



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΔΙΕΘΝΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΑΙ  
ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

---

**ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΔΙΕΘΝΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗ  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**«Η τραπεζική κρίση στην Ιρλανδία και την  
Ισλανδία: μια συγκριτική μελέτη»**

**ΨΑΡΟΜΗΛΙΓΚΟΥ ΕΛΕΝΗ (Α.Μ. 1211Μ091)**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:  
ΜΑΣΤΡΟΓΙΑΝΝΗΣ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ**

**ΑΘΗΝΑ, ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2013**

***Δεν υπάρχει ευνοϊκός άνεμος γι' αυτόν που δεν ξέρει πού πηγαίνει.***  
Γουλιέλμος Β' της Οράγγης, 1650-1702, Κυβερνήτης Κάτω Χωρών

***Για να σωθεί η οικονομία, το κράτος πρέπει να προσλαμβάνει έναν εργάτη για να ανοίγει μια τρύπα και έναν άλλον εργάτη για να την κλείνει.***

**John Maynard Keynes, 1883-1946, Βρετανός οικονομολόγος**

# ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

|   |           |
|---|-----------|
| <b>ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΠΙΝΑΚΩΝ .....</b>   | <b>6</b>  |
| <b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....</b>   | <b>8</b>  |
| <b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 Θεωρητικό πλαίσιο – ορισμοί εννοιών .....</b>   | <b>11</b> |
| 1.1. Η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας.....   | 11        |
| 1.1.1. Η φύση των χρηματοοικονομικών κρίσεων .....  | 15        |
| 1.1.2. Ο Minsky και η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007. Εξηγεί η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας την πρόσφατη κρίση; ..... | 16        |
| 1.2. Ορισμοί. Πώς ορίζεται μια τραπεζική και πώς μια νομισματική κρίση; .....   | 18        |
| 1.2.1. Σύνδεση τραπεζικών και νομισματικών κρίσεων. Η τραπεζική οδηγεί στη νομισματική ή το αντίστροφο; .....                     | 20        |
| 1.2.2. Από την τραπεζική στη νομισματική κρίση .....  | 20        |
| 1.2.3. Από τη νομισματική στην τραπεζική κρίση .....  | 21        |
| 1.2.4. Η τρίτη άποψη: τα κοινά αίτια των τραπεζικών και των νομισματικών κρίσεων .....  | 21        |
| 1.3. Παράγοντες που οδηγούν στην εκδήλωση τραπεζικών και νομισματικών κρίσεων .....   | 24        |
| 1.4. Πολιτικές αντιμετώπισης των κρίσεων. Bagehot ή Bailout; .....  | 25        |
| 1.4.1. Bagehot. Η κλασική θεωρία για τον δανειστή έσχατης προσφυγής (Lender of Last Resort) .....                                 | 26        |
| 1.4.2. Οι βασικές θέσεις της θεωρίας του Bagehot. Πώς πρέπει να αντιμετωπίζει η Κεντρική Τράπεζα μια τραπεζική κρίση; .....       | 28        |
| 1.4.3. Bailout .....  | 31        |
| <b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 Οι οικονομικές συνθήκες πριν από την εκδήλωση της κρίσης του 2008 .....</b>   | <b>35</b> |
| 2.1. Ιρλανδία .....   | 35        |
| 2.1.1. Το οικονομικό προφίλ της Ιρλανδίας .....   | 36        |
| 2.1.2. Η «φούσκα» στην ιρλανδική αγορά ακινήτων .....   | 38        |
| 2.2. Ισλανδία .....   | 42        |
| 2.2.1. Η μεγέθυνση του τραπεζικού τομέα .....   | 42        |
| 2.2.2. Τα προειδοποιητικά σημάδια: η μίνι-κρίση του 2006 .....  | 44        |

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 Η εκδήλωση των τραπεζικών κρίσεων. Τα αίτια της κατάρρευσης των τραπεζών .....46**

3.1. Η ιρλανδική τραπεζική κρίση. Η φούσκα των ακινήτων και η εξάρτηση από τον διεθνή δανεισμό .....46

3.2. Η κατάρρευση των Ισλανδικών τραπεζών. Το χρονικό της εκδήλωσης μιας προαναγγεληθείσας κρίσης .....59

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 Αντιμετώπιση των κρίσεων σε Ιρλανδία-Ισλανδία .....66**

4.1. Ιρλανδία. Επιλογή Bailout .....66

4.1.1. Η ιρλανδική κυβέρνηση εγγυάται για το τραπεζικό σύστημα (blanket guarantee) .....66

4.1.2. Εξυγίανση των τραπεζών και απομόχλευση. Η δημιουργία της «κακής» τράπεζας NAMA (National Asset Management Agency) .....69

4.1.3. Η προσφυγή στο ΔΝΤ .....71

4.2. Ισλανδία. Επιλογή Bagehot .....74

4.2.1. Η έκτακτη νομοθεσία στον απόηχο της κατάρρευσης των τριών συστημικών τραπεζών .....74

4.2.2. Η προσφυγή στο ΔΝΤ .....77

4.3. Σύγκριση αντιμετώπισης των κρίσεων .....81

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 Εθνικό νόμισμα (κορώνα) και ευρώ. Ποιός ο ρόλος τους στην αντιμετώπιση της κρίσης; .....83**

5.1. Ποιά από τις δύο χώρες δείχνει να τα έχει καταφέρει καλύτερα; .....83

5.2. Συμμετοχή στην ΕΕ και την ONE ή όχι; Η Ιρλανδία, η Ισλανδία και οι σπόροι της κρίσης .....84

5.2.1. Το ευρώ, η Ιρλανδία και η κρίση Το ευρώ, η Ιρλανδία και η κρίση .....84

5.2.2. Ισλανδία: έπαιξε ρόλο το συναλλαγματικό της καθεστώς στην εκδήλωση της κρίσης; Θα είχε αποφευχθεί η τραπεζική κρίση, αν η Ισλανδία αποτελούσε μέλος της ΕΕ και της ONE; .....86

5.3. Το ξέσπασμα της κρίσης. Οι συνέπειες από τη συμμετοχή ή μη στην ΕΕ και την ONE .....87

5.3.1. Λειτουργήσε η ΕΕ ως «καταφύγιο» για την Ιρλανδία μετά την εκδήλωση της κρίσης; .....87

5.3.2. Η μη συμμετοχή της Ισλανδίας σε ΕΕ και ONE έπαιξε ρόλο στον τρόπο με τον οποίο εξελίχθηκε η κρίση; .....89

|  |            |
|--|------------|
| 5.4. Εσωτερική ή εξωτερική υποτίμηση; Ποιό από τα δύο συναλλαγματικά καθεστώτα συνέβαλε στην αποτελεσματικότερη ανταπόκριση στην κρίση και την αντιμετώπισή της; ..... | <b>90</b>  |
| 5.4.1. Το ευρώ και η Ιρλανδία .....  | <b>90</b>  |
| 5.4.2. Η Ισλανδία ανακτά την ανταγωνιστικότητά της μέσω της υποτίμησης της κορώνας .....   | <b>92</b>  |
| 5.5. Η πορεία προς την ανάκαμψη. Προκλήσεις και προοπτικές. Ποιά από τις δύο υπό εξέταση χώρες έχει καλύτερα αποτελέσματα; .....                                       | <b>95</b>  |
| <b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....</b>  | <b>107</b> |
| <b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>  | <b>111</b> |

# ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΠΙΝΑΚΩΝ

## Διαγράμματα

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Διάγραμμα 1</b> Τραπεζικός δανεισμός προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ τα έτη 1997 και 1998 .....       | <b>39</b> |
| <b>Διάγραμμα 2</b> Δανεισμός στον ιδιωτικό τομέα και καταθέσεις των ιρλανδικών τραπεζών ως ποσοστό του ΑΕΠ (1992-2009) ..... | <b>40</b> |
| <b>Διάγραμμα 3</b> Αξία των ιρλανδικών σπιτιών συγκριτικά με τα ετήσια εισοδήματα (1980-2009) .....                          | <b>41</b> |
| <b>Διάγραμμα 4</b> Αύξηση του ενεργητικού και της μόχλευσης των ιρλανδικών τραπεζών .....                                    | <b>44</b> |
| <b>Διάγραμμα 5</b> Νομισματική σύνθεση υποχρεώσεων των ιρλανδικών τραπεζών.....  | <b>45</b> |
| <b>Διάγραμμα 6</b> Μακροπρόθεσμα επιτόκια 1997-2008.....   | <b>47</b> |
| <b>Διάγραμμα 7</b> Χαλάρωση περιόδου αποπληρωμής δανείων .....   | <b>48</b> |
| <b>Διάγραμμα 8</b> Ραγδαία αύξηση στις τιμές των κατοικιών .....   | <b>49</b> |
| <b>Διάγραμμα 9</b> Ολοκληρώσεις κατοικιών 1975-2010.....   | <b>50</b> |
| <b>Διάγραμμα 10</b> Ποσοστό απασχόλησης στον κατασκευαστικό τομέα .....  | <b>50</b> |
| <b>Διάγραμμα 11</b> Εξάρτηση από τον κατασκευαστικό τομέα. Ολοκληρώσεις κατοικιών ανά έτος .....                             | <b>51</b> |
| <b>Διάγραμμα 12</b> Αύξηση πιστώσεων .....   | <b>52</b> |
| <b>Διάγραμμα 13</b> Αύξηση δανεισμού των ιρλανδικών τραπεζών .....   | <b>53</b> |
| <b>Διάγραμμα 14</b> Αύξηση της ανεργίας.....   | <b>54</b> |
| <b>Διάγραμμα 15</b> Δανεισμός ιρλανδικών τραπεζών .....  | <b>57</b> |
| <b>Διάγραμμα 16</b> Ρυθμός μεταβολής των μισθών σε πέντε ευρωπαϊκές χώρες.....   | <b>59</b> |
| <b>Διάγραμμα 17</b> Δημόσιες δαπάνες και έσοδα στην Ιρλανδία .....   | <b>72</b> |
| <b>Διάγραμμα 18</b> Νομισματική κρίση στην Ισλανδία .....  | <b>78</b> |
| <b>Διάγραμμα 19</b> Η υποτίμηση της κορώνας συμβάλλει στην αύξηση της ιρλανδικής ανταγωνιστικότητας .....                    | <b>94</b> |
| <b>Διάγραμμα 20</b> Πληθωρισμός σε Ισλανδία-Ιρλανδία.....  | <b>95</b> |
| <b>Διάγραμμα 21</b> ΑΕΠ Ιρλανδία-Ισλανδία 2007-2012 .....  | <b>96</b> |
| <b>Διάγραμμα 22</b> Ποσοστό ανεργίας Ιρλανδία-Ισλανδία 2007-2012.....  | <b>97</b> |
| <b>Διάγραμμα 23</b> Εξαγωγές ως ποσοστό του ΑΕΠ Ιρλανδία-Ισλανδία 2006-2011 .....  | <b>98</b> |

|  |            |
|--|------------|
| <b>Διάγραμμα 24</b> Ονομαστικοί μισθοί Ιρλανδία-Ισλανδία 2008-2012 ..... | <b>98</b>  |
| <b>Διάγραμμα 25</b> Ιρλανδικά και ισλανδικά CDS 2008-2011 .....          | <b>99</b>  |
| <b>Διάγραμμα 26</b> Πορεία προς την ανάκαμψη 2007-2013 .....             | <b>101</b> |
| <b>Διάγραμμα 27</b> Αύξηση του ΑΕΠ .....                                 | <b>102</b> |
| <b>Διάγραμμα 28</b> Ποσοστό ανεργίας .....                               | <b>102</b> |
| <b>Διάγραμμα 29</b> Δημοσιονομικό ισοζύγιο .....                         | <b>103</b> |
| <b>Διάγραμμα 30</b> Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών .....                  | <b>103</b> |
| <b>Διάγραμμα 31</b> Επένδυση .....                                       | <b>104</b> |
| <b>Διάγραμμα 32</b> Κατανάλωση .....                                     | <b>104</b> |
| <b>Διάγραμμα 33</b> Headline Inflation .....                             | <b>105</b> |
| <b>Διάγραμμα 34</b> Core Inflation .....                                 | <b>105</b> |
| <b>Διάγραμμα 35</b> Αύξηση όγκου εισαγωγών .....                         | <b>106</b> |
| <b>Διάγραμμα 36</b> Αύξηση όγκου εξαγωγών .....                          | <b>106</b> |

### **Πίνακες**

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Πίνακας 1</b> Φερεγγυότητα ισλανδικών τραπεζών .....   | <b>66</b> |
| <b>Πίνακας 2</b> Συγκριτικές προβλέψεις για βασικά οικονομικά μεγέθη σε Ιρλανδία και Ισλανδία ..... | <b>92</b> |
| <b>Πίνακας 3</b> Μείωση στις τιμές των ακινήτων στην Ισλανδία .....                                 | <b>94</b> |

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στον απόηχο της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 το τραπεζικό σύστημα τόσο στην Ιρλανδία όσο και στην Ισλανδία κατέρρευσε. Η περίοδος της ραγδαίας οικονομικής ανάπτυξης που γνώρισαν τα προηγούμενα χρόνια τερματίστηκε με την χρεοκοπία του αμερικανικού επενδυτικού κολοσσού Lehman Brothers το φθινόπωρο του 2008.

Η διάχυση της κρίσης στην ευρωζώνη κατέδειξε τις αδυναμίες του ευρωπαϊκού οικοδομήματος. Η διαχείρισή της αποδείχτηκε ανεπίλυτος «γρίφος» για τους Ευρωπαίους ηγέτες και την ΕΚΤ. Η περιφερειακές οικονομίες της ευρωζώνης (Ελλάδα, Ισπανία, Ιρλανδία, Πορτογαλία) έγιναν τα πρώτα «θύματα». Η εμπλοκή του ΔΝΤ (παρά τη σφοδρή κριτική που δέχτηκε στο παρελθόν για μια σειρά «ατυχών» επιλογών στην κρίση της Νοτιοανατολικής Ασίας το 1997) έμοιαζε για τους Ευρωπαίους αξιωματούχους μονόδρομος.

Το θέμα της παρούσας εργασίας, η εκδήλωση των τραπεζικών κρίσεων στην Ιρλανδία και την Ισλανδία το 2008 και ο τρόπος διαχείρισής τους, παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για μια σειρά από λόγους.

➤ Πρώτον γιατί ενώ το πρόβλημα –η κατάρρευση των τραπεζών– ήταν κοινό και για τις δύο χώρες, οι δρόμοι που ακολούθησαν για την αντιμετώπιση της κρίσης ήταν εκ διαμέτρου αντίθετοι. Η Ιρλανδία επέλεξε να ακολουθήσει τη «συμβατική σοφία» και να διασώσει τις τράπεζές της με δημόσιο χρήμα. Η Ισλανδία ακολούθησε τον «ανορθόδοξο» δρόμο· εγγυήθηκε μόνο για τις εγχώριες καταθέσεις, αφήνοντας τις παλιές τράπεζες να χρεοκοπήσουν.

➤ Δεύτερον, γιατί ενώ και οι δύο χώρες προσέφυγαν στο ΔΝΤ, τα Μνημόνια που κλήθηκαν να εφαρμόσουν είχαν πολύ διαφορετικούς προσανατολισμούς. Αυτό της Ιρλανδίας –προσανατολισμένο στη σκληρή δημοσιονομική προσαρμογή και στις μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας– αποδείχτηκε ιδιαίτερα επώδυνο, ενώ σε αυτό της Ισλανδίας το πρόγραμμα του ΔΝΤ επέτρεψε αυτή τη φορά τον έλεγχο στην κίνηση κεφαλαίων (σε αντίθεση με την κρίση στη Νοτιοανατολική Ασία) και έθεσε στο επίκεντρο του προγράμματος τη σταθεροποίηση της κορώνας και την ανοικοδόμηση του τραπεζικού τομέα.

➤ Τρίτον, γιατί ενώ η εμπειρία της Ιρλανδίας είναι συνυφασμένη με τη συμμετοχή της στην ΕΕ και την ΟΝΕ, η Ισλανδία παραδοσιακά

χαρακτηρίζεται από πνεύμα ευρωσκεπτικισμού και διατηρεί το εθνικό της νόμισμα. Παρουσιάζει λοιπόν ενδιαφέρον να διερευνηθεί κατά πόσο η απώλεια του εργαλείου της νομισματικής πολιτικής και του εκδοτικού δικαιώματος επηρεάζει την ευχέρεια αντίδρασης μιας χώρας στην κρίση.

Ως θεωρητικό πλαίσιο της εργασίας επελέγη η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας (Financial Instability Hypothesis) που διατυπώθηκε από τον Hyman Minsky. Η παραδοχή ότι εγγενές χαρακτηριστικό της καπιταλιστικής οικονομίας είναι η εκδήλωση χρηματοπιστωτικών κρίσεων, ότι αυτή δηλαδή δεν χαρακτηρίζεται από σταθερότητα (μετάβαση μετά από μια περίοδο παρατεταμένης ευημερίας από τη σταθερότητα στην αστάθεια και την κρίση), φαίνεται να ταιριάζει στην περίπτωση των δύο υπό εξέταση χωρών. Εξετάζεται επίσης και η κλασική θεωρία για τον δανειστή έσχατης ανάγκης (δηλαδή την Κεντρική Τράπεζα και πώς αυτή πρέπει να δρα σε περιπτώσεις κρίσεων), όπως αυτή διατυπώθηκε από τον οικονομολόγο και εκδότη του βρετανικού «Economist», Walter Bagehot, στο έργο του «Lombard Street» (1873).

Με αφετηρία τη βασική παραδοχή της υπόθεσης της χρηματοπιστωτικής αστάθειας του Minsky –ότι εγγενές χαρακτηριστικό της καπιταλιστικής οικονομίας είναι η εκδήλωση χρηματοπιστωτικών κρίσεων- σε συνδυασμό με τη χρηματοπιστωτική καινοτομία (financial innovation) που έχει κυριαρχήσει τις τελευταίες δεκαετίες και της οποίας γινόμαστε μάρτυρες (παράγωγα προϊόντα κλπ) και την πλήρη απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, θα επιχειρήσουμε να αναδείξουμε τους εναλλακτικούς τρόπους αντιμετώπισης των κρίσεων.

Θα λέγαμε λοιπόν ότι στο πλαίσιο της εργασίας, δύο εναλλακτικές πολιτικές επιλογές για την αντιμετώπιση μιας κρίσης αναμετρώνται και συγκρούονται. Από τη μία πλευρά είναι η επιλογή της μη διάσωσης των προβληματικών τραπεζών από το κράτος («επιλογή Bagehot») και από την άλλη αυτή της διάσωσης του τραπεζικού συστήματος (bailout).

Σκοπός της εργασίας είναι να απαντηθεί το ερώτημα: ποιά από τις δύο χώρες πέντε χρόνια μετά το ξέσπασμα των τραπεζικών κρίσεων δείχνει να τα έχει καταφέρει καλύτερα; Επιβραβεύτηκε –και μάλιστα από τον αυστηρότερο κριτή, δηλαδή τις αγορές- ο «ορθόδοξος» δρόμος του «καλού μαθητή» της ευρωζώνης, της Ιρλανδίας, ή ο «ανορθόδοξος» δρόμος της Ισλανδίας;

Η διάρθρωση της εργασίας έχει ως εξής: Αποτελείται από δύο μέρη: το πρώτο μέρος που είναι το θεωρητικό και το δεύτερο που είναι η ανάλυση του υπό εξέταση θέματος.

➤ **Στο πρώτο** κεφάλαιο αναπτύσσεται το θεωρητικό πλαίσιο, η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Γίνεται επίσης αναφορά στην κλασική θεωρία του δανειστή έσχατης ανάγκης (Bagehot), αλλά και στα στάδια που περιλαμβάνει η επιλογή της διάσωσης των τραπεζών.

➤ **Στο δεύτερο** κεφάλαιο γίνεται μια ιστορική αναδρομή στο οικονομικό προφίλ των δύο χωρών από τις τελευταίες δεκαετίες μέχρι και πριν το ξέσπασμα της κρίσης.

➤ **Στο τρίτο** κεφάλαιο αναλύεται ενδελεχώς ο τρόπος με τον οποίο ξέσπασε η τραπεζική κρίση στην Ιρλανδία και την Ισλανδία, αλλά και ποιοί ήταν οι λόγοι που οδήγησαν σε αυτήν.

➤ **Στο τέταρτο** κεφάλαιο αναφερόμαστε στις δύο εκ διαμέτρου αντίθετες πολιτικές αντιμετώπισης της κρίσης που υιοθετήθηκαν από τις δύο χώρες, αλλά και στα Μνημόνια που κλήθηκαν να εφαρμόσουν.

➤ **Στο πέμπτο** και τελευταίο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στα διαφορετικά συναλλαγματικά καθεστώτα που έχουν υιοθετήσει Ιρλανδία και Ισλανδία, στο κατά πόσο η συμμετοχή στην ΕΕ και την ΟΝΕ λειτουργεί ως «καταφύγιο» για μια μικρή ανοιχτή οικονομία σε περιόδους κρίσεων, ενώ μέσω διαγραμμάτων για τα βασικά μακροοικονομικά στοιχεία των δύο χωρών θα προσπαθήσουμε να απαντήσουμε στο βασικό ερώτημα της εργασίας: ποιά από τις δύο χώρες φαίνεται να ακολούθησε τον σωστό δρόμο για την αντιμετώπιση της κρίσης; Η εργασία ολοκληρώνεται με την εξαγωγή κάποιων πρώιμων συμπερασμάτων.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 Θεωρητικό πλαίσιο – ορισμοί εννοιών

## 1.1 Η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας.

Η θεώρηση του Minsky για τη φύση των αγορών, όπως διατυπώθηκε στη μελέτη του, “The Financial Instability Hypothesis”, αντέκρουε την κυρίαρχη άποψη, η οποία διατυπωνόταν από κλασικούς οικονομολόγους, όπως ο Adam Smith. Για τον Minsky, η οικονομία κάθε άλλο παρά ένα σταθερό σύστημα αποτελεί. Αντιθέτως, η βασική θέση της υπόθεσης της χρηματοπιστωτικής αστάθειας που διατύπωσε ο Minsky είναι ότι οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι εγγενές στοιχείο του καπιταλιστικού συστήματος.<sup>1</sup> Μάλιστα, κατά τον Minsky, η εκδήλωσή τους είναι αναπόφευκτη και η πορεία τους προβλέψιμη.<sup>2</sup>

Εφόσον λοιπόν η οικονομία δεν είναι εγγενώς σταθερή, σύμφωνα με τον Minsky, τί είναι αυτό που καθορίζει το πόσο σταθερή η ασταθής είναι; Σύμφωνα με την υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας, αυτό εξαρτάται απόλυτα από τις χρηματοοικονομικές θέσεις των επιμέρους οικονομικών μονάδων μέσα στο σύστημα.<sup>3</sup> Κυρίαρχη θέση στην υπόθεση Minsky περί χρηματοοικονομικής αστάθειας έχει η πρακτική της χρηματοδότησης των μονάδων από τα τραπεζικά ιδρύματα, με σκοπό την επίτευξη κέρδους.<sup>4</sup> Με ποιόν τρόπο όμως η πολιτική της χρηματοδότησης που ακολουθούν οι τράπεζες μπορεί να επηρεάσει τη σταθερότητα της οικονομίας, σύμφωνα με την υπόθεση της χρηματοοικονομικής αστάθειας; Ο Minsky διακρίνει τρεις διαφορετικές χρηματοδοτικές δομές, καθεμία από τις οποίες οδηγεί σε διαφορετικό βαθμό αστάθειας την οικονομία.<sup>5</sup> Αυτές είναι οι εξής:

1. **Αντιστάθμιση (hedge financing).** Στην κατηγορία αυτή υπάγονται οι οικονομικές μονάδες, οι οποίες είναι σε θέση να αποπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους (τόσο το κεφάλαιο όσο και τους τόκους), χωρίς να χρειάζεται να καταφύγουν σε νέο δανεισμό.<sup>6</sup> Πιο συγκεκριμένα, στην περίπτωση αυτή, σε κάθε δεδομένη χρονική

---

<sup>1</sup> Βλ. Gilpin Robert, *Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία, Η διεθνής οικονομική τάξη*, Εκδόσεις Ποιότητα, Αθήνα 2007.

<sup>2</sup> Στο ίδιο.

<sup>3</sup> Βλ. Minsky Hyman, “The Financial Instability Hypothesis”, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, May 1992.

<sup>4</sup> Στο ίδιο.

<sup>5</sup> Στο ίδιο.

<sup>6</sup> Στο ίδιο.

στιγμή θεωρείται ότι οι δανειακές υποχρεώσεις της οικονομικής μονάδας (π.χ. επιχείρησης) δεν υπερβαίνουν τα αναμενόμενα έσοδα.<sup>7</sup>

2. **Κερδοσκοπία (speculative financing).** Στην κατηγορία αυτή υπάγεται η μονάδα εκείνη, της οποίας τα αναμενόμενα έσοδα δεν επαρκούν πλήρως για την αποπληρωμή των δανειακών υποχρεώσεων της.<sup>8</sup> Πιο συγκεκριμένα, στην περίπτωση αυτή, η οικονομική μονάδα είναι σε θέση να αποπληρώσει τους τόκους, όχι όμως και το αρχικό δάνειο.<sup>9</sup> Ως εκ τούτου, είναι υποχρεωμένη να καταφύγει σε νέο δανεισμό, προκειμένου να εξυπηρετήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.<sup>10</sup> Οι τράπεζες υπάγονται στην κατηγορία αυτή.

3. **Ponzi financing.** Για τις μονάδες “ponzi”, είναι απαραίτητο να αυξήσουν το χρέος τους, προκειμένου να μπορέσουν να εξυπηρετήσουν τις υποχρεώσεις τους.<sup>11</sup> Οι δανειολήπτες στην περίπτωση αυτή δεν είναι σε θέση να αποπληρώσουν ούτε τους τόκους ούτε το αρχικό δάνειο.<sup>12</sup> Τα αναμενόμενα έσοδα θεωρείται ότι σε κάθε δεδομένη στιγμή θα υπερβαίνουν τις υποχρεώσεις της οικονομικής μονάδας εξαιτίας των συσσωρευμένων ανεξόφλητων χρεών.<sup>13</sup> Η μονάδα “ponzi” μπορεί υπό τις συνθήκες αυτές είτε να πουλήσει στοιχεία του ενεργητικού της είτε να προχωρήσει σε περαιτέρω δανεισμό, προκειμένου να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις της (τόκοι και αρχικό δάνειο).<sup>14</sup>

Ο Minsky υποστηρίζει ότι ανάλογα με το ποιά είναι η μορφή χρηματοδότησης που κυριαρχεί σε μια οικονομία, αυτή η οικονομία μπορεί να

---

<sup>7</sup> Βλ. Minsky Hyman, “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”. Thames Papers in Policial Economy, 1978.

<sup>8</sup> Βλ. Minsky Hyman, “The Financial Instability Hypothesis”, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, May 1992.

<sup>9</sup> Βλ. Στο ίδιο.

<sup>10</sup> Βλ. Minsky Hyman, “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”. Thames Papers in Policial Economy, 1978.

<sup>11</sup> Στο ίδιο.

<sup>12</sup> Βλ. Minsky Hyman, “The Financial Instability Hypothesis”, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, May 1992.

<sup>13</sup> Βλ. Minsky Hyman, “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”. Thames Papers in Policial Economy, 1978.

<sup>14</sup> Βλ. Minsky Hyman, “The Financial Instability Hypothesis”, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, May 1992.

χαρακτηριστεί ως σταθερή, λιγότερο σταθερή ή ασταθής.<sup>15</sup> Από την ταξινόμηση που προηγήθηκε, γίνεται κατανοητό ότι η οικονομία χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη σταθερότητα στην πρώτη περίπτωση (hedge financing). Αντιθέτως, όσο περισσότερο κυριαρχούν σε μια οικονομία τόσο η κερδοσκοπική όσο και η “ρονζι” χρηματοδότηση, τόσο περισσότερο ασταθής μπορεί να χαρακτηριστεί η συγκεκριμένη οικονομία.<sup>16</sup>

Η οικονομία λοιπόν, σύμφωνα με τον Minsky, μπορεί να χαρακτηρίζεται είτε από απόλυτη σταθερότητα (όταν επικρατεί η χρηματοδότηση “hedge”), είτε από σχετική αστάθεια (όταν επικρατεί η χρηματοδότηση “speculative”) είτε από πλήρη αστάθεια (όταν επικρατεί η χρηματοδότηση “ronzi”). Όπως γίνεται κατανοητό, η οικονομική μονάδα “ronzi” είναι η περισσότερο επικίνδυνη καθότι εξαρτημένη από το δανεισμό.

Κεντρική λοιπόν ιδέα της υπόθεσης της χρηματοπιστωτικής αστάθειας είναι το φαινόμενο της μόχλευσης στην οικονομία, δηλαδή η αύξηση του χρέους αναλογικά με τα περιουσιακά στοιχεία ή το εισόδημα. Όσο υψηλότερη είναι η μόχλευση, τόσο μεγαλύτερη και η αστάθεια που χαρακτηρίζει μια οικονομία και επομένως είναι πιθανότερο να εκδηλωθεί μια χρηματοπιστωτική κρίση.

Η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας έχει δύο θεωρήματα. Αυτά είναι τα εξής:

1. η οικονομία είναι σταθερή κάτω από ορισμένα χρηματοδοτικά καθεστώτα, ενώ χαρακτηρίζεται από αστάθεια όταν βρίσκεται κάτω από κάποια άλλα χρηματοδοτικά καθεστώτα.<sup>17</sup>

2. μετά από περιόδους παρατεταμένης ευημερίας, η οικονομία μετατοπίζεται από την κατάσταση σταθερότητας σε αυτήν της αστάθειας.<sup>18</sup>

Το πρώτο αξίωμα της θεωρίας του Minsky αναλύθηκε παραπάνω. Το δεύτερο αξίωμα της υπόθεσης της χρηματοπιστωτικής αστάθειας, θα μπορούσαμε να πούμε ότι εκ πρώτης όψεως φαντάζει αντιφατικό. Πώς είναι δυνατόν η σταθερότητα και η παρατεταμένη ευημερία, από την οποία χαρακτηρίζεται μια οικονομία να αποτελεί την αιτία για την μετάβαση στην κατάσταση της αστάθειας; Με λίγα λόγια πώς μπορεί η σταθερότητα να προκαλεί τελικά αστάθεια;

---

<sup>15</sup> Βλ. Minsky Hyman, “The Financial Instability Hypothesis”, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, May 1992.

<sup>16</sup> Στο ίδιο.

<sup>17</sup> Στο ίδιο.

<sup>18</sup> Στο ίδιο.

Σύμφωνα με τον Minsky, μετά από μια παρατεταμένη περίοδο ευημερίας οι καπιταλιστικές οικονομίες τείνουν να μετατοπίζονται από τη χρηματοοικονομική δομή, στην οποία κυριαρχούν οι οικονομικές μονάδες-αντισταθμιστές (hedge units), στη χρηματοοικονομική εκείνη δομή, όπου επικρατούν οι οικονομικές μονάδες-κερδοσκοπικοί και οι οικονομικές μονάδες-ρονζι.<sup>19</sup> Ως εκ τούτου η ανάληψη δραστηριοτήτων (οι οποίες βασίζονται στον δανεισμό) με όλο και μεγαλύτερο ρίσκο μετατρέπει σταδιακά τις οικονομικές μονάδες “hedge” σε “speculative” και κατόπιν σε “ρονζι”. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα με την κυριαρχία των μονάδων “ρονζι” (οι οποίες είναι και οι περισσότεροι ευάλωτες σε πιθανές μεταβολές λόγω της μεγάλης εξάρτησής τους από τον δανεισμό) η οικονομία να καθίσταται περισσότερο ασταθής.<sup>20</sup>

Για ποιόν λόγο όμως λαμβάνει χώρα η μετατόπιση αυτή της καπιταλιστικής οικονομίας από την σταθερή κατάσταση, όπου επικρατούν οι οικονομικές μονάδες “hedge”, στις ασταθείς καταστάσεις, όπου επικρατούν οι οικονομικές μονάδες “speculative” και “ρονζι”; Η εξήγηση εντοπίζεται σε ψυχολογικούς παράγοντες. Πιο συγκεκριμένα, όσο το επίπεδο του χρέους σε μια οικονομία παραμένει σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, θεωρείται ότι αυτό δε συνιστά κίνδυνο για την οικονομία.<sup>21</sup> Με την πάροδο του χρόνου και όσο το χρέος συνεχίσει να θεωρείται ασφαλές, τα κριτήρια δανεισμού τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά χαλαρώνουν.<sup>22</sup> Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση του δανεισμού και κατ’ επέκταση την αύξηση της μόχλευσης.

Με τον τρόπο αυτό η οικονομία μεταβαίνει από τη σταθερότητα στην αστάθεια. Όταν οι δανειολήπτες συνειδητοποιούν ότι το επίπεδο του χρέους – συνεπώς και της μόχλευσης- έχει αυξηθεί σημαντικά και συνιστά πλέον κίνδυνο για την οικονομία, λαμβάνει χώρα η διαδικασία της απομόχλευσης (οι δανειολήπτες επιχειρούν να αποπληρώσουν τα χρέη τους).<sup>23</sup> Δεδομένου του υψηλού επιπέδου μόχλευσης της οικονομίας, η «στιγμή του Minsky» -είτε αυτή εμφανιστεί με τη μορφή ύφεσης ή με τη μορφή του σκασίματος μιας φούσκας στεγαστικών δανείων- δε θα αργήσει να έλθει.

---

<sup>19</sup> Βλ. Minsky Hyman, “The Financial Instability Hypothesis”, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, May 1992.

<sup>20</sup> Στο ίδιο.

<sup>21</sup> Βλ. Krugman Paul, *Τέλος στην ύφεση τώρα!* Εκδόσεις Πόλις, 2<sup>η</sup> έκδοση, Αθήνα 2012.

<sup>22</sup> Στο ίδιο.

<sup>23</sup> Στο ίδιο.

### 1.1.1. Η φύση των χρηματοοικονομικών κρίσεων.

Κατά τον Minsky λοιπόν, οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι εγγενή στοιχεία του καπιταλιστικού συστήματος, προβλέψιμες και με προδιαγεγραμμένη πορεία.

Υπάρχουν τέσσερα διακριτά στάδια. Κατά το πρώτο στάδιο, αυτό που ο Minsky ονομάζει «μετατόπιση» ή «εξωτερικό κλονισμό» της οικονομίας, είναι δυνατό να παρουσιαστεί η ευκαιρία αύξησης του κέρδους σε έναν σημαντικό οικονομικό τομέα, μειώνοντας ταυτόχρονα τις ευκαιρίες στους υπόλοιπους τομείς.<sup>24</sup> Οι επιχειρήσεις εκείνες, οι οποίες διαθέτουν τα μέσα σπεύδουν να επενδύσουν στο νέο αυτό τομέα της οικονομίας που προσφέρει πολλαπλάσια κέρδη και με τον τρόπο αυτό ξεκινά μια «επενδυτική έξαρση» ή «μανία» ή «φούσκα».<sup>25</sup>

Στο δεύτερο αυτό στάδιο της «επενδυτικής έξαρσης», η τάση για κερδοσκοπία που επικρατεί στην οικονομία αυξάνει την τιμή των αγαθών ή των χρηματοοικονομικών στοιχείων υψηλής ζήτησης.<sup>26</sup> Η άνοδος των τιμών προσελκύει και νέους επενδυτές λόγω των αυξημένων ευκαιριών κέρδους. Αυτό είναι το στάδιο της «ευφορίας», κατά το οποίο τόσο τα κέρδη όσο και οι επενδύσεις γνωρίζουν άνοδο.<sup>27</sup> Οι επενδυτές εγκαταλείπουν τη συνήθη συμπεριφορά τους και υπό το δέλεαρ των αυξημένων κερδών επενδύουν σε μια αγορά που χαρακτηρίζεται από επισφάλεια.<sup>28</sup>

Κάποια στιγμή όμως λαμβάνει χώρα η αντίστροφη διαδικασία. Σε ένα τρίτο στάδιο, κάποιοι από τους κερδοσκόπους οι οποίοι έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες, γνωρίζοντας ότι η αγορά έφτασε στο ζενίθ της, αρχίζουν να πωλούν τα υπερτιμημένα περιουσιακά τους στοιχεία.<sup>29</sup> Αυτή η «άτακτη φυγή» προκαλεί σε ένα ύστερο στάδιο τον χρηματοπιστωτικό πανικό, καθώς η μαζική και απότομη φυγή των επενδυτών προκαλεί πτώση των τιμών και τελικά το σκάσιμο της «φούσκας».<sup>30</sup> Η πιστωτική «ασφυξία» που συνήθως ακολουθεί λόγω της διακοπής εκ μέρους των τραπεζών της χορήγησης δανείων οδηγεί σε πιστωτική κρίση, η οποία μπορεί να εξελιχθεί σε ύφεση.<sup>31</sup>

<sup>24</sup> Βλ. Gilpin Robert, *Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία, Η διεθνής οικονομική τάξη*, Εκδόσεις Ποιότητα, Αθήνα 2007.

<sup>25</sup> Στο ίδιο.

<sup>26</sup> Στο ίδιο.

<sup>27</sup> Στο ίδιο.

<sup>28</sup> Στο ίδιο.

<sup>29</sup> Στο ίδιο.

<sup>30</sup> Στο ίδιο.

<sup>31</sup> Στο ίδιο.

### 1.1.2 Ο Minsky και η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007. Εξηγεί η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας την πρόσφατη κρίση;

Η κατά Minsky μετάβασή από το σταθερότερο σημείο, «hedge», στο λιγότερο σταθερό «speculative» και στο ασταθέστερο «ronzi» είναι ο λεγόμενος «βασικός κύκλος Minsky» (basic Minsky cycle),<sup>32</sup> κατά τον οποίο, όπως σημειώθηκε παραπάνω, οι οικονομικές μονάδες θεωρώντας ότι οι συνθήκες θα εξακολουθήσουν να είναι ευνοϊκές, υιοθετούν όλο και πιο ριψοκίνδυνες συμπεριφορές. Ο δεύτερος κύκλος Minsky (super-Minsky cycle) εκδηλώνεται παράλληλα με τον βασικό κύκλο και περιλαμβάνει περισσότερους βασικούς κύκλους.<sup>33</sup> Συνεπώς, ένας «super-Minsky cycle» έχει μεγαλύτερη χρονική διάρκεια από τον βασικό. Η οικονομία γνωρίζει πραγματικό πλήγμα, καθώς κατά τη διάρκεια του «super-Minsky cycle» αρχίζει η διαδικασία της διάβρωσης των δομών που θέτουν το κανονιστικό πλαίσιο της καπιταλιστικής οικονομίας.<sup>34</sup> Κατά τη διάρκεια του κύκλου αυτού η ανάληψη όλο και μεγαλύτερου ρίσκου (χρηματοπιστωτικές καινοτομίες, χρηματοπιστωτική απορρύθμιση) χαρακτηρίζει την οικονομία σε συνδυασμό με τη χαλάρωση του ρυθμιστικού πλαισίου.<sup>35</sup>

Η εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007 εκλήφθηκε από πολλούς αναλυτές ως μία «στιγμή Minsky», κατά την οποία όλο και περισσότεροι δανειολήπτες, οι οποίοι είχαν συσσωρεύσει χρέη κατά τη διάρκεια της «παρατεταμένης περιόδου ευημερίας», αντιλαμβάνονται ότι η φούσκα έφτασε στο ζενίθ της και προσπάθησαν να αποπληρώσουν τις συσσωρευμένες υποχρεώσεις τους.

Εξηγεί λοιπόν η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007; Για τους υποστηρικτές του Minsky (Kregel, Whalen και Wray) η κρίση του 2007 ήταν μια «στιγμή Minsky», καθώς κατά τα προηγούμενα χρόνια η αύξηση του δανεισμού και της ανάληψης όλο και μεγαλύτερου ρίσκου ήταν διαδεδομένη πρακτική.<sup>36</sup> Παρατηρήθηκαν και τα 3 στάδια : «hedge», «speculative» και «ronzi».

