γκόρτσος Χρ., Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον, Τάσεις και Προοπτικές, Αθήνα: Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2004
- 24) Ψαλιδόπουλος, Μιχάλης, Σύγχρονες Ερμηνείες της Κρίσης του 1929: Επισκόπηση της Βιβλιογραφίας, Ανάπτυπο από τον τόμο Ίδρυμα Σάκη Καράγιωργα, Οι Λειτουργίες του Κράτους σε Περίοδο Κρίσης, Θεωρία και Ελληνική Εμπειρία, Αθήνα 1990
- 25) BAYE, R. MICHAEL – JANSEN, W. DENNIS, Money, Banking and Financial Markets: An Economics Approach, Houghton Mifflin Company, Boston: 1995
- 26) Dornbusch, Rudiger, Fischer, Stanley, Μακροοικονομική, Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική 1993
- 27) FUKUYAMA, FRANCIS, Οικοδόμηση Κρατών, Διακυβέρνηση και Παγκόσμια Τάξη στον 21<sup>ο</sup> Αιώνα, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2005,
- 28) Giddens, Anthony, The Third Way, The Renewal of Social Democracy, Polity, Cambridge: 1998



- 29) Gilpin, Robert, Η Πολιτική Οικονομία των Διεθνών Σχέσεων, Α' τόμος, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg, 1999
- 30) Gilpin, Robert, Η Πολιτική Οικονομία των Διεθνών Σχέσεων, Β' τόμος, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg, 1999
- 31) Gilpin, Robert, Η πρόκληση του παγκόσμιου καπιταλισμού, Η παγκόσμια οικονομία τον 21<sup>ο</sup> αιώνα, Αθήνα: Εκδόσεις Ποιότητα, 2002
- 32) Gilpin, Robert, Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία, Η διεθνής οικονομική τάξη, Αθήνα: Εκδόσεις Ποιότητα, 2002
- 33) Grauwe, De Paul, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001
- 34) HAYEK, A., F., New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas, Chicago: The University of Chicago Press, 1978
- 35) Heilbroner, L. Robert - Thurow, C. Lester, Για την Κατανόηση της Μακροοικονομικής, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση 1984
- 36) Hetzel, L. Robert., The Monetary Policy of the Federal Reserve: A History, Cambridge University Press, New York: 2008
- 37) KEYNES, MAYNARD, JOHN, Η Γενική Θεωρία της Απασχόλησης, του Τόκου και του Χρήματος, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2001
- 38) Mankiw, Gregory N., Μακροοικονομική Θεωρία, Αθήνα: Εκδόσεις Gutenberg, 2002
- 39) McAleese, Dermot, Οικονομική για Επιχειρησιακές Σπουδές, Ανταγωνισμός Μακροσταθερότητα και Παγκοσμιοποίηση, Αθήνα: Εκδόσεις Τυποθήτω Γιώργος Δαρδανός, 2005
- 40) Samuelson A. Paul, Nordhaus D. William, Οικονομική, Β' Τόμος, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση, 2000
- 41) Soros, George, Η Οικονομική κρίση του 2008 και η σημασία της, Αθήνα: Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη, 2008
- 42) Stiglitz, E. Joseph, Η Μεγάλη Αυταπάτη, Αθήνα: Εκδόσεις Λιβάνη, 2003

## **ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ**

### **ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

1) <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2008.pdf>

2) <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2009.pdf>

### **BLOOMBERG**

3) <http://www.bloomberg.com/news/2010-09-09/germany-s-push-to-delay-basel-capital-requirements-meets-u-s-opposition.html>

### **THE CHRISTIAN SCIENCE MONITOR**

4) <http://www.csmonitor.com/Commentary/Global-Viewpoint/2010/0810/Prime-minister-of-Greece-There-is-real-danger-in-global-austerity>

### **EKT**

5) <http://www.ecb.europa.eu/pub/mb/editorials/2010/html/mb100909.el.html>

### **FED**

6) <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20100810.pdf>

### **THE NEW YORK TIMES**

7) <http://www.nytimes.com/2010/05/07/opinion/07krugman.html?ref=columnists>

8) <http://www.nytimes.com/2010/06/28/opinion/28krugman.html?ref=columnists>

9) <http://www.nytimes.com/2010/08/27/opinion/27krugman.html?ref=columnists>

### **IN.GR**

10) <http://news.in.gr/economy/article/?aid=1231058982>

### **PROJECT SYNDICATE, A WORLD OF IDEAS**

11) <http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff72/English>

ΠΑΝΤΕΙΟ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ



002000109929