Αντιθέτως, οι πολέμιοι του Minsky, θεωρούν ότι η θεωρία εξηγεί ένα μόνο μέρος της κρίσης.<sup>37</sup> Υποστηρίζουν ότι η εκδήλωση της κρίσης πρέπει να ειδωθεί

<sup>32</sup> Βλ. Palley Thomas, "The Limits of Minsky's Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis", New America Foundation, Revised November 18, 2009.

<sup>33</sup> Στο ίδιο.

<sup>34</sup> Στο ίδιο.

<sup>35</sup> Στο ίδιο.

<sup>36</sup> Στο ίδιο.

<sup>37</sup> Στο ίδιο.

μέσα από ένα γενικότερο πλαίσιο, αυτό του νεοφιλελεύθερου οικονομικού μοντέλου, το οποίο έχει επικρατήσει από τη δεκαετία του 1980.<sup>38</sup> Αν όμως η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 ειδωθεί μέσα από την υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας του Minsky, αυτή ήταν προβλέψιμη (ως εγγενές χαρακτηριστικό της καπιταλιστικής οικονομίας).<sup>39</sup> Στην περίπτωση αυτή, σύμφωνα με την υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας, οι αλλαγές στο ίδιο το οικονομικό μοντέλο (νεοφιλελευθερισμός) δεν είναι απαραίτητες, καθώς οι ρίζες του προβλήματος δεν βρίσκονταν εκεί, αλλά στο ίδιο το καπιταλιστικό σύστημα. Πρέπει να διορθωθούν απλώς οι πρακτικές εκείνες που επικράτησαν κατά την περίοδο πριν από την εκδήλωση της κρίσης, όπως για παράδειγμα τα υψηλά επίπεδα μόχλευσης, η ανάληψη υπέρμετρων ρίσκων κλπ.

Αν όμως η εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007 ειδωθεί μέσα από τις νεομαρξιστικές θεωρίες, τότε η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας εξηγεί μόνο εν μέρει το ξέσπασμα της κρίσης.<sup>40</sup> Στη δεύτερη αυτή περίπτωση, εκτός από τις μεταρρυθμίσεις στο ίδιο το χρηματοπιστωτικό σύστημα, προκειμένου να αποφευχθεί μια κρίση στο μέλλον, θα πρέπει να αλλάξει και το οικονομικό μοντέλο. Η νεοφιλελεύθερη οικονομική θεωρία, η οποία κυριαρχεί τις τελευταίες δεκαετίες, είναι η βασική αιτία για το ξέσπασμα της κρίσης κατά τους νεομαρξιστές οικονομολόγους.<sup>41</sup>

Αντίστοιχη των συνθηκών που επικρατούσαν στην αμερικανική αγορά των στεγαστικών δανείων πριν από το σκάσιμο της φούσκας και την εκδήλωση της κρίσης του 2007, ήταν και η κατάσταση που επικρατούσε στην ιρλανδική στεγαστική αγορά. Και στην Ισλανδία όμως, ο υπέρμετρος διεθνής δανεισμός των εγχώριων τραπεζών συνετέλεσε στην εκδήλωση της τραπεζικής κρίσης. Η «παρατεταμένη περίοδος ευφορίας» είχε και για τις δύο χώρες παρέλθει. Η οικονομική επιτυχία των προηγούμενων χρόνων γέννησε την υπερβολή και αυτή με τη σειρά της την κρίση. Στο σημείο αυτό θα επανέλθουμε αναλυτικά στο δεύτερο μέρος της εργασίας. Ας δούμε όμως πριν προχωρήσουμε σε αυτό, μιας και ο βασικός άξονας της παρούσας εργασίας περιστρέφεται γύρω από τις τραπεζικές κρίσεις στην Ιρλανδία και την Ισλανδία, κάποιους ορισμούς για τις τραπεζικές και νομισματικές κρίσεις.

---

<sup>38</sup> Βλ. Palley Thomas, "The Limits of Minsky's Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis", New America Foundation, Revised November 18, 2009.

<sup>39</sup> Στο ίδιο.

<sup>40</sup> Στο ίδιο.

<sup>41</sup> Στο ίδιο.

## 1.2. Ορισμοί. Πώς ορίζεται μια τραπεζική και πώς μια νομισματική κρίση;

Σύμφωνα με τους Kaminsky και Reinhart, μια τραπεζική κρίση ξεκινά συνήθως ως εξής:

1. Εκδήλωση τραπεζικού πανικού. Αυτή οδηγεί σε κλείσιμο, συγχώνευση των προβληματικών τραπεζών ή και ανάληψη των δραστηριοτήτων τους από το δημόσιο.<sup>42</sup>

ή

2. Απουσία τραπεζικού πανικού. Οι προβληματικές τράπεζες κλείνουν ή συγχωνεύονται ή η κυβέρνηση παρεμβαίνει για να τις στηρίξει.<sup>43</sup>

Οι Asli Demirgüç-Kunt και Enrica Detragiache θεωρούν ότι μια κρίση μπορεί να εκληφθεί ως τραπεζική, στην περίπτωση που εμφανίζεται ένα από τα παρακάτω στοιχεία:

1. η αναλογία των μη εξυπηρετούμενων περιουσιακών στοιχείων προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων του τραπεζικού συστήματος να υπερβαίνει το 10%.<sup>44</sup>

2. το κόστος για τη διάσωση των προβληματικών τραπεζών να υπερβαίνει το 2% του ΑΕΠ.<sup>45</sup>

3. τα προβλήματα στον τραπεζικό τομέα να έχουν σα συνέπεια την ευρεία εθνοικοποίηση των τραπεζών που αντιμετώπιζαν προβλήματα.<sup>46</sup>

4. τραπεζικοί πανικοί, πάγωμα των καταθέσεων, γενικευμένες εγγυήσεις των καταθέσεων από την πλευρά της κυβέρνησης ως απάντηση στην κρίση.<sup>47</sup>

Ως συστημική χαρακτηρίζεται μια τραπεζική κρίση, υπό τις εξής προϋποθέσεις:

---

<sup>42</sup> Βλ. Kaminsky Graciela and Reinhart Carmen, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *The American Economic Review*, Vol. 89. No.3, June 1999.

<sup>43</sup> Στο ίδιο.

<sup>44</sup> Βλ. Demirgüç-Kunt Asli and Detragiache Enrica, "Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey", IMF Working Paper, May 2005.

<sup>45</sup> Στο ίδιο.

<sup>46</sup> Στο ίδιο.

<sup>47</sup> Στο ίδιο.

1. σημαντικές ενδείξεις οικονομικής δυσχέρειας στο τραπεζικό σύστημα (σημαντικοί χρηματοπιστωτικοί πανικοί, απώλειες στο τραπεζικό σύστημα).<sup>48</sup>

2. λήψη σημαντικών μέτρων εκ μέρους της κυβέρνησης ως «απάντηση» στις σημαντικές απώλειες του τραπεζικού συστήματος.<sup>49</sup>

Η κυβερνητική παρέμβαση θεωρείται σημαντική, αν τρία τουλάχιστον από τα έξι μέτρα που ακολουθούν έχουν ληφθεί.

1. εκτεταμένη υποστήριξη ρευστότητας (5% των καταθέσεων και των υποχρεώσεων στους μη κατοίκους)<sup>50</sup>

2. ανοικοδόμηση του τραπεζικού τομέα (το ακαθάριστο κόστος να είναι τουλάχιστον 3% του ΑΕΠ)<sup>51</sup>

3. σημαντικές εθνικοποιήσεις τραπεζών (το κράτος αποκτά την πλειοψηφία των μετοχών των συστημικά σημαντικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων)<sup>52</sup>

4. σημαντική παροχή εγγυήσεων (πλήρης εγγύηση όχι μόνο των καταθέσεων, αλλά και των υποχρεώσεων των τραπεζών)<sup>53</sup>

5. σημαντικές αγορές στοιχείων του ενεργητικού (τουλάχιστον 5% του ΑΕΠ)<sup>54</sup>

6. πάγωμα των καταθέσεων<sup>55</sup>

Για νομισματική κρίση γίνεται λόγος όταν η ισοτιμία του νομίσματος γνωρίσει μια ραγδαία υποτίμηση. Κατά τους Frankel και Rose αυτή πρέπει να είναι τουλάχιστον 25%,<sup>56</sup> ενώ ο Eichengreen προσθέτει ως προϋπόθεση και την

---

<sup>48</sup> Βλ. Luc Laeven and Fabián Valencia, "Systemic Banking Crises Database: An Update", IMF Working Paper, June 2012.

<sup>49</sup> Στο ίδιο.

<sup>50</sup> Στο ίδιο.

<sup>51</sup> Στο ίδιο.

<sup>52</sup> Στο ίδιο.

<sup>53</sup> Στο ίδιο.

<sup>54</sup> Στο ίδιο.

<sup>55</sup> Στο ίδιο.

<sup>56</sup> Βλ. Jeffrey Frankel and Andrew Rose, "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, Vol. 41, 1996.

κυβερνητική παρέμβαση για την αποτροπή μιας κερδοσκοπικής επίθεσης εναντίον του νομίσματος.<sup>57</sup>

### **1.2.1. Σύνδεση τραπεζικών και νομισματικών κρίσεων. Η τραπεζική οδηγεί στη νομισματική ή το αντίστροφο;**

Μπορεί μια τραπεζική κρίση να προκαλέσει μια νομισματική ή μια νομισματική προηγείται συνήθως της τραπεζικής κρίσης; Συνοψίζοντας τη σχετική βιβλιογραφία οι Kaminsky και Reinhart επισημαίνουν ότι και τα δύο ενδεχόμενα είναι πιθανά, ενώ υπάρχουν και υποστηρικτές της άποψης ότι οι δύο αυτοί τα τύποι κρίσεων μπορεί να μη λειτουργούν ως αιτία ο ένας για τον άλλον, αλλά να έχουν κοινές αιτίες.<sup>58</sup>

### **1.2.2. Από την τραπεζική στη νομισματική κρίση.**

Ο Obstfeld (1994) θεωρεί ότι ένα αδύναμο τραπεζικό σύστημα μπορεί να πυροδοτήσει μια νομισματική κρίση: αν οι κερδοσκόποι αναμένουν ότι οι πολιτικοί αξιωματούχοι στην προσπάθειά τους να περιορίσουν τις χρεοκοπίες και τις πιέσεις στο τραπεζικό σύστημα υιοθετήσουν τελικά την επιλογή της πληθωριστικής πολιτικής από το να σηκώσουν το κόστος της υπεράσπισης του εγχώριου νομίσματος.<sup>59</sup>

Οι Valesco και Calvo (1987) υποστηρίζουν ότι ένας τραπεζικός πανικός είναι πιθανό να οδηγήσει σε επίθεση εναντίον του νομίσματος.<sup>60</sup> Τα προβλήματα στην περίπτωση αυτή δημιουργούνται από την υπερβολική κυκλοφορία χρήματος στην αγορά, το οποίο τυπώνει η Κεντρική Τράπεζα στην προσπάθειά της να διασώσει τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που αντιμετωπίζουν προβλήματα.<sup>61</sup>

Ο Miller (1999) θεωρεί ότι η απόφαση της κυβέρνησης να υποτιμήσει το νόμισμα (που βρίσκεται σε καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας) είναι λογική σε περίπτωση χρηματοπιστωτικού πανικού.<sup>62</sup>

---

<sup>57</sup> Βλ. Jeffrey Frankel and Andrew Rose, "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, Vol. 41, 1996.

<sup>58</sup> Βλ. Kaminsky Graciela and Reinhart Carmen, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *The American Economic Review*, Vol. 89. No.3, June 1999.

<sup>59</sup> Βλ. Glick Reuven and Hutchison Michael, "Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?", presented at the Federal Reserve Bank of San Francisco. Pacific Basin Conference "Financial Markets in Emerging Markets", September 23-24, 1999.

<sup>60</sup> Στο ίδιο.

<sup>61</sup> Βλ. Kaminsky Graciela and Reinhart Carmen, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *The American Economic Review*, Vol. 89. No.3, June 1999.

<sup>62</sup> Βλ. Glick Reuven and Hutchison Michael, "Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?", presented at the Federal Reserve Bank of San Francisco. Pacific Basin Conference "Financial Markets in Emerging Markets", September 23-24, 1999.

### 1.2.3. Από τη νομισματική στην τραπεζική κρίση.

Υπάρχουν όμως και οι θιασώτες της αντίθετης άποψης: ότι δηλαδή οι νομισματικές κρίσεις αποτελούν συνήθως αιτία για την εκδήλωση τραπεζικών κρίσεων.

Για παράδειγμα τόσο ο James Stoker (1994) όσο και ο Fredric Mishkin (1996) θεωρούν ότι οι νομισματικές κρίσεις προηγούνται χρονικά και οδηγούν σε τραπεζικές κρίσεις.<sup>63</sup> Ο μεν πρώτος θεωρεί ότι μια εξωτερική διαταραχή, όπως η αύξηση των επιτοκίων διεθνώς είναι πιθανό να οδηγήσει σε τραπεζική κρίση, ιδίως αν πρόκειται για οικονομία με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία.<sup>64</sup> Δεδομένου ότι τα αποθεματικά της χώρας θα μειωθούν, η πιστωτική επέκταση θα περιοριστεί, νοικοκυριά και επιχειρήσεις θα χρεοκοπήσουν και η χρηματοπιστωτική κρίση δε θα αργήσει να εμφανιστεί.<sup>65</sup> Ο δε δεύτερος θεωρεί ότι μια υποτίμηση του νομίσματος μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα στις τράπεζες, ιδιαίτερα αν το μεγαλύτερο μέρος των υποχρεώσεών τους είναι εκφρασμένο σε ξένο νόμισμα.<sup>66</sup>

Τόσο οι Rojas-Suarez και Weisbrod (1995) όσο και ο Obstfeld (1994) θεωρούν ότι μια νομισματική κρίση μπορεί να είναι η αιτία για μια τραπεζική, αν επιλεχθεί η πολιτική της αύξησης των επιτοκίων για την αντιμετώπιση των πιέσεων στη συναλλαγματική ισοτιμία.<sup>67</sup>

### 1.2.4. Η τρίτη άποψη: τα κοινά αίτια των τραπεζικών και των νομισματικών κρίσεων.

Στη βιβλιογραφία διατυπώνεται όμως και η άποψη βάσει της οποίας, η μία κρίση δεν προηγείται της άλλης και δεν αποτελεί την αιτία της. Αντιθέτως, τα αίτια των κρίσεων είναι κοινά. Αυτά μπορεί να είναι:

1. Έλλειψη διεθνούς ρευστότητας. Οι Chang και Velasco (1999) υποστηρίζουν ότι ο ρόλος της διεθνούς ρευστότητας μπορεί να είναι καθοριστικός στην πυροδότηση μιας κρίσης. Ας υποθέσουμε ότι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της χώρας είναι πιθανό να υπερβαίνουν τα κεφάλαια που αυτή μπορεί να αντλήσει από τις διεθνείς αγορές βραχυπρόθεσμα. Από τη στιγμή που οι πιστωτές χάσουν την εμπιστοσύνη τους, σταματήσουν να αναχρηματοδοτούν το χρέος και απαιτούν την άμεση

<sup>63</sup> Βλ. Kaminsky Graciela and Reinhart Carmen, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *The American Economic Review*, Vol. 89. No.3, June 1999.

<sup>64</sup> Στο ίδιο.

<sup>65</sup> Στο ίδιο.

<sup>66</sup> Στο ίδιο.

<sup>67</sup> Στο ίδιο.

αποπληρωμή του (π.χ. Μεξικό, Βραζιλία), τα αποτελέσματα μόνο οδυνηρά μπορεί να είναι: κατάρρευση του νομίσματος ή του τραπεζικού συστήματος. Ή και των δύο.<sup>68</sup>

2. Απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Ο συνδυασμός της απορρύθμισης των χρηματοπιστωτικών αγορών κυρίως από τη δεκαετία του 1980 και μετά και των κινήτρων του ηθικού κινδύνου (*moral hazard*), τα οποία παρακινούν τις τράπεζες να αναλαμβάνουν όλο και μεγαλύτερα ρίσκα με σκοπό την αποκόμιση όλο και μεγαλύτερων κερδών, είναι πιθανό να αποτελέσει την αιτία για την εκδήλωση τόσο τραπεζικών όσο και νομισματικών κρίσεων. Οι McKinnon και Pill (1996, 1998) υποστηρίζουν ότι η απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών και οι εγγυήσεις που παρέχονται για τις καταθέσεις από την πλευρά της κυβέρνησης μπορεί να πυροδοτήσουν τη δημιουργία μιας τεράστιας φούσκας βασισμένης στον δανεισμό, η οποία θα καταλήξει τελικά σε μια τραπεζική και νομισματική κρίση.<sup>69</sup>

Οι Kaminsky και Reinhart (1999) υποστηρίζουν ότι ακριβώς επειδή το τρίτο αυτό σενάριο θέλει τις δύο κρίσεις να έχουν κοινά αίτια, «το ποιά από τις δύο θα εκδηλωθεί τελικά πρώτη, εξαρτάται από τις περιστάσεις».<sup>70</sup> Προκειμένου να θεμελιώσουν την άποψή τους αυτή, χρησιμοποιούν το παράδειγμα του Μεξικό που υιοθέτησε το 1987 ένα σχέδιο σταθεροποίησης του πληθωρισμού, βασισμένο στη συναλλαγματική ισοτιμία.<sup>71</sup> Τέτοιου είδους σχέδια, υποστηρίζουν, αναπτύσσουν τη δυναμική της δημιουργίας μιας καταναλωτικής φούσκας, η οποία χρηματοδοτείται από την εγχώρια πιστωτική επέκταση, αλλά και τον ξένο δανεισμό, ενώ συνοδεύεται από ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος.<sup>72</sup> Όταν ο διεθνής δανεισμός φτάσει σε τέτοιο υψηλό σημείο (συμβάλλοντας ταυτόχρονα στη διόγκωση του ελλείμματος), ώστε το μοντέλο αυτό να θεωρηθεί μη βιώσιμο, είναι πιθανό να λάβει χώρα μια

---

<sup>68</sup> Βλ. Glick Reuven and Hutchison Michael, "Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?", presented at the Federal Reserve Bank of San Francisco. Pacific Basin Conference "Financial Markets in Emerging Markets", September 23-24, 1999.

<sup>69</sup> Στο ίδιο.

<sup>70</sup> Βλ. Kaminsky Graciela and Reinhart Carmen, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *The American Economic Review*, Vol. 89. No.3, June 1999.

<sup>71</sup> Στο ίδιο.

<sup>72</sup> Στο ίδιο.

επίθεση σε ένα εθνικό νόμισμα.<sup>73</sup> Η μέχρι πρότινος μαζική εισροή κεφαλαίων θα δώσει τη θέση της σε μια απότομη φυγή κεφαλαίων από τη χώρα, ένδειξη της απώλειας της εμπιστοσύνης των επενδυτών.<sup>74</sup> Οι ζημιές στις αγορές περιουσιακών στοιχείων θα επηρεάσουν και την κατάσταση του τραπεζικού συστήματος.<sup>75</sup>

Θα λέγαμε λοιπόν, ότι οι αιτίες των τραπεζικών κρίσεων μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο ευρύτερες κατηγορίες:

1. αιτίες που σχετίζονται με το μακροοικονομικό περιβάλλον (εσωτερικό και εξωτερικό). Στο εσωτερικό, η υιοθέτηση μιας επεκτατικής νομισματικής πολιτικής μπορεί να οδηγήσει σε τραπεζική κρίση, αν χρειαστεί να ακολουθηθεί στη συνέχεια μια περιοριστική νομισματική πολιτική. Η φούσκα στις αγορές μετοχών και ακινήτων που δημιουργήθηκε από τον τραπεζικό δανεισμό κατά την περίοδο της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής θα δώσει τη θέση της στην πτώση των τιμών μετοχών και ακινήτων όταν η περιοριστική νομισματική πολιτική κριθεί απαραίτητη για την αντιμετώπιση του πληθωρισμού. Η συνακόλουθη επιβράδυνση της οικονομίας καθιστά δυσκολότερη την αποπληρωμή των δανείων νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Οι τράπεζες έρχονται αντιμέτωπες με όλο και περισσότερα επισφαλή δάνεια. Η επιδείνωση του ενεργητικού τους μπορεί να έχει αντίκτυπο στην φερεγγυότητά τους, γεγονός που ενδεχομένως θα οδηγήσει σε τραπεζικό πανικό.

Στο εξωτερικό, η αυξημένη εισροή βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων μπορεί να οδηγήσει σε τραπεζική κρίση, όπως συνέβη στις αναδυόμενες οικονομίες την δεκαετία του 1990 (Μεξικό 1994, Νοτιοανατολική Ασία 1997). Η εξάρτηση του τραπεζικού τομέα των χωρών αυτών από την αύξηση των βραχυπρόθεσμων κεφαλαιακών ροών ήταν μεγάλη. Μια μεταβολή των επιτοκίων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές μπορεί να οδηγήσει σε απότομη φυγή κεφαλαίων.

2. αιτίες που σχετίζονται με τη διάρθρωση και λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Στην περίπτωση αυτή η εκδήλωση μιας τραπεζικής κρίσης είναι πιθανή λόγω της μη διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου της τράπεζας. Ο πιστωτικός κίνδυνος αυξάνεται όταν

---

<sup>73</sup> Βλ. Kaminsky Graciela and Reinhart Carmen, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *The American Economic Review*, Vol. 89. No.3, June 1999.

<sup>74</sup> Στο ίδιο.

<sup>75</sup> Στο ίδιο.

οι χορηγήσεις της τράπεζας συγκεντρώνονται γύρω από έναν μόνο συγκεκριμένο κλάδο (π.χ. εξαγωγικός τομέας, αγορά ακινήτων).

### **1.3. Παράγοντες που οδηγούν στην εκδήλωση τραπεζικών και νομισματικών κρίσεων.**

Σε ό, τι αφορά την εκδήλωση τραπεζικών κρίσεων οι Kaminsky και Reinhart διαπιστώνουν ότι η παρατήρηση συγκεκριμένων δεικτών μπορεί να οδηγήσει στην «πρόβλεψη» της εκδήλωσης μιας τραπεζικής κρίσης. Πιο συγκεκριμένα, παρακολουθούν τους δείκτες αυτούς για 24 μήνες πριν από την εκδήλωση της κρίσης και για 24 μήνες μετά την εκδήλωσή της. Στη συνέχεια, συγκρίνουν τη συμπεριφορά των δεικτών πριν και μετά την κρίση με τη διακύμανση τους κατά τη διάρκεια της κρίσης.<sup>76</sup> Έτσι λοιπόν, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι συνήθως μιας τραπεζικής κρίσης προηγείται η εμφάνιση του φαινομένου της πιστωτικής επέκτασης και της αύξησης του πληθωρισμού.<sup>77</sup> Παρατηρείται επίσης ότι πριν από μια τραπεζική κρίση, οι εξαγωγές σημειώνουν κάμψη, ενώ ταυτόχρονα η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ανατιμάται.<sup>78</sup> Οχτώ μήνες πριν η κρίση φτάσει στο αποκορύφωμά της, η παραγωγή συρρικνώνεται, ενώ και οι τιμές των μετοχών φτάνουν στο υψηλότερο σημείο τους κατά το ίδιο χρονικό διάστημα.<sup>79</sup>

Σύμφωνα με τους Asli Demirgüç-Kunt and Enrica Detragiache, αν εμφανίζονται οι ακόλουθες συνθήκες, τότε πιθανότατα η εκδήλωση μιας τραπεζικής κρίσης βρίσκεται προ των πυλών:

1. χαμηλή ανάπτυξη του ΑΕΠ.<sup>80</sup>
2. υψηλά πραγματικά επιτόκια.<sup>81</sup>
3. υψηλός πληθωρισμός.<sup>82</sup>
4. πιστωτική έκθεση προς το ιδιωτικό τομέα. Χώρες με μεγαλύτερη έκθεση στον ιδιωτικό τομέα είναι περισσότερο ευάλωτες.<sup>83</sup>

<sup>76</sup> Βλ. Kaminsky Graciela and Reinhart Carmen, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *The American Economic Review*, Vol. 89. No.3, June 1999.

<sup>77</sup> Στο ίδιο.

<sup>78</sup> Στο ίδιο.

<sup>79</sup> Στο ίδιο.

<sup>80</sup> Βλ. Demirgüç-Kunt Asli and Detragiache Enrica, "Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey", IMF Working Paper, May 2005.

<sup>81</sup> Στο ίδιο.

<sup>82</sup> Στο ίδιο.

<sup>83</sup> Στο ίδιο.

5. αύξηση επιπέδου ανάπτυξης της χώρας (με κριτήριο το κατά κεφαλήν ΑΕΠ). Οι περισσότερες αναπτυγμένες χώρες είναι και περισσότερο πιθανό να έρθουν αντιμέτωπες με μία τραπεζική κρίση.<sup>84</sup>

#### **1.4. Πολιτικές αντιμετώπισης των κρίσεων. Bagehot ή Bailout;**

Αν και διαφορετικές κυβερνήσεις οδηγούνται σε διαφορετικές αποφάσεις για τον τρόπο με τον οποίο θα αντιμετωπίσουν μια ενδεχόμενη τραπεζική κρίση, θα λέγαμε ότι οι επιλογές δεν είναι απεριόριστες: είτε θα αποφασιστεί να διασωθεί ο τραπεζικός τομέας (στην περίπτωση που πρόκειται για συστημική κρίση) με τις απώλειες των τραπεζιτών να κοινωνικοποιούνται και να μετακυλίσουν το βάρος των ζημιών στους φορολογουμένους, είτε θα ληφθεί η απόφαση να μη στηριχθούν οι αφερέγγυες τράπεζες και να πτωχεύσουν.

Στην πρώτη περίπτωση οι προβληματικές τράπεζες όχι μόνο διασώζονται με δημόσιο χρήμα, αλλά και επεκτείνουν τη διάρκεια της ζωής τους επιδιόμβνες εκ νέου στην ανάληψη δραστηριοτήτων υψηλού ρίσκου. Αυτή είναι η περίπτωση του ηθικού κινδύνου. Γνωρίζοντας οι τράπεζες ότι στην περίπτωση που αντιμετωπίσουν πρόβλημα, η κυβέρνηση θα παρέμβει και θα τις διασώσει ενώ εκείνες δε θα χρειαστεί να διακόψουν τη λειτουργία τους, δεν έχουν λόγο να ακολουθούν συνετές επιχειρηματικές επιλογές. Υπάρχει το κυβερνητικό δίκτυ ασφαλείας. Αυτή την «έμμεση επιβράβευση» ακολούθησε η πλειονότητα των κυβερνήσεων Ευρώπης και ΗΠΑ κατά τη διάρκεια της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Στη δεύτερη όμως περίπτωση, όταν λαμβάνεται η απόφαση να αφεθούν οι αφερέγγυες τράπεζες να πτωχεύσουν, οι φορολογούμενοι δεν καλούνται να πληρώσουν τις ιδιωτικές ζημίες των ασύδοτων τραπεζών. Η τράπεζα αντιμετωπίζεται ως οποιαδήποτε άλλη επιχείρηση, η οποία βρίσκεται σε αδυναμία εξυπηρέτησης των υποχρεώσεών της και κηρύσσει πτώχευση. Εδώ το φαινόμενο του ηθικού κινδύνου περιορίζεται, καθώς οι τραπεζίτες ακολουθούν πιο συνετές πολιτικές, γνωρίζοντας ότι δε θα λάβουν κυβερνητική στήριξη. Η υιοθέτηση του μοντέλου αυτού είναι οπωσδήποτε λιγότερο δημοφιλής, καθώς ελλοχεύει ο κίνδυνος της μετάδοσης και στις υπόλοιπες τράπεζες.

Όπως γίνεται ίσως κατανοητό, οι δύο υπό εξέταση χώρες –η Ιρλανδία και η Ισλανδία- ακολούθησαν πράγματι εντελώς διαφορετικούς δρόμους για την

---

<sup>84</sup> Βλ. Demirgüç-Kunt Asli and Detragiache Enrica, “Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey”, IMF Working Paper, May 2005.

αντιμετώπιση του ίδιου προβλήματος: την εκδήλωση μιας συστημικής τραπεζικής κρίσης. Είναι γνωστό ότι ενώ η Ιρλανδία επέλεξε να διασώσει τον τραπεζικό της τομέα, η Ισλανδία αποφάσισε να μη στηρίξει τις προβληματικές τράπεζές της.

#### **1.4.1. Bagehot. Η κλασική θεωρία για τον δανειστή έσχατης προσφυγής (Lender of Last Resort).**

Πριν αναφερθούμε στα βασικά σημεία της κλασικής θεωρίας του δανειστή έσχατης προσφυγής, όπως αυτή θεμελιώθηκε από τον Βρετανό οικονομολόγο και δημοσιογράφο Walter Bagehot τον 19<sup>ο</sup> αιώνα, θα απαντήσουμε στο ερώτημα: γιατί χρειάζεται ένας δανειστής έσχατης προσφυγής;

Ο δανειστής έσχατης προσφυγής (που έχει επικρατήσει να είναι η Κεντρική Τράπεζα) είναι απαραίτητος προκειμένου να παράσχει την απαιτούμενη ρευστότητα σε μια κατά τα άλλα φερέγγυα τράπεζα. Πότε μια τράπεζα αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας; Δύο θεωρίες δίνουν διαφορετικές απαντήσεις. Η πρώτη είναι αυτή των Diamond και Dybvig (1983) και η δεύτερη αυτή των Calomiris και Gorton (1991). Σύμφωνα με την πρώτη θεωρία των αυτοεκπληρούμενων πεποιθήσεων, υπάρχουν δύο εξίσου πιθανά ενδεχόμενα: είτε οι καταθέτες να αφήσουν τις καταθέσεις τους στην τράπεζα, θεωρώντας ότι δεν υπάρχει πρόβλημα καθώς όλοι οι υπόλοιποι καταθέτες θα πράξουν αναλόγως, είτε οι καταθέτες να σπεύσουν να σηκώσουν τις καταθέσεις τους, πιστεύοντας ότι και όλοι οι υπόλοιποι θα κάνουν το ίδιο.<sup>85</sup> Στη δεύτερη περίπτωση πρόκειται για «τραπεζικό πανικό». Η ύπαρξη του δανειστή έσχατης προσφυγής, ο οποίος θα εγγυάτο τη χορήγηση ρευστότητας στην τράπεζα που θα αντιμετώπιζε την κρίση, μάλλον θα μείωνε τελικά τις πιθανότητες εκδήλωσης ενός τραπεζικού πανικού.

Η δεύτερη θεωρία των Calomiris και Gorton (1991) εντοπίζει την πηγή της κρίσης ρευστότητας μιας τράπεζας στην ασύμμετρή πληροφόρηση.<sup>86</sup> Υποστηρίζουν ότι οι καταθέτες δεν είναι σε θέση να γνωρίζουν την αξία του ενεργητικού της τράπεζας. Αν λοιπόν πληροφορηθούν ότι η τράπεζα αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας, θα σπεύσουν να σηκώσουν τα χρήματα προκαλώντας τραπεζικό πανικό.<sup>87</sup> Στην περίπτωση αυτή, καθώς οι καταθέτες δε γνωρίζουν ποιά από τις τράπεζες είναι φερέγγυα και ποιά όχι, ο δανειστής έσχατης προσφυγής θα μπορούσε να παρέμβει, δανείζοντας μόνο όσες από τις τράπεζες είναι φερέγγυες.

---

<sup>85</sup> Βλ. Diamond Douglas and Dybvig Philip, "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity", *Journal of Political Economy* Vol. 91, Issue 3, June 1983.

<sup>86</sup> Βλ. Calomiris Charles and Gorton Gary, "The Origins of Banking Panics: Models, Facts and Bank Regulation" in Hubbard Glenn, *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press, 1991.

<sup>87</sup> Στο ίδιο.

Γίνεται κατανοητό ότι η ύπαρξη ενός δανειστή έσχατης προσφυγής είναι απαραίτητη για τη σταθερότητά του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο προαναφερθείς Walter Bagehot προήγαγε τη θεωρία που είχε διατυπώσει ο Henry Thornton για τον δανειστή έσχατης προσφυγής.<sup>88</sup> Ο όρος αυτός χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά το 1797 από τον Francis Baring, ο οποίος είχε χαρακτηρίσει Τράπεζα της Αγγλίας ως το «τελευταίο καταφύγιο» (dernier resort).<sup>89</sup>

Τόσο ο Thornton (“An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit in Great Britain”, 1802) όσο και ο Bagehot (“Lombard Street”, 1873) στα έργα τους αναγνώριζαν τον σημαντικό ρόλο που είχε η Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας για το βρετανικό χρηματοπιστωτικό σύστημα.<sup>90</sup> Οι απόψεις τους όμως δε συνέπιπταν πάντα. Για παράδειγμα, ενώ ο Bagehot θεωρούσε ότι η ίδρυση της Κεντρικής Τράπεζας της Αγγλίας ήταν αποτέλεσμα ιστορικών «συμππτώσεων» και μονοπωλιακών προνομίων που τής παραχωρήθηκαν μετά την ίδρυσή της, ο Thornton πίστευε ότι η δημιουργία της ήταν εκ των ων ουκ άνευ για τα χρηματοπιστωτικά σύστημα της Βρετανίας.<sup>91</sup> Ενώ ο Bagehot θεωρούσε ότι πρωταρχική υποχρέωση της Κεντρικής Τράπεζας της Αγγλίας ήταν να διασφαλίζει τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ο Thornton θεωρούσε ότι πρωταρχικό μέλημά της έπρεπε να είναι η αποτροπή απότομων μεταβολών στην προσφορά χρήματος.<sup>92</sup> Τέλος, ενώ ο Bagehot θεωρούσε δεδομένο τον κανόνα της μετατρεψιμότητας του χρυσού και έδινε ιδιαίτερη σημασία στα στοιχεία του ενεργητικού της τράπεζας και στη δυνατότητα της απρόσκοπτης προσφοράς πίστωσης, ο Thornton ενδιαφερόταν κυρίως για το παθητικό της, για την απρόσκοπτη προσφορά χρήματος στην οικονομία και την ταχύτητα της κυκλοφορίας του.<sup>93</sup>

Από τα παραπάνω, μπορεί να γίνει κατανοητό ότι και για τους δύο Βρετανούς θεωρητικούς, η λειτουργία της Κεντρικής Τράπεζας της Αγγλίας ήταν εκ των ων ουκ άνευ (για διαφορετικούς λόγους για τον καθένα) για τη διασφάλιση της σταθερότητας του βρετανικού χρηματοπιστωτικού συστήματος.

---

<sup>88</sup> Βλ. Castiglionesi Fabio and Wagner Wolf, “Turning Bagehot on His Head: Lending at Penalty Rates When Banks Can Become Insolvent”, March 2011.

<sup>89</sup> Βλ. Laidler David, “Two Views of the Lender of Last Resort: Thornton and Bagehot”, presented at a conference on the “Lender of Last Resort”, organized by University of Paris 10, University of Paris 8, September 23-24, 2002.

<sup>90</sup> Στο ίδιο.

<sup>91</sup> Στο ίδιο.

<sup>92</sup> Στο ίδιο.

<sup>93</sup> Στο ίδιο.

### 1.4.2. Οι βασικές θέσεις της θεωρίας του Bagehot. Πώς πρέπει να αντιμετωπίζει η Κεντρική Τράπεζα μια τραπεζική κρίση;

Η λειτουργία της Κεντρικής Τράπεζας σε περιόδους τραπεζικών κρίσεων υπό την ιδιότητα του δανειστή έσχατης προσφυγής (Walter Bagehot, “Lombard Street”) δημιούργησε μια σειρά ερωτημάτων:

1. Ποιά είναι η ενδεδειγμένη απόκριση της Κεντρικής Τράπεζας στην αντιμετώπιση μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης; Θα πρέπει να προσπαθήσει να προλάβει την πτώχευση μιας τράπεζας, με απώτερο σκοπό την πρόληψη ενός τραπεζικού πανικού; Ή θα πρέπει να προλαμβάνει την αρχική χρεοκοπία μιας τράπεζας, με απώτερο σκοπό να μη μεταδοθεί η κρίση και στις υπόλοιπες;<sup>94</sup>

Ο Thomas Humphrey σε άρθρο του (1975) υποστηρίζει ότι πρόκειται για δύο διαφορετικούς τρόπους με τους οποίους θα μπορούσε να αντιδράσει μια Κεντρική Τράπεζα. Στην πρώτη περίπτωση πρωταρχικός στόχος είναι είτε η πρόληψη των κρίσεων είτε η ελαχιστοποίηση των συνεπειών που αυτές θα έχουν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, αν τελικά εκδηλωθούν.<sup>95</sup> Στη δεύτερη περίπτωση, πρωταρχικός στόχος της Κεντρικής Τράπεζας δεν είναι η πρόληψη των κρίσεων, αλλά η ελαχιστοποίηση των αρνητικών συνεπειών που θα έχει η εκδήλωση της κρίσης είτε «απομονώνοντας» τις προβληματικές από τις υγιείς τράπεζες είτε διασφαλίζοντας ότι το τραπεζικό σύστημα είναι υγιές και μπορεί να απορροφήσει την εκδήλωση κρίσεων.<sup>96</sup>

2. Οι αρμοδιότητες της Κεντρικής Τράπεζας, οι οποίες σχετίζονται με την ιδιότητα του δανειστή έσχατης προσφυγής πρέπει να περιορίζονται σε συγκεκριμένες τράπεζες ή να επεκτείνονται και σε άλλους τομείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος;<sup>97</sup>

3. Με ποιόν τρόπο (πράξεις ανοιχτής αγοράς, “discount window”) και υπό ποιες προϋποθέσεις θα πρέπει η Κεντρική Τράπεζα να παρέχει τη βοήθειά της; Θα πρέπει να υπάρχει πολύ υψηλό επιτόκιο (penalty rate);<sup>98</sup>

<sup>94</sup> Βλ. Humphrey Thomas, “The Classical Concept of the Lender of Last Resort”, *Economic Review*, January/February 1975.

<sup>95</sup> Στο ίδιο.

<sup>96</sup> Στο ίδιο.

<sup>97</sup> Στο ίδιο.

<sup>98</sup> Στο ίδιο.

4. Η ιδιότητα του δανειστή έσχατης προσφυγής έρχεται σε σύγκρουση με το καθήκον της Κεντρικής Τράπεζας να έχει το νομισματικό έλεγχο;<sup>99</sup>

Οι βασικές θέσεις της θεωρίας του Bagehot είναι οι εξής:

1. Όπως και ο Thornton, διέκρινε κι εκείνος δύο αιτίες εκδήλωσης τραπεζικών κρίσεων: εσωτερικές (internal drains) και εξωτερικές (external drains). Στην πρώτη περίπτωση, ο Bagehot θεωρεί ότι η Κεντρική Τράπεζα θα πρέπει να δανείζει ελεύθερα, ώστε να μην τροφοδοτηθούν σενάρια σχετικά με τη δυνατότητά της να μπορέσει να διασφαλίσει τη σταθερότητα. Οι όροι όμως αλλάζουν όταν πρόκειται για εξωτερικά αίτια. Στην περίπτωση αυτή, σύμφωνα με τον Bagehot, το επιτόκιο δανεισμού της Κεντρικής Τράπεζας θα πρέπει να αυξηθεί υπερβολικά, προκειμένου να καταφέρει να προσελκύσει σημαντικές ποσότητες χρυσού από το εξωτερικό (αναφερόμαστε στην περίοδο μετατρεψιμότητας του χρυσού).<sup>100</sup>

2. Η Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας έπρεπε να προστατεύσει τα αποθέματα χρυσού που διέθετε. Ο Bagehot υποστήριζε ότι μια φυγή αποθεμάτων χρυσού προς το εξωτερικό θα μπορούσε να πυροδοτήσει με τη σειρά της έναν πανικό στο εσωτερικό.<sup>101</sup> Οι καταθέτες, μαθαίνοντας ότι τα αποθέματα χρυσού μειώθηκαν, θα έσπευδαν να σηκώσουν τις καταθέσεις τους. Η εμπιστοσύνη στον κανόνα του χρυσού θα είχε χαθεί. Στην περίπτωση κατά την οποία η εσωτερική και η εξωτερική κρίση εκδηλώνονταν ταυτόχρονα, σύμφωνα με τον Bagehot, η Κεντρική Τράπεζα θα έπρεπε να δράσει σε δύο επίπεδα. Αφ' ενός μεν να αυξήσει τα επιτόκια, ώστε να συγκρατήσει τη φυγή των αποθεμάτων χρυσού προς το εξωτερικό, αφ' ετέρου να συνεχίσει να δανείζει ελεύθερα, ώστε να μην κλονιστεί η εμπιστοσύνη.<sup>102</sup> Αυτός είναι και ο λεγόμενος κανόνας Bagehot: «μεγάλα δάνεια με υψηλό επιτόκιο».

3. Ο Bagehot, όπως άλλωστε και ο Thornton, έβλεπε τη λειτουργία της Κεντρικής Τράπεζας και την ιδιότητα του δανειστή της έσχατης προσφυγής μέσα σε μακροοικονομικό πλαίσιο. Θεωρούσε δηλαδή ότι ήταν επιφορτισμένη με την

---

<sup>99</sup> Βλ. Humphrey Thomas, "The Classical Concept of the Lender of Last Resort", *Economic Review*, January/February 1975.

<sup>100</sup> Στο ίδιο.

<sup>101</sup> Στο ίδιο.

<sup>102</sup> Στο ίδιο.

αρμοδιότητα να παρέχει ρευστότητα στο σύνολο της οικονομίας και όχι μόνο σε συγκεκριμένα ιδρύματα.<sup>103</sup>

4. Παρόλα αυτά, δεν πίστευε ότι βοήθεια έπρεπε να παρέχεται και σε αφερέγγυα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, με ριψοκίνδυνες και ασύδοτες πρακτικές και θεωρούσε ότι η πτώχευση είναι η ενδεδειγμένη λύση.<sup>104</sup>

5. Εξάλλου, θεωρούσε ότι πρωταρχικό μέλημα της Κεντρικής Τράπεζας έπρεπε να είναι η αποτροπή της μετάδοσης της κρίσης και όχι η αποτροπή της αρχικής χρεοκοπίας.<sup>105</sup> Οι συνέπειες θα έπρεπε να αντιμετωπιστούν ήδη από την εκδήλωση της αρχικής κρίσης, καθώς «μία αποτυχία, φέρνει και άλλες».<sup>106</sup>

Πέντε σημεία της θεωρητικής συμβολής του Bagehot αξίζουν ιδιαίτερης μνείας:

1. Σχετικά με την ιδιότητα του δανειστή έσχατης προσφυγής, υποστήριζε ότι αυτή δεν έπαυε όταν η κρίση είχε πλέον ξεπεραστεί. Αντίθετα, η Κεντρική Τράπεζα έπρεπε να καταστήσει σαφές ότι με την ιδιότητά του δανειστή έσχατης προσφυγής θα λειτουργήσει και σε κάθε μελλοντική κρίση, μετριάζοντας την εκδήλωση τραπεζικών πανικών.<sup>107</sup>

2. Η παροχή της βοήθειας εκ μέρους της Κεντρικής Τράπεζας θα έπρεπε να γίνεται σε πολύ υψηλό επιτόκιο (penalty rate). Οι δανειολήπτες θα έπρεπε να πληρώσουν αδρά για την προστασία της Κεντρικής Τράπεζας σε περιόδους κρίσης.<sup>108</sup> Εκτός αυτού, τα υψηλά επιτόκια θα συνέβαλαν στην προσέλκυση κεφαλαίων από το εξωτερικό, αλλά και θα παρακινούσε τις τράπεζες που αντιμετώπιζαν προβλήματα να αναζητήσουν πρώτα χρηματοδότηση από άλλες πηγές και μόνο σαν έσχατη λύση να καταφύγει στην χρηματοδότηση της Κεντρικής Τράπεζας.<sup>109</sup> Θα λειτουργούσε και σαν τεστ όμως για τη φερεγγυότητα των

---

<sup>103</sup> Βλ. Humphrey Thomas, "The Classical Concept of the Lender of Last Resort", *Economic Review*, January/February 1975.

<sup>104</sup> Στο ίδιο.

<sup>105</sup> Στο ίδιο.

<sup>106</sup> Στο ίδιο.

<sup>107</sup> Στο ίδιο.

<sup>108</sup> Στο ίδιο.

<sup>109</sup> Στο ίδιο.

δανειοληπτών. Η εξεύρεση χρηματοδότησης από την αγορά, θα σήμαινε ότι οι συγκεκριμένοι δανειολήπτες έχουν αξιολογηθεί από αυτή ως φερέγγυοι.<sup>110</sup>

3. Η παροχή βοήθειας θα πρέπει να γίνεται, υπό την προϋπόθεση της φερεγγυότητας, «σε όλους. Τράπεζες, εμπόρους κλπ. Στόχος είναι σε περιόδους κρίσεων να διασφαλίζεται η ρευστότητα στην αγορά».<sup>111</sup>

4. Οι αφερέγγυες τράπεζες θα πρέπει να αφεθούν να πτωχεύσουν, χωρίς όμως να παρασύρουν και τις υγιείς τράπεζες.<sup>112</sup>

5. Η εξάρτηση από τη χρηματοδότηση της Κεντρικής Τράπεζας θα έπρεπε να μειωθεί.

Όπως είναι όμως φυσικό για κάθε θεωρία, έτσι και αυτή έχει ορισμένες αδυναμίες. Για παράδειγμα, ενώ καθίσταται σαφές ότι χρηματοδότηση από την Κεντρική Τράπεζα θα πρέπει να παρέχεται μόνο σε περιπτώσεις τραπεζών, οι οποίες είναι αντιμέτωπες με το πρόβλημα της έλλειψης ρευστότητας και κατά τα άλλα είναι φερέγγυες, δεν γίνεται συγκεκριμένη αναφορά με ποιόν τρόπο θα μπορεί να εξακριβώνεται αν το πρόβλημα της τράπεζας είναι ρευστότητας ή στην πραγματικότητα φερεγγυότητα.<sup>113</sup>

Ακόμη σημαντικότερη είναι η αδυναμία της κλασικής θεωρίας για τον δανειστή έσχατης προσφυγής ως προς την προστασία των καταθετών των προβληματικών τραπεζών σε περίπτωση που αυτές τελικά οδηγηθούν σε χρεοκοπία. Πιο συγκεκριμένα, ενώ ο Bagehot με πολύ ξεκάθαρο τρόπο μάς πληροφορεί για το ότι σε περίπτωση πτώχευσης, οι ζημίες θα πρέπει να αναληφθούν από τους μετόχους και την κακή διοίκηση, δεν μας εξηγεί το πώς θα προστατευτούν οι καταθέσεις.<sup>114</sup>

Στην επόμενη ενότητα θα αναλύσουμε την πιο δημοφιλή πολιτική επιλογή: αυτήν της διάσωσης του τραπεζικού τομέα κατά τη διάρκεια μιας τραπεζικής κρίσης.

### 1.4.3. Bailout.

Η υιοθέτηση της δεύτερης αυτής εναλλακτικής επιλογής για τη διαχείριση μιας τραπεζικής κρίσης είναι οπωσδήποτε δημοφιλέστερη. Συνεπάγεται όμως και μεγαλύτερα δημοσιονομικά κόστη. Μια σειρά ευρωπαϊκών χωρών την υιοθέτησε ως

<sup>110</sup> Βλ. Humphrey Thomas, "The Classical Concept of the Lender of Last Resort", *Economic Review*, January/February 1975.

<sup>111</sup> Στο ίδιο.

<sup>112</sup> Στο ίδιο.

<sup>113</sup> Στο ίδιο.

<sup>114</sup> Στο ίδιο.

απάντηση στην χρηματοπιστωτική κρίση του 2007. Σε πολλές περιπτώσεις η πολιτική επιλογή για διάσωση του τραπεζικού τομέα, συνοδεύτηκε από προγράμματα λιτότητας του ΔΝΤ. Ας δούμε όμως πιο αναλυτικά ποιά είναι τα στάδια της διάσωσης των τραπεζών και τί περιλαμβάνει το καθένα από αυτά.

Το μοντέλο της στήριξης του τραπεζικού τομέα μιας χώρας έχει δύο φάσεις: Την ανάσχεση (containment) και την ανοικοδόμηση (restructuring).<sup>115</sup>

1. **Ανάσχεση.** Εφαρμόζεται κατά τα πρώτα στάδια της εκδήλωσης μιας κρίσης και αποσκοπεί στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των καταθετών.<sup>116</sup> Τα στάδια είναι τα ακόλουθα:

➤ Παροχή ρευστότητας. Προκύπτει το δίλημμα: παροχή ρευστότητας προς όλες τις προβληματικές τράπεζες (τόσο προς αυτές που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας αλλά όχι φερεγγυότητας όσο και προς αυτές που αντιμετωπίζουν και προβλήματα φερεγγυότητας;) ή μόνο προς όσες αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας; Σύμφωνα με την κλασική θεωρία των Thornton και Bagehot για τον δανειστή έσχατης ανάγκης, η Κεντρική Τράπεζα θα πρέπει να παράσχει ρευστότητα μόνο στις τράπεζες, οι οποίες δεν αντιμετωπίζουν προβλήματα φερεγγυότητας. Οι υποστηρικτές της άποψης αυτής θεωρούν ότι η παροχή ρευστότητας προς όλες τις προβληματικές τράπεζες έχει κατά καιρούς χρησιμοποιηθεί από κυβερνήσεις, προκειμένου να «κρύψουν» τα πρώτα σημάδια της κρίσης.<sup>117</sup> Υπάρχει όμως και το αντεπιχείρημα, ότι δηλαδή είναι μάλλον αδύνατο για την κυβέρνηση να διακρίνει κατά πόσο το πρόβλημα που αντιμετωπίζει μια τράπεζα είναι απλώς ρευστότητας ή και φερεγγυότητας.<sup>118</sup> Οι υποστηρικτές της άποψης αυτής συνιστούν γενικευμένη παροχή ρευστότητας.

➤ Εγγυήσεις καταθέσεων. Ανακύπτει και πάλι ένα δίλημμα: εγγυήσεις μόνο προς τους καταθέτες ή και προς τους πιστωτές; Οι υποστηρικτές της άποψης, σύμφωνα με την οποία οι εγγυήσεις θα πρέπει να είναι πλήρεις, θεωρούν ότι το κόστος για την οικονομία από την εκδήλωση ενός γενικευμένου πανικού θα είναι τελικά μεγαλύτερο από το κόστος της παροχής εκτεταμένων εγγυήσεων.<sup>119</sup> Αντίθετα, οι υποστηρικτές της άποψης ότι εγγυήσεις πρέπει να δίνονται μόνο προς τους

---

<sup>115</sup> Βλ. Honohan Patrick and Klingebiel Daniela, “Controlling Fiscal Costs of Banking Crises”, The World Bank, May 2000.

<sup>116</sup> Στο ίδιο.

<sup>117</sup> Στο ίδιο.

<sup>118</sup> Στο ίδιο.

<sup>119</sup> Στο ίδιο.

καταθέτες θεωρούν ότι η παροχή πλήρους εγγύησης έχει άμεσες αρνητικές συνέπειες για τον προϋπολογισμό.<sup>120</sup>

2. **Ανοικοδόμηση.** Κατά τη δεύτερη αυτή φάση στήριξης του τραπεζικού τομέα, η κυβέρνηση αποσκοπεί αφ' ενός μεν στην αποκατάσταση της κεφαλαιακής θέσης των τραπεζών, αφ' ετέρου στη διαχείριση των «τοξικών» στοιχείων του ενεργητικού τους.<sup>121</sup> Πιο συγκεκριμένα, τα επιμέρους στάδια της δεύτερης αυτής φάσης είναι τα ακόλουθα:

➤ **Forbearance.** Στο στάδιο αυτό της «ανοχής» εκ μέρους της κυβέρνησης είναι δυνατόν οι προβληματικές τράπεζες να συνεχίζουν να λειτουργούν, χωρίς να πληρούν τις προϋποθέσεις για την κεφαλαιακή επάρκεια.<sup>122</sup> Πιο συγκεκριμένα, υπάρχουν τρεις διακριτές βαθμίδες «ανοχής». Στην περισσότερο χαλαρή, οι τράπεζες οι οποίες είναι γνωστό ότι αντιμετωπίζουν προβλήματα φερεγγυότητας, παραμένουν ανοιχτές.<sup>123</sup> Στην ενδιάμεση βαθμίδα, η κυβέρνηση επιτρέπει στις τράπεζες που αντιμετωπίζουν προβλήματα φερεγγυότητας να μένουν ανοιχτές με την υπάρχουσα διοίκηση για μια εκτεταμένη περίοδο, η οποία θα ξεπερνά τους δώδεκα μήνες.<sup>124</sup> Στην τρίτη και τελευταία βαθμίδα, η κυβέρνηση μπορεί να προχωρήσει σε χαλάρωση των κανονισμών που αφορούν τα δάνεια που χορηγεί η προβληματική τράπεζα (π.χ. επισφαλή δάνεια και απώλειες).<sup>125</sup>

➤ **Ανακεφαλαιοποίηση.** Η κυβέρνηση μπορεί να αποφασίσει να προχωρήσει σε ενέσεις ρευστότητας. Εάν όμως οι ενέσεις ρευστότητας επαναλαμβάνονται, ελλοχεύει το ενδεχόμενο του ηθικού κινδύνου.<sup>126</sup>

➤ **Εταιρείες διαχείρισης ενεργητικού.** Υπάρχουν δύο εναλλακτικές επιλογές. Είτε θα αποφασιστεί η ίδρυση ενός κρατικού φορέα με καθήκον την αγορά και την πώληση των περιουσιακών στοιχείων των προβληματικών τραπεζών, είτε κάθε τράπεζα ξεχωριστά θα προσπαθήσει από μόνη της να πραγματοποιήσει τις

---

<sup>120</sup> Βλ. Honohan Patrick and Klingebiel Daniela, “Controlling Fiscal Costs of Banking Crises”, The World Bank, May 2000.

<sup>121</sup> Στο ίδιο.

<sup>122</sup> Στο ίδιο.

<sup>123</sup> Στο ίδιο.

<sup>124</sup> Στο ίδιο.

<sup>125</sup> Στο ίδιο.

<sup>126</sup> Στο ίδιο.

αγοραπωλησίες αυτές.<sup>127</sup> Το μοντέλο αυτό, στην πρώτη εκδοχή του (ίδρυση ενός κρατικού φορέα για τη διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δανείων για παράδειγμα) ακολουθήθηκε στην περίπτωση της Ιρλανδίας, όπως θα δούμε στη συνέχεια.

➤ Δημόσιο πρόγραμμα ανακούφισης από τα χρέη. Αν και η υιοθέτησή του φαίνεται να αφορά κυρίως τους δανειολήπτες, οι οποίοι δεν μπορούν να εξυπηρετήσουν τις υποχρεώσεις τους, αποσκοπεί στην πραγματικότητα στην αποκατάσταση των τραπεζικών δραστηριοτήτων.<sup>128</sup>

Ποιά είναι τελικά η ενδεδειγμένη λύση; Η υιοθέτηση χαλαρότερων πολιτικών, οι οποίες μεταφέρουν το κόστος της στήριξης και διάσωσης του τραπεζικού τομέα από τους μετόχους των τραπεζών στους φορολογούμενους πολίτες ή αυστηρότερων πολιτικών, οι οποίες θέλουν τις τράπεζες να αναλαμβάνουν τις υποχρεώσεις τους και στην περίπτωση που αυτό είναι αδύνατον να ακολουθούν το δρόμο της χρεοκοπίας; Υπάρχουν θετικά και αρνητικά στοιχεία και στις δύο πολιτικές επιλογές. Στην πρώτη περίπτωση ο ηθικός κίνδυνος είναι κάτι παραπάνω από δεδομένος. Στη δεύτερη περίπτωση η εκδήλωση ενός κύματος πτωχεύσεων στην οικονομία και η πιστωτική «ασφυξία» είναι ενδεχόμενη. Παρά τα εκατέρωθεν μειονεκτήματα και πλεονεκτήματα που οι δύο εναλλακτικές και εκ διαμέτρου αντίθετες πολιτικές επιλογές έχουν, με βάση την συγκριτική ανάλυση που θα ακολουθήσει από την εμπειρία της Ιρλανδίας και της Ισλανδίας, θα προσπαθήσουμε να εξάγουμε ορισμένα χρήσιμα συμπεράσματα σχετικά με το ποιά από τις δύο επιλογές μπορεί να θεωρηθεί περισσότερο ενδεδειγμένη.

---

<sup>127</sup> Βλ. Honohan Patrick and Klingebiel Daniela, “Controlling Fiscal Costs of Banking Crises”, The World Bank, May 2000.

<sup>128</sup> Στο ίδιο.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 Οι οικονομικές συνθήκες πριν από την εκδήλωση της κρίσης του 2008

### 2.1. Ιρλανδία

Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1980 το περιοδικό «Economist» σε έρευνα με τίτλο “Poorest of the Rich” χαρακτήριζε την οικονομία της Ιρλανδίας ως την φτωχότερη μεταξύ των χωρών της Ευρώπης.<sup>129</sup> Τα μακροοικονομικά στοιχεία της χώρας δεν άφηναν περιθώρια αμφισβήτησης του χαρακτηρισμού αυτού. Η μικρή αυτή βορειοευρωπαϊκή χώρα των σχεδόν 4 εκατομμυρίων κατοίκων μόλις στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και στις αρχές της δεκαετίας του 1990 κατάφερε να αφήσει πίσω της μια μακρά περίοδο που χαρακτηριζόταν από υψηλή ανεργία, διαρκώς αυξανόμενες μεταναστευτικές ροές και υψηλά επίπεδα δημοσίου χρέους.<sup>130</sup> Το ΑΕΠ της χώρας κατά την ίδια περίοδο έφτανε στο 64% του ευρωπαϊκού μέσου όρου.<sup>131</sup>

Σε λιγότερο από δέκα χρόνια η ιρλανδική οικονομία είχε μεταμορφωθεί πλήρως. Από τις αρχές της δεκαετίας του 1990 στο άλλοτε φτωχότερο κράτος της Ευρώπης εκτυλισσόταν ένα μικρό «θαύμα». Τα θετικά μακροοικονομικά στοιχεία επιβεβαίωναν την αξιοσημείωτη αυτή στροφή. Η χώρα γνώριζε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης ετησίως από το 1988 μέχρι και λίγο πριν το ξέσπασμα της κρίσης, το 2007: το ΑΕΠ τα χρόνια αυτά αυξανόταν κατά μέσο όρο κατά 6% κάθε χρόνο.<sup>132</sup> Την ίδια περίοδο η Ιρλανδία είδε τον πληθωρισμό της να μειώνεται και το ισοζύγιο πληρωμών της να γίνεται πλεονασματικό.<sup>133</sup> Η μετανάστευση περιορίστηκε και η χώρα έγινε τόπος προσέλκυσης εργατικού δυναμικού. Η ανεργία μειώθηκε: από 16% το 1994 σε 4% το 2000.<sup>134</sup> Την περίοδο του «Κέλτικου Τίγρη», το κατά κεφαλήν ΑΕΠ για πρώτη φορά ξεπέρασε αυτό της Βρετανίας.<sup>135</sup>

<sup>129</sup> Βλ. Murphy Antoin, “The “Celtic Tiger”-An Analysis of Ireland’s Economic Growth Performance”. Robert Schuman Center for Advanced Studies, European University Institute, Italy, April 2000.

<sup>130</sup> Βλ. Honohan Patrick, “What went wrong in Ireland?” Trinity College Dublin, May 2009.

<sup>131</sup> Βλ. Murphy Antoin, “The “Celtic Tiger”-An Analysis of Ireland’s Economic Growth Performance”. Robert Schuman Center for Advanced Studies, European University Institute, Italy, April 2000.

<sup>132</sup> Βλ. Honohan Patrick, “What went wrong in Ireland?” Trinity College Dublin, May 2009.

<sup>133</sup> Βλ. Murphy Antoin, “The “Celtic Tiger”-An Analysis of Ireland’s Economic Growth Performance”. Robert Schuman Center for Advanced Studies, European University Institute, Italy, April 2000.

<sup>134</sup> Βλ. Honohan Patrick, “What went wrong in Ireland?” Trinity College Dublin, May 2009.

<sup>135</sup> Βλ. Murphy Antoin, “The “Celtic Tiger”-An Analysis of Ireland’s Economic Growth Performance”. Robert Schuman Center for Advanced Studies, European University Institute, Italy, April 2000.

Στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και στις αρχές της δεκαετίας του 1990 ένα «οικονομικό θαύμα» συντελέστηκε στην Ιρλανδία. Όλο και περισσότερες αμερικανικές πολυεθνικές επιχειρήσεις επέλεξαν να εγκατασταθούν εκεί. Ο πολύ χαμηλός φορολογικός συντελεστής για τις επιχειρήσεις (12%), το γεγονός ότι η Ιρλανδία αποτελούσε ήδη από το 1973 μέλος της ΕΟΚ, η προοπτική της υιοθέτησης της Συνθήκης του Μάαστριχτ και η είσοδος της Ιρλανδίας στην ΟΝΕ, αλλά και το αγγλόφωνο και καλά εκπαιδευμένο εργατικό δυναμικό θα μπορούσαν να συγκαταλεχθούν ανάμεσα στους βασικότερους λόγους για τους οποίους οι ΗΠΑ επέλεξαν την Ιρλανδία ως τόπο εγκατάστασης για τις πολυεθνικές τους επιχειρήσεις (κυρίως ηλεκτρονικών υπολογιστών, υπηρεσιών υψηλής τεχνολογίας και φαρμακοβιομηχανίες).<sup>136</sup>

Είναι ενδεικτικό ότι σύμφωνα με στοιχεία του ΟΟΣΑ την περίοδο 1991-1993 οι αμερικανικές επενδύσεις στην Ιρλανδία τριπλασιάστηκαν, ενώ το 1997 η Ιρλανδία βρισκόταν στην έβδομη θέση ανάμεσα στις χώρες-προορισμούς των αμερικανικών επενδύσεων.<sup>137</sup> Ήταν μια περίοδος ευημερίας η οποία είχε τα αίτιά της περισσότερο σε εξωγενείς παρά σε ενδογενείς παράγοντες.

### 2.1.1. Το οικονομικό προφίλ της Ιρλανδίας

Αν και το σημείο καμπής στην ιρλανδική οικονομία φαίνεται να είναι το έτος 1987, θεωρούμε χρήσιμο να γίνει μια σύντομη αναφορά στο οικονομικό προφίλ της χώρας για την περίοδο 1950-2000.

➤ **1950-1973:** Για μια περίοδο μιας εικοσαετίας σχεδόν –από το 1950 ως το 1973- ο προστατευτισμός κυριαρχούσε στην ιρλανδική οικονομία. Οι εξαγωγές ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν μόλις 32%.<sup>138</sup> Η εξάρτηση του εξαγωγικού τομέα από την Βρετανία ήταν πολύ μεγάλη: το 75% των εξαγωγών της κατευθυνόταν σε αυτήν.<sup>139</sup> Ο αγροτικός τομέας ήταν κυρίαρχος και αυτός προσέφερε τις περισσότερες θέσεις εργασίας.<sup>140</sup> Την δεκαετία του 1950 ο ρυθμός ανάπτυξης της χώρας ήταν 2%, πολύ

---

<sup>136</sup> Βλ. Murphy Antoin, "The "Celtic Tiger"-An Analysis of Ireland's Economic Growth Performance". Robert Schuman Center for Advanced Studies, European University Institute, Italy, April 2000.

<sup>137</sup> Στο ίδιο.

<sup>138</sup> Βλ. Powell Benjamin, "Economic Freedom And Growth: The Case Of The Celtic Tiger", *Cato Journal*, Vol. 22, No. 3, Winter 2003.

<sup>139</sup> Στο ίδιο.

<sup>140</sup> Βλ. Ó Gráda Cormac and O'Rourke Kevin, "The Economy Of Ireland: Policy And Performance Of a European Region in Living standards and growth", University College, Dublin, April 2000.

μικρότερος από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο.<sup>141</sup> Μοναδική διέξοδος για τους Ιρλανδούς ήταν η μετανάστευση. Την δεκαετία του 1960, η κυβέρνηση αποφάσισε να αφήσει πίσω της τα προστατευτικά μέτρα και προχώρησε σε μονομερείς μειώσεις των δασμών της.<sup>142</sup> Η αγγλο-ιρλανδική συμφωνία που υπογράφηκε στα μέσα της δεκαετίας αποτελούσε το πρώτο δειλό άνοιγμα της Ιρλανδικής οικονομίας στις ξένες επενδύσεις.<sup>143</sup> Τα αποτελέσματα δεν άργησαν να φανούν: οι ιρλανδικοί ρυθμοί ανάπτυξης άγγιζαν την δεκαετία του 1960 τον ευρωπαϊκό μέσο όρο, φτάνοντας στο 4%.<sup>144</sup>

➤ **1973-1986:** Ο δημοσιονομικός εκτροχιασμός έγινε το βασικό χαρακτηριστικό της περιόδου 1973-1986. Μετά την πρώτη πετρελαϊκή κρίση του 1973, η ιρλανδική κυβέρνηση υιοθέτησε επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές σε μια προσπάθεια να τονώσει τη ζήτηση. Γρήγορα όμως η χώρα βρέθηκε σε δεινή δημοσιονομική κατάσταση.<sup>145</sup> Το 1977 ο δανεισμός του δημοσίου τομέα αυξήθηκε από 10% σε 17%, εγκαινιάζοντας μια περίοδο αυξημένων δημοσίων δαπανών.<sup>146</sup> Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1980, η φορολόγηση αυξήθηκε σε μια προσπάθεια να βελτιωθεί η δημοσιονομική κατάσταση της χώρας. Το δημόσιο χρέος ωστόσο έφτανε πλέον το 116% του ΑΕΠ το 1986. Την ίδια περίοδο, οι ρυθμοί ανάπτυξης επέστρεψαν στο 2%.<sup>147</sup>

➤ **1987-2000:** Το 1987 αποτελεί τη χρονιά ορόσημο. Το συντηρητικό κόμμα Fianna Fáil αναλαμβάνει την διακυβέρνηση και η άσχημη δημοσιονομική κατάσταση τίθεται στο επίκεντρο. Οι περικοπές των δαπανών του δημοσίου τομέα γίνεται ο πυρήνας της οικονομικής πολιτικής της νέας συντηρητικής κυβέρνησης.<sup>148</sup> Ως εκ τούτου, ο προϋπολογισμός του έτους 1988 ενσωμάτωνε τις πιο μεγάλες περικοπές που είχε γνωρίσει η Ιρλανδία την προηγούμενη 30ετία.<sup>149</sup>

Αποτέλεσμα της πολιτικής λιτότητας ήταν η μείωση του πρωτογενούς ελλείμματος. Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ ακολούθησε κι εκείνο την κατιούσα, κι έτσι στα τέλη της δεκαετίας του 1990 το δημόσιο χρέος ήταν λιγότερο

<sup>141</sup> Βλ. Powell Benjamin, "Economic Freedom And Growth: The Case Of The Celtic Tiger", *Cato Journal*, Vol. 22, No. 3, Winter 2003.

<sup>142</sup> Στο ίδιο.

<sup>143</sup> Στο ίδιο.

<sup>144</sup> Στο ίδιο.

<sup>145</sup> Στο ίδιο.

<sup>146</sup> Στο ίδιο.

<sup>147</sup> Στο ίδιο.

<sup>148</sup> Στο ίδιο.

<sup>149</sup> Στο ίδιο.

από 100%.<sup>150</sup> Το 1989 ο ρυθμός ανάπτυξης της ιρλανδικής οικονομίας ήταν 4%.<sup>151</sup> Η πολιτική της υψηλής φορολόγησης που υιοθετήθηκε κατά τις προηγούμενες δεκαετίες εγκαταλείφθηκε κατά την δεκαετία του 1990. Τόσο η φορολόγηση του εισοδήματος όσο και η εταιρική μειώθηκαν (από 35% σε 32% το 1989 οι φόροι εισοδήματος και από 40% το 1996 σε 24% το 2000 οι εταιρικοί), ενώ μειώσεις γνώριζαν και οι δασμοί.<sup>152</sup> Το ειδικό φορολογικό καθεστώς (10%) που επεφύλασσε η Ιρλανδία σε επιχειρήσεις που πραγματοποιούσαν εμπόριο υπηρεσιών σε παγκόσμιο επίπεδο, μετά τις πιέσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αυξήθηκε στο 12,5%.<sup>153</sup> Παρόλα αυτά η Ιρλανδία εξακολουθούσε να έχει το ευνοϊκότερο εταιρικό φορολογικό καθεστώς επί ευρωπαϊκού εδάφους μετά το Λουξεμβούργο.

Κατά την περίοδο αυτή το επίπεδο διαβίωσης της Ιρλανδίας πλησίασε και τελικώς ξεπέρασε τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Το ΑΕΠ της αυξανόταν κατά 9% ετησίως από το 1996 ως το 2000.<sup>154</sup> Το «οικονομικό θαύμα» στην μέχρι πρότινος φτωχότερη επικράτεια της Ευρώπης είχε συντελεστεί. Ο Κέλτικος Τίγρης είχε απελευθερωθεί.

➤ **2000-2007:** Η Ιρλανδία γνώρισε δύο φάσεις ανάπτυξης, καθεμιά από τις οποίες είχε διαφορετικές πηγές. Η πρώτη φάση ήταν αυτή της περιόδου 1987-2000: η εγκατάσταση όλο και περισσότερων αμερικανικών πολυεθνικών, η ανάπτυξη βασιζόμενη στις εξαγωγές σε συνδυασμό με τη συγκράτηση των μισθών και του πληθωρισμού, αλλά και η δημοσιονομική εξυγίανση που είχε ήδη δρομολογηθεί από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 ήταν κάποιοι από τους λόγους του οικονομικού «θαύματος».<sup>155</sup>

### 2.1.2. Η «φούσκα» στην ιρλανδική αγορά ακινήτων

Μετά το 2000 οι πηγές ανάπτυξης της οικονομίας διαφοροποιήθηκαν. Μοχλός της ιρλανδικής οικονομίας έγιναν πλέον τα ακίνητα. Ενώ κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1990 ο κλάδος της οικοδομής στην Ιρλανδία αντιπροσώπευε το 4%-6% του ΑΕΠ της χώρας, το 2006-2007 δηλαδή στην αιχμή της φούσκας των ακινήτων έφτασε το 15%.<sup>156</sup>

<sup>150</sup> Βλ. Powell Benjamin, "Economic Freedom And Growth: The Case Of The Celtic Tiger", *Cato Journal*, Vol. 22, No. 3, Winter 2003.

<sup>151</sup> Στο ίδιο.

<sup>152</sup> Στο ίδιο.

<sup>153</sup> Στο ίδιο.

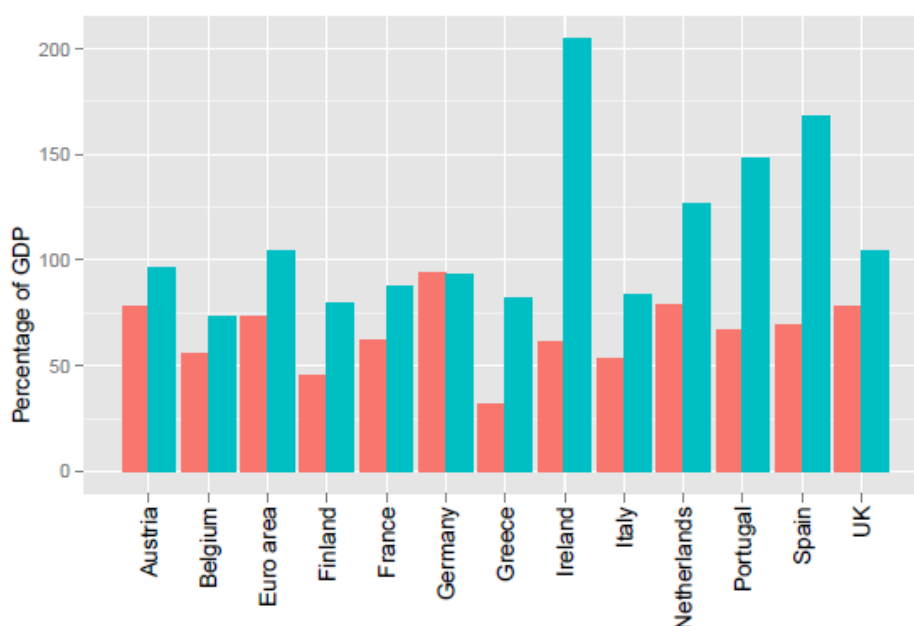
<sup>154</sup> Στο ίδιο.

<sup>155</sup> Βλ. Honohan Patrick, "What went wrong in Ireland?" Trinity College Dublin, May 2009.

<sup>156</sup> Βλ. Kelly Morgan, "The Irish Credit Bubble, Centre For Economic Research", University College Dublin, WP09/32, December 2009.

Ο δανεισμός από τις διεθνείς αγορές έγινε εξαιρετικά εύκολος για τις ιρλανδικές τράπεζες, οι οποίες με τη σειρά τους δάνειζαν με την ίδια ευκολία πολύ μεγάλα ποσά τόσο στις κατασκευαστικές εταιρείες όσο και στα νοικοκυριά.<sup>157</sup> Είναι πολύ χαρακτηριστικό ότι ο τραπεζικός δανεισμός προς τα ιρλανδικά νοικοκυριά τετραπλασιάστηκε μέσα σε μια δεκαετία: έτσι ενώ το 1997 τα δάνεια των τραπεζών έφταναν στο 50% του ιρλανδικού ΑΕΠ, το 2008 είχαν φτάσει στο 200%.

### Διάγραμμα 1 Τραπεζικός δανεισμός προς νοικοκυριά και επιχειρήσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ τα έτη 1997 και 2008



Πηγή: Kelly Morgan, “The Irish Credit Bubble, Centre For Economic Research”, University College Dublin, WP09/32, December 2009.

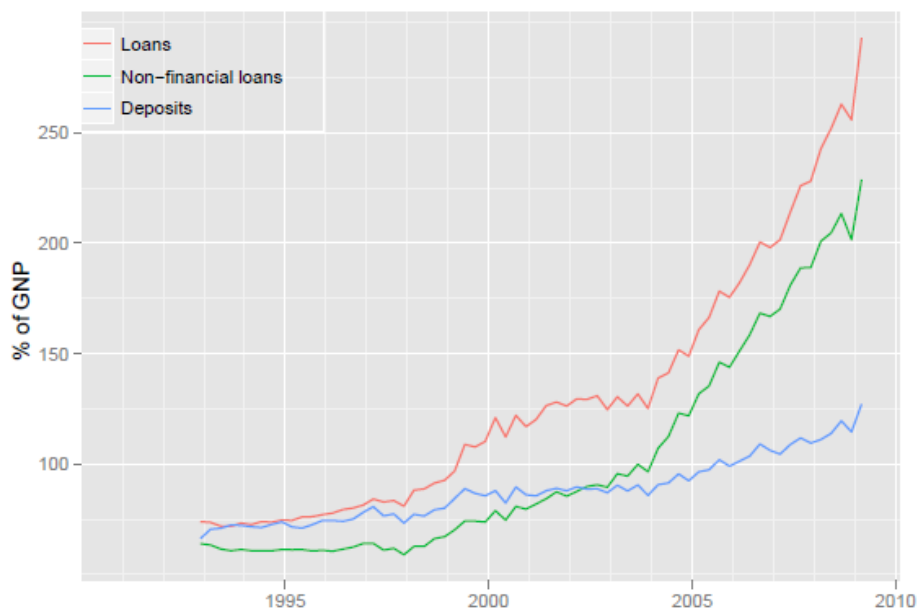
Η πιστωτική επέκταση προς τα ιρλανδικά νοικοκυριά δεν θα μπορούσε να μην έχει συνέπειες για την οικονομία της χώρας. Η ραγδαία αύξηση των τιμών των ακινήτων ήταν η «λογική συνέπεια». Το 1995 ο ενυπόθηκος δανεισμός αντιστοιχούσε κατά μέσο όρο σε μισθούς τριών ετών και η μέση τιμή ενός σπιτιού κατά μέσο όρο αντιστοιχούσε σε εισοδήματα τεσσάρων ετών.<sup>158</sup> Στο απόγειο της φούσκας των ακινήτων, το 2006, ο ενυπόθηκος δανεισμός αντιστοιχούσε πλέον στις αποταμιεύσεις

<sup>157</sup> Βλ. Kelly Morgan, “The Irish Credit Bubble, Centre For Economic Research”, University College Dublin, WP09/32, December 2009.

<sup>158</sup> Στο ίδιο.

οκτώ ετών, ενώ η μέση τιμή ενός σπιτιού ήταν πλέον δεκαπλάσια ενός μέσου μισθού.<sup>159</sup>

## Διάγραμμα 2 Δανεισμός στον ιδιωτικό τομέα και καταθέσεις των ιρλανδικών τραπεζών ως ποσοστό του ΑΕΠ (1992-2009)



Πηγή: Kelly Morgan, "The Irish Credit Bubble, Centre For Economic Research", University College Dublin, WP09/32, December 2009.

Όμως και η ιρλανδική φούσκα ακινήτων εμπεριείχε το σπόρο της καταστροφής της. Οι αγοραστές ακινήτων ήταν διατεθειμένοι να συνεχίσουν να δανείζονται προκειμένου να αγοράζουν τα ακίνητα σε υψηλές τιμές όσο προσδοκούσαν ότι οι αυτές θα συνέχιζαν να αυξάνονται.<sup>160</sup> Αυτή η διαδικασία αναπόφευκτα σταματά στο σημείο εκείνο που οι υποψήφιοι αγοραστές θεωρούν ότι αναλαμβάνουν την υποχρέωση να αποπληρώσουν ένα τεράστιο χρέος. Οι όροι πλέον αντιστρέφονται: καθώς όλο και λιγότεροι αγοραστές είναι διατεθειμένοι να δανειστούν για να αποκτήσουν σπίτι, οι τιμές των ακινήτων πέφτουν και η φούσκα «σκάει».

Στο πρώτο μισό του 2007 η κρίση στη στεγαστική αγορά άρχισε πλέον να γίνεται αισθητή, καθώς όλο και περισσότερα ακίνητα έμεναν απούλητα.<sup>161</sup> Το σκάσιμο της φούσκας συμπάρεσυρε όμως και το τραπεζικό σύστημα, το οποίο είχε

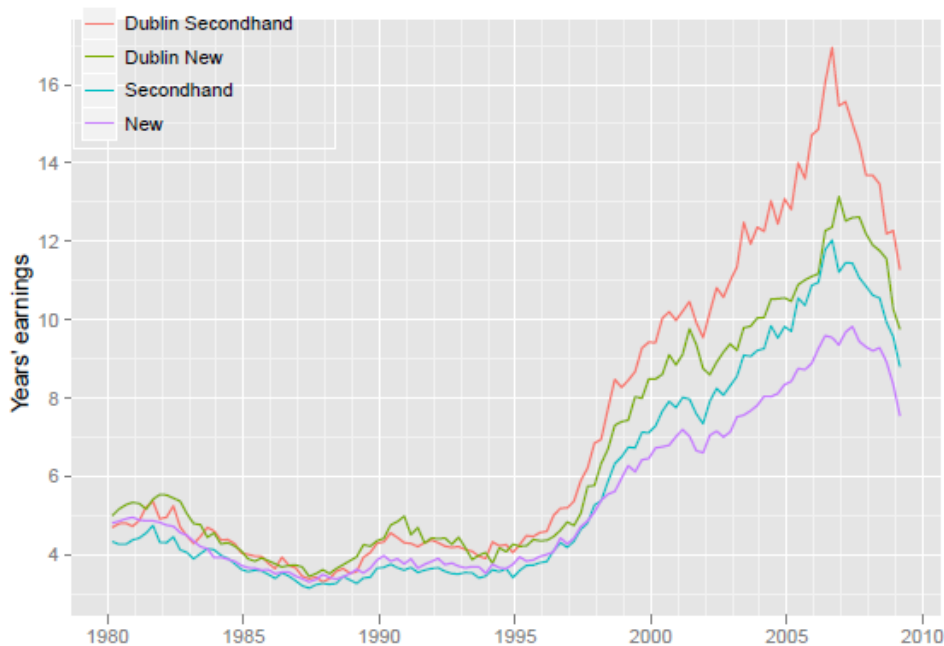
<sup>159</sup> Βλ. Kelly Morgan, "The Irish Credit Bubble, Centre For Economic Research", University College Dublin, WP09/32, December 2009.

<sup>160</sup> Στο ίδιο.

<sup>161</sup> Στο ίδιο.

εγκρίνει τεράστια δάνεια. Οι ιρλανδικές τράπεζες βρέθηκαν αντιμέτωπες με τις απώλειες από τον άνευ προηγουμένου αριθμό ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων τα οποία είχαν εγκρίνει κατά την προηγούμενη δεκαετία.<sup>162</sup>

### Διάγραμμα 3 Αξία των ιρλανδικών σπιτιών συγκριτικά με τα ετήσια εισοδήματα (1980-2009)



Πηγή: Kelly Morgan, "The Irish Credit Bubble, Centre For Economic Research", University College Dublin, WP09/32, December 2009.

Οι τιμές των μετοχών των ιρλανδικών τραπεζών έπεφταν σταθερά από τον Μάρτιο του 2007. Τον Σεπτέμβριο του 2008, λίγες μόνο ημέρες μετά την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, οι ιρλανδικές τράπεζες χρεοκόπησαν. Η κυβέρνηση έλαβε την απόφαση να προχωρήσει στη διάσωσή τους με δημόσιο χρήμα.

<sup>162</sup> Βλ. Kelly Morgan, "The Irish Credit Bubble, Centre For Economic Research", University College Dublin, WP09/32, December 2009.

## 2.2. Ισλανδία

Η εσωστρέφεια ήταν το βασικό χαρακτηριστικό της ισλανδικής οικονομίας κατά το μεγαλύτερο μέρος του 20<sup>ου</sup> αιώνα. Ο ρυθμιστικός ρόλος του κράτους ήταν αισθητός σχεδόν σε όλους τους τομείς της οικονομίας, η οποία εξαρτιόταν σχεδόν εξ ολοκλήρου από την παραδοσιακή δραστηριότητα της αλιείας.<sup>163</sup>

Όπως και οι γειτονικές της χώρες, έτσι και η Ισλανδία κατά την διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης, επέβαλε περιορισμούς στις εμπορικές της σχέσεις με τον υπόλοιπο κόσμο. Ο κλειστός χαρακτήρας της οικονομίας της ήταν ένας από τους λόγους της οικονομικής καθυστέρησής της.

Καθ' όλη τη διάρκεια του 20<sup>ου</sup> αιώνα το τραπεζικό σύστημα της χώρας αποτελούσαν μερικές μεγάλες υπό κρατικό έλεγχο τράπεζες και κάποιες μικρές ιδιωτικές.<sup>164</sup> Οι χορηγήσεις δανείων αποτελούσαν αντικείμενο πολιτικού επηρεασμού. Η διαφθορά χαρακτήριζε την οικονομική ζωή της χώρας. Αμφιβολίες υπήρχαν ακόμη και για την ανεξαρτησία της Κεντρικής Τράπεζας, καθώς κατά καιρούς είχαν διατελέσει διοικητές της πολιτικοί αρχηγοί και από τα τρία κυρίαρχα πολιτικά κόμματα.<sup>165</sup>

Η συμμετοχή της χώρας στην Ενιαία Ευρωπαϊκή Αγορά το 1994 (European Passport) σηματοδότησε ένα μικρό άνοιγμα για την εσωστρεφή ισλανδική οικονομία (υιοθέτηση ελευθερίας κίνησης αγαθών, προσώπων, υπηρεσιών, κεφαλαίων), αλλά χωρίς επαρκή προετοιμασία, κάτι που φάνηκε και στην περίπτωση της ιδιωτικοποίησης του τραπεζικού τομέα.<sup>166</sup>

### 2.2.1. Η μεγέθυνση του τραπεζικού τομέα

Η πρώτη ιδιωτικοποίηση στον τραπεζικό τομέα ξεκίνησε τον Δεκέμβριο του 1999, όταν το δημόσιο πούλησε το 15% των μετοχών της Εθνικής Τράπεζας της Ισλανδίας (Landsbanki) και της Αγροτικής Τράπεζας (Búnaðarbanki).<sup>167</sup> Με την τελευταία συγχωνεύτηκε το 2003 η επενδυτική τράπεζα Kaupthing. Από την συγχώνευση αυτή δημιουργήθηκε η μεγαλύτερη τράπεζα της χώρας. Η τρίτη

<sup>163</sup> Βλ. Danielsson Jon and Zoega Gylfi, "The collapse of a country", Institute Of Economic Studies, Working Paper Series W09:03, March 2009.

<sup>164</sup> Στο ίδιο.

<sup>165</sup> Στο ίδιο.

<sup>166</sup> Στο ίδιο.

<sup>167</sup> Βλ. Thorp Arabella, Townsend Ian and Edmonds Tim, "Iceland's financial Crisis", Library House of Commons, March 2009.

σημαντικότερη τράπεζα της Ισλανδίας και η πρώτη που κατέρρευσε στην κρίση του 2008, η Glitnir, προέκυψε το 1990 από τη συγχώνευση τριών ιδιωτικών τραπεζών – Alþýðubanki (Union Bank), Verzlunarbanki (Bank of Commerce) και Iðnaðarbanki (Industrial Bank)- και μιας κρατικής χρεοκοπημένης τράπεζας – της Útvegsbanki (Fisheries Bank).<sup>168</sup>

Ο διεθνής δανεισμός για τις ιδιωτικοποιημένες πλέον τράπεζες ήταν πολύ εύκολος. Ένα τραπεζικό σύστημα απαλλαγμένο από ελέγχους και ρυθμίσεις, βαθιά διεφθαρμένο, γιγαντώθηκε κατά την δεκαετία του 2000.

Τόσο το εγχώριο όσο και το διεθνές περιβάλλον συνηγορούσαν στην απρόσκοπτη διόγκωση των ισλανδικών τραπεζών. Στο εσωτερικό, η απουσία επαρκούς ρυθμιστικού καθεστώσ συνέβαλε στην ασυδοσία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Σε διεθνές επίπεδο, οι συνθήκες ήταν ευνοϊκές: οι τράπεζες είχαν εύκολη πρόσβαση σε μεγάλα κεφάλαια, η ρευστότητα ήταν διασφαλισμένη και τα επιτόκια σε χαμηλά επίπεδα.<sup>169</sup> Οι τρεις συστημικές ισλανδικές τράπεζες – Glitnir, Kaupthing Bank και Landsbanki- επιδόθηκαν σε μια τρελή κούρσα αναζήτησης κερδών σε διεθνές επίπεδο.

Πιο συγκεκριμένα, η Landsbanki διατηρούσε υποκαταστήματα σε Λονδίνο, Άμστερνταμ, Όσλο, Ελσίνκι και Καναδά, ενώ από το 2006 προσέφερε και υπηρεσίες ηλεκτρονικού εμπορίου στη Βρετανία και την Ολλανδία μέσω του υποκαταστήματός της, Icesave.<sup>170</sup> Σημαντική ωστόσο ήταν η παρουσία θυγατρικών της σε Λονδίνο, Παρίσι, Φραγκφούρτη, Ζυρίχη, Άμστερνταμ, Μιλάνο, Γένοβα, Μαδρίτη, Λουξεμβούργο και Δουβλίνο.<sup>171</sup>

Τόσο η εμπορική Glitnir όσο και η επενδυτική Kaupthing επιδόθηκαν σε εξαγορές, κυρίως στις σκανδιναβικές χώρες και τις ΗΠΑ.<sup>172</sup> Το σύνολο του ενεργητικού της έφτανε τα 58.3 δισεκατομμύρια ευρώ στα τέλη του 2007, ενώ το μεγαλύτερο μέρος των κερδών της (το 70%), τα οποία το 2007 έφτασαν τα 812 εκατομμύρια ευρώ, προερχόταν από δραστηριότητες της τράπεζας εκτός της χώρας.<sup>173</sup>

---

<sup>168</sup> Βλ. Thorp Arabella, Townsend Ian and Edmonds Tim, "Iceland's financial Crisis", Library House of Commons, March 2009.

<sup>169</sup> Βλ. Vilhelmina Markúsdóttir Eva, "Ireland's Too Big to Fail vs. Iceland's Too Big to Bail", Reykjavick University, 2011.

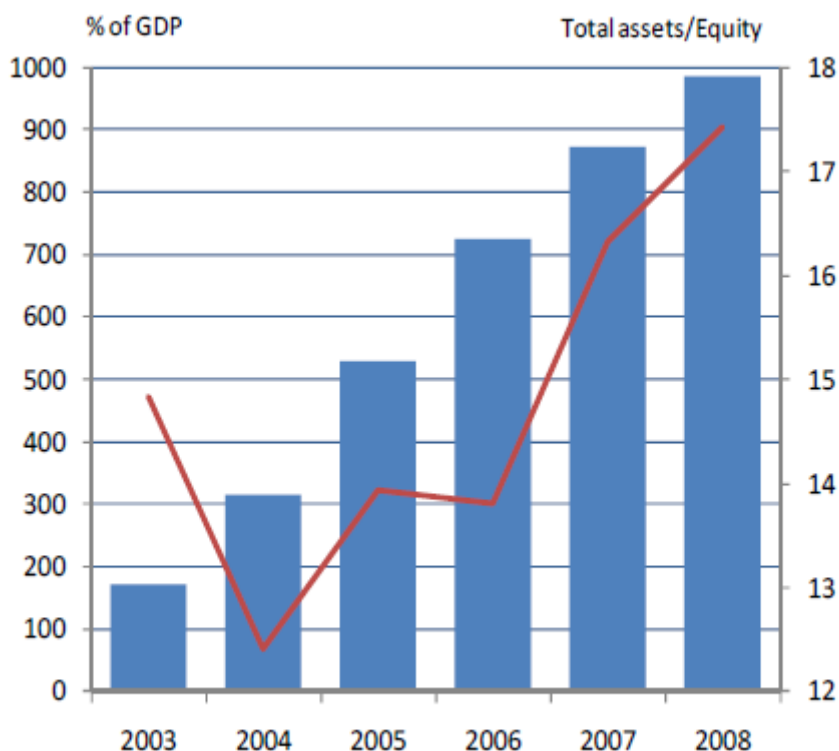
<sup>170</sup> Βλ. Thorp Arabella, Townsend Ian and Edmonds Tim, "Iceland's financial Crisis, Library House of Commons", March 2009.

<sup>171</sup> Στο ίδιο.

<sup>172</sup> Στο ίδιο.

<sup>173</sup> Στο ίδιο.

**Διάγραμμα 4** Αύξηση του ενεργητικού και της μόχλευσης των ισλανδικών τραπεζών



Πηγή: The financial crisis in Iceland and the fault lines in cross-border banking

Η κρίση του 2008 δεν εκδηλώθηκε σαν κεραυνός εν αιθρία. Τα προειδοποιητικά σημάδια είχαν κάνει αισθητή την παρουσία τους μόλις δύο χρόνια νωρίτερα, το 2006. Η ισλανδική οικονομία κατάφερε να βγει αλώβητη από τη μίνι-κρίση του 2006. Διδάχτηκε όμως από αυτήν;

### **2.2.2. Τα προειδοποιητικά σημάδια: η μίνι-κρίση του 2006**

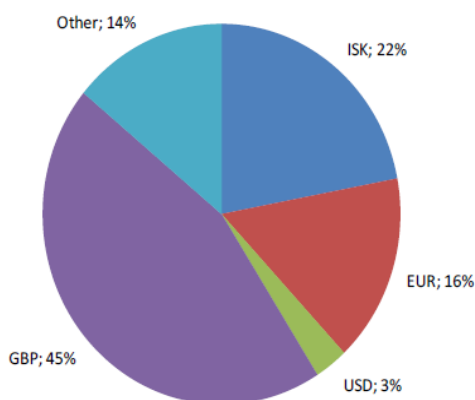
Στις αρχές του 2006 η οικονομία της Ισλανδίας μπήκε στο μικροσκόπιο. Το ΔΝΤ, ο ΟΟΣΑ, αλλά και η Danske Bank εξέφραζαν την ανησυχία τους για την υπερθέρμανση της ισλανδικής οικονομίας. Τα σημάδια ήταν εμφανή: το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το έτος 2007 είχε φτάσει στο 24% -ήταν το μεγαλύτερο στον κόσμο.<sup>174</sup> Το ενεργητικό των τριών μεγαλύτερων ισλανδικών τραπεζών –Glitnir, Kaupthing, Landsbanki- στα τέλη του 2007 ήταν εννιά φορές μεγαλύτερο από το ΑΕΠ της χώρας, ενώ μόλις λίγα χρόνια νωρίτερα –το 2003- ήταν

<sup>174</sup> Βλ. Wade Robert and Sigurgeirsdottir Silla, “Iceland’s meltdown: The rise and fall of international banking in the North Atlantic”, *Real-world Economics review*, Issue no. 56, 2011.

μόλις 1,7 φορές μεγαλύτερο.<sup>175</sup> Οι δραστηριότητές τους στο εξωτερικό είχαν πλέον ξεπεράσει τη δυνατότητα της Κεντρικής Τράπεζας της Ισλανδίας ως δανειστή έσχατης ανάγκης. Κι αυτό γιατί το μεγαλύτερο μέρος των υποχρεώσεων των τραπεζών ήταν εκφρασμένο σε ξένο συνάλλαγμα.<sup>176</sup>

Σε έκθεση της τον Μάρτιο του 2006 η Danske Bank υπογράμμισε ότι η Ισλανδία είχε την μεγαλύτερη οικονομική υπερθέρμανση μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ.<sup>177</sup> Το πολύ υψηλό επίπεδο του εξωτερικού χρέους (300% του ΑΕΠ) συνοδευόταν από ανεργία 1%, αύξηση των μισθών ετησίως κατά 7% και πληθωρισμό 4%.<sup>178</sup> Στην ίδια έκθεση υπογραμμίζονταν η δύσκολη θέση στην οποία πιθανότατα θα περιέρχονταν οι ισλανδικές τράπεζες το επόμενο διάστημα, καθώς σημαντικό μέρος του χρέους τους, το οποίο έληγε μέσα στους επόμενους 18 μήνες, ήταν εκφρασμένο σε ξένο νόμισμα.

#### **Διάγραμμα 5 Νομισματική σύνθεση υποχρεώσεων των ισλανδικών τραπεζών**



Οι διεθνείς αγορές από τις οποίες σε τόσο μεγάλο βαθμό εξαρτιόταν πλέον η Ισλανδία για τον δανεισμό της έστρεψαν ανήσυχα το βλέμμα τους πάνω της όταν τον Φεβρουάριο του 2006 ο οίκος αξιολόγησης Fitch αξιολόγησε ως αρνητικό το χρέος της χώρας,<sup>179</sup> ανοίγοντας τον ασκό του Αιόλου. Ο δανεισμός έγινε δυσκολότερος και τα ισλανδικά spreads εκτοξεύτηκαν.<sup>180</sup>

Τον Ιούλιο του 2006 σε έκθεσή του το ΔΝΤ επεσήμαινε ότι «οι διεθνείς αγορές εκφράζουν την ανησυχία τους για τον σημαντικό αυτό ρυθμό ανάπτυξης, εξαιτίας του οποίου το ισλανδικό χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει εκτεθεί σε ευπάθειες».<sup>181</sup> Στην απόρρητη έκδοση της έκθεσης αυτής η επέκταση του ισολογισμού των τραπεζών χαρακτηρίστηκε από το ΔΝΤ ως «ιλιγγιώδης». Στην έκθεση που αργότερα δόθηκε

<sup>175</sup> Βλ. Wade Robert and Sigurgeirdottir Silla, "Iceland's meltdown: The rise and fall of international banking in the North Atlantic", *Real-world Economics review*, Issue no. 56, 2011.

<sup>176</sup> Στο ίδιο.

<sup>177</sup> Βλ. Carsten Valgreen-Lars, Christensen-Peter, Andersen Rene, "Iceland: Geysir Crisis", Research Danske Bank, March 2006.

<sup>178</sup> Στο ίδιο.

<sup>179</sup> Στο ίδιο.

<sup>180</sup> Στο ίδιο.

<sup>181</sup> Βλ. IMF, Staff Report: Iceland, July 13, 2006.

στη δημοσιότητα ο όρος αυτός αντικαταστάθηκε από τον μετριοπαθέστερο «αξιοσημείωτη».<sup>182</sup>

Το καμπανάκι του κινδύνου είχε χτυπήσει, αλλά οι ισλανδικές τράπεζες, τα διοικητικά τους συμβούλια, η Κεντρική Τράπεζα, αλλά και ο εποπτικός φορέας δεν το άκουσαν. Η εξεύρεση κεφαλαίων έγινε δύσκολη ήδη από το καλοκαίρι του 2006. Αντί να περιορίσουν τον δανεισμό και τις εξαγορές στο εξωτερικό, οι τράπεζες που δυσκολεύονταν πλέον να δανειστούν κατέφυγαν στις καταθέσεις των υποκαταστημάτων (Icesave) σε Βρετανία και Ολλανδία.<sup>183</sup>

Ως αποτέλεσμα της μίνι-κρίσης του 2006, η κορώνα υποτιμήθηκε σημαντικά, με αποτέλεσμα οι υποχρεώσεις των τριών μεγαλύτερων τραπεζών που ήταν εκφρασμένες σε ξένο νόμισμα να αυξηθούν υπερβολικά, χωρίς η Κεντρική Τράπεζα της Ισλανδίας να μπορεί να τις εγγυηθεί. Το διογκωμένο τραπεζικό σύστημα δεν ήταν δυνατόν να διασωθεί. Μετά από δύο δημοψηφίσματα, ο ισλανδικός λαός έδωσε μια «ανορθόδοξη» -για τη διεθνή πρακτική- απάντηση στο δυσεπίλυτο πρόβλημα της διάσωσης των τραπεζών: αποφάσισε το κράτος να μην εξυπηρετήσει τα εξωτερικά δάνεια των ιδιωτικών τραπεζών.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 Η εκδήλωση των τραπεζικών κρίσεων. Τα αίτια της κατάρρευσης των τραπεζών.**

### **3.1. Η ιρλανδική τραπεζική κρίση. Η φούσκα των ακινήτων και η εξάρτηση από τον διεθνή δανεισμό.**

Όπως αναφέρθηκε στο δεύτερο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, η ραγδαία οικονομική ανάπτυξη που γνώρισε η Ιρλανδία για σχεδόν δύο δεκαετίες τερματίστηκε το 2007. Η φούσκα στον κατασκευαστικό τομέα και στην αγορά ακινήτων έσκασε, συμπαρασύροντας και τις ιρλανδικές τράπεζες. Με την εύκολη έγκριση όλο και περισσότερων ενυπόθηκων δανείων η διόγκωση της στεγαστικής φούσκας ήταν, θα λέγαμε, κάτι περισσότερο από αναμενόμενη.

Ποιοί ήταν όμως οι παράγοντες εκείνοι, οι οποίοι συνετέλεσαν στην υιοθέτηση του μοντέλου αυτού από τις τράπεζες στις αρχές της δεκαετίας του 2000

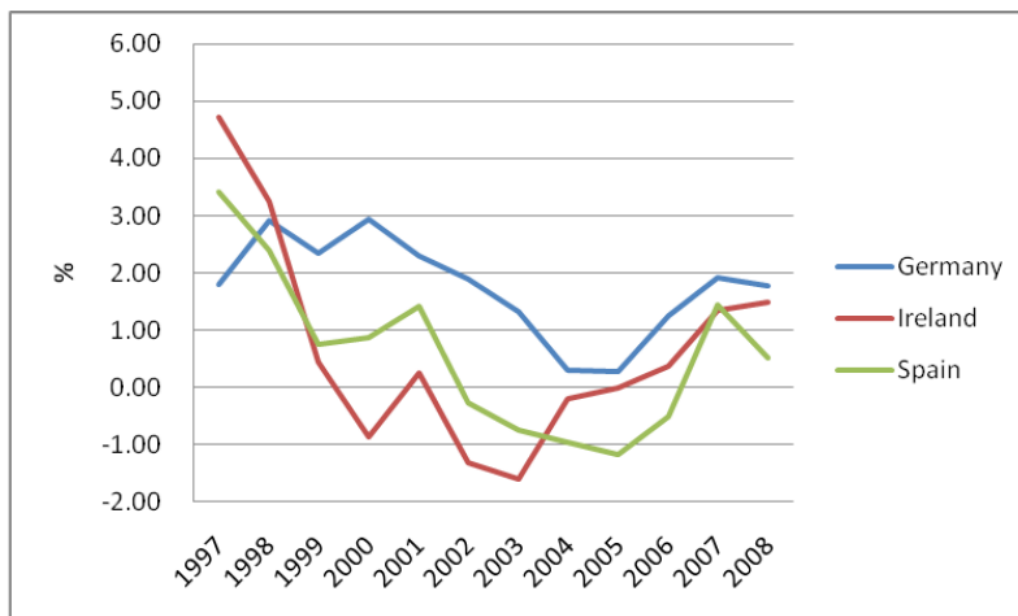
<sup>182</sup> Βλ. IMF, Staff Report: Iceland, July 13, 2006.

<sup>183</sup> Βλ. Wade Robert and Sigurgeirdottir Silla, *Iceland's meltdown: The rise and fall of international banking in the North Atlantic*, *Real-world Economics review*, Issue no. 56, 2011.

και ποιες ήταν οι παράμετροι, οι οποίες συνέβαλαν στη μεταστροφή της ιρλανδικής οικονομίας; Και υπό ποιες προϋποθέσεις οι τράπεζες αποτέλεσαν κινητήριο μοχλό της οικονομικής ανάπτυξης;

Οι αδυναμίες της ιρλανδικής οικονομίας ενισχύθηκαν από την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ στις αρχές της δεκαετίας του 2000.<sup>184</sup> Η πολιτική του εύκολου τραπεζικού δανεισμού προς τα νοικοκυριά αποτελεί μία εκδήλωση του φαινομένου αυτού. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια μειώθηκαν κατά 2/3 κατά την περίοδο 2002-2007 σε σύγκριση με τις αρχές και τα μέσα της δεκαετίας του 1990.<sup>185</sup> Αλλά και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια μειώθηκαν κατά το ήμισυ.<sup>186</sup> Την περίοδο 1999-2005 τα πραγματικά επιτόκια ήταν αρνητικά.<sup>187</sup> Η πιστωτική και η στεγαστική φούσκα υπήρξαν δύο αλληλοτροφοδοτούμενα φαινόμενα.

**Διάγραμμα 6 Μακροπρόθεσμα επιτόκια 1997-2008**



Πηγή: Regling Karl and Watson Max, "A Preliminary Report on The Sources of Ireland's Banking Crisis", Banking Inquiry, Government Publications, 2010.

Αυτός ο άνευ προηγουμένου υψηλός δανεισμός προς τα νοικοκυριά συνοδεύτηκε και από τη χαλάρωση των κριτηρίων για τη χορήγηση στεγαστικών

<sup>184</sup> Βλ. Regling Karl and Watson Max, "A Preliminary Report on The Sources of Ireland's Banking Crisis, Banking Inquiry", Government Publications, 2010.

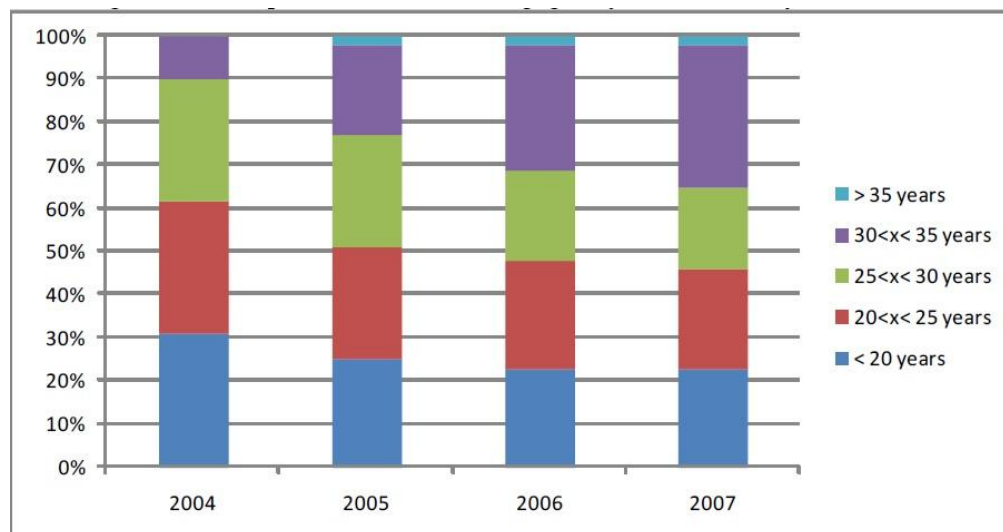
<sup>185</sup> Στο ίδιο.

<sup>186</sup> Στο ίδιο.

<sup>187</sup> Στο ίδιο.

δανείων (χορηγείτο μέχρι και το 100% της αξίας)<sup>188</sup> αλλά και την επιμήκυνση της ωρίμανσης των ενυπόθηκων δανείων πέρα από το προβλεπόμενο χρονικό διάστημα.<sup>189</sup> Η χαλάρωση των τραπεζικών κριτηρίων ως προς την περίοδο αποπληρωμής των δανείων φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα.

**Διάγραμμα 7 Χαλάρωση περιόδου αποπληρωμής των δανείων**



Πηγή: The U.S. and Irish Credit Crises: Their Distinctive Differences and Common Features, Conor, G., Flavin, T., and O'Kelly, B., *Irish Economy Note No. 10*, 2010.

Τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια των οποίων η αποπληρωμή έπρεπε να ολοκληρωθεί μέσα στα επόμενα 30 χρόνια ή και αργότερα παρουσίασαν μια εντυπωσιακή αύξηση της τάξης του 25%.

Ο συνδυασμός των παραπάνω δύο παραγόντων σε συνδυασμό με το γεγονός ότι το δανειακό χαρτοφυλάκιο των ιρλανδικών τραπεζών δεν ήταν διαφοροποιημένο (αλλά προσανατολισμένο στον στεγαστικό κλάδο) μαρτυρούσε την επισφαλή θέση στην οποία είχε περιέλθει το σύνολο του ιρλανδικού τραπεζικού συστήματος.

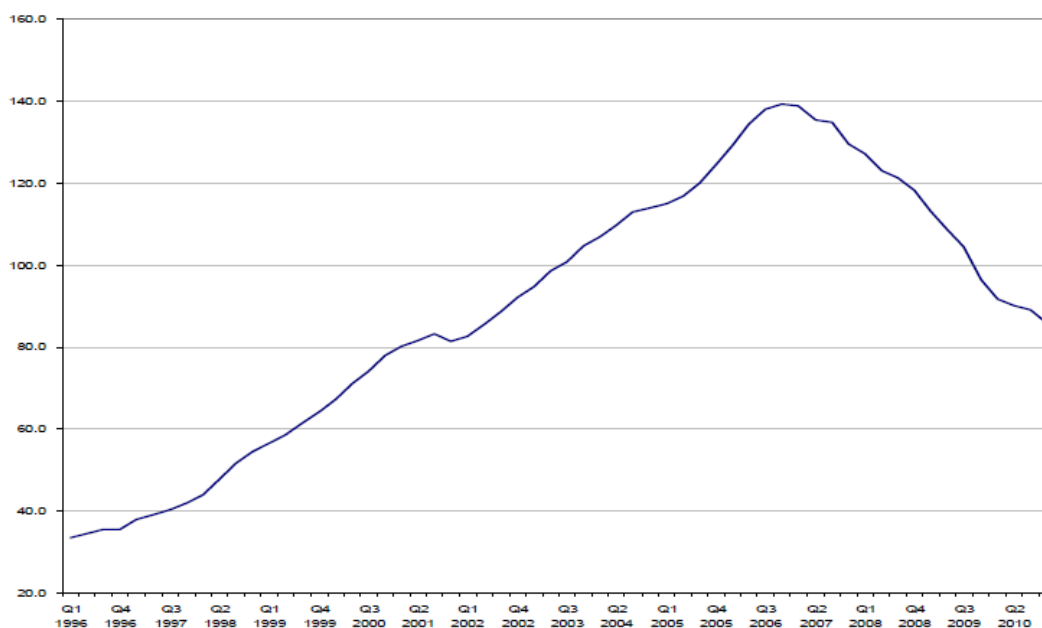
Ο συνδυασμός της αύξησης των εισοδημάτων και της ζήτησης συμπάρεσυρε τις τιμές των ακινήτων προς τα πάνω: αυτές τετραπλασιάστηκαν τη δεκαετία 1996-2007.<sup>190</sup>

<sup>188</sup> Βλ. Connor Gregory, Flavin, Thomas, and O'Kelly Brian, "The U.S. and Irish Credit Crises: Their Distinctive Differences and Common Features", *Irish Economy Note*, No. 10, March 2010.

<sup>189</sup> Στο ίδιο.

<sup>190</sup> Στο ίδιο.

### Διάγραμμα 8 Ραγδαία αύξηση στις τιμές των κατοικιών



Πηγή: "The Irish Economy in Perspective", Department of Finance, June 2011.

Μια κατασκευαστική μανία κατέλαβε τη χώρα. Το απόθεμα των κατοικιών το 2008 ανερχόταν σε 1,9 εκατομμύρια.<sup>191</sup> Αν συγκρίνει κανείς τον αριθμό αυτό με το απόθεμα των κατοικιών το 1991 (1,2 εκατομμύρια) και το 2000 (1,4 εκατομμύρια)<sup>192</sup> μπορεί να κατανοήσει τον βαθμό έκθεσης των τραπεζών στη στεγαστική αγορά. Ενώ τα σπίτια των οποίων η κατασκευή ολοκληρώθηκε το 1990 ήταν μόλις 19.000, το 2000 εκτοξεύτηκαν στις 50.000 για να φτάσει το 2006 στο ρεκόρ των 93.000.<sup>193</sup>

Από τα παραπάνω στοιχεία μπορεί να γίνει κατανοητό ότι ο κατασκευαστικός κλάδος είχε αναδειχθεί στον κινητήριο μοχλό της ιρλανδικής οικονομίας. Το 2007, λίγο πριν το ξέσπασμα της φούσκας, ο κατασκευαστικός κλάδος στην Ιρλανδία αποτελούσε πλέον το 13,3% του ΑΕΠ της χώρας και ήταν το υψηλότερο ποσοστό μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ.<sup>194</sup>

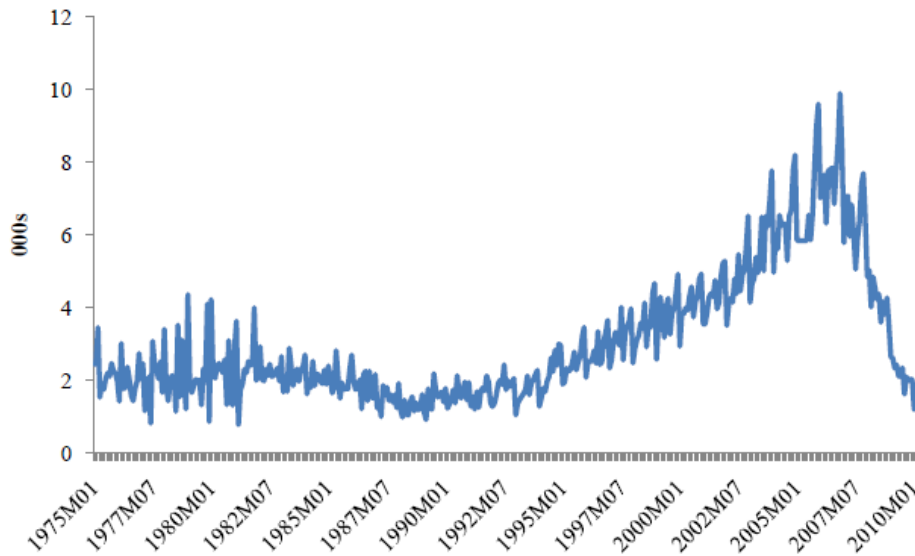
<sup>191</sup> Βλ. Connor Gregory, Flavin, Thomas, and O'Kelly Brian, "The U.S. and Irish Credit Crises: Their Distinctive Differences and Common Features", *Irish Economy Note*, No. 10, March

<sup>192</sup> Στο ίδιο.

<sup>193</sup> Στο ίδιο.

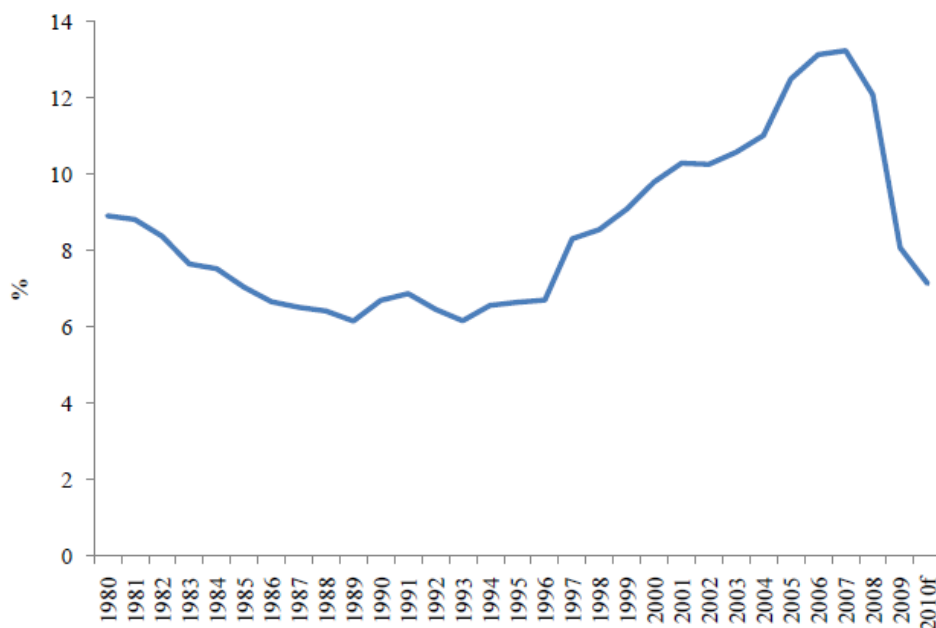
<sup>194</sup> Βλ. Whelan Karl, "Ireland's Sovereign Debt Crisis", Centre For Economic Research, University College Dublin, WP11/09, May 2011.

**Διάγραμμα 9 Ολοκληρώσεις κατοικιών 1975-2010**



Πηγή: Whelan Karl, "Ireland's Sovereign Debt Crisis", Centre For Economic Research, University College Dublin, WP11/09, May 2011.

**Διάγραμμα 10 Ποσοστό απασχόλησης στον κατασκευαστικό τομέα 1980-2000**



Πηγή: "The Irish Banking Crisis, Regulatory and Financial Stability Policy 2003-2008", A Report to the Minister for Finance by the Governor of the Central Bank, May 2010.

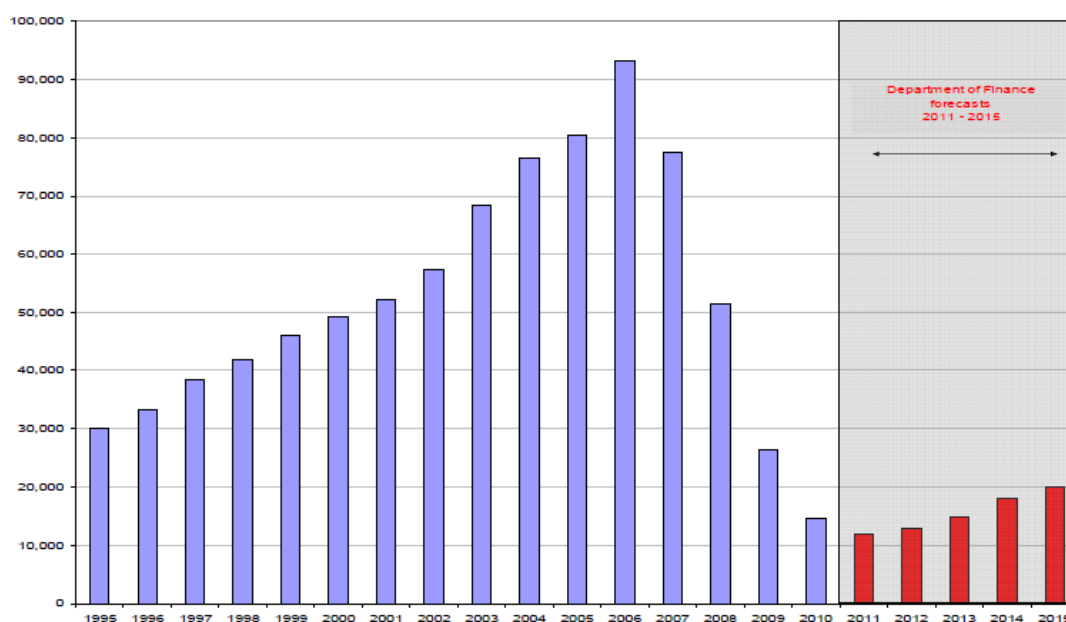
Στις αρχές της δεκαετίας του 2000 η Ιρλανδία άρχισε να χάνει την ανταγωνιστικότητά της. Τα ιρλανδικά προϊόντα έγιναν – λόγω του ευρώ- ακριβότερα

εκτός ευρωζώνης και ο εξαγωγικός τομέας παρουσίασε κάμψη.<sup>195</sup> Πιο συγκεκριμένα ο ρυθμός της αύξησης των εξαγωγών από 17,8% που ήταν κατά μέσο όρο την περίοδο 1995-2000 μειώθηκε σε 5,3% την περίοδο 2000-2005.<sup>196</sup>

Παρά την εξέλιξη αυτή η αύξηση – λόγω πιστωτικής επέκτασης – της εγχώριας ζήτησης για κατοικίες διατήρησε το ΑΕΠ σε υψηλά επίπεδα. Όμως οικονομία της χώρας εξαρτιόταν πλέον σε πολύ μεγάλο βαθμό από τον κατασκευαστικό κλάδο.

Καθώς η αύξηση των πιστώσεων υπερέβαινε το ρυθμό αύξησης των καταθέσεων, οι ιρλανδικές τράπεζες στράφηκαν στις διεθνείς αγορές για να εξασφαλίσουν κεφάλαια με τα οποία στη συνέχεια χρηματοδοτούσαν τη στεγαστική φούσκα.

### Διάγραμμα 11 Εξάρτηση από τον κατασκευαστικό τομέα. Ολοκληρώσεις κατοικιών ανά έτος

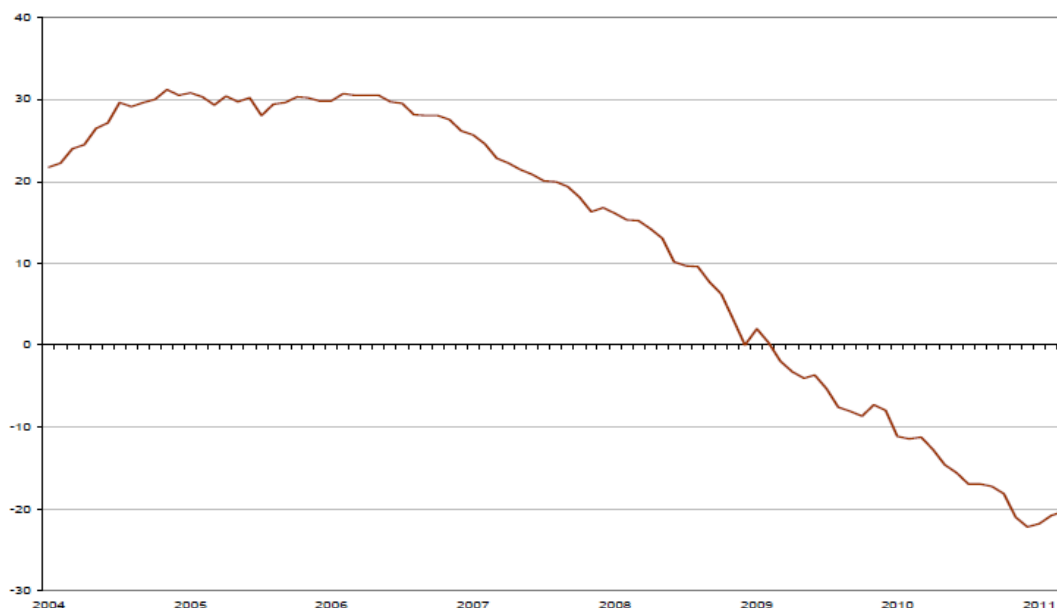


Πηγή: "The Irish Economy in Perspective", Department of Finance, June 2011.

<sup>195</sup> Βλ. "The Irish Economy in Perspective", Department of Finance, June 2011.

<sup>196</sup> Στο ίδιο.

**Διάγραμμα 12 Αύξηση των πιστώσεων**



Πηγή: "The Irish Economy in Perspective", Department of Finance, June 2011.

Με λίγα λόγια τα τραπεζικά ιδρύματα κατέστησαν εξαιρετικά εξαρτώμενα από τον διεθνή δανεισμό. Οποιαδήποτε λοιπόν αλλαγή στο διεθνές κλίμα θα συμπαρέσυρε τις ιρλανδικές τράπεζες και τα αποτελέσματα δε θα μπορούσε παρά να είναι καταστροφικά.

Η κρίση που γνώρισε η Ιρλανδία το 2008 ήταν αποτέλεσμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007 ή τα αίτιά της είχαν περισσότερο εγχώριο χαρακτήρα; Είναι γεγονός ότι η ιρλανδική οικονομία ήταν ιδιαίτερα ευάλωτη λόγω της έκθεσής της στο διεθνή δανεισμό. Είναι χαρακτηριστικό ότι ενώ στα τέλη του 2003 το χρέος των ιρλανδικών τραπεζών προς τον υπόλοιπο κόσμο ήταν το 10% του ΑΕΠ, μόλις πέντε χρόνια μετά, στα τέλη του 2008 ήταν πάνω από το 60% του ΑΕΠ.<sup>197</sup>

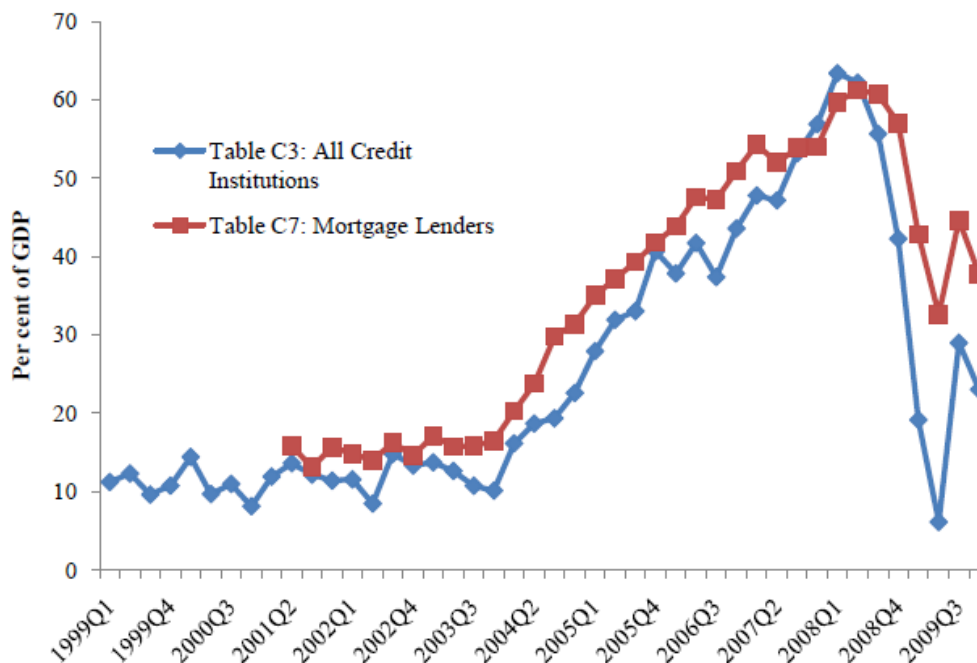
Παρόλα αυτά, ήδη από τις αρχές του 2007 –δηλαδή πριν ακόμη ξεσπάσει η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση- οι τιμές των ιρλανδικών ακινήτων σημείωναν σημαντική πτώση.<sup>198</sup> Πιο συγκεκριμένα, οι τιμές των οικιστικών ακινήτων είχαν αρχίσει να σημειώνουν πτώση περισσότερο από 18 μήνες πριν από την κατάρρευση

<sup>197</sup> Βλ. "The Irish Banking Crisis, Regulatory and Financial Stability Policy 2003-2008", A Report to the Minister for Finance by the Governor of the Central Bank, May 2010.

<sup>198</sup> Βλ. Whelan Karl, "Ireland's Sovereign Debt Crisis", Centre For Economic Research, University College Dublin, WP11/09, May 2011.

της Lehman Brothers.<sup>199</sup> Αλλά και οι τιμές των εμπορικών ακινήτων άρχισαν να σημειώνουν κάμψη τουλάχιστον 9 μήνες πριν το ξέσπασμα της κρίσης του 2007.<sup>200</sup>

**Διάγραμμα 13 Αύξηση του δανεισμού των ιρλανδικών τραπεζών**



Πηγή: “The Irish Banking Crisis, Regulatory and Financial Stability Policy 2003-2008”, A Report to the Minister for Finance by the Governor of the Central Bank, May 2010

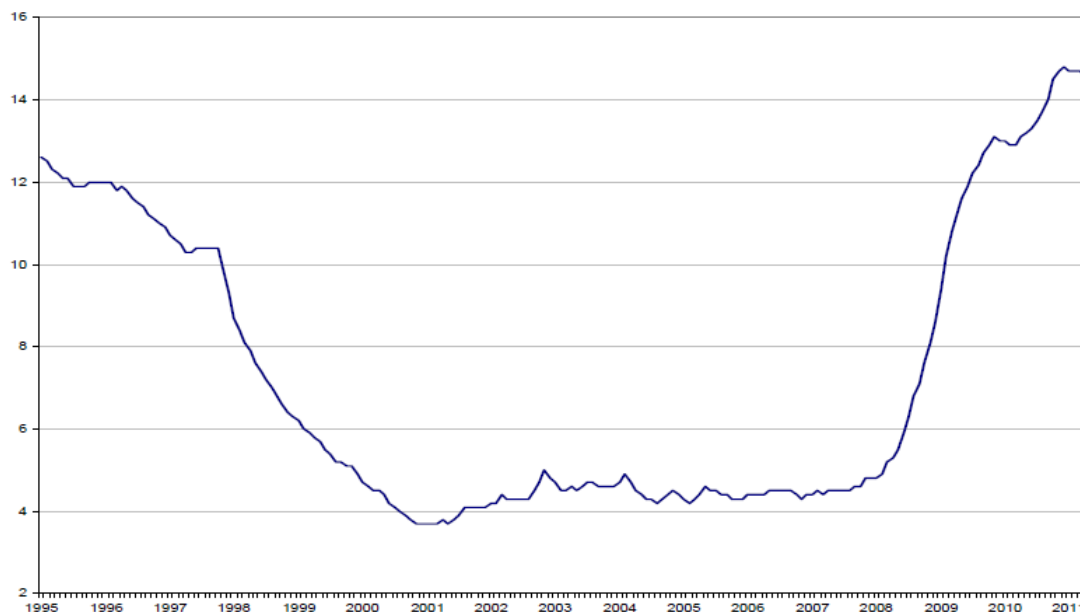
Καθώς οι τιμές των ακινήτων μειώνονταν, η ζήτηση μειωνόταν επίσης. Οι υποψήφιοι αγοραστές ανέβαλαν την αγορά κατοικίας μέχρι να πετύχουν όσο το δυνατόν χαμηλότερη τιμή αγοράς. Οι υπερτιμημένες κατοικίες αποτελούσαν πλέον παρελθόν. Κατ’ αυτόν τον τρόπο η φούσκα στην αγορά ακινήτων ξεφούσκωσε. Συμπαρέσυρε όμως και τον κατασκευαστικό κλάδο, ο οποίος κατά τα προηγούμενα χρόνια είχε προσφέρει πολλές νέες θέσεις εργασίας.

Θα λέγαμε λοιπόν, ότι η κατάρρευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 απλώς έκανε τις συνέπειες της κρίσης περισσότερο εμφανείς στην ιρλανδική οικονομία. Οι πραγματικές αιτίες της κρίσης βρίσκονταν στο εσωτερικό της χώρας. Η αλλαγή του διεθνούς κλίματος ήταν απλώς η αφορμή για την Ιρλανδία, η οποία βρισκόταν πλέον αντιμέτωπη με μια τριπλή κρίση: τραπεζική, δημοσιονομική και ανταγωνιστικότητα. Ας δούμε αναλυτικά καθεμιά από αυτές:

<sup>199</sup> Βλ. “The Irish Banking Crisis, Regulatory and Financial Stability Policy 2003-2008”, A Report to the Minister for Finance by the Governor of the Central Bank, May 2010.

<sup>200</sup> Στο ίδιο.

**Διάγραμμα 14 Αύξηση της ανεργίας**



Πηγή: "The Irish Economy in Perspective", Department of Finance, June 2011.

**1. Τραπεζική κρίση.** Οι ιρλανδικές τράπεζες έβλεπαν τις τιμές των μετοχών τους να μειώνονται σταθερά από τον Μάρτιο του 2007. Παρά το γεγονός ότι επισήμως αρνούνταν να παραδεχτούν ότι αντιμετώπιζαν δυσκολίες, τον Μάιο του 2008 τα προβλήματά τους άρχισαν να γίνονται εμφανή.<sup>201</sup> Η κρίση έφτασε στο αποκορύφωμά της στις 29 Σεπτεμβρίου 2008, όταν η Anglo-Irish, η τράπεζα που είχε υιοθετήσει την πιο επεκτατική πολιτική ανακοίνωσε ότι αδυνατούσε να έχει πρόσβαση στο διεθνή δανεισμό για να καλύψει το χρέος της. Στη συνέχεια, η ιρλανδική κυβέρνηση αποφάσισε να εγγυηθεί όχι μόνο για τις καταθέσεις των ιρλανδικών τραπεζών, αλλά και για τα ομολογιακά δάνεια που αυτές είχαν συνάψει.<sup>202</sup> Γιατί όμως η ιρλανδική κυβέρνηση αποφάσισε να εγγυηθεί για τα χρέη των τραπεζών, μετακυλίωντας το βάρος στους φορολογούμενους; Μια πιθανή

<sup>201</sup> Βλ. Kelly Morgan, "The Irish Credit Bubble", Centre For Economic Research, University College Dublin, WP09/32, December 2009.

<sup>202</sup> Στο ίδιο.

εξήγηση είναι να θεωρήθηκε ότι η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 ευθυνόταν σε μεγαλύτερο βαθμό από ότι στην πραγματικότητα για τα προβλήματα ρευστότητας που αντιμετώπιζαν οι τράπεζες. Πιθανόν να θεωρήθηκε δηλαδή ότι πέρα από το δυσμενές διεθνές κλίμα το οποίο είχε διαμορφωθεί, οι ιρλανδικές τράπεζες δεν αντιμετώπιζαν προβλήματα φερεγγυότητας.

Παρά τις εγγυήσεις της ιρλανδικής κυβέρνησης όμως, οι μετοχές των ιρλανδικών τραπεζών συνέχισαν να καταρρέουν. Έτσι, τον Φεβρουάριο του 2009 συνέβη το αναπόφευκτο: η Anglo-Irish εθνικοποιήθηκε.<sup>203</sup> Παράλληλα με την εθνικοποίηση της τράπεζας, η κυβέρνηση ανακοίνωσε τη δημιουργία μιας «κακής τράπεζας», η οποία θα αγόραζε το σύνολο των μη εξυπηρετούμενων δανείων από τις τράπεζες. Η «κακή» αυτή τράπεζα ονομάστηκε NAMA (National Asset Management Agency).

Όπως ήταν αναμενόμενο, οι τράπεζες δε θα μπορούσαν να βγουν αλώβητες από τη φούσκα που έσκασε το 2007. Έτσι, τα πιστωτικά ιδρύματα ήρθαν αντιμέτωπα με το ενδεχόμενο της αδυναμίας αποπληρωμής των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων που τόσο απερίσκεπτα είχαν χορηγήσει.

Με βάση τα παραπάνω, θα μπορούσαμε να υποστηρίξουμε ότι η ραγδαία πιστωτική επέκταση που έλαβε χώρα κυρίως από το 2003 και μετά και πυροδότησε την αύξηση των τιμών των ακινήτων υποδηλώνει την ύπαρξη συστημικών αποτυχιών της ιρλανδικής οικονομίας. Ποιές ήταν όμως αυτές;

Όσον αφορά στο ρόλο της Κεντρικής Τράπεζας της χώρας, οι δεσμοί που τη συνέδεαν ήδη από την εποχή της ανεξαρτησίας της Ιρλανδίας με το πολιτικό σύστημα, αποδείχτηκαν πολύ ισχυροί ακόμη και κατά τη διάρκεια της δεκαετίας της δημιουργίας της φούσκας.<sup>204</sup> Δεν καταβλήθηκαν ιδιαίτερες προσπάθειες για ουσιαστική εποπτεία στο τραπεζικό σύστημα.

Ανεξέλεγκτος επίσης ήταν και ο ανταγωνισμός ο οποίος είχε αναπτυχθεί ανάμεσα στις σημαντικότερες τράπεζες. Η ανάδειξη της Anglo-Irish Bank από μια μικρή εμπορική τράπεζα στη δεκαετία του 1990 στη δεύτερη μεγαλύτερη το 2007 μέσω της υιοθέτησης επιθετικής πολιτικής στεγαστικών, έδειξε το δρόμο και στις άλλες δύο καταθετικές τράπεζες: την AIB και την Bank of Ireland.<sup>205</sup>

Εκτός όμως από τις απώλειες που απέρρεαν από τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, οι ιρλανδικές τράπεζες την επαύριον της κατάρρευσης της στεγαστικής αγοράς ήρθαν αντιμέτωπες με δύο ακόμη προβλήματα: αφ' ενός μεν τις μεγάλες

<sup>203</sup> Βλ. Kelly Morgan, "The Irish Credit Bubble", Centre For Economic Research, University College Dublin, WP09/32, December 2009.

<sup>204</sup> Στο ίδιο.

<sup>205</sup> Στο ίδιο.

απώλειες που θα έπρεπε να υποστούν από τα δάνεια που είχαν χορηγήσει στους κατασκευαστές, αφ' ετέρου την εξάρτησή της για δανεισμό από τις διεθνείς αγορές, η οποία ήταν πολύ μεγάλη.<sup>206</sup>

Περισσότερο ανησυχητικές ήταν οι θέσεις της AIB και της Bank of Ireland. Η πρώτη τον Αύγουστο του 2009 είχε εκκρεμή ομόλογα ύψους 24 δισεκατομμυρίων ευρώ και δάνειο από την ΕΚΤ ύψους 34 δισεκατομμυρίων ευρώ (τα μη εξασφαλισμένα χρέη της έφταναν τα 5 δισεκατομμύρια ευρώ).<sup>207</sup> Την ίδια περίοδο η Bank of Ireland είχε ομόλογα ύψους 45 δισεκατομμυρίων ευρώ (και 8 δισεκατομμύρια μη εξασφαλισμένα χρέη), ενώ ο δανεισμός της από την ΕΚΤ έφτανε τα 17 δισεκατομμύρια ευρώ.<sup>208</sup>

Το πρόβλημα όμως του μεγέθους του δανεισμού των ιρλανδικών τραπεζών συνοδευόταν και από τη βραχυχρόνια ωρίμανσή τους. Έτσι, το 2010 η AIB είχε ομόλογα ύψους 9,8 δισεκατομμυρίων ευρώ που ωρίμαζαν, η Bank of Ireland ύψους 12,2 δισεκατομμυρίων ευρώ και η εθνικοποιημένη Anglo-Irish Bank ύψους 9,2 δισεκατομμυρίων.<sup>209</sup> Οι τράπεζες ήταν αναγκασμένες να δανείζονται από τις διεθνείς αγορές με 5,6% προκειμένου να χρηματοδοτήσουν ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια με απόδοση 3,5%. Οι τράπεζες επομένως έπρεπε να συρρικνώσουν τους ισολογισμούς τους μέσω της αποπληρωμής των δανείων τους και να επιστρέψουν στο προηγούμενο μοντέλο χρηματοδότησης των δανείων, μέσω των καταθέσεων.<sup>210</sup>

Ένα τρίτο πρόβλημα, το οποίο έπρεπε να αντιμετωπίσουν οι τράπεζες ήταν αυτό των απωλειών, οι οποίες θα προέκυπταν από τα δάνεια που είχαν χορηγηθεί σε κατασκευαστές και εργολάβους. Προκειμένου οι τράπεζες να υποστούν όσο το δυνατόν μικρότερες απώλειες, η κυβέρνηση ανακοίνωσε την ίδρυση του NAMA. Η «κακή» αυτή τράπεζα ήταν επιφορτισμένη με την αγορά των μη εξυπηρετούμενων κατασκευαστικών δανείων από τις επιμέρους τράπεζες.

Ο Kelly<sup>211</sup> εξηγεί τον τρόπο με τον οποίο ο NAMA θα λειτουργούσε προστατευτικά για τις τράπεζες: «Ας υποθέσουμε ότι μια τράπεζα διαθέτει κεφάλαια ύψους 10 δισεκατομμυρίων ευρώ και έχει δάνεια ύψους 100 δισεκατομμυρίων ευρώ, εκ των οποίων τα 20 δισεκατομμύρια αποτελούν κατασκευαστικά δάνεια. Ας υποθέσουμε επίσης ότι οι τράπεζες υφίστανται απώλειες της τάξης του 50% από τα δάνεια αυτά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τα κεφάλαιά τους να εξανεμιστούν και οι ίδιες να καταστούν αφερέγγυες. Αν όμως η κυβέρνηση αγοράσει αυτά τα μη

<sup>206</sup> Βλ. Kelly Morgan, "The Irish Credit Bubble", Centre For Economic Research, University College Dublin, WP09/32, December 2009.

<sup>207</sup> Στο ίδιο.

<sup>208</sup> Στο ίδιο.

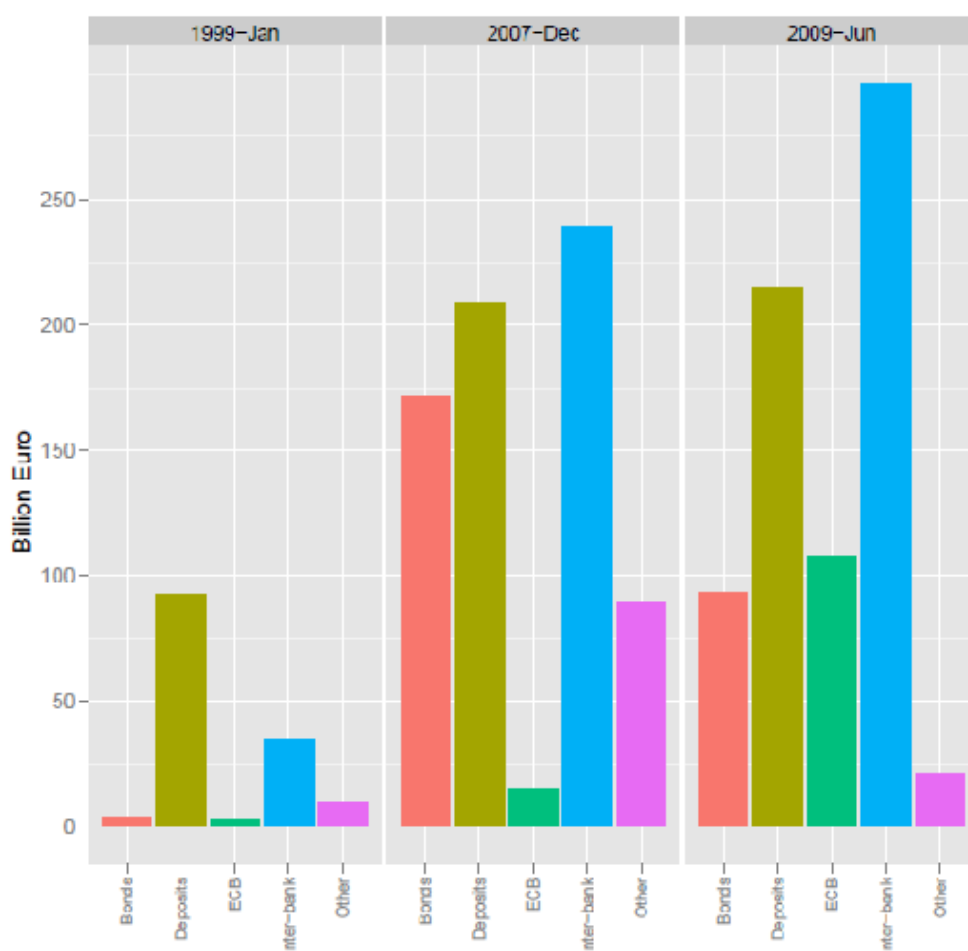
<sup>209</sup> Στο ίδιο.

<sup>210</sup> Στο ίδιο.

<sup>211</sup> Στο ίδιο.

εξυπηρετούμενα δάνεια ύψους 20 δισεκατομμυρίων ευρώ στην ονομαστική τους αξία, οι τράπεζες ανακεφαλαιοποιούνται και μπορούν να συνεχίσουν να δανείζουν».

**Διάγραμμα 15 Δανεισμός ιρλανδικών τραπεζών**



Πηγή: . Kelly Morgan, “The Irish Credit Bubble”, Centre For Economic Research, University College Dublin, WP09/32, December 2009.

Τη λύση αυτή θέλησε η ιρλανδική κυβέρνηση να θέσει σε εφαρμογή μέσω της ίδρυσης του NAMA. Έτσι, όσοι είχαν δανειστεί από τράπεζες, οι οποίες στη συνέχεια συνδέθηκαν με τον NAMA, περισσότερα από 5 δισεκατομμύρια ευρώ θα έβλεπαν τα δάνειά τους να μεταφέρονται στον νεοϊδρυθέντα οργανισμό.<sup>212</sup> Η λύση όμως αυτή, όπως προαναφέρθηκε, ήταν κατάλληλη για τα μη εξυπηρετούμενα

<sup>212</sup> Βλ. Kelly Morgan, “The Irish Credit Bubble”, Centre For Economic Research, University College Dublin, WP09/32, December 2009.

δάνεια που είχαν χορηγηθεί σε κατασκευαστές και εργολάβους. Τα άλλα δύο προβλήματα που κλήθηκαν οι τράπεζες να αντιμετωπίσουν –οι απώλειες από τη μεγάλη έκθεση σε ενυπόθηκα δάνεια προς τα νοικοκυριά και η μεγάλη εξάρτηση από τον διεθνή δανεισμό- παρέμεναν.

Στις 30 Σεπτεμβρίου 2008 η ιρλανδική κυβέρνηση ανακοίνωσε την απόφασή της να εγγυηθεί για μια περίοδο δύο ετών τόσο τις καταθέσεις όσο και για τις υποχρεώσεις των τραπεζών. Όπως προαναφέρθηκε, η Κεντρική Τράπεζα εξέφραζε την άποψη ότι τα προβλήματα των τραπεζών απέρρεαν περισσότερο από την έλλειψη ρευστότητας στη διεθνή αγορά και δεν ήταν αποτέλεσμα της αφερεγγυότητάς τους. Στον αντίποδα βρίσκονταν οι φωνές που προειδοποιούσαν για τους κινδύνους που εγκυμονούσε η γενική αυτή εγγύηση του ιρλανδικού κράτους. Η κυβέρνηση όμως θεώρησε ότι οι ιρλανδικές τράπεζες δεν είχαν προβλήματα φερεγγυότητας και ότι η εγγύηση που αποφάσισε να παράσχει δεν θα επηρέαζε τα οικονομικά του κράτους.

**2. Δημοσιονομική κρίση.** Κατά την περίοδο της ταχείας ανάπτυξης της στεγαστικής και κατασκευαστικής φούσκας και κυρίως το 2007, τα έσοδα του κράτους εξαρτώνταν σε πολύ μεγάλο βαθμό από την αγορά αυτή. Όταν η στεγαστική φούσκα έσκασε, τα έσοδα από φόρους καταποντίστηκαν.<sup>213</sup> Ως εκ τούτου οι φόροι που σχετίζονταν με τη στεγαστική αγορά και αποτελούσαν το 2006 το 18% των συνολικών εσόδων, το 2010 αντιπροσώπευαν μόλις το 3%.<sup>214</sup>

Τη δημοσιονομική κατάσταση επιδεινώνε ακόμη περισσότερο και η αύξηση της ανεργίας κατά 12% σχεδόν την περίοδο της έκρηξης της φούσκας. Την περίοδο 2008-2010 το ΑΕΠ της χώρας μειώθηκε κατά 17% και για πρώτη φορά μετά από μια σχεδόν δεκαετία κατά τη διάρκεια της οποίας η Ιρλανδία εμφάνιζε πλεονασματικούς προϋπολογισμούς, τα ελλείμματα της γενικής κυβέρνησης έφτασαν το 7,5% του ΑΕΠ του 2008, το 12,9% το 2009 και το 32% το 2010.<sup>215</sup>

Σημαντική όμως ήταν και η επιδείνωση της δημοσιονομικής κατάστασης της χώρας λόγω της απόφασης της ιρλανδικής κυβέρνησης να στηρίξει τις τράπεζες. Πιο συγκεκριμένα, μόνο για το 2010 οι ενέσεις αυτές αντιπροσώπευαν τα 2/3 του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης.<sup>216</sup>

---

<sup>213</sup> Βλ. Gurdgiv Constantin, Lucey Brian, Mac An Bhaird Ciaran and Roche-Kelly Lorcan. "The Irish Economy: Three Strikes and You're Out?" March 2011.

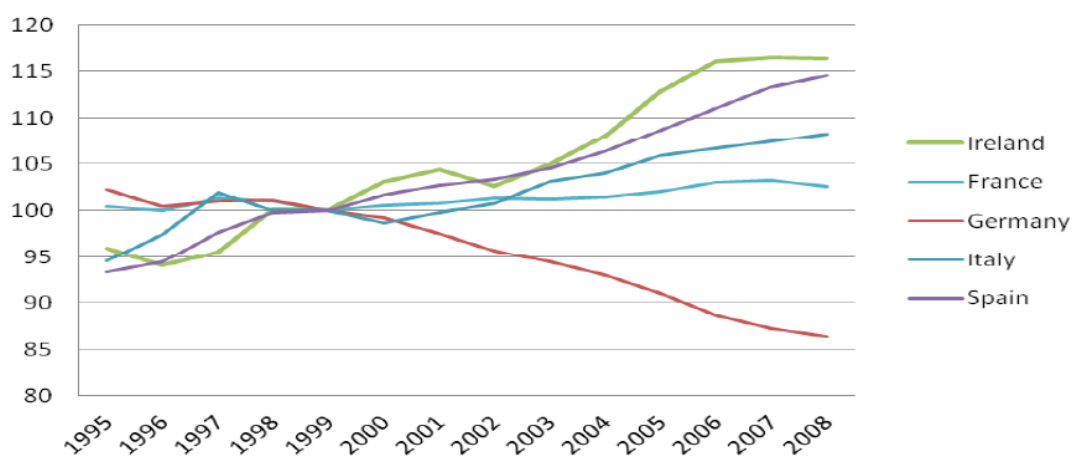
<sup>214</sup> Στο ίδιο.

<sup>215</sup> Στο ίδιο.

<sup>216</sup> Στο ίδιο.

**3. Κρίση ανταγωνιστικότητας.** Η φούσκα στη στεγαστική αγορά είχε συμπαράσσει και τους μισθούς προς τα πάνω. Αυτό είχε σαν συνέπεια την επιδείνωση της ανταγωνιστικότητας της ιρλανδικής οικονομίας.<sup>217</sup> Πιο συγκεκριμένα, ο ρυθμός αύξησης των ιρλανδικών μισθών κατά την περίοδο της άνθησης της φούσκας ξεπερνούσαν κατά πολύ αυτόν της Γερμανίας και της Γαλλίας που ήταν και οι ανταγωνιστικότεροι στην ευρωζώνη την περίοδο 2003-2006, αλλά ακόμη και τους ιταλικούς και τους ισπανικούς.<sup>218</sup>

**Διάγραμμα 16 Ρυθμός μεταβολής των μισθών σε πέντε ευρωπαϊκές χώρες**



Πηγή: Regling Karl and Watson Max, “A Preliminary Report on The Sources of Ireland’s Banking Crisis”, Banking Inquiry, Government Publications, 2010.

### **3.2. Η κατάρρευση των Ισλανδικών τραπεζών. Το χρονικό της εκδήλωσης μιας προαναγγελθείσας κρίσης.**

Λίγο πριν από την εκδήλωση της κρίσης, το μέγεθος του τραπεζικού τομέα στην Ισλανδία είχε ξεπεράσει κάθε προηγούμενο. Μέσα σε έξι μόλις χρόνια από την ιδιωτικοποίησή του ήταν δέκα φορές μεγαλύτερος από το ΑΕΠ της χώρας.<sup>219</sup> Καθώς η εξάρτηση των τραπεζών από τον διεθνή δανεισμό ήταν πολύ μεγάλη, η

<sup>217</sup> Βλ. “The Irish Banking Crisis, Regulatory and Financial Stability Policy 2003-2008”, A Report to the Minister for Finance by the Governor of the Central Bank, May 2010.

<sup>218</sup> Στο ίδιο.

<sup>219</sup> Βλ. Throstur Olaf Sigurjonsson, “The Icelandic Bank Collapse: Challenges to Governance and Risk Management”, in *Rethinking Governance for Sustainability*, CERES, 2009.

κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 αποδείχτηκε μοιραία για την επιβίωση των ισλανδικών τραπεζών.

Η κατάρρευση του τραπεζικού κολοσσού δημιούργησε κρίση εμπιστοσύνης στη διεθνή αγορά. Στην τετραμηνιαία έκθεσή της που δημοσιεύτηκε τον Δεκέμβριο του 2008, η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών υπογράμμισε «οι διεθνείς αγορές εισήλθαν σε μια βαθύτερη κατάσταση κρίσης. Με τις χρηματοπιστωτικές αγορές να έχουν παγώσει και τις τιμές των μετοχών να πέφτουν κατακόρυφα, οι τράπεζες είδαν την πρόσβασή τους στη χρηματοδότηση να γίνεται δύσκολη».<sup>220</sup>

Μέσα σε αυτό το εξαιρετικά δυσμενές διεθνές οικονομικό περιβάλλον, τα πρώτα προβλήματα δεν άργησαν να φανούν στην Ισλανδία. Ένα μόλις μήνα μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, η Ισλανδική τράπεζα Glitnir ήταν υποχρεωμένη να αποπληρώσει ένα τεράστιο χρέος. Σε αντίθεση με τις άλλες δύο τράπεζες –Landsbanki και Kaupthing- οι οποίες μετά το ξέσπασμα της μίνι κρίσης του 2006 είχαν φροντίσει να διαφοροποιήσουν τις πηγές χρηματοδότησής τους μέσω της ίδρυσης on-line τραπεζών (με τη μορφή υποκαταστημάτων η πρώτη και θυγατρικών η δεύτερη), οι οποίες και προσέφεραν υψηλότερο επιτόκιο από αυτό των τραπεζών των χωρών υποδοχής, η Glitnir δεν είχε υιοθετήσει την στρατηγική αυτή. Σκόπευε λοιπόν να καλύψει τις υποχρεώσεις της με την πώληση στοιχείων του ενεργητικού της.<sup>221</sup> Οι διεθνείς εξελίξεις όμως την πρόλαβαν. Η κατάρρευση της Lehman Brothers προκάλεσε ένα τεράστιο κύμα δυσπιστίας. Ως εκ τούτου, η Glitnir βρέθηκε σε αδυναμία αποπληρωμής. Το δάνειο ύψους 600 εκατομμυρίων ευρώ που ζήτησε η Glitnir από την Κεντρική Τράπεζα της Ισλανδίας δεν εγκρίθηκε. Αντ' αυτού, η κυβέρνηση ανακοίνωσε την εξαγορά του 75% της τράπεζας από το κράτος, αλλά το εγχείρημα αυτό έμεινε ανολοκλήρωτο εξαιτίας της κατάρρευσής της στις 6 Οκτωβρίου 2008.<sup>222</sup>

Στις αρχές Οκτωβρίου του ίδιου έτους σημαντική πίεση άρχισε να ασκείται στα υποκαταστήματα (Icesave) της Landsbanki στη Βρετανία. Οι χρηματοπιστωτικές αρχές του Λονδίνου (Financial Services Authority-FSA) κατέστησαν αυστηρότερες τις απαιτήσεις προς τα υποκαταστήματα της τράπεζας.<sup>223</sup> Η Landsbanki ήρθε και αυτή αντιμέτωπη με προβλήματα ρευστότητας. Η Κεντρική Τράπεζα της Ισλανδίας δεν ήταν σε θέση να προχωρήσει στη διάσωση της τράπεζας, δεδομένου ότι τα ποσά ήταν τεράστια. Η Landsbanki βρέθηκε σε αδυναμία να ανταποκριθεί στις

<sup>220</sup> Βλ. Ingimundur Fridriksson, "The Banking Crisis in Iceland in 2008", Central Bank of Iceland, February 2009.

<sup>221</sup> Στο ίδιο.

<sup>222</sup> Στο ίδιο.

<sup>223</sup> Στο ίδιο.

υποχρεώσεις της και χρεοκόπησε μόλις μία ημέρα μετά την Glitnir, στις 7 Οκτωβρίου του 2008.<sup>224</sup>

Το τραπεζικό σύστημα αλλά και η ίδια η Ισλανδία είχαν περιέλθει σε δεινότερη θέση. Ωστόσο, η μεγαλύτερη από τις τρεις τράπεζες, η Kaupthing, φαινόταν να μην αντιμετωπίζει προβλήματα.

Στο σημείο αυτό αξίζει να γίνει μια επισήμανση. Μετά τη μίνι κρίση που γνώρισε η Ισλανδία το 2006, τόσο η Landsbanki όσο και η Kaupthing αναζήτησαν πηγές χρηματοδότησης πέραν του διεθνούς δανεισμού, στον οποίο ήταν ήδη εξαιρετικά εκτεθειμένες. Μεταξύ άλλων, πηγές χρηματοδότησης για τις δύο αυτές τράπεζες θεωρήθηκε ότι θα μπορούσαν να αποτελέσουν οι καταθέσεις που βρίσκονταν στις θυγατρικές ή στα υποκαταστήματά τους στο εξωτερικό.<sup>225</sup> Η Icesave, όπως ονομάστηκαν τα υποκαταστήματα της Landsbanki τα οποία λειτουργούσαν από το 2006 στη Βρετανία και από το 2008 στην Ολλανδία, ιδρύθηκε προκειμένου να εξυπηρετήσει τον σκοπό αυτό. Οι καταθέσεις της Icesave την περίοδο αυτή έφταναν τα 1.200 δισεκατομμύρια κορώνες. Το γεγονός ότι η Icesave είχε το νομικό καθεστώς του υποκαταστήματος και όχι της θυγατρικής, καθιστούσε το ισλανδικό κράτος υπεύθυνο για τις ελάχιστες αποζημιώσεις (20.887 ευρώ για κάθε καταθετικό λογαριασμό).<sup>226</sup> Παρόλα αυτά, μετά την εκδήλωση της διεθνούς κρίσης, οι εγγυήσεις που δόθηκαν από το ισλανδικό κράτος αφορούσαν μόνο τους καταθετικούς λογαριασμούς του εσωτερικού. Στην αντίθετη περίπτωση θα έπρεπε να εγγυηθεί καταθέσεις συνολικού ύψους σχεδόν 5 δισεκατομμυρίων ευρώ.<sup>227</sup> Όπως ήταν φυσικό, η Βρετανία αντέδρασε, κατάσχοντας τους λογαριασμούς όλων των ισλανδικών τραπεζών που βρίσκονταν στην επικράτειά της, εφαρμόζοντας αντιτρομοκρατικό νόμο.<sup>228</sup>

Η διαμάχη για την «υπόθεση Icesave», όπως έμεινε γνωστή, μεταξύ της Βρετανίας και της Ολλανδίας από τη μία πλευρά και της Ισλανδίας από την αντίθετη, έμελλε να αποδειχτεί ολέθρια για την Kaupthing, την μοναδική ισλανδική τράπεζα που είχε επιβιώσει από την κρίση. Οι θυγατρικές της με την επωνυμία Singer and Friedlander έγιναν τα θύματα του «πολέμου» που είχε ξεσπάσει ανάμεσα στις δύο

<sup>224</sup> Βλ. Ingimundur Fridriksson, "The Banking Crisis in Iceland in 2008", Central Bank of Iceland, February 2009.

<sup>225</sup> Βλ. Guðmundsson Már, "The Fault Lines in Cross-border Banking: Lessons from the Icelandic Case", *OECD Journal: Financial Market Trends*, Volume 2011, Issue 2.

<sup>226</sup> Βλ. Throstur Olaf Sigurjonsson, "The Icelandic Bank Collapse: Challenges to Governance and Risk Management", in *Rethinking Governance for Sustainability*, CERES, 2009.

<sup>227</sup> Βλ. Guðmundsson Már, "The Fault Lines in Cross-border Banking: Lessons from the Icelandic Case", *OECD Journal: Financial Market Trends*, Volume 2011, Issue 2.

<sup>228</sup> Βλ. Throstur Olaf Sigurjonsson, "The Icelandic Bank Collapse: Challenges to Governance and Risk Management", in *Rethinking Governance for Sustainability*, CERES, 2009.

χώρες. Μετά την κατάσχεσή των καταθέσεων από την βρετανική κυβέρνηση η Kaupthing χρεοκόπησε στις 9 Οκτωβρίου του 2008.<sup>229</sup>

Έτσι, και οι τρεις μεγαλύτερες ισλανδικές τράπεζες, οι οποίες αντιπροσώπευαν σχεδόν το 85% των συνόλου του ενεργητικού όλου του τραπεζικού συστήματος, χρεοκόπησαν μέσα στις πρώτες ημέρες του Οκτωβρίου του 2008.

Ακολούθησε η ψήφιση νομοθεσίας, η οποία θα συνέβαλε στην αντιμετώπιση των προβλημάτων που άφηναν πίσω τους οι τρεις τράπεζες. Πιο συγκεκριμένα, στις 6 Οκτωβρίου 2008 το ισλανδικό κοινοβούλιο πέρασε νομοθεσία έκτακτης ανάγκης, η οποία είχε ως αντικείμενο τη διασφάλιση της συνέχισης των εγχώριων τραπεζικών δραστηριοτήτων.<sup>230</sup> Με λίγα λόγια, με τον τρόπο αυτό το ισλανδικό κράτος εγγυόταν, παρά την κατάρρευση των τραπεζών, τις εγχώριες καταθέσεις. Το νομοθέτημα έκτακτης ανάγκης έδινε την εξουσία στην αρμόδια Χρηματοπιστωτική Επιτροπή της χώρας να επεμβαίνει σε περιπτώσεις οργανισμών που βρίσκονται σε καθεστώς χρεοκοπίας εξασφαλίζοντας την εγγύηση των εγχώριων καταθετικών λογαριασμών. Ταυτόχρονα όμως, η πράξη αυτή της ισλανδικής βουλής επέτρεπε στην κυβέρνηση της χώρας να προχωρά σε «ενέσεις ρευστότητας» στις νέες εγχώριες τράπεζες.<sup>231</sup> Αναλυτικότερα θα γίνει αναφορά στο τέταρτο κεφάλαιο.

Μένει να απαντηθεί το ερώτημα εάν η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση που πυροδότησε η κατάρρευση του αμερικανικού τραπεζικού κολοσσού Lehman Brothers το φθινόπωρο του 2008 ήταν η αιτία ή απλώς η αφορμή για το ξέσπασμα της ισλανδικής κρίσης τον Οκτώβριο του 2008;

Η εκδήλωση της κρίσης στην Ισλανδία έχει δύο αναγνώσεις.<sup>232</sup> Σύμφωνα με την πρώτη εκδοχή, η περιπέτεια που γνώρισε το φθινόπωρο του 2008 έχει τις ρίζες της στην εκδήλωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Καθώς ο διεθνής δανεισμός έγινε ολοένα και δυσκολότερος και η δυσπιστία ήταν αυτή που επικρατούσε στις διεθνείς αγορές, η Ισλανδία μια μικρή οικονομία με πληθυσμό λίγο μεγαλύτερο από 300.000 κατοίκους αλλά με διογκωμένο – και εξαιρετικά εξωστρεφή – τραπεζικό τομέα και με μια Κεντρική Τράπεζα η οποία δεν ήταν σε θέση να λειτουργήσει ως δανειστής έσχατης ανάγκης, δεν θα μπορούσε να βγει αλώβητη από τη διεθνή κρίση. Αυτό είναι το πρώτο σενάριο. Και βάσει αυτού, η διεθνής κρίση αποτελούσε την αιτία και όχι απλώς την αφορμή για το ξέσπασμα της ισλανδικής κρίσης. Η οικονομική κατάσταση δηλαδή της χώρας γνώρισε ραγδαία επιδείνωση

<sup>229</sup> Βλ. Throstur Olaf Sigurjonsson, “The Icelandic Bank Collapse: Challenges to Governance and Risk Management”, in *Rethinking Governance for Sustainability*, CERES, 2009.

<sup>230</sup> Βλ. Guðmundsson Már, “The Financial crisis in Iceland and the fault lines in cross-border banking”, speech at FIBE, Bergen, 7 January 2010.

<sup>231</sup> Στο ίδιο.

<sup>232</sup> Βλ. Wade Robert, “The Crisis; Iceland as Icarus”, *Challenge*, Vol. 52, no. 3, May/June 2009.

ακριβώς λόγω της διεθνούς συγκυρίας. Δεν ήταν λίγες εξάλλου οι εκθέσεις που εκδίδονταν από τους οίκους αξιολόγησης και εμφάνιζαν το ισλανδικό τραπεζικό σύστημα να έχει περάσει τα απαραίτητα stress-tests. Στο θέμα όμως αυτό θα επανέλθουμε αργότερα.

Η δεύτερη ανάγνωση της υπόθεσης παρουσιάζει μάλλον μεγαλύτερο ενδιαφέρον.<sup>233</sup> Η εκδοχή αυτή θέλει την ισλανδική κρίση να είναι απλά ένα ατύχημα, το οποίο απλώς περίμενε να εκδηλωθεί. Με λίγα λόγια, η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 αποτελούσε απλώς την αφορμή, το έναυσμα για το ξέσπασμα της εγχώριας κρίσης και όχι την πραγματική αιτία. Αυτή θα πρέπει να αναζητηθεί, σύμφωνα με τους υποστηρικτές της άποψης αυτής, στο εσωτερικό της χώρας και πιο συγκεκριμένα στην οικονομική της κατάσταση.

Γιατί λοιπόν η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 ήταν απλώς η αφορμή για την περιδίνηση της ισλανδικής οικονομίας; Γιατί αυτή απλώς πυροδότησε απλώς μια κρίση που ήδη υπέβασκε, αλλά δεν ήταν η πραγματική αιτία;

Οι θιασώτες της θεωρίας αυτής υποστηρίζουν επίσης ότι η ιδέα να μετατραπεί η Ισλανδία σε ένα διεθνές τραπεζικό κέντρο στον Βόρειο Ατλαντικό ήταν εξ αρχής ριψοκίνδυνη.<sup>234</sup> Το μικρό μέγεθος της οικονομίας της χώρας με τρεις από τις τράπεζές της να βρίσκονται ανάμεσα στις 300 μεγαλύτερες τράπεζες του κόσμου πριν το ξέσπασμα της κρίσης θα έπρεπε να αποτελεί ένα προειδοποιητικό καμπανάκι. Αυτό σε συνδυασμό με το γεγονός ότι η Ισλανδία διατηρεί την κορώνα ως εθνικό της νόμισμα «εξουδετέρωσε» τη δυνατότητα της Κεντρικής Τράπεζας της χώρας να λειτουργήσει ως δανειστής έσχατης ανάγκης. Ο διογκωμένος τραπεζικός τομέας ξεπέρασε πολύ γρήγορα τις δυνατότητές της, αφού κατέστη πολλαπλάσιος του ΑΕΠ της χώρας. Η φάση της ιδιωτικοποίησης του τραπεζικού συστήματος της Ισλανδίας, η οποία ολοκληρώθηκε το 2003 συνοδεύτηκε, όπως έχει ήδη επισημανθεί από απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα της χώρας.

Ως εκ τούτου, ο ισλανδικός τραπεζικός τομέας πριν από το ξέσπασμα της κρίσης εμφάνιζε κοινά σημεία με τον αντίστοιχο αμερικανικό της δεκαετίας του 1980, όταν στις ΗΠΑ το ρυθμιστικό καθεστώς το οποίο είχε επιβληθεί στις τράπεζες από τη Μεγάλη Ύφεση και μετά, καταργήθηκε οριστικά κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 με τα γνωστά καταστροφικά αποτελέσματα. Η ιστορία επαναλαμβανόταν: οι τράπεζες της Ισλανδίας ήταν διογκωμένες και απορρυθμισμένες. Το μείγμα ήταν εκρηκτικό.

<sup>233</sup> Βλ. Wade Robert, "The Crisis; Iceland as Icarus", *Challenge*, Vol. 52, no. 3, May/June 2009.

<sup>234</sup> Βλ. Zoega Gylfi, "Iceland faces the music", in *The First Global Financial Crisis of the 21<sup>st</sup> Century Part II*, June-December 2008, VoxEU.org Report.

Συνοπτικά, το τεράστιο μέγεθος των τραπεζών και η ασυδοσία τους, η πολιτική των υψηλών επιτοκίων (15% το 2007) που υιοθέτησε η Κεντρική Τράπεζα της Ισλανδίας για την αντιμετώπιση του πληθωρισμού σε συνδυασμό με τη μαζική εισροή κεφαλαίων που λειτουργούσαν κερδοσκοπικά και η ανατίμηση του εθνικού νομίσματος, ήταν κάποια από τα στοιχεία που πυροδότησαν την κρίση του φθινοπώρου του 2008. Δεδομένου μάλιστα ότι το μοντέλο ανάπτυξης της τελευταίας δεκαετίας στηριζόταν ουσιαστικά στη δυνατότητα πρόσβασης στις διεθνείς αγορές για δανεισμό, γίνεται ευνόητο γιατί επήλθε ασφυξία στην οικονομία της χώρας το 2008.

Ας δούμε όμως πιο αναλυτικά τον καθένα από τους παράγοντες, οι οποίοι οδήγησαν στο ξέσπασμα της ισλανδικής κρίσης.<sup>235</sup>

1. Πολιτική υψηλών επιτοκίων. Η αντιμετώπιση του πληθωρισμού βρέθηκε στο επίκεντρο της πολιτικής της Κεντρικής Τράπεζας. Την περίοδο κατά την οποία η αντιμετώπιση του πληθωρισμού αποτελούσε προτεραιότητα, οι στόχοι δεν επιτυγχάνονταν. Ο πληθωρισμός εξακολουθούσε να βρίσκεται πάνω από τους στόχους που είχαν τεθεί. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα η Κεντρική Τράπεζα να αυξάνει τα επιτόκια. Το 2007 άγγιξαν ακόμη και το 15%. Η υιοθέτηση της πολιτικής αυτής δε θα μπορούσε φυσικά να μην έχει συνέπειες στην οικονομία. Αφ' ενός μεν επιχειρήσεις και νοικοκυριά άρχισαν να δανείζονται από το εξωτερικό με χαμηλότερα επιτόκια, αφ' ετέρου έλαβε χώρα μαζική εισροή κεφαλαίων ακριβώς εξαιτίας των υψηλών επιτοκίων. Οι προϋποθέσεις για να ανθήσει η κερδοσκοπία πληρούνταν και με το παραπάνω. Η ραγδαία αύξηση της κεφαλαίων που εισάγονταν στη χώρα είχε επίσης σαν αποτέλεσμα την ανατίμηση της κορώνας. Οι Ισλανδοί ζούσαν μια επίπλαστη ευημερία. Η εισροή κεφαλαίων ενθάρρυνε όλο και περισσότερο την οικονομική ανάπτυξη και ο πληθωρισμός συνέχισε να παραμένει υψηλός. Έτσι δημιουργήθηκε ένας φαύλος κύκλος, καθώς η Κεντρική Τράπεζα διατηρούσε τα υψηλά επιτόκια για να αντιμετωπίσει τον υψηλό πληθωρισμό. Η πολιτική των υψηλών επιτοκίων απέτυχε ολοσχερώς.

2. Η δομή της διακυβέρνησης της Κεντρικής Τράπεζας. Σε αντίθεση με άλλες Κεντρικές Τράπεζες, αυτή της Ισλανδίας δεν έχει έναν διοικητή, αλλά τρεις. Στις περισσότερες μάλιστα των περιπτώσεων, αυτοί είναι πρώην πολιτικοί. Όπως είναι φυσικό η διαπλοκή αυτή μεταξύ πολιτικών και τραπεζών θέτει υπό αμφισβήτηση την

<sup>235</sup> Βλ. Danielsson Jon, "The first casualty of the crisis: Iceland", in *The First Global Financial Crisis of the 21<sup>st</sup> Century Part II*, June-December 2008, VoxEU.org Report.

ανεξαρτησία της Κεντρικής Τράπεζας. Εκτός όμως από τον πολιτικό χαρακτήρα που αναπόφευκτα αποκτούν οι αποφάσεις της Κεντρικής Τράπεζας, το γεγονός ότι πολιτικοί –άπειροι σε τραπεζικά θέματα- εμπλέκονται στη διακυβέρνησή της μπορεί σε ένα βαθμό να εξηγήσει τη στάση της κατά τη διάρκεια της κρίσης.

3. Το μέγεθος του χρηματοπιστωτικού τομέα. Έχει ήδη καταστεί σαφές ότι το μέγεθος του τραπεζικού τομέα, ο οποίος κατά τα τελευταία χρόνια είχε διογκωθεί σε σχέση με το ΑΕΠ της χώρας, δεν άφησε περιθώρια στην Κεντρική Τράπεζα να λειτουργήσει ως δανειστής έσχατης προσφυγής.

Αφού είδαμε πιο αναλυτικά τους λόγους για τους οποίους πιθανότατα η κρίση θα είχε χτυπήσει την πόρτα της Ισλανδίας ακόμη κι αν δεν είχε τελικά προηγηθεί η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση του 2007, τίθεται το ερώτημα: το πρόβλημα των ισλανδικών τραπεζών ήταν η φερεγγυότητα ή η ρευστότητα; Όπως φαίνεται από τον πίνακα που ακολουθεί, οι ισλανδικές τράπεζες δεν αντιμετώπιζαν προβλήματα φερεγγυότητας. Πέρα από τα στοιχεία του πίνακα, τα οποία την παραμονή της κρίσης κάθε άλλο παρά ανησυχία θα λέγαμε ότι ενέπνεαν στην ισλανδική κυβέρνηση, με μια σειρά εκθέσεων η αρμόδια Χρηματοπιστωτική και Εποπτική Αρχή καθιστούσε για την απόδοση των τραπεζών που είχαν με επιτυχία περάσει τα stress-tests. Ωστόσο, όπως επισημαίνεται,<sup>236</sup> τα stress-tests αποδείχτηκαν μάλλον ανεπαρκή, καθώς δεν συμπεριλάμβαναν τον παράγοντα ρευστότητα. Ακόμη περισσότερο, εξέταζαν κάθε τράπεζα ξεχωριστά και όχι το σύνολο του τραπεζικού συστήματος. Το γεγονός ότι δεν έλαβαν υπόψιν τον βαθμό στον οποίο οι τράπεζες αλληλοσυνδέονταν, μπορεί να εξηγήσει σε ένα βαθμό γιατί η κρίση έσκασε σαν κεραυνός εν αιθρία.

---

<sup>236</sup> Βλ. Guðmundsson Már, “The Financial crisis in Iceland and the fault lines in cross-border banking”, speech at FIBE, Bergen, 7 January 2010.

**Πίνακας 1 Φερεγγυότητα ισλανδικών τραπεζών**

|                        | <i>Kaupthing</i> | <i>Landsbanki</i> | <i>Glitnir</i> |
|------------------------|------------------|-------------------|----------------|
| CAD ratio              | 11.2%            | 10.3%             | 11.2%          |
| Tier 1 ratio           | 9.3%             | 8.2%              | 8.0%           |
| Leverage ratio         | 15.1             | 20.0              | 19.3           |
| Equity/tangible assets | 5.2%             | 4.0%              | 3.6%           |
| Bond maturity          | 5y               | 5y                | 3.2y           |
| Deposits/funding       | 32.3%            | 72.4%             | 20.8%          |
| Liquidity ratio        | 1.95             | 1.74              | 1.52           |

Πηγή: Guðmundsson Már, "The Financial crisis in Iceland and the fault lines in cross-border banking", speech at FIBE, Bergen, 7 January 2010.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. Αντιμετώπιση των κρίσεων σε Ιρλανδία-Ισλανδία.**

### **4.1. Ιρλανδία. Επιλογή Bailout.**

#### **4.1.1. Η ιρλανδική κυβέρνηση εγγυάται για το τραπεζικό σύστημα (blanket guarantee).**

Στο σημείο αυτό θεωρείται χρήσιμο να δούμε περισσότερο αναλυτικά την απόφαση της ιρλανδικής κυβέρνησης να ανακοινώσει ότι θα εγγυηθεί τόσο τις καταθέσεις των ιρλανδικών τραπεζών όσο και τις υποχρεώσεις τους. Ποιοί ήταν οι λόγοι που το ιρλανδικό κράτος έλαβε μια τέτοια απόφαση τη στιγμή μάλιστα που, όπως προαναφέρθηκε στο τρίτο κεφάλαιο, εκθέσεις οίκων αξιολόγησης εντόπιζαν την πραγματική αιτία του προβλήματος της ιρλανδικής κρίσης περισσότερο στα προβλήματα φερεγγυότητας των τραπεζών και όχι και τόσο στην έλλειψη διεθνούς ρευστότητας; Στην προσπάθειά μας να απαντήσουμε στα ερωτήματα αυτά, θα ληφθούν υπόψιν οι τρεις φάσεις για την αντιμετώπιση των συστημικών κρίσεων:

αρχική ανάσχεση (initial containment), εξυγίανση-απομόχλευση των τραπεζών και διαχείριση των απομειωμένων περιουσιακών στοιχείων.<sup>237</sup>

1. **Αρχική ανάσχεση: παροχή εκτεταμένων εγγυήσεων από την ιρλανδική κυβέρνηση.** Στα τέλη Σεπτεμβρίου 2008, όταν η Anglo-Irish Bank ανακοίνωσε ότι αδυνατούσε να αναχρηματοδοτήσει το χρέος της, η ιρλανδική κυβέρνηση έσπευσε να εγγυηθεί όχι μόνο για τις καταθέσεις, αλλά και για τις υποχρεώσεις της τράπεζας, πριν ακόμη η ΕΚΤ ανακοινώσει κάποιου είδους οδηγίες.<sup>238</sup> Τον Οκτώβριο του 2008 η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι οι κυβερνητικές εγγυήσεις θα έπρεπε να υπηρετούν τα προβλήματα ρευστότητας, τα οποία αντιμετώπιζαν φερέγγυες τράπεζες.<sup>239</sup> Παρακάμπτοντας τις συστάσεις της ΕΚΤ, οι εγγυήσεις της ιρλανδικής κυβέρνησης ήταν πολύ πιο εκτεταμένες, καθώς η τελευταία είχε υπογραμμίσει ότι η εγγυήσεις δε θα έπρεπε να περιλαμβάνουν και τις διατραπεζικές καταθέσεις.<sup>240</sup> Πιο συγκεκριμένα, στις 30 Σεπτεμβρίου 2008 από το ιρλανδικό υπουργείο Οικονομικών ανακοινώθηκε ότι παρέχεται εγγύηση σε όλες τις καταθέσεις (εμπορικές, διατραπεζικές, ιδιωτών), αλλά και στα καλυμμένα ομόλογα, στα ομολογιακά δάνεια, όπως επίσης και στα χρέη μειωμένης εξασφάλισης.<sup>241</sup> Οι εκτεταμένες αυτές εγγυήσεις θα κάλυπταν τις έξι σημαντικότερες ιρλανδικές τράπεζες: Allied Irish Bank, Bank of Ireland, Anglo Irish Bank, Irish Life and Permanent, Irish Nationwide Building Society, Educational Building Society.<sup>242</sup> Λίγες ημέρες μετά, στις 9 Οκτωβρίου 2008 το ιρλανδικό υπουργείο Οικονομικών προέβη σε συμπληρωματική ανακοίνωση. Οι εγγυήσεις που δόθηκαν στις ιρλανδικές τράπεζες θα κάλυπταν και ορισμένες θυγατρικές όπως οι Ulster Bank, First Active, Halifax Bank of Scotland, IIB Bank και Postbank.<sup>243</sup>

Σε κάθε περίπτωση, η παροχή εγγύησης από το κράτος έχει κάποια πλεονεκτήματα. Πιο συγκεκριμένα, επιτυγχάνονται δύο κυρίως στόχοι: αφ' ενός μεν αποκαθίσταται η εμπιστοσύνη στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας, αφ' ετέρου η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης δίνει το χρονικό περιθώριο στην κυβέρνηση να αντιμετωπίσει το πρόβλημα.<sup>244</sup> Τί συμβαίνει όμως στην περίπτωση

<sup>237</sup> Βλ. McGowan Adalet , “Overcoming the Banking Crisis in Ireland”, OECD Economics Department Working Papers, No. 907, OECD Publishing, 2011.

<sup>238</sup> Στο ίδιο.

<sup>239</sup> Στο ίδιο.

<sup>240</sup> Στο ίδιο.

<sup>241</sup> Βλ. State aid NN 48/2008 – Ireland. Guarantee scheme for banks in Ireland. European Commission, 2008.

<sup>242</sup> Στο ίδιο.

<sup>243</sup> Στο ίδιο.

<sup>244</sup> Βλ. McGowan Adalet , “Overcoming the Banking Crisis in Ireland”, OECD Economics Department Working Papers, No. 907, OECD Publishing, 2011.

εκείνη στην οποία η κυβέρνηση προχωρήσει σε γενική εγγύηση, όπως έκανε η ιρλανδική κυβέρνηση; Στην περίπτωση αυτή θα λέγαμε ότι δημιουργείται το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, καθώς από μια απόφαση για γενική εγγύηση επωφελούνται για παράδειγμα και επενδυτές, οι οποίοι θα έπρεπε να έχουν ακολουθήσει πιο συνετή στρατηγική.<sup>245</sup> Εκτός αυτού, είναι πιθανό μια γενική εγγύηση να δημιουργήσει στο κράτος δημοσιονομικές υποχρεώσεις έναντι των τραπεζών. Με τον τρόπο αυτό, τα spreads των κρατικών ομολόγων αυξάνονται και το τραπεζικό χρέος μετατρέπεται σε κρατικό.<sup>246</sup> Κυρίως όμως οι γενικές εγγυήσεις που παρέχονται από το κράτος δημιουργούν τον κίνδυνο της εντύπωσης ότι πάντα σε αντίστοιχες περιπτώσεις αδυναμίας των τραπεζών να αναχρηματοδοτήσουν το χρέος τους, το κράτος θα σπεύδει να αναλαμβάνει την ευθύνη.<sup>247</sup> Ο ηθικός κίνδυνος ελλοχεύει και στην περίπτωση αυτή.

Με βάση τα όσα προαναφέρθηκαν λοιπόν γίνεται κατανοητό ότι και στην περίπτωση της Ιρλανδίας η απόφαση για γενική εγγύηση είχε και πλεονεκτήματα, αλλά και μειονεκτήματα. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με το επιχείρημα που προτάσσει τη γενική κρατική εγγύηση, με τον τρόπο αυτό είναι ευκολότερο να αποφευχθεί ένας χρηματοπιστωτικός πανικός από καταθέτες που φοβούνται για την ασφάλεια των καταθέσεών τους.<sup>248</sup> Κρίσιμος παράγοντας, ο οποίος οδήγησε την ιρλανδική κυβέρνηση να λάβει μια τέτοιου είδους απόφαση, η οποία βεβαίως θα συνεπαγόταν τη μετακύλιση του βάρους στους Ιρλανδούς φορολογούμενους και την επιδείνωση των δημοσιονομικών στοιχείων της χώρας, θεωρείται το γεγονός ότι η εκδήλωση της κρίσης βρήκε απροετοίμαστες τις ιρλανδικές αρχές, οι οποίες δεν ήταν σε θέση να διακρίνουν ποιά από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ήταν βιώσιμα και ποιά όχι.<sup>249</sup>

Θεωρήθηκε λοιπόν ασφαλέστερο να προταχθεί η λύση της γενικής εγγύησης, προκειμένου όπως προαναφέρθηκε να αποφευχθεί ένας χρηματοπιστωτικός πανικός, αλλά και για να δοθεί στην κυβέρνηση το απαραίτητο χρονικό διάστημα προκειμένου να προχωρήσει στην απαραίτητη ανασυγκρότηση του τραπεζικού συστήματος. Στην περίπτωση όμως της Ιρλανδίας, το χρονικό περιθώριο που κέρδισε η χώρα μετά την ανακοίνωση της εκτεταμένης εγγύησης δεν αξιοποιήθηκε καταλλήλως για την αναδιάρθρωση του τραπεζικού συστήματος της χώρας. Εκτός αυτού όμως, όπως και σε άλλες περιπτώσεις, η εκτεταμένη εγγύηση

---

<sup>245</sup> Βλ. McGowan Adalet , “Overcoming the Banking Crisis in Ireland”, OECD Economics Department Working Papers, No. 907, OECD Publishing, 2011.

<sup>246</sup> Στο ίδιο.

<sup>247</sup> Στο ίδιο.

<sup>248</sup> Στο ίδιο.

<sup>249</sup> Στο ίδιο.

που υιοθετήθηκε ως λύση δε συνοδεύτηκε και από άλλα απαραίτητα βήματα, προκειμένου να απαντηθεί το κρίσιμο ερώτημα: πώς δηλαδή ενώ αρχικά οι ιρλανδικές τράπεζες θεωρήθηκε ότι αντιμετώπισαν προβλήματα ρευστότητας εξαιτίας των δυσμενών διεθνών οικονομικών συνθηκών, στη συνέχεια ανέκυψε το ζήτημα της φερεγγυότητάς τους;<sup>250</sup>

Η εκτεταμένη εγγύηση την οποία αποφάσισε να παράσχει το ιρλανδικό κράτος λοιπόν ενσωματώνει κι έναν ακόμη κίνδυνο εκτός από αυτούς που προαναφέρθηκαν. Τον κίνδυνο της αύξησης του δημοσιονομικού κόστους, αλλά και το ενδεχόμενο της εξόδου από την κρίση σε μεγαλύτερο χρονικό διάστημα σε σύγκριση με την περίπτωση εκείνη κατά την οποία το κράτος δεν προχωρά σε εγγύηση για το τραπεζικό σύστημα.<sup>251</sup>

Στην προσπάθειά της να αντιμετωπίσει το πρόβλημα της φερεγγυότητας των τραπεζών εκτός από αυτό της ρευστότητας, η ιρλανδική κυβέρνηση ανακοίνωσε τον Δεκέμβριο του 2008 ένα πακέτο ανακεφαλαιοποίησης ύψους 10 δισεκατομμυρίων ευρώ.<sup>252</sup> Συγκεκριμένα, η κυβέρνηση προχώρησε στην αγορά προνομιακών μετοχών της Bank of Ireland και της Allied Irish Bank ύψους 2 δισεκατομμυρίων ευρώ για την καθεμία και ύψους 1,5 δισεκατομμυρίου ευρώ της Anglo-Irish Bank.<sup>253</sup>

Η απόφαση για την εγγύηση τόσο των καταθέσεων όσο και των υποχρεώσεων των έξι σημαντικότερων ιρλανδικών τραπεζών αποτέλεσε το πρώτο βήμα της κυβέρνησης για την αντιμετώπιση της τραπεζικής κρίσης. Η εξυγίανση και απομόχλευση του τραπεζικού συστήματος που επιχειρήθηκε μέσω της ίδρυσης του NAMA ήταν το δεύτερο βήμα.

#### **4.1.2. Εξυγίανση των τραπεζών και απομόχλευση. Η δημιουργία της «κακής» τράπεζας NAMA (National Asset Management Agency).**

Σε ένα δεύτερο στάδιο, μετά την εκτεταμένη εγγύηση την οποία ανακοίνωσε, η ιρλανδική κυβέρνηση αποφάσισε να προχωρήσει στη δημιουργία ενός οργανισμού, μιας «κακής τράπεζας», στην οποία δόθηκε η ονομασία NAMA. Η δημιουργία μιας

<sup>250</sup> Βλ. McGowan Adalet , “Overcoming the Banking Crisis in Ireland”, OECD Economics Department Working Papers, No. 907, OECD Publishing, 2011.

<sup>251</sup> Στο ίδιο.

<sup>252</sup> Βλ. Grossman Emiliano and Woll Cornelia, “Saving the Banks: The Political Economy of Bailouts”. Open Forum CES Paper Series, 8, 2012.

<sup>253</sup> Στο ίδιο.

«κακής τράπεζας» προκρίθηκε ως η ενδεδειγμένη λύση από την ιρλανδική κυβέρνηση. Ο σκοπός δεν ήταν άλλος από το να επαναφέρει τη σταθερότητα στο τραπεζικό σύστημα της χώρας, αλλά και να μειώσει το μέγεθος των τραπεζικών ισολογισμών.<sup>254</sup> Οι στόχοι αυτοί θα επιτυγχάνονταν μέσω της αγοράς από τον NAMA περιουσιακών στοιχείων με τη μορφή μη εξυπηρετούμενων κατασκευαστικών δανείων, στα οποία έγινε αναφορά σε προηγούμενο κεφάλαιο.<sup>255</sup>

Στην ιδρυτική πράξη του NAMA αναφερόταν πως σκοπός ήταν να «επιτύχει το καλύτερο δυνατό δημοσιονομικό αποτέλεσμα για το κράτος».<sup>256</sup> Ως στόχοι καθορίστηκαν οι ακόλουθοι:<sup>257</sup>

1. να απομακρύνει την αβεβαιότητα που είχε επικρατήσει κατά τη διάρκεια της τραπεζικής κρίσης σχετικά με το κατά πόσο οι τραπεζικοί ισολογισμοί είναι υγιείς. Μέσω της μεταφοράς των «τοξικών» δανείων, οι τράπεζες θα μπορούσαν πλέον να επικεντρωθούν στον παραδοσιακό δανεισμό προς ιδιώτες και επιχειρηματίες.

2. να συμβάλλει στη στήριξη του κατασκευαστικού τομέα της χώρας.

3. να συμβάλλει στην οικονομική και κοινωνική βελτίωση.

4. να διευκολύνει την πρόσβαση των τραπεζών που συμμετέχουν στο σχήμα αυτό στο διεθνή δανεισμό.

5. να επενδύει στα περιουσιακά στοιχεία αυτά, ώστε να βελτιώσει τα κέρδη που προκύπτουν από αυτά προς όφελος των φορολογουμένων.

Μέχρι τον Δεκέμβριο του 2010 ο NAMA είχε αγοράσει μη εξυπηρετούμενα κατασκευαστικά δάνεια ονομαστικής αξίας 71,2 δισεκατομμυρίων ευρώ (που αντιστοιχούσε στο 45,5% του ΑΕΠ), δίνοντας στις πέντε τράπεζες (AIB, BoI, Anglo, EBS and Irish Nationwide) ομόλογα έκδοσής του ονομαστικής αξίας 30,2 δισεκατομμυρίων ευρώ, με ένα «κούρεμα» δηλαδή 58%.<sup>258</sup>

Με τον τρόπο αυτό, το ιρλανδικό κράτος επεδίωκε να διασφαλίσει ότι το πρόβλημα του δανεισμού που σχετιζόταν με την ακίνητη περιουσία και στο οποίο τόσο πολύ είχαν εκτεθεί οι τράπεζες θα περιοριζόταν και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα των οποίων τα δάνεια θα μεταφέρονταν στον νεοϊδρυθέντα οργανισμό θα

---

<sup>254</sup> Βλ. McGowan Adalet , “Overcoming the Banking Crisis in Ireland”, OECD Economics Department Working Papers, No. 907, OECD Publishing, 2011.

<sup>255</sup> Στο ίδιο.

<sup>256</sup> Βλ. Daly Frank, “National Asset Management Agency”, Association of European Journalists, 21st February 2013.

<sup>257</sup> Στο ίδιο.

<sup>258</sup> Βλ. McGowan Adalet , “Overcoming the Banking Crisis in Ireland, OECD Economics Department Working Papers”, No. 907, OECD Publishing, 2011.

μπορούσαν να επικεντρωθούν εκ νέου στον παραδοσιακό δανεισμό προς ιδιώτες και επιχειρηματίες.<sup>259</sup>

### 4.1.3. Η προσφυγή στο ΔΝΤ.

Παρά τα βήματα που έγιναν εκ μέρους της ιρλανδικής κυβέρνησης ήδη από το 2008, λίγο μετά το ξέσπασμα της κρίσης, τα στοιχεία της χώρας παρέμεναν ανησυχητικά. Για τις ιρλανδικές αρχές η λύση της προσφυγής στο ΔΝΤ έμοιαζε μονόδρομος. Στο κεφάλαιο αυτό θα γίνει μια συνοπτική αναφορά στο Μνημόνιο που υπογράφηκε το 2010 μεταξύ της ιρλανδικής κυβέρνησης και της τρόικα (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ΕΚΤ και ΔΝΤ). Σε επόμενο κεφάλαιο θα προσπαθήσουμε να διαπιστώσουμε πόσο ωφέλιμη ήταν η εφαρμογή του για την οικονομία της χώρας και θα το συγκρίνουμε με το αντίστοιχο ισλανδικό πρόγραμμα.

Το φθινόπωρο του 2010 η Ιρλανδία βρέθηκε στο στόχαστρο των αγορών και ως εκ τούτου η ιρλανδική κυβέρνηση αναγκάστηκε το Νοέμβριο να ζητήσει την ένταξή της στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης, ο οποίος είχε δημιουργηθεί μερικούς μήνες νωρίτερα για την Ελλάδα. Οι δηλώσεις των κυβερνητικών αξιωματούχων σχετικά με την κατάσταση της ιρλανδικής οικονομίας που «δεν ενέπνεε λόγους ανησυχίας», σύμφωνα με τα λεγόμενά τους, διαψεύστηκαν γρήγορα. Έτσι, ένα μόλις μήνα μετά, τον Δεκέμβριο του 2010, συμφωνήθηκε η Ιρλανδία να λάβει συνολική βοήθεια ύψους 85 δισεκατομμυρίων ευρώ.<sup>260</sup> Η συνεισφορά της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των διμερών διακρατικών συμφωνιών (με Σουηδία, Δανία και Ην. Βασίλειο) ανερχόταν στα 45 δισεκατομμύρια ευρώ, ενώ του ΔΝΤ στα 22,5 δισεκατομμύρια ευρώ.<sup>261</sup> 17,5 δισεκατομμύρια ευρώ θα προέρχονταν από ιρλανδικές πηγές (12,5 δις από τα αποθεματικά του Εθνικού συστήματος Συντάξεων και 5 δις από τα ρευστά διαθέσιμα της κυβέρνησης).<sup>262</sup> Το επιτόκιο διαμορφώθηκε στο 5,8% και η περίοδος αποπληρωμής ορίστηκε στα 7,5 χρόνια.<sup>263</sup>

Συνοπτικά, θα λέγαμε ότι οι στόχοι, οι οποίοι εξ αρχής τέθηκαν στο ιρλανδικό Μνημόνιο και οι οποίοι έπρεπε να επιτευχθούν μέχρι και το 2014 μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ως εξής: δημοσιονομικοί, στόχοι που σχετίζονται με την αναδιάρθρωση – εξυγίανση του τραπεζικού και στόχοι, οι οποίοι προβλέπουν

<sup>259</sup> Βλ. Daly Frank, “National Asset Management Agency”, Association of European Journalists, 21st February 2013.

<sup>260</sup> Βλ. IMF Country Report No. 10/366, Ireland: Request for an Extended Arrangement—Staff Report; Staff Supplement; Staff Statement; and Press Release on the Executive Board Discussion, December 2010.

<sup>261</sup> Στο ίδιο.

<sup>262</sup> Στο ίδιο.

<sup>263</sup> Στο ίδιο.

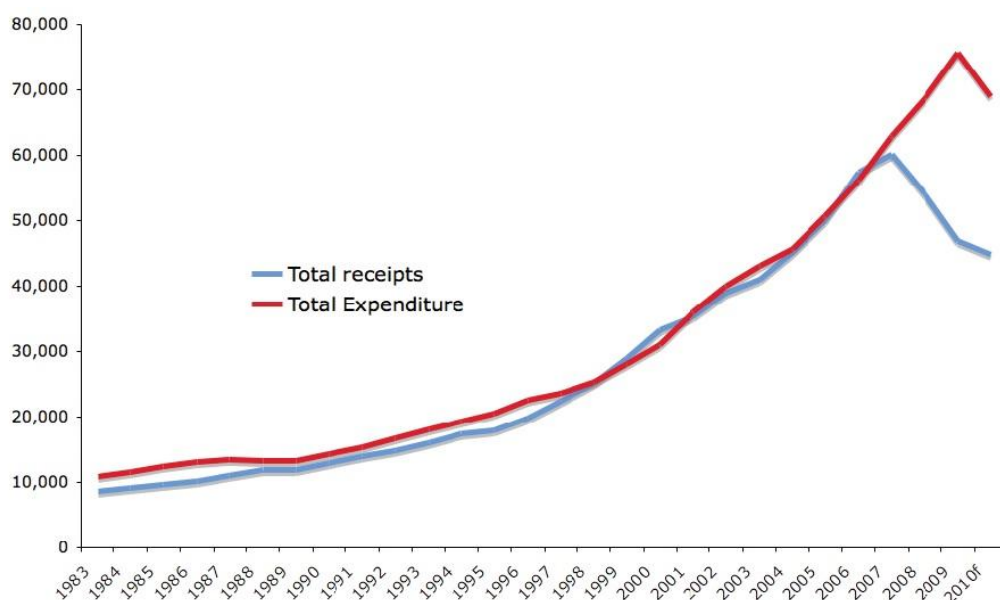
μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας.<sup>264</sup> Ας δούμε καθεμιά από τις κατηγορίες αυτές αναλυτικότερα.

## 1. Δημοσιονομική προσαρμογή.

➤ Αύξηση των φόρων. Νέοι φόροι θα επιβάλλονταν σε αγαθά όπως για παράδειγμα ο άνθρακας, το νερό και η ακίνητη περιουσία. Προβλεπόταν επίσης η μείωση του αφορολόγητου ορίου.

➤ Μείωση των δημοσίων δαπανών, οι οποίες αφορούν κυρίως τις κοινωνικές παροχές. Προβλεπόταν επίσης μείωση του αριθμού των εργαζομένων στο δημόσιο τομέα.

**Διάγραμμα 17 Δημόσιες δαπάνες και έσοδα στην Ιρλανδία**



Πηγή: Stephen Kinsella, "Is Ireland really the role model for austerity?" Geary Institute, University College Dublin, WP2011/22, September 2011.

## 2. Μεταρρυθμίσεις στον χρηματοπιστωτικό τομέα.

➤ Η περαιτέρω απομόχλευση των ιρλανδικών τραπεζών ύψους 72 δισεκατομμυρίων δολαρίων μέσα στα επόμενα τρία χρόνια.

➤ Αναδιοργάνωση του τραπεζικού συστήματος. Πρόβλεψη για συγχώνευση των μικρότερων τραπεζών με μεγαλύτερες.

➤ Αύξηση της κεφαλαιακής επάρκειας των μεγαλύτερων τραπεζών.

<sup>264</sup> Βλ. Stephen Kinsella, "Is Ireland really the role model for austerity?" Geary Institute, University College Dublin, WP2011/22, September 2011.

➤ Επιμερισμός των βαρών από κατόχους μειωμένης εξασφάλισης ομολόγων χρέους.

### 3. Διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας.

- Μείωση του κατώτατου μισθού.
- Αύξηση των θέσεων πρακτικής άσκησης.
- Άρση των περιορισμών σε μέχρι πρότινος «προστατευμένα» επαγγέλματα όπως οι νομικοί και οι φαρμακοποιοί.

Πιο συγκεκριμένα, όσον αφορά στις μεταρρυθμίσεις στον χρηματοπιστωτικό τομέα προβλεπόταν, μεταξύ άλλων, η γρήγορη μεταφορά και των υπόλοιπων μη εξυπηρετούμενων δανείων στο NAMA, η καλύτερη παρακολούθηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, αλλά και ότι η εξυγίανση των προβληματικών τραπεζών όπως η Anglo-Irish Bank και η Irish Nationwide Building Society θα πραγματοποιηθεί χωρίς να τεθούν σε κίνδυνο τα συμφέροντα των προστατευόμενων πιστωτών.<sup>265</sup> Προβλέπεται επίσης η αύξηση της κεφαλαιακής επάρκειας, η οποία θα προκύψει μετά την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών.<sup>266</sup> Η πραγματοποίηση stress-tests θα εγγυάται την ομαλή λειτουργία των τραπεζών.<sup>267</sup> Στο πλαίσιο του Μνημονίου, η ιρλανδική κυβέρνηση ανέλαβε επίσης την υποχρέωση να ενισχύσει την τραπεζική εποπτεία, οι αδυναμίες της οποίας ευθύνονταν σε μεγάλο βαθμό για την εκδήλωση της κρίσης.<sup>268</sup>

Στα μέτρα δημοσιονομικού χαρακτήρα, τα οποία το ιρλανδικό κράτος ανέλαβε την υποχρέωση να εφαρμόσει συγκαταλέγονται μεταξύ άλλων: οι απολύσεις δημοσίων υπαλλήλων, η μείωση των συντάξεων, αλλά και των μισθών των νεοεισερχόμενων στην αγορά εργασίας, άρση των φορολογικών ελαφρύνσεων και φοροαπαλλαγών για συγκεκριμένες ομάδες του πληθυσμού.<sup>269</sup> Πρόβλεψη υπήρχε επίσης και για την εισαγωγή ενός νέου φόρου στα ακίνητα.<sup>270</sup>

---

<sup>265</sup> Βλ. IMF Country Report No. 10/366, Ireland: Request for an Extended Arrangement—Staff Report; Staff Supplement; Staff Statement; and Press Release on the Executive Board Discussion, December 2010.

<sup>266</sup> Στο ίδιο.

<sup>267</sup> Στο ίδιο.

<sup>268</sup> Στο ίδιο.

<sup>269</sup> Στο ίδιο.

<sup>270</sup> Στο ίδιο.

## 4.2. Ισλανδία. Επιλογή Bagehot.

### 4.2.1. Η έκτακτη νομοθεσία στον απόηχο της κατάρρευσης των τριών συστημικών τραπεζών.

Όπως προαναφέρθηκε στο τρίτο κεφάλαιο, γρήγορα έγινε κατανοητό από την ισλανδική κυβέρνηση ότι δεν θα μπορούσε να διασώσει τις προβληματικές τράπεζες. Το μεγάλο μέγεθος του εξωστρεφούς τραπεζικού τομέα αφαιρούσε από την Κεντρική Τράπεζα τη δυνατότητα να δράσει ως δανειστής έσχατης ανάγκης.

Παρά την κατάρρευση των τριών συστημικών τραπεζών της χώρας τον Οκτώβριο του 2008 και την αδυναμία του κράτους να τις διασώσει, η λειτουργία του εγχώριου τραπεζικού συστήματος έπρεπε να διασφαλιστεί. Το ισλανδικό κράτος αποφάσισε λοιπόν να εγγυηθεί αποκλειστικά και μόνο για τις εγχώριες δραστηριότητες των τραπεζών.<sup>271</sup>

Στο τρίτο κεφάλαιο αναφερθήκαμε στην έκτακτη νομοθεσία, η οποία ψηφίστηκε από το κοινοβούλιο στην προσπάθεια να διασφαλιστούν οι εγχώριες δραστηριότητες των τραπεζών. Στο σημείο αυτό θα γίνει μια εκτενέστερη αναφορά στο νόμο αυτό που πέρασε λίγες ημέρες μετά την κατάρρευση των τριών συστημικών τραπεζών.

Λαμβάνοντας υπόψιν το γεγονός ότι σκοπός της νομοθετικής αυτής πράξης έκτακτης ανάγκης δεν ήταν άλλος από το να διασφαλιστεί η απρόσκοπτη λειτουργία του συστήματος πληρωμών της χώρας και να δημιουργηθούν οι συνθήκες εκείνες για τη συνέχιση των εγχώριων δραστηριοτήτων των τραπεζών σε περίπτωση χρεοκοπίας των μεγαλύτερων και σημαντικότερων τραπεζών, τα μέτρα τα οποία προέβλεπε ήταν τα ακόλουθα:<sup>272</sup>

1. επέτρεπε στον υπουργό Οικονομικών να παρέχει χρηματοδότηση για τη δημιουργία νέων χρηματοπιστωτικών οργανισμών και να αποκτά για λογαριασμό του υπουργείου Οικονομικών ήδη υπάρχοντες εν όλω ή εν μέρει. Ταυτόχρονα η ρευστότητα προς τις καταθετικές τράπεζες περιορίστηκε στο 20% της καθαρής θέσης τους.

---

<sup>271</sup> Βλ. Thorgeirsson Thorsteinn and Van den Noord Paul, "The Icelandic banking collapse: was the optimal policy path chosen?" Working Paper No. 62, Central Bank Of Iceland, March 2013.

<sup>272</sup> Βλ. Guðmundsson Már, "The Fault Lines in Cross-border Banking: Lessons from the Icelandic Case", OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2011, Issue 2.

2. αναγνώριζε στη Χρηματοπιστωτική και Εποπτική Αρχή (Financial Supervisory Authority) ευρείες εξουσίες, ώστε να παρεμβαίνει στη λειτουργία προβληματικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

3. βελτίωνε το δίκτυ ασφαλείας, προχωρώντας στις απαραίτητες μετατροπές στη νομοθεσία για την εγγύηση των καταθέσεων. Ως εκ τούτου, μεταξύ άλλων, προβλεπόταν ότι σε περίπτωση χρεοκοπίας οι καταθέσεις θα έχουν προτεραιότητα έναντι όλων των άλλων υποχρεώσεων.

4. μέριμνα υπήρξε και για την προστασία των ιδιοκτητών ακινήτων. Έτσι, στο κρατικό ταμείο αρμόδιο για τη χρηματοδότηση κατοικίας επιτράπηκε να αναλάβει τις υποθήκες των τραπεζών.

Στον απόηχο της κατάρρευσης των τριών μεγαλύτερων τραπεζών, η νομοθετική πράξη έκτακτης ανάγκης επέτρεπε, όπως προαναφέρθηκε τη δημιουργία νέων εγχώριων. Αυτές δημιουργήθηκαν λίγο μετά τη χρεοκοπία των διασυνοριακών τραπεζών της χώρας.<sup>273</sup> Ουσιαστικά, θα λέγαμε ότι το νέο τραπεζικό τοπίο αναδύθηκε από τα ίδια τα ερείπια του παλιού, καθώς η ήδη χρεοκοπημένες τράπεζες χωρίστηκαν σε παλιές και νέες. Οι παλιές τράπεζες ήταν αυτές, οι οποίες περιήλθαν στην κυριότητα των πιστωτών, οι οποίοι στη συντριπτική τους πλειοψηφία ήταν ξένοι.<sup>274</sup>

Οι νέες τράπεζες δημιουργήθηκαν ξεχωρίζοντας το ενεργητικό και το παθητικό των παλιών τραπεζών. Ωστόσο το εγχείρημα της αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού των τραπεζών αποδείχτηκε ιδιαίτερα πολύπλοκη διαδικασία μεσούσης της κρίσης. Η λύση ήρθε όταν οι πιστωτές των τραπεζών οι οποίες βρίσκονταν σε καθεστώς χρεοκοπίας έγιναν βασικοί μέτοχοι των δύο εκ των τριών τραπεζών και διατήρησαν ένα μικρό μετοχικό κεφάλαιο στην τρίτη.<sup>275</sup> Με τον τρόπο αυτό, το ισλανδικό κράτος γλίτωσε την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Το νέο τραπεζικό σύστημα που δημιουργήθηκε δε θύμιζε σε τίποτα το μέγεθος του παλιού: ήταν μόλις 1,7 φορές μεγαλύτερο από το ισλανδικό ΑΕΠ.<sup>276</sup>

Τα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία της κάθε τράπεζας μεταφέρθηκαν στις νέες τράπεζες που δημιουργήθηκαν.<sup>277</sup> Πιο συγκεκριμένα, η παλιά Kaupthing μετά την κατάρρευση και τη διχοτόμησή της έδωσε τη θέση της στη νέα Arion Bank, η

<sup>273</sup> Βλ. Guðmundsson Már, “The Fault Lines in Cross-border Banking: Lessons from the Icelandic Case”, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2011, Issue 2.

<sup>274</sup> Στο ίδιο.

<sup>275</sup> Στο ίδιο.

<sup>276</sup> Στο ίδιο.

<sup>277</sup> Βλ. Thorgeirsson Thorsteinn and Van den Noord Paul, “The Icelandic banking collapse: was the optimal policy path chosen?” Working Paper No. 62, Central Bank Of Iceland, March 2013.

παλιά Glitnir στη νέα Íslandsbanki και τέλος η παλιά Landsbanki έδωσε τη θέση της στη νέα Landsbankinn.<sup>278</sup> Ακολούθησε η ανακοίνωση εκ μέρους της κυβέρνησης για την εγγύηση των καταθέσεων των νέων εγχώριων τραπεζών, οι οποίες ήταν εκφρασμένες στο εθνικό νόμισμα.<sup>279</sup> Τις υπόλοιπες δραστηριότητες των χρεοκοπημένων τραπεζών ανέλαβε η Χρηματοπιστωτική Εποπτική Αρχή και στη συνέχεια αρμόδιες για την εξυγίανση του ενεργητικού και του παθητικού τους επιτροπές.<sup>280</sup> Βασική προϋπόθεση ήταν ότι θα δινόταν προτεραιότητα στις καταθέσεις έναντι όλων των άλλων διεκδικήσεων.<sup>281</sup> Μετά τη διχοτόμηση των τραπεζών σε παλιές και νέες, η κυβέρνηση προχώρησε στην ανακεφαλαιοποίηση των νέων.<sup>282</sup>

Η τραπεζική κρίση στην Ισλανδία σήμανε το τέλος του υπερδιογκωμένου τραπεζικού τομέα της. Το τραπεζικό τοπίο της χώρας άλλαξε για πάντα. Από τα ερείπια των παλιών, χρεοκοπημένων τραπεζών αναδύθηκαν οι νέες. Η ανοικοδόμηση του τραπεζικού συστήματος σε πιο στέρεες βάσεις αυτή τη φορά σήμανε τη θεαματική μείωση του μεγέθους των τραπεζικών ισολογισμών.<sup>283</sup> Πιο συγκεκριμένα, το σύνολο του ενεργητικού των τραπεζών από 14.900 δις κορώνες που ήταν τον Σεπτέμβριο του 2008 μειώθηκε σε 2.876 δις κορώνες τον Οκτώβριο του 2011.<sup>284</sup> Τρία χρόνια δηλαδή μετά την εκδήλωση της κρίσης αποτελούσε πλέον σχεδόν το διπλάσιο και όχι το δεκαπλάσιο του ΑΕΠ της χώρας.<sup>285</sup> Οι τρεις νέες τράπεζες κυριαρχούν στο τραπεζικό τοπίο της χώρας, καθώς το μερίδιό τους στην αγορά φτάνει το 85%.<sup>286</sup>

Από τα παραπάνω γίνεται κατανοητό ότι οι ισλανδικές τράπεζες δεν εθνικοποιήθηκαν, όπως έχει επικρατήσει να λέγεται. Αυτό που στην πραγματικότητα συνέβη είναι ότι πέρασαν στα χέρια ιδιωτών. Η κυβέρνηση χάρη στη μέθοδο αυτή δεν χρειάστηκε να προχωρήσει η ίδια στην ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών της. Η πλειοψηφία των μετοχών των δύο από τις τρεις μεγαλύτερες τράπεζες βρέθηκε μετά την κατάρρευσή τους στα χέρια ιδιωτών, ενώ το κράτος διατήρησε ένα μικρό μόνο μέρος μετοχών σε μία από τις τρεις τράπεζες. Ο διαχωρισμός των τραπεζών σε νέες

<sup>278</sup> Βλ. "Financial stability in Iceland. Capital controls". Financial Stability Department, Seðlabanki Íslands, 29 November 2012.

<sup>279</sup> Βλ. Thorgeirsson Thorsteinn and Van den Noord Paul, "The Icelandic banking collapse: was the optimal policy path chosen?" Working Paper No. 62, Central Bank Of Iceland, March 2013.

<sup>280</sup> Στο ίδιο.

<sup>281</sup> Στο ίδιο.

<sup>282</sup> Στο ίδιο.

<sup>283</sup> Βλ. Yngvi Örn Kristinsson, "Icelandic banks.Rebuilding a financial system", Icelandic Financial Service Association.

<sup>284</sup> Στο ίδιο.

<sup>285</sup> Στο ίδιο.

<sup>286</sup> Στο ίδιο.

και παλιές επέτρεψε στο ισλανδικό κράτος να εγγυηθεί τις εγχώριες καταθέσεις σε μια εξαιρετική δεινή περίοδο.

#### 4.2.2. Η προσφυγή στο ΔΝΤ.

Η κατάρρευση των τριών συστημικών ισλανδικών τραπεζών τον Οκτώβριο του 2008 είχε – φυσικώ τω λόγω - συνέπειες στο ισοζύγιο πληρωμών της χώρας.<sup>287</sup> Δεδομένης της νομισματικής κρίσης, η οποία ήδη σοβούσε στη χώρα, οι ισλανδικές αρχές παρά τις αμφιβολίες που διατηρούσαν αρχικά, γρήγορα κατανόησαν ότι η συνδρομή του ΔΝΤ ήταν απαραίτητη για την αποκατάσταση της σταθερότητας.<sup>288</sup>

Ως εκ τούτου, οι ισλανδικές αρχές αναγκάστηκαν να ζητήσουν τη συνδρομή του ΔΝΤ το Νοέμβριο του 2008. Συγκεκριμένα, η συμφωνία μεταξύ της ισλανδικής κυβέρνησης και του ΔΝΤ οριστικοποιήθηκε στις 21 Νοεμβρίου 2008.<sup>289</sup> Επρόκειτο για ένα τριετές πρόγραμμα. Προβλεπόταν ότι το ΔΝΤ θα χορηγούσε δάνειο ύψους 5,2 δις δολαρίων από κοινού με άλλες χώρες.<sup>290</sup> Σε αντάλλαγμα, η Ισλανδία δεσμευόταν να πραγματοποιήσει στο ακέραιο τις προβλέψεις του προγράμματος. Οι βασικοί στόχοι του προγράμματος ήταν τρεις:<sup>291</sup>

1. σταθεροποίηση της κορώνας. Η περαιτέρω υποτίμηση του εθνικού νομίσματος έπρεπε να αποφευχθεί. Στην αντίθετη περίπτωση, τα αποτελέσματα για την οικονομία θα ήταν καταστροφικά, καθώς ένας μεγάλος αριθμός νοικοκυριών και επιχειρήσεων διατηρούσε δάνεια εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα. Επίσης, ο περιορισμός της φυγής κεφαλαίων από τη χώρα τέθηκε στο επίκεντρο του προγράμματος. Ο έλεγχος στην κίνηση κεφαλαίων θα διατηρούταν καθ' όλη τη διάρκεια του προγράμματος, αλλά και μετά το πέρας αυτού.

2. διασφάλιση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας. Η ραγδαία αύξηση του χρέους του δημόσιου τομέα καθιστούσε επιτακτική την ανάγκη για την εφαρμογή ενός σφιχτού προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής. Αυτό θα ετίθετο σε εφαρμογή το 2010.

---

<sup>287</sup> Βλ. Baldursson Friðrik Már, "Iceland's programme with the IMF 2008–11", voxeu.org, 8 November 2011.

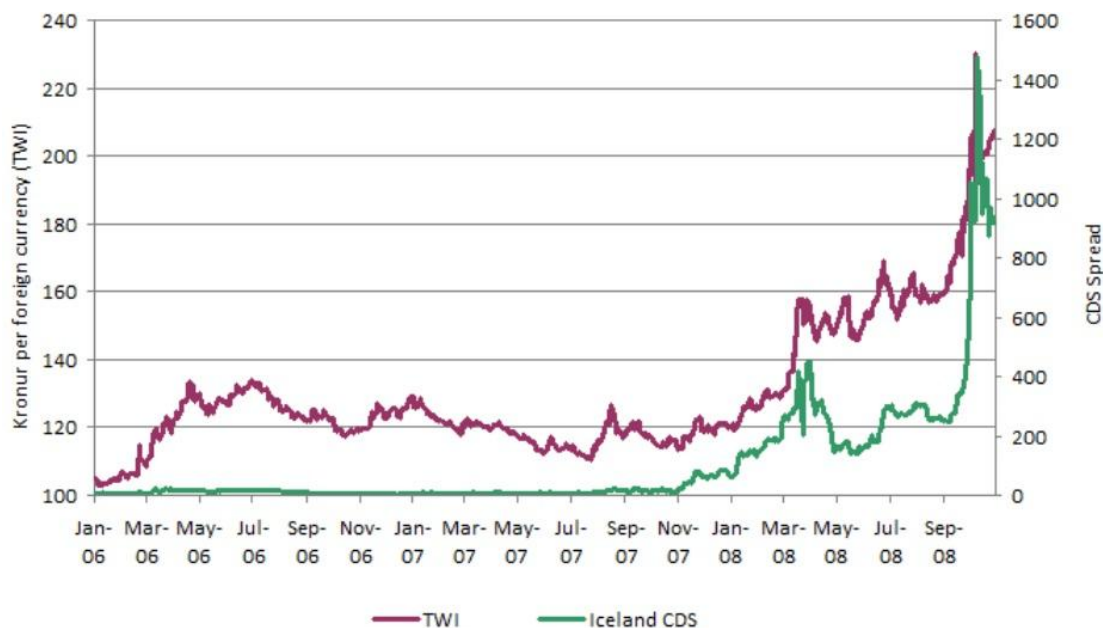
<sup>288</sup> Στο ίδιο.

<sup>289</sup> Βλ. Iceland: Request for Stand-By Arrangement—Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Iceland, IMF Country Report No. 08/362, November 2008.

<sup>290</sup> Στο ίδιο.

<sup>291</sup> Στο ίδιο.

**Διάγραμμα 18 Νομισματική κρίση στην Ισλανδία**



Πηγή: Iceland's programme with the IMF 2008–11, Friðrik Már Baldursson, voxeu.org, 8 November 2011.

3. ανάπτυξη στρατηγικής για την ανοικοδόμηση του τραπεζικού τομέα της χώρας. Μεταξύ άλλων, το πρόγραμμα προέβλεπε την υιοθέτηση μέτρων για την αποτελεσματικότερη εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, για τον διακανονισμό των αξιώσεων των καταθετών, αλλά και των πιστωτών, αλλά και για την εξασφάλιση της δίκαιης αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού. Προβλέπονταν με λίγα λόγια μέτρα, τα οποία θα συνέβαλαν στην αποκατάσταση της αξιοπιστίας της χώρας και στην επιτυχή πρόσβασή της στις διεθνείς αγορές.

Ενδεικτικά παρατίθενται κατωτέρω ορισμένα από τα μέτρα, τα οποία δεσμεύτηκε η ισλανδική κυβέρνηση να υλοποιήσει στο πλαίσιο του προγράμματος:

1. σε ό, τι αφορά τη **νομισματική πολιτική**, η Κεντρική Τράπεζα της Ισλανδίας υποχρεούτο να προχωρήσει σε αύξηση των επιτοκίων. Η υιοθέτηση της πολιτικής της αύξησης των επιτοκίων, τα οποία θα άγγιζαν το 18%, αποσκοπούσε στην αποτροπή περαιτέρω φυγής κεφαλαίων, η οποία λάμβανε χώρα στη χώρα εξαιτίας της νομισματικής κρίσης που είχε εκδηλωθεί στον απόηχο της κρίσης.<sup>292</sup> Απώτερος στόχος δεν ήταν άλλος από τη σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

<sup>292</sup> Βλ. Iceland: Request for Stand-By Arrangement—Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Iceland, IMF Country Report No. 08/362, November 2008.

2. σε σχέση με την υιοθετούμενη νομισματική πολιτική επίσης, η κυβέρνηση ανέλαβε την υποχρέωση να διατηρήσει τον αυστηρό έλεγχο που σχετίζεται με την πρόσβαση των τραπεζών στις πιστώσεις της Κεντρικής Τράπεζας.<sup>293</sup> Η διαχείριση της ρευστότητας, του κυκλοφορούντος χρήματος στην αγορά, ήταν ο επιδιωκόμενος στόχος στην περίπτωση αυτή.

3. σε ό, τι αφορά στη **διαδικασία ανοικοδόμησης του τραπεζικού τομέα**, η συμφωνία με το ΔΝΤ προέβλεπε τη δημιουργία μιας επιτροπής, η οποία θα απαρτιζόταν από εκπροσώπους του γραφείου του πρωθυπουργού, της Χρηματοπιστωτικής Εποπτικής Αρχής της χώρας, της Κεντρικής Τράπεζας, του Υπουργείου Οικονομικών και Εμπορίου.<sup>294</sup> Η επίτευξη του στόχου της ανοικοδόμησης του χρηματοπιστωτικού τομέα της χώρας θα αποκαθιστούσε τη χαμένη αξιοπιστία της και θα διευκόλυνε την πρόσβαση στις διεθνείς αγορές.

4. σε ένα δεύτερο στάδιο, σε ό, τι επίσης αφορά τις τράπεζες, η ισλανδική κυβέρνηση δεσμεύτηκε να προχωρήσει σε αποτίμηση των στοιχείων τόσο των παλιών όσο και των νέων τραπεζών.<sup>295</sup>

5. μέχρι τα τέλη του 2009 η ισλανδική κυβέρνηση ήταν υποχρεωμένη να προχωρήσει σε παροχή ρευστότητας ύψους 385 δις κορωνών στις τρεις νέες τράπεζες, αφού προηγουμένως είχε ολοκληρωθεί η διαδικασία της δεύτερης αποτίμησης. Στόχος ήταν να αυξηθεί το ποσοστό της κεφαλαιακής τους επάρκειας στο 10%.<sup>296</sup>

6. προβλέψεις βέβαια υπήρχαν και για τη βελτίωση του καθεστώτος της προληπτικής εποπτείας των τραπεζών. Τα συγκεκριμένα μέτρα έπρεπε να ληφθούν μέχρι τα τέλη Μαρτίου 2009.<sup>297</sup>

7. σε ό, τι αφορά το **πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής**, η ισλανδική κυβέρνηση ανέλαβε την υποχρέωση να λάβει μέτρα, τα οποία θα συνέβαλλαν στη μείωση του πρωτογενούς ελλείμματος κατά 2%-3% ετησίως καθ' όλη τη διάρκεια του προγράμματος.<sup>298</sup> Ο στόχος που είχε τεθεί ήταν η επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος μέχρι τα τέλη του 2011 και αύξηση αυτού στο 3,5%-4% μέχρι το 2012.<sup>299</sup>

---

<sup>293</sup> Βλ. Iceland: Request for Stand-By Arrangement—Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Iceland, IMF Country Report No. 08/362, November 2008.

<sup>294</sup> Στο ίδιο.

<sup>295</sup> Στο ίδιο.

<sup>296</sup> Στο ίδιο.

<sup>297</sup> Στο ίδιο.

<sup>298</sup> Στο ίδιο.

<sup>299</sup> Στο ίδιο.

Ο έλεγχος στις κινήσεις κεφαλαίων αποτέλεσε ένα σημαντικό σημείο του προγράμματος που κατήρτισε το ΔΝΤ και το οποίο η Ισλανδία κλήθηκε να υλοποιήσει. Ποιόν σκοπό εξυπηρετούσε η λήψη του μέτρου αυτού; Όπως έχει προαναφερθεί, η τραπεζική κρίση στην Ισλανδία συμπαρέσυρε και την κορώνα, η οποία υποτιμήθηκε σημαντικά τόσο σε σχέση με το ευρώ όσο και σε σχέση με το δολάριο.

Ο έλεγχος στις κινήσεις κεφαλαίων μπορεί να συμβάλει στην αντιμετώπιση μιας συναλλαγματικής κρίσης παρόμοιας με αυτήν της Ισλανδίας την επαύριον της κρίσης.<sup>300</sup> Ωστόσο, παρά τα οφέλη που μπορεί να προσφέρει ο έλεγχος αυτός βραχυπρόθεσμα, τα μειονεκτήματα που πιθανόν να αντιμετωπίσει η χώρα από τη λήψη ενός μέτρου όπως αυτού μπορεί να υπερσκελίσουν μακροπρόθεσμα τα πλεονεκτήματα.<sup>301</sup>

Καθώς ο έλεγχος στην κίνηση κεφαλαίων αφορά όχι μόνο τη φυγή κεφαλαίων, την οποία προσπάθησε να αποτρέψει η ισλανδική κυβέρνηση με την επιβολή του περιορισμού (δεδομένου ότι η κορώνα ήταν ήδη υποτιμημένη), αλλά και την εισαγωγή κεφαλαίων, γίνεται κατανοητό γιατί τελικά ο περιορισμός αυτός μπορεί να δημιουργήσει περισσότερα μειονεκτήματα παρά οφέλη. Στην περίπτωση της Ισλανδίας που εξετάζουμε, η απόφαση για τον περιορισμό στην κίνηση κεφαλαίων ελήφθη στη βάση δύο κυρίως παραγόντων. Αφ' ενός μεν στη χώρα το ποσοστό των ξένων κερδοσκοπικών κεφαλαίων άγγιξε πλέον το 40% του ΑΕΠ.<sup>302</sup> Αφ' ετέρου, η αξιοπιστία της Κεντρικής Τράπεζας της χώρας είχε πληγεί ανεπανόρθωτα.<sup>303</sup>

Σύμφωνα με τις προβλέψεις του προγράμματος του ΔΝΤ, οι έλεγχοι στις κινήσεις κεφαλαίων θα διατηρούνταν για 2-3 χρόνια.<sup>304</sup> Ωστόσο, η κυβέρνηση της Ισλανδίας αποφάσισε να διατηρήσει τους περιορισμούς τόσο για τα εξαγόμενα όσο και για τα εισαγόμενα κεφάλαια μέχρι και το 2015, μια απόφαση η οποία έχει δεχτεί σκληρή κριτική.<sup>305</sup> Στην περίπτωση κατά την οποία η κυβέρνηση αποφάσιζε την άρση του ελέγχου στις κινήσεις κεφαλαίων, τα αποτελέσματα μεσούσης της κρίσης θα ήταν καταστροφικά. Η χώρα θα γνώριζε μια μαζική φυγή κεφαλαίων και η κορώνα θα υποτιμάτο ακόμη περισσότερο.<sup>306</sup> Δεδομένου μάλιστα ότι η πλειοψηφία των

---

<sup>300</sup> Βλ. Danielsson Jon and Zoega Gylfi, "The collapse of a country", Institute Of Economic Studies, Working Paper Series W09:03, March 2009.

<sup>301</sup> Στο ίδιο.

<sup>302</sup> Στο ίδιο.

<sup>303</sup> Στο ίδιο.

<sup>304</sup> Βλ. Gylfason Thorvaldur, "Houston, we have a problem: Iceland's capital controls". Διαθέσιμο στο <http://voxeu.org/index.php?q=node/6597>, 1 June 2011.

<sup>305</sup> Στο ίδιο.

<sup>306</sup> Βλ. Danielsson Jon and Zoega Gylfi, "Lessons from a Collapse of a Financial System", *Economic Policy*, 6 October 2010.

νοικοκυριών και των επιχειρήσεων είχαν δανειστεί σε ξένο νόμισμα, μια περαιτέρω υποτίμηση της κορώνας θα επιδείνωνε ακόμη περισσότερο τη θέση τους.<sup>307</sup>

### 4.3. Σύγκριση αντιμετώπισης των κρίσεων.

Είναι σαφείς οι διαφορές στον τρόπο αντιμετώπισης της τραπεζικής κρίσης μεταξύ των κυβερνήσεων Ιρλανδίας και Ισλανδίας. Το πρόβλημα είχε κοινό παρονομαστή στις δύο περιπτώσεις: Διογκωμένος τραπεζικός τομέας, δυσανάλογα μεγάλος σε σύγκριση με το ΑΕΠ των δύο χωρών και η αναπόφευκτη εκδήλωση των εγχώριων τραπεζικών κρίσεων. Ωστόσο, τα μέτρα τα οποία ελήφθησαν, όπως έγινε κατανοητό, ήταν πολύ διαφορετικά.

Αν και οποιαδήποτε σύγκριση ενέχει τον κίνδυνο της απλούστευσης, θα μπορούσαμε να υποστηρίξουμε ότι η Ιρλανδία και η Ισλανδία ακολούθησαν εκ διαμέτρου αντίθετες διαδρομές, προκειμένου να εξέλθουν από την κρίση. Η Ιρλανδία ακολούθησε την «ορθόδοξη» διεθνή πρακτική. Αποφάσισε με δημόσιο χρήμα να προχωρήσει στη διάσωση των συστημικών τραπεζών της, οι οποίες κατέρρευσαν την επαύριον της εκδήλωσης της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η Ισλανδία ακολούθησε ένα «ανορθόδοξο» μονοπάτι. Άφησε τις τρεις μεγαλύτερες τράπεζές της –θύματα της ίδιας της υπερεξάπλωσής τους, του χαλαρού εποπτικού πλαισίου, αλλά και του φτηνού μέχρι και το ξέσπασμα της διεθνούς κρίσης του 2007 διεθνούς δανεισμού- να χρεοκοπήσουν.

Ποιά από τις δύο έπραξε τελικά το σωστό; Είναι ένα ερώτημα, το οποίο έχει ιδιαίτερα απασχολήσει την ακαδημαϊκή κοινότητα, αλλά και τους απλούς πολίτες ανά τον κόσμο. Στο ερώτημα όμως αυτό θα επανέλθουμε στο επόμενο κεφάλαιο. Στο κεφάλαιο αυτό, θα αναφερθούμε συνοπτικά στους διαφορετικούς τρόπους αντιμετώπισης των τραπεζικών κρίσεων στις δύο αυτές μικρές ανοιχτές οικονομίες.

Προκειμένου να προχωρήσουμε στη σύγκριση αυτή, δε θα πρέπει να παραγνωρίζουμε το γεγονός ότι η Ιρλανδία είναι χώρα-μέλος της ΟΝΕ, ενώ η Ισλανδία διατηρεί το εθνικό της νόμισμα. Και στο θέμα αυτό θα επανέλθουμε στο επόμενο κεφάλαιο. Από τη μία πλευρά λοιπόν, η Ιρλανδία αποφάσισε να ακολουθήσει τον ορθόδοξο δρόμο. Την επαύριον της κρίσης, οι ιρλανδικές αρχές ανακοίνωσαν ότι το κράτος εγγυάται πλήρως όχι μόνο τις καταθέσεις, αλλά και τις διεθνείς υποχρεώσεις των τριών τραπεζών, οι οποίες κατέρρευσαν το φθινόπωρο του 2008.

<sup>307</sup> Βλ. Danielsson Jon and Zoega Gylfi, “Lessons from a Collapse of a Financial System”, *Economic Policy*, 6 October 2010.

Μια τέτοια διάσωση δε θα μπορούσε φυσικά να είναι χωρίς συνέπειες για τα οικονομικά του κράτους. Η ιρλανδική κυβέρνηση αποφάσισε να «κοινωνικοποιήσει» τις ιδιωτικές ζημιές των τραπεζών, ρίχνοντας το βάρος στους φορολογούμενους. Για ποιο λόγο λοιπόν, η Ιρλανδία να λάβει μια τέτοιου είδους απόφαση; Γιατί δηλαδή να αποφασίσει να «χρεώσει» το κόστος της κρίσης στους πολίτες; Οι υποστηρικτές της πολιτικής, την οποία ακολούθησαν οι ιρλανδικές αρχές, ισχυρίζονται ότι η συμμετοχή της χώρας στην ΟΝΕ έπαιξε καθοριστικό ρόλο. Ο φόβος της διάχυσης της κρίσης και σε άλλα «προβληματικά» ευρωπαϊκά κράτη κινητοποίησε τις εγχώριες και τις ευρωπαϊκές αρχές. Οι τελευταίες σε συνεργασία με το ΔΝΤ προχώρησαν στη δημιουργία ενός προγράμματος λιτότητας για την Ιρλανδία. Δεδομένου ότι η χώρα συμμετέχοντας στην ΟΝΕ, έχει απολέσει το εργαλείο της νομισματικής της πολιτικής, και συνεπώς η υποτίμηση του νομίσματος δεν ήταν εφικτή λύση, συμφώνησε στην υλοποίηση του προγράμματος. Η εσωτερική υποτίμηση υποδείχθηκε από το ΔΝΤ ως η μόνη σωστή λύση.

Από την άλλη πλευρά, η Ισλανδία άφησε τις τρεις συστημικές της τράπεζες να χρεοκοπήσουν. Για την ακρίβεια, το ισλανδικό κράτος, σε αντίθεση με την Ιρλανδία, δεν προχώρησε στη διάσωση των τραπεζών που κατέρρευσαν. Αντ' αυτού, το Ρέικιαβικ κατήρτισε ένα σχέδιο βάσει του οποίου οι χρεοκοπημένες τράπεζες θα διαχωρίζονταν σε παλιές και νέες. Η διάκριση αυτή διαφέρει από το μοντέλο της «κακής-καλής» τράπεζας, στο οποίο προχώρησε το Δουβλίνο μέσω της ίδρυσης της «κακής» τράπεζας NAMA στην προσπάθειά της να επιτύχει την εξυγίανση και απομόχλευση των τραπεζών της. Στην περίπτωση της Ισλανδίας, ο διαχωρισμός των τραπεζών σε παλιές και νέες έγινε με γεωγραφικό κριτήριο: το κατά πόσο δηλαδή οι δραστηριότητες των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ήταν εγχώριες ή διεθνείς. Οι εγχώριες δραστηριότητες μεταφέρθηκαν στις τρεις νέες τράπεζες και το ισλανδικό δημόσιο εγγυήθηκε αποκλειστικά και μόνο για αυτές. Αντιθέτως, οι διεθνείς υποχρεώσεις των χρεοκοπημένων τραπεζών, παρέμειναν στις τρεις χρεοκοπημένες τράπεζες, χωρίς καμία εγγύηση από την πλευρά του κράτους.

Η Ιρλανδία λοιπόν επέλεξε την κλασική λύση της διάσωσης των τραπεζών, μετακυλίνοντας το βάρος στους φορολογούμενους, ενώ η Ισλανδία αποφάσισε να μην «κοινωνικοποιήσει» τις ζημιές του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Παρέχοντας εγγυήσεις μόνο για τις εγχώριες δραστηριότητες των τραπεζών, άφησε τις παλιές τράπεζές της να χρεοκοπήσουν. Οι διαφορές όπως αυτές δεν είναι και οι μοναδικές μεταξύ των δύο χωρών. Παρά το γεγονός ότι και οι δύο χώρες προσέφυγαν στο ΔΝΤ για τη χορήγηση δανείου, οι προβλέψεις των δύο προγραμμάτων που καταρτίστηκαν έχουν επίσης πολύ διαφορετικούς προσανατολισμούς. Πιο συγκεκριμένα, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, ενώ το ΔΝΤ αξιώνει από την Ιρλανδία στο πλαίσιο του

προγράμματος μείωση μισθών και κοινωνικών παροχών, στην περίπτωση της Ισλανδίας (στην οποία βεβαίως επιβλήθηκε έλεγχος στην κίνηση κεφαλαίων) στόχος του προγράμματος δεν ήταν άλλος από την «διατήρηση του σκανδιναβικού μοντέλου των εκτεταμένων κοινωνικών παροχών».<sup>308</sup>

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 Εθνικό νόμισμα (κορώνα) και ευρώ. Ποιός ο ρόλος τους στην αντιμετώπιση της κρίσης;**

### **5.1. Ποιά από τις δύο χώρες δείχνει να τα έχει καταφέρει καλύτερα;**

Πέραν του «ορθόδοξου» ιρλανδικού και του «ανορθόδοξου» ισλανδικού τρόπου υπάρχει και μια πολύ ουσιαστική διαφορά: Η Ιρλανδία είναι χώρα-μέλος της ΕΕ και της ΟΝΕ. Αντιθέτως, η Ισλανδία χαρακτηρίζεται παραδοσιακά από πνεύμα ευρωσκεπτικισμού και διατηρεί το εθνικό της νόμισμα.

Στο κεφάλαιο αυτό θα προσπαθήσουμε να διερευνήσουμε το κατά πόσο οι εκ διαμέτρου αυτές διαφορετικές αποφάσεις για την αντιμετώπιση της κρίσης σχετίζονται ή όχι με τη συμμετοχή της Ιρλανδίας στην Ε.Ε. και την ΟΝΕ και με το γεγονός ότι η Ισλανδία δεν αποτελεί ούτε μέλος της ΕΕ, αλλά ούτε και της ΟΝΕ. Ποιός ήταν τελικά ο ρόλος του ευρώ και της κορώνας στην αντιμετώπιση της κρίσης; Ποιά από τις δύο χώρες δείχνει να τα έχει καταφέρει καλύτερα; Με λίγα λόγια, λειτούργησε η ΕΕ και η ΟΝΕ ως καταφύγιο για την κρίση στην περίπτωση της Ιρλανδίας; Ή το επιχείρημα το οποίο θέλει τις μικρές, ανοιχτές οικονομίες όπως οι δύο υπό εξέταση, να αποκομίζουν μεγαλύτερα οφέλη εντός πολιτικών και οικονομικών συνασπισμών δεν επιβεβαιώθηκε στην περίπτωση της Ιρλανδίας;

Προκειμένου να απαντήσουμε στα ερωτήματα αυτά, θα αναφερθούμε προηγουμένως στο κατά πόσο η συμμετοχή της Ιρλανδίας στην ΕΕ και την ΟΝΕ συνέβαλε στη «δημιουργία» της κρίσης. Είναι βέβαια γνωστό από την ανάλυση, η οποία προηγήθηκε ότι η αιτία της ιρλανδικής κρίσης ήταν εγχώρια: η μεγάλη έκθεση των τραπεζών στα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια. Ωστόσο, αφού αποτελεί μέλος της ΕΕ, θα πρέπει να γίνει αναφορά και στο κατά πόσο η κρίση αυτή ενισχύθηκε από τη συμμετοχή της Ιρλανδίας στην ευρωπαϊκή οικογένεια.

---

<sup>308</sup> Βλ. Krugman Paul, *Lands of Ice and Ire*, διαθέσιμο στο <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/11/24/lands-of-ice-and-ire>, 24 November 2010.

Πιο συγκεκριμένα, τα ερωτήματα στα οποία θα επικεντρωθούμε στο πλαίσιο του κεφαλαίου αυτού είναι τα εξής:

1. Τί ρόλο έπαιξε η συμμετοχή της Ιρλανδίας στην ΕΕ και την ΟΝΕ στην εκδήλωση της κρίσης; Θα μπορούσε η συμμετοχή της Ισλανδίας σε ΕΕ και ΟΝΕ να είχε λειτουργήσει αποτρεπτικά για το ξέσπασμα της κρίσης;

2. Μετά την εκδήλωση της κρίσης, ποιά από τις δύο χώρες βρέθηκε περισσότερο εκτεθειμένη; Λειτουργήσε η ΕΕ ως «καταφύγιο» για την Ιρλανδία; Η μη συμμετοχή της Ισλανδίας στην ΕΕ και την ΟΝΕ έπαιξε ρόλο στον τρόπο με τον οποίο εξελίχθηκε η κρίση; Πιθανή συμμετοχή της στην ΕΕ θα σήμαινε και αποτελεσματικότερη προστασία;

3. Η συμμετοχή στην ΕΕ και την ΟΝΕ αφαιρεί σε εθνικό επίπεδο τη χρήση ορισμένων εργαλείων νομισματικής πολιτικής, τα οποία θα μπορούσαν να συμβάλλουν στην αντιμετώπιση της κρίσης. Ένα από αυτά είναι και αυτό της υποτίμησης. Η Ιρλανδία, ως μέλος του ευρώ, έχει απολέσει το εργαλείο αυτό. Η Ισλανδία αντιθέτως, το χρησιμοποίησε. Πώς επηρέασε το διαφορετικό καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών την πορεία προς την ανάκαμψη;

## **5.2. Συμμετοχή στην ΕΕ και την ΟΝΕ ή όχι; Η Ιρλανδία, η Ισλανδία και οι σπόροι της κρίσης.**

### **5.2.1. Το ευρώ, η Ιρλανδία και η κρίση.**

Όπως επισημάνθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο, η αφορμή για την εκδήλωση της κρίσης στην Ιρλανδία μπορεί να ήταν το δυσμενές οικονομικό κλίμα που επικράτησε διεθνώς μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, τα βαθύτερα αίτια όμως ήταν εγχώρια. Αυτό επισημαίνεται και στην έκθεση των Regling και Watson (2010).<sup>309</sup>

Στην ίδια έκθεση τίθεται το κρίσιμο ερώτημα: «αποτελεί σύμπτωση το γεγονός ότι τα βασικά οικονομικά μεγέθη της Ιρλανδίας άρχισαν να επιδεινώνονται μετά την είσοδο της χώρας στο ευρώ;»<sup>310</sup>. Η απάντηση είναι αρνητική. Επισημαίνεται χαρακτηριστικά ο κρίσιμος ρόλος των επιτοκίων: «τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια μειώθηκαν κατά 2/3 την περίοδο 2002-2007 σε σχέση με τις αρχές και τα μέσα της δεκαετίας του 1990. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια μειώθηκαν στο μισό και τα

<sup>309</sup> Βλ. Regling, Karl and Watson, Max, "A Preliminary Report on the Sources of Ireland's Banking Crisis", Government Publications, Dublin 2010.

<sup>310</sup> Στο ίδιο.

πραγματικά επιτόκια από θετικά που ήταν την περίοδο πριν το 1999, έγιναν αρνητικά την περίοδο 1999-2005».<sup>311</sup> Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα, όπως έχει προαναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο, την ενίσχυση της στεγαστικής φούσκας. Ο δανεισμός είχε γίνει ευκολότερος και φτηνότερος. Η απουσία του συναλλαγματικού κινδύνου (την οποία εξασφάλιζε η συμμετοχή της Ιρλανδίας στην ΟΝΕ) διευκόλυνε τον διεθνή δανεισμό των τραπεζών.

Τί θα είχε συμβεί αν η Ιρλανδία δεν αποτελούσε μέλος της ΕΕ και της ΟΝΕ; Θα είχε αποφευχθεί η διόγκωση της στεγαστικής φούσκας, η οποία με τη σειρά της οδήγησε στην τραπεζική κρίση; Ως προς το σημείο αυτό, όπως είναι φυσικό άλλωστε, οι απόψεις δίστανται. Οι Regling και Watson είναι υπέρμαχοι της άποψης ότι οι συνέπειες της κρίσης για την Ιρλανδία θα ήταν πολύ χειρότερες, αν αυτή δε συμμετείχε στην ΕΕ και την ΟΝΕ. Τα προβλήματα του τραπεζικού τομέα θα ήταν σοβαρότερα, ενώ τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις θα αναγκάζονταν να δανειστούν σε ξένο νόμισμα.<sup>312</sup>

Την άποψη ότι το ευρώ συνέβαλε μεν, δεν ήταν δε ο καθοριστικός παράγοντας για την εκδήλωση της κρίσης στην Ισλανδία εκφράζει και ο Honohan. Στο συμπέρασμα αυτό καταλήγει λαμβάνοντας υπόψιν και άλλες ευρωπαϊκές χώρες, όπως για παράδειγμα οι Βαλτικές και η Πορτογαλία. Διατυπώνει την άποψη ότι η αν και η Πορτογαλία είναι μέλος της ΟΝΕ και η ίδια γνώρισε μείωση των επιτοκίων κατά την είσοδό της, δεν γνώρισε στεγαστική φούσκα.<sup>313</sup> Αντιθέτως, η Λιθουανία, η οποία δε συμμετέχει στο ευρώ, γνώρισε μια στεγαστική φούσκα παρόμοια με αυτήν της Ιρλανδίας.<sup>314</sup>

Στον αντίποδα βρίσκονται όσοι θεωρούν ότι το ευρώ ήταν ικανή προϋπόθεση για την τροφοδότηση της κρίσης. Διαφορετικά, η Κεντρική Τράπεζα της χώρας θα είχε διατηρήσει σε υψηλά επίπεδα τα επιτόκια και ο διεθνής δανεισμός των τραπεζών δε θα είχε γίνει το ίδιο εύκολος.<sup>315</sup>

---

<sup>311</sup> Βλ. Regling, Karl and Watson, Max, "A Preliminary Report on the Sources of Ireland's Banking Crisis", Government Publications, Dublin 2010.

<sup>312</sup> Στο ίδιο.

<sup>313</sup> Στο ίδιο.

<sup>314</sup> Στο ίδιο.

<sup>315</sup> Βλ. Thorhallsson Baldur and Kirby Peadar, "Financial crises in Iceland and Ireland: Does EU and Euro membership matter?", Institute of International Affairs, Centre For Small State Studies, University of Iceland, November 2011.

### **5.2.2. Ισλανδία: έπαιξε ρόλο το συναλλαγματικό της καθεστώς στην εκδήλωση της κρίσης; Θα είχε αποφευχθεί η τραπεζική κρίση, αν η Ισλανδία αποτελούσε μέλος της ΕΕ και της ΟΝΕ;**

Τα διαφορετικά συναλλαγματικά καθεστώτα έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στην εκδήλωση της κρίσης στην Ιρλανδία και την Ισλανδία. «Χώρες με καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών εξήλθαν από την κρίση ευκολότερα σε σύγκριση με χώρες-μέλη της ΟΝΕ». Στο συμπέρασμα αυτό κατέληξαν οι Thorvaldur Tjörnvi Ólafsson και Thórarinn G. Pétursson στο πλαίσιο της έρευνας που πραγματοποίησαν.<sup>316</sup> Χαρακτηριστικά αναφέρουν: «Είναι ξεκάθαρο ότι η συμμετοχή στην ΟΝΕ προστάτευσε τις χώρες από την εκδήλωση μιας συναλλαγματικής κρίσης».<sup>317</sup> Πράγματι, η Ισλανδία γνώρισε μια τέτοιου είδους κρίση, ενώ η Ιρλανδία ως μέλος της ευρωζώνης, όχι. Αξίζει όμως να σημειωθεί ότι και στις δύο περιπτώσεις, οι τραπεζικές κρίσεις δεν αποφεύχθηκαν. Ούτε για την Ισλανδία, η οποία δεν είχε την επιλογή να προστρέξει στο «καταφύγιο» της ΕΕ και της ΟΝΕ (αφού δε συμμετέχει σε αυτές), αλλά ούτε και για την Ιρλανδία, η συμμετοχή της οποίας στην ευρωπαϊκή οικογένεια θα ανέμενε κανείς ότι θα μπορούσε να λειτουργήσει περισσότερο συλλογικά και όχι βάσει των στενών οικονομικών συμφερόντων του γαλλογερμανικού άξονα.

Τα συμπεράσματα της έρευνας σχετικά με τη σύνδεση των καθεστώτων συναλλαγματικών ισοτιμιών και της εκδήλωσης των κρίσεων είναι διπτά: αφ' ενός μεν το καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών (όπως αυτό της Ισλανδίας) συμβάλλει στη μείωση τόσο του βάθους όσο και της διάρκειας της κρίσης, αφ' ετέρου αυξάνει τον κίνδυνο τραπεζικών και συναλλαγματικών κρίσεων.<sup>318</sup>

Στην ίδια έρευνα, σχετικά με την τραπεζική κρίση στην Ισλανδία αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι «θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι η τεράστια τραπεζική κατάρρευση θα είχε ενδεχομένως σε κάποιο βαθμό αποτραπεί, αν η Ισλανδία αποτελούσε μέλος της ΕΕ και της ΟΝΕ, χάρη στην υποστήριξη της ΕΚΤ η οποία θα μπορούσε να παράσχει την απαιτούμενη ρευστότητα για τις τράπεζες».<sup>319</sup> Το επιχείρημα αυτό μάλλον κάθε άλλο παρά πειστικό μπορεί να φανεί. Όπως προαναφέρθηκε, η Ιρλανδία ως μέλος της ευρωπαϊκής πολιτικής και οικονομικής

<sup>316</sup> Βλ. Ólafsson Thorvaldur and Pétursson Thórarinn, "Weathering the financial storm: The importance of fundamentals and flexibility", Central Bank of Iceland, Working paper Series No. 51, October 2010.

<sup>317</sup> Στο ίδιο.

<sup>318</sup> Στο ίδιο.

<sup>319</sup> Στο ίδιο.

ομπρέλας δεν απέφυγε τελικά την καταστροφική τραπεζική κρίση. Η πραγματικότητα διέψευσε τις προσδοκίες: η ΕΚΤ δεν λειτούργησε τελικά ως «καταφύγιο» για την Ιρλανδία. Η πρόσφατη εμπειρία απέδειξε ότι ούτε για την Κύπρο λειτούργησε με τον τρόπο αυτό. Μπορούμε να υποθέσουμε λοιπόν ότι ούτε για την Ισλανδία θα λειτουργούσε ως δικλείδα ασφαλείας. Την άποψη αυτή άλλωστε, ότι δηλαδή το τραπεζικό σύστημα της Ισλανδίας θα κατέρρευε, ακόμη κι αν αυτή συμμετείχε στην ΕΕ και την ΟΝΕ εκφράζει και ο D. Carey.<sup>320</sup> Ας μην ξεχνάμε εξάλλου ότι παρά το γεγονός ότι η Ισλανδία δεν είναι μέλος της ΟΝΕ, είχε πρόσβαση στη ρευστότητα της ΕΚΤ, μέσω των θυγατρικών της στην ΕΕ.<sup>321</sup> Παρόλα αυτά, η τραπεζική κρίση στην Ισλανδία δεν απεφεύχθη.

### **5.3. Το ξέσπασμα της κρίσης. Οι συνέπειες από τη συμμετοχή ή μη στην ΕΕ και την ΟΝΕ.**

#### **5.3.1. Λειτούργησε η ΕΕ ως «καταφύγιο» για την Ιρλανδία μετά την εκδήλωση της κρίσης;**

Σε προηγούμενο κεφάλαιο αναφέρθηκε ότι ένα από τα μέτρα, τα οποία έλαβε η ιρλανδική κυβέρνηση, ήταν και η δημιουργία της «κακής» τράπεζας NAMA η οποία αγόρασε το σύνολο των μη εξυπηρετούμενων κατασκευαστικών δανείων έναντι ομολόγων. Τα ομόλογα αυτά οι τράπεζες θα μπορούσαν να ανταλλάξουν με ρευστό από την ΕΚΤ.<sup>322</sup>

Η αρχική όμως αυτή στήριξη από την ΕΚΤ δεν διήρκησε παρά το πρώτο εξάμηνο του 2010. Στους μήνες που ακολούθησαν, η πολιτική της ΕΚΤ απέναντι στην Ιρλανδία μεταστράφηκε πλήρως. Η αιτία ήταν το γεγονός ότι τα μεγάλα ποσά που είχε δανειστεί η χώρα δημιουργούσε μεγάλη ανησυχία στην ΕΚΤ εξαιτίας της μεγάλης πλέον εξάρτησής από τον δανεισμό της.<sup>323</sup> Πιο συγκεκριμένα, μέχρι τα μέσα του 2011 είχε πρόσβαση σε 150 δις ευρώ με τη μορφή ρευστότητας από την ΕΚΤ.<sup>324</sup>

---

<sup>320</sup> Βλ. Carey David, "Economic and Financial Issues of Iceland's Accession to the EU", Speech at the Committee on Foreign Affairs at the European Parliament in Brussels, Workshop - Iceland in the EU: Challenges and Prospects, 13 January 2011.

<sup>321</sup> Στο ίδιο.

<sup>322</sup> Βλ. Thorhallsson Baldur and Kirby Peadar, "Financial crises in Iceland and Ireland: Does EU and Euro membership matter?", Institute of International Affairs, Centre For Small State Studies, University of Iceland, November 2011.

<sup>323</sup> Στο ίδιο.

<sup>324</sup> Στο ίδιο.

Ωστόσο, τον Σεπτέμβριο του 2010 η διαφορά μεταξύ των καταθέσεων και των δανείων των ιρλανδικών τραπεζών ανερχόταν στα 175 δις ευρώ.<sup>325</sup>

Τον ίδιο μήνα, η αποπληρωμή των τραπεζικών ομολόγων που ωρίμαζαν ύψους 55 δις ευρώ, τα οποία είχαν στην κατοχή τους βρετανικές, γαλλικές και γερμανικές τράπεζες, έγινε με δανεισμό από την ΕΚΤ.<sup>326</sup> Η Ιρλανδία, μια χώρα που αντιπροσωπεύει σχεδόν το 1% του ευρωπαϊκού ΑΕΠ είχε φτάσει να δανείζεται «ανησυχητικά μεγάλα ποσά» από την ΕΚΤ, γεγονός που γεννούσε φόβους για την φερεγγυότητα των ιρλανδικών τραπεζών.<sup>327</sup> Ως εκ τούτου, η ΕΚΤ αποφάσισε να σταματήσει να δανείζει τις ιρλανδικές τράπεζες. Στις 28 Νοεμβρίου 2010 από κοινού με το ΔΝΤ και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφασίστηκε το «πακέτο διάσωσης» ύψους 85 δις ευρώ. Η ευρωπαϊκή αλληλεγγύη δεν υπήρχε πια και ο δρόμος για τα σκληρά μέτρα λιτότητας που προέβλεπε το πρόγραμμα είχε ανοίξει.

Σφοδρή κριτική έχει όμως δεχτεί η ΕΚΤ στην περίπτωση της Ιρλανδίας όχι μόνο για τον τρόπο που «έσπρωξε» την ιρλανδική κυβέρνηση στην αγκαλιά του ΔΝΤ, αλλά και για το ρόλο που έπαιξε στο θέμα της πλήρους εγγύησης των καταθέσεων. Παρά το γεγονός ότι την επαύριον της κρίσης, η ΕΚΤ συμβούλευσε τις ιρλανδικές αρχές να προχωρήσουν σε πλήρη εγγύηση τόσο των καταθέσεων όσο και των υποχρεώσεων των τραπεζών που είχαν καταρρεύσει, στη συνέχεια αρνήθηκε να αναλάβει το μερίδιό της από το βάρος της προσαρμογής που έπρεπε να γίνει.<sup>328</sup>

Ανάλογο μερίδιο ευθύνης έχει η ΕΚΤ και όσον αφορά στην αδυναμία της να εποπτεύσει αποτελεσματικά τις ιρλανδικές τράπεζες πριν από την εκδήλωση της κρίσης, αλλά και στην πολιτική της να προωθεί δάνεια προς τις ιρλανδικές τράπεζες, γνωρίζοντας για τα προβλήματα φερεγγυότητας.<sup>329</sup> Από τα παραπάνω μπορεί να γίνει κατανοητό σε ποιο βαθμό η ΕΚΤ λειτούργησε για την Ιρλανδία ως «καταφύγιο» πριν, αλλά και κατά τη διάρκεια της κρίσης.

---

<sup>325</sup> Βλ. Thorhallsson Baldur and Kirby Peadar, "Financial crises in Iceland and Ireland: Does EU and Euro membership matter?", Institute of International Affairs, Centre For Small State Studies, University of Iceland, November 2011.

<sup>326</sup> Στο ίδιο.

<sup>327</sup> Στο ίδιο.

<sup>328</sup> Στο ίδιο.

<sup>329</sup> Στο ίδιο.

### 5.3.2. Η μη συμμετοχή της Ισλανδίας σε ΕΕ και ΟΝΕ έπαιξε ρόλο στον τρόπο με τον οποίο εξελίχθηκε η κρίση;

Η εμπειρία της Ιρλανδίας κατέδειξε ότι η ΕΚΤ δεν λειτούργησε τελικά ως «καταφύγιο». Αν και μέλος της ΕΕ, η Ιρλανδία βρέθηκε απομονωμένη από τους Ευρωπαίους εταίρους της, οι οποίοι την έσπρωξαν τελικά στην αγκαλιά του ΔΝΤ, το οποίο της επέβαλε ένα ιδιαίτερα επώδυνο υφεσιακό πρόγραμμα λιτότητας. Πόσο πιο «απομονωμένη» άραγε θα μπορούσε να αισθάνεται η Ισλανδία στον απόηχο της δικής της τραπεζικής κρίσης;

Ήταν άραγε περισσότερο εχθρικό το ευρωπαϊκό περιβάλλον μετά την εκδήλωση της κρίσης για την Ισλανδία; Είναι βέβαια γεγονός ότι μη όντας μέλος της ΕΕ, η Ισλανδία δε θα μπορούσε να στραφεί στους Ευρωπαίους εταίρους της, προκειμένου να αναζητήσει βοήθεια. Αλλά ακόμη κι αν ήταν, στην περίπτωση της Ιρλανδίας φάνηκε την κρίσιμη στιγμή με τον πιο ξεκάθαρο τρόπο ότι η ιδέα της ευρωπαϊκής αλληλεγγύης, έμεινε ακριβώς αυτό: ιδέα.

Στην περίπτωση της Ισλανδίας οι διμερείς κρατικές διαφορές με αφορμή την τύχη των καταθετικών λογαριασμών των on-line θυγατρικών και των υποκαταστημάτων των ισλανδικών τραπεζών (σε Βρετανία και Ολλανδία κυρίως) ήταν αυτές που κυριάρχησαν. Η επίλυση της «υπόθεσης Icesave» αποτέλεσε προαπαιτούμενο για τη χορήγηση εξωτερικής βοήθειας από το ΔΝΤ.<sup>330</sup> Δεδομένου μάλιστα ότι με δάνεια θα συνεισέφεραν και οι γείτονες σκανδιναβικές χώρες, το ΔΝΤ δεν μπορούσε να οριστικοποιήσει τη χορήγηση του δανείου μέχρις ότου επέλθει συμβιβασμός για το θέμα αυτό.<sup>331</sup>

Τελικά, οι αρχές της χώρας ήρθαν σε συμφωνία με το ΔΝΤ, η οποία προέβλεπε, μεταξύ άλλων την ανοικοδόμηση του χρηματοπιστωτικού τομέα της χώρας, την αποτροπή της περαιτέρω υποτίμησης της κορώνας που θα επιδείνωνε ακόμη περισσότερο την ήδη δύσκολη θέση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, και γενικότερα τη σταθεροποίηση της οικονομίας. Μένει να απαντηθεί το ερώτημα ποιός από τους δύο εκ διαμέτρου διαφορετικούς δρόμους – ιρλανδικός και ισλανδικός – οδήγησε ευκολότερα στην ανάκαμψη.

---

<sup>330</sup> Βλ. Thorhallsson Baldur and Kirby Peadar, “Financial crises in Iceland and Ireland: Does EU and Euro membership matter?”, Institute of International Affairs, Centre For Small State Studies, University of Iceland, November 2011.

<sup>331</sup> Στο ίδιο.

## **5.4. Εσωτερική ή εξωτερική υποτίμηση; Ποιό από τα δύο συναλλαγματικά καθεστώτα συνέβαλε στην αποτελεσματικότερη ανταπόκριση στην κρίση και την αντιμετώπισή της;**

Τα διαφορετικά συναλλαγματικά καθεστώτα, τα οποία έχουν υιοθετήσει οι δύο χώρες αποτελεί πιθανότητα και τη σημαντικότερη διαφορά μεταξύ τους. Στον απόηχο της κρίσης, η Ιρλανδία ως μέλος του ευρώ, δεν μπόρεσε να εκμεταλλευτεί την επιλογή της υποτίμησης, όπως είχε τη δυνατότητα να κάνει η Ισλανδία.

### **5.4.1. Το ευρώ και η Ιρλανδία.**

Έχοντας απολέσει το εργαλείο της άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής, ως «αντάλλαγμα» για τη συμμετοχή της στο ευρώ, η Ιρλανδία δεν ήταν δυνατόν να προβεί σε υποτίμηση του νομίσματός της. Κατά πόσο επηρέασε το γεγονός αυτό την πορεία της χώρας προς την ανάκαμψη;

Σε άρθρο του στους *New York Times* στα τέλη του 2010, ο Paul Krugman επισημαίνει ότι η Ισλανδία (εκτός ΕΕ και ευρωζώνης) δείχνει να έχει αποκαταστήσει γρηγορότερα την εμπιστοσύνη των αγορών.<sup>332</sup> Πώς όμως ήταν δυνατόν να μην επιβραβεύεται ο ορθόδοξος δρόμος, τον οποίο είχε επιλέξει να ακολουθήσει η Ιρλανδία, αλλά αντιθέτως ο ανορθόδοξος της Ισλανδίας; Στο ερώτημα αυτό θα προσπαθήσουμε να απαντήσουμε στο επόμενο κεφάλαιο, όπου θα επιχειρηθεί μια σύγκριση βασικών οικονομικών μεγεθών των δύο χωρών στην πορεία τους προς την ανάκαμψη, προκειμένου να απαντηθεί το ερώτημα: ποιά από τις δύο τα έχει καταφέρει καλύτερα;

Ας επανέλθουμε όμως στο θέμα του νομίσματος και στον ρόλο που αυτό είχε στην αντιμετώπιση της κρίσης στην Ιρλανδία. Κεντρικό σημείο στην ανάλυση του Krugman είναι και το διαφορετικό καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών που έχουν οι δύο χώρες. Αναφέρει χαρακτηριστικά στο άρθρο του: «Η Ισλανδία επωφελήθηκε επίσης από το γεγονός ότι, σε αντίθεση με την Ιρλανδία, διαθέτει ακόμη το δικό της νόμισμα. Η υποτίμηση της κορώνας, η οποία έκανε τις εξαγωγές της Ισλανδίας περισσότερο ανταγωνιστικές, ήταν ένας σημαντικός παράγοντας που συνέβαλε στον περιορισμό του βάθους της ύφεσης».<sup>333</sup> Αξίζει πάντως να σημειωθεί ότι παρά το

<sup>332</sup> Βλ. Krugman Paul, *Eating the Irish*, *The New York Times*, 25 November 2010.

<sup>333</sup> Στο ίδιο.

γεγονός ότι η Ιρλανδία δεν μπορούσε να υποτιμήσει το νόμισμά της σε μια προσπάθεια να τονώσει τις εξαγωγές της και να της καταστήσει πιο ανταγωνιστικές, ο τομέας αυτός της οικονομίας γνώρισε αξιοσημείωτη πρόοδο μεσούσης της κρίσης. Είναι χαρακτηριστικό ότι η αξία των εξαγωγών της Ιρλανδίας (οι οποίες κυρίως αφορούν αγαθά και υπηρεσίες πολυεθνικών επιχειρήσεων, οι οποίες έχουν την έδρα τους εκεί) ήταν τον Φεβρουάριο του 2011 πολύ υψηλότερη σε σύγκριση με οποιαδήποτε άλλη περίοδο από το 2002 και μετά και σημείωσε αύξηση της τάξης του 11% μέσα στους τελευταίους 11 μήνες.<sup>334</sup>

Δεδομένου ότι η Ιρλανδία διατηρεί την ίδια ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία με τα υπόλοιπα μέλη της ευρωζώνης, η υποτίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής της ισοτιμίας υιοθετήθηκε ως λύση στην προσπάθειά της να ανακτήσει την ανταγωνιστικότητά της.<sup>335</sup> Ως εκ τούτου, σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ το 2010 το επίπεδο τιμών στην Ιρλανδία θα σημείωνε πτώση για δύο συνεχόμενα χρόνια και θα ήταν χαμηλότερο συγκριτικά με αυτό των υπόλοιπων ευρωπαϊκών κρατών.<sup>336</sup>

Πράγματι, η ανάπτυξη του εξαγωγικού τομέα της χώρας ήταν αυτή που συνέβαλε καθοριστικά στην πορεία προς την ανάκαμψη, καθώς παρατηρήθηκε ότι το μεγαλύτερο μέρος της μείωσης της παραγωγής γνώρισαν τομείς της οικονομίας, οι οποίοι τροφοδοτούσαν την εγχώρια κατανάλωση.<sup>337</sup>

Η επιλογή της εσωτερικής υποτίμησης, όχι μόνο σε επίπεδο τιμών αλλά και μισθών, ήταν η λύση που προκρίθηκε από τις ιρλανδικές αρχές ως καταλληλότερη προκειμένου να επανακάμψει η οικονομία της χώρας. Κατά πόσο η επιλογή αυτή απέδωσε καρπούς σε σύγκριση με την υποτίμηση του νομίσματός της που αποφάσισε η Ισλανδία είναι κάτι που θα αναλυθεί στο επόμενο κεφάλαιο.

---

<sup>334</sup> Βλ. Thorhallsson Baldur and Kirby Peadar, "Financial crises in Iceland and Ireland: Does EU and Euro membership matter?", Institute of International Affairs, Centre For Small State Studies, University of Iceland, November 2011.

<sup>335</sup> Βλ. Howden David, "The Iceland and Ireland Banking crises: Lessons for the Future", Working Paper No.12-22, Mercatus Center, George Mason University, July 2012.

<sup>336</sup> Στο ίδιο.

<sup>337</sup> Στο ίδιο.

**Πίνακας 2 Συγκριτικές προβλέψεις για βασικά μεγέθη σε Ιρλανδία-Ισλανδία**

|   | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>GDP growth (%)</b>                           |       |       |       |       |       |
| Ireland   | 0.9   | 1.9   | 2.4   | 3.0   | 3.4   |
| Iceland   | 2.0   | 3.0   | 2.5   | 3.0   | 3.0   |
| <b>General government balance (% of GDP)</b>    |       |       |       |       |       |
| Ireland   | -10.5 | -8.6  | -7.5  | -5.1  | -4.8  |
| Iceland   | -5.3  | -1.7  | 0.8   | 1.8   | 2.5   |
| <b>General government gross debt (% of GDP)</b> |       |       |       |       |       |
| Ireland   | 112.8 | 120.0 | 124.5 | 124.1 | 123.0 |
| Iceland   | 100.5 | 93.9  | 88.1  | 79.0  | 72.4  |
| <b>CPI inflation</b>                            |       |       |       |       |       |
| Ireland   | 0.4   | 0.8   | 1.4   | 1.6   | 1.6   |
| Iceland   | 2.5   | 2.4   | 2.5   | 2.5   | 2.5   |
| <b>Effective exchange rates*</b>                |       |       |       |       |       |
| Ireland   |       |       |       |       |       |
| Iceland   | 2.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 0.0   |
| <b>Nominal ISK/EUR exchange rate</b>            |       |       |       |       |       |
| Iceland   | 165.2 | 165.1 | 165.0 | 163.9 | 163.9 |
| <b>Unemployment</b>                             |       |       |       |       |       |
| Ireland   | 13.5  | 12.8  | 12.3  | 11.5  | 10.7  |
| Iceland   | 7.5   | 5.8   | 4.1   | 3.4   | 3.4   |
| <b>Gross fixed investment</b>                   |       |       |       |       |       |
| Ireland   | -10.4 | 3.5   | 5.0   | 8.0   | 9.0   |
| Iceland   | 15.5  | 23.2  | 13.6  | 3.5   | 2.1   |
| <b>Real wages</b>                               |       |       |       |       |       |
| Ireland   | -1.1  | 0.4   | 1.1   | 1.7   | 1.8   |
| Iceland   | 1.0   | 2.0   | 2.4   | 2.4   | 2.4   |
| <b>Private consumption</b>                      |       |       |       |       |       |
| Ireland   | -1.0  | 0.5   | 1.2   | 1.5   | 2.2   |
| Iceland   | 3.0   | 3.3   | 3.5   | 3.0   | 3.0   |

Πηγή: Baldur Thorhallsson and Peadar Kirby, Financial crises in Iceland and Ireland: Does EU and Euro membership matter?, Centre For Small State Studies, University of Iceland, November 2011.

#### **5.4.2. Η Ισλανδία ανακτά την ανταγωνιστικότητά της μέσω της υποτίμησης της κορώνας.**

Στην προαναφερθείσα έρευνά τους οι Ólafsson και Pétursson κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το καθεστώς των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, το οποίο έχει υιοθετήσει η Ισλανδία, συνέβαλε στην ανάκαμψη της οικονομίας της χώρας.<sup>338</sup> Η επιλογή της υποτίμησης της κορώνας είχε σαν αποτέλεσμα οι εξαγωγές της Ισλανδίας να γίνουν περισσότερο ανταγωνιστικές, αλλά και να μετατοπιστεί η ζήτηση για εισαγόμενα αγαθά σε ζήτηση για όσα παράγονταν εγχώρια.<sup>339</sup> Πιο

<sup>338</sup> Βλ. Βλ. Ólafsson Thorvaldur and Pétursson Thórarinn, "Weathering the financial storm: The importance of fundamentals and flexibility", Central Bank of Iceland, Working paper Series No. 51, October 2010.

<sup>339</sup> Βλ. Thorhallsson Baldur and Kirby Peadar, "Financial crises in Iceland and Ireland: Does EU and Euro membership matter?", Institute of International Affairs, Centre For Small State Studies, University of Iceland, November 2011.

συγκεκριμένα αύξηση παρατηρήθηκε στις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών της χώρας, αν εξαιρέσει κανείς τους τομείς του αλουμινίου, των αεροσκαφών και των προϊόντων αλιείας, χάρη στην υποτίμηση της κορώνας.<sup>340</sup> Μεταξύ αυτών θα μπορούσε αναμφισβήτητα να συγκαταλεχθεί και ο τομέας του τουρισμού, καθώς η Icelandair είδε εν μέσω κρίσης τις κρατήσεις από το εξωτερικό να αυξάνονται θεαματικά, την ίδια περίοδο κατά την οποία στις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες ο τουρισμός είχε ανεπανάρθωτα πληγεί.<sup>341</sup>

Τα μεγάλα ελλείμματα του ισοζυγίου πληρωμών που ήταν χαρακτηριστικό της ισλανδικής οικονομίας καθ' όλη τη διάρκεια της φούσκας, μετά την υποτίμηση του νομίσματος άρχισαν να περιορίζονται και τη θέση τους από το 2009 πήραν πλεονάσματα.<sup>342</sup> Αξίζει να σημειωθεί ότι και το εμπορικό έλλειμμα, το οποίο από τα τέλη του 2006 άγγιζε το 30% του ΑΕΠ, άρχισε και αυτό να περιορίζεται σημαντικά χάρη στην υποτίμηση της κορώνας.<sup>343</sup>

Η υποτίμηση του νομίσματος είχε οφέλη και όσον αφορά στον τραπεζικό τομέα της χώρας μετά την εκδήλωση της κρίσης. Συγκεκριμένα, η κυβέρνηση μπόρεσε να εγγυηθεί για τους εγχώριους καταθέτες των τραπεζών, όχι όμως και για τους ξένους, των οποίων οι καταθέσεις ήταν εκφρασμένες σε ξένο νόμισμα.<sup>344</sup> Δε θα πρέπει κανείς να παραβλέψει το γεγονός ότι η υποτίμηση της κορώνας είχε σαν αποτέλεσμα και την αναπροσαρμογή των τιμών των κινητών αξιών, καθώς ο γενικός χρηματιστηριακός δείκτης έπεσε κατά 93%.<sup>345</sup> Και οι τιμές των ακινήτων όμως κατέγραψαν σημαντική μείωση.<sup>346</sup>

---

<sup>340</sup> Βλ. OECD Economic Surveys, Iceland Overview, June 2011.

<sup>341</sup> Βλ. Howden David, "The Iceland and Ireland Banking crises: Lessons for the Future", Working Paper No.12-22, Mercatus Center, George Mason University, July 2012.

<sup>342</sup> Βλ. OECD Economic Surveys, Iceland Overview, June 2011.

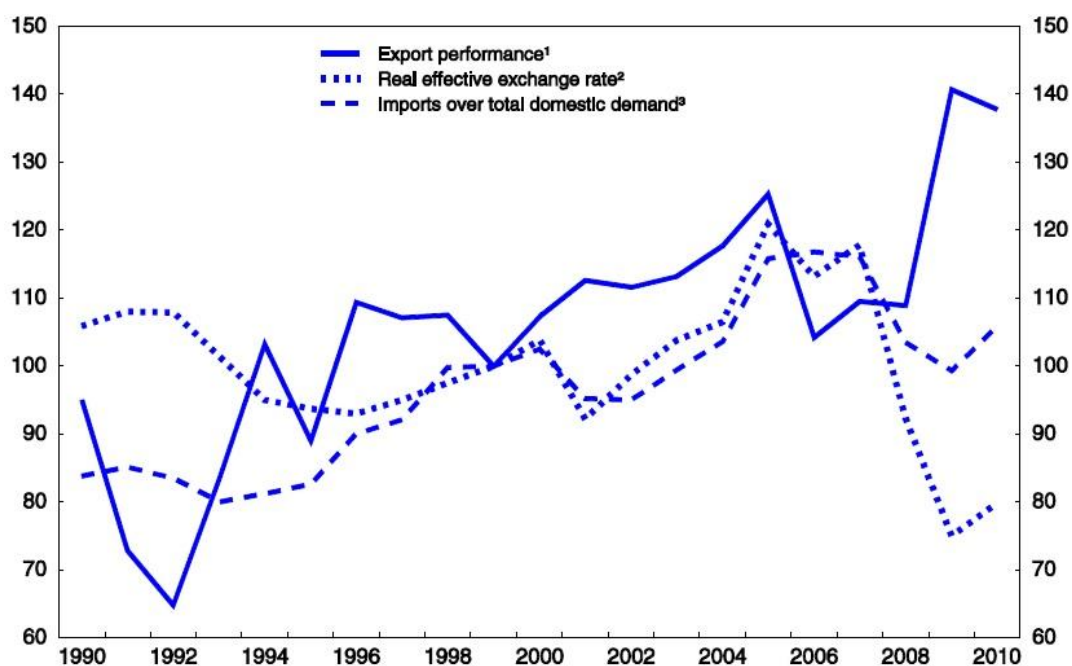
<sup>343</sup> Βλ. Howden David, "The Iceland and Ireland Banking crises: Lessons for the Future", Working Paper No.12-22, Mercatus Center, George Mason University, July 2012.

<sup>344</sup> Στο ίδιο.

<sup>345</sup> Στο ίδιο.

<sup>346</sup> Στο ίδιο.

## Διάγραμμα 19 Η υποτίμηση της κορώνας συμβάλλει στην αύξηση της ισλανδικής ανταγωνιστικότητας



Πηγή: OECD Economic Surveys, Iceland Overview, June 2011.

### Πίνακας 3 Μείωση στις τιμές των ακινήτων στην Ισλανδία

|           | 2006 | 2007 | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Germany   | -1.2 | -3.8 | 3.6   | -1.2  | 1.4   | n.a.  |
| Ireland   | 14.2 | 1.7  | -12.4 | -18.6 | -10.5 | -16.7 |
| Euro area | 6.6  | 4.5  | 4.3   | -2.3  | -0.6  | 1.2   |
| Iceland   | 16.8 | 9.4  | 6.2   | -9.7  | -3.0  | 4.6   |
| USA       | 11.5 | -2.0 | -13.8 | -18.9 | 2.3   | -4.8  |

Πηγή: Howden David, "The Iceland and Ireland Banking crises: Lessons for the Future", Working Paper No.12-22, Mercatus Center, George Mason University, July 2012.

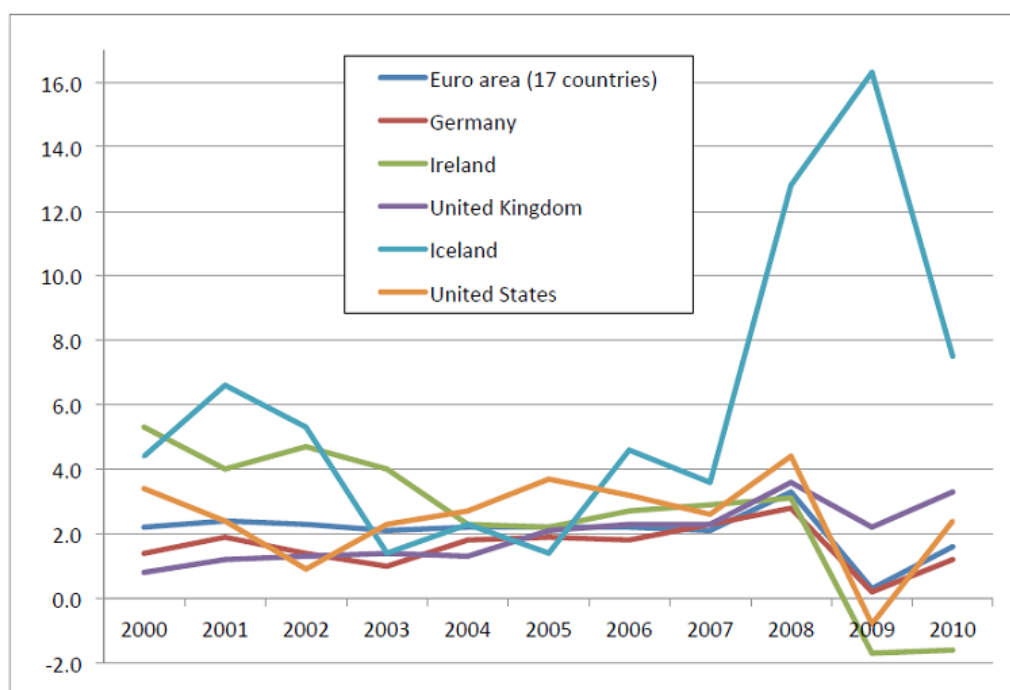
Ο πολύ υψηλός πληθωρισμός, ο οποίος έφτασε στο 18%, και η ραγδαία μείωση της αγοραστικής δύναμης των πολιτών ήταν το αντάλλαγμα για τα οφέλη που προσέφερε η υποτίμηση του νομίσματος.

Παρόλα αυτά, όπως επισημαίνει και ο Krugman σε άρθρο του στους New York Times φαίνεται ότι τα οφέλη από την υποτίμηση υπερέκρασαν τα μειονεκτήματα.<sup>347</sup> «Το μάθημα από την εμπειρία της Ισλανδίας δεν είναι άλλο», συνεχίζει, «από το ότι τόσο η διατήρηση του εθνικού νομίσματος, όπως επίσης και ο

<sup>347</sup> Βλ. Krugman Paul, *The Times Does Iceland*, New York Times. 8 July 2012

έλεγχος της κίνησης κεφαλαίων είναι εκ των ων ουκ άνευ για την αντιμετώπιση μιας κρίσης. Η Ισλανδία πήγε αντίθετα στη συμβατική σοφία. Και δεν φαίνεται να τα πήγε άσχημα».<sup>348</sup>

**Διάγραμμα 20 Πληθωρισμός σε Ισλανδία-Ιρλανδία**



Πηγή: Πηγή: Howden David, "The Iceland and Ireland Banking crises: Lessons for the Future", Working Paper No.12-22, Mercatus Center, George Mason University, July 2012.

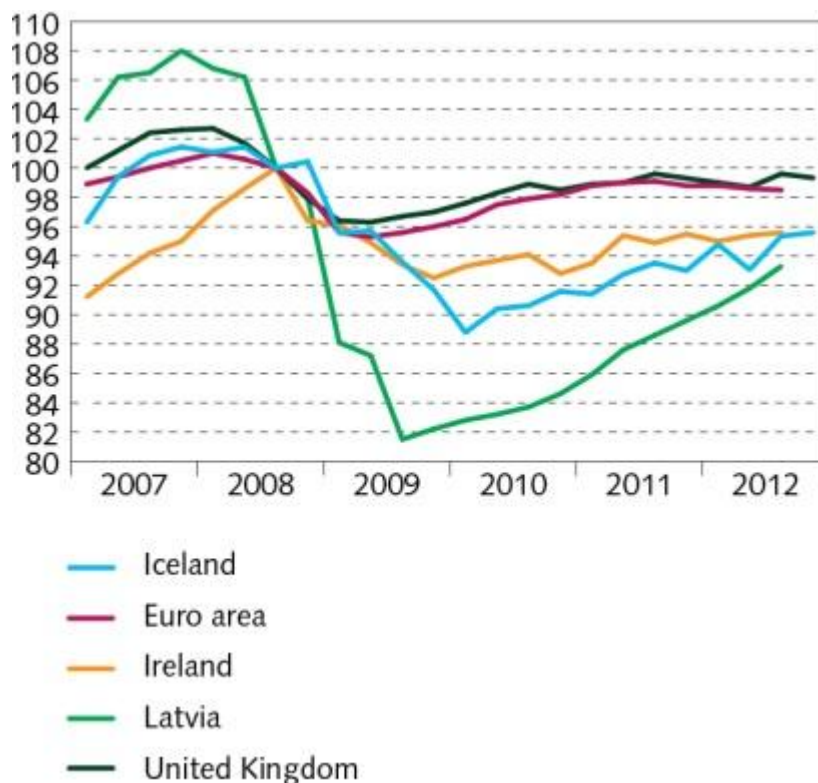
## **5.5. Η πορεία προς την ανάκαμψη. Προκλήσεις και προοπτικές. Ποιά από τις δύο υπό εξέταση χώρες έχει καλύτερα αποτελέσματα;**

Στην ενότητα αυτή θα εξετάσουμε τις προκλήσεις που παραμένουν για τις δύο υπό εξέταση οικονομίες πέντε χρόνια μετά το ξέσπασμα της κρίσης. Η πορεία των δύο χωρών προς την ανάκαμψη θα αξιολογηθεί μέσω διαγραμμάτων. Με τη βοήθειά τους, θα προσπαθήσουμε να διακρίνουμε ποιά τελικά ήταν η ενδεδειγμένη

<sup>348</sup> Βλ. Krugman Paul, *The Times Does Iceland*, *New York Times*. 8 July 2012.

πορεία για την έξοδο από την κρίση: η «ορθόδοξη» λύση της Ιρλανδίας ή η «ανορθόδοξη» της Ισλανδίας;

**Διάγραμμα 21 ΑΕΠ Ιρλανδία- Ισλανδία 2007-2012.**



Πηγή: A European recovery success story: the case of Iceland, Már Gudmundsson, Governor of Central Bank of Iceland, National Asset Liability Management, London, 15 March 2013.

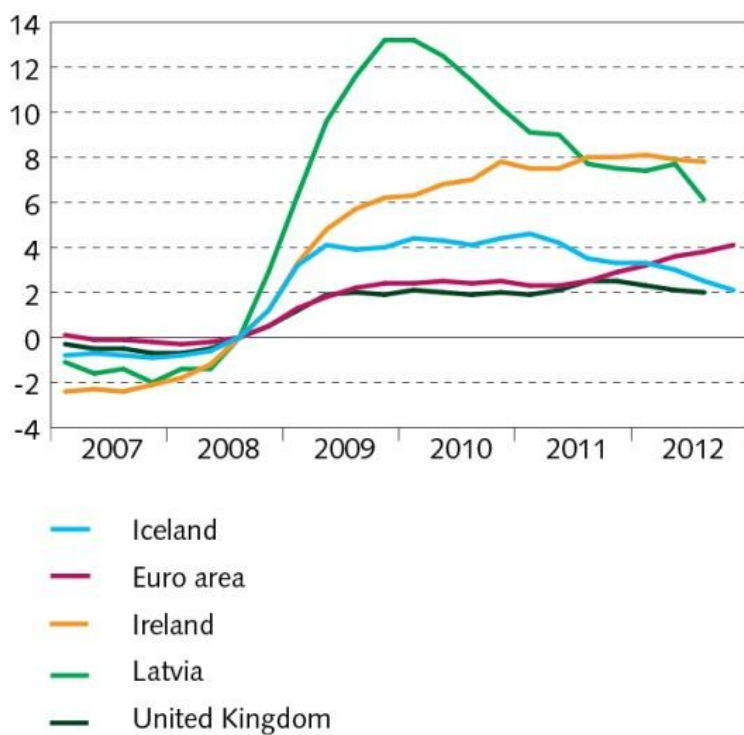
Από το Διάγραμμα 21 φαίνεται ότι αν και η κρίση που χτύπησε την Ισλανδία ήταν σφοδρή και το ΑΕΠ της γνώρισε σημαντική μείωση, το 2012 φαίνεται να καλύπτεται η διαφορά με το ιρλανδικό ΑΕΠ.

Και ως προς την ανεργία όμως φαίνεται ότι η Ισλανδία τα πηγαίνει καλύτερα μέχρι το 2012 συγκριτικά με την Ιρλανδία, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 22. Θα μπορούσαμε λοιπόν να υποστηρίξουμε ότι η επιλογή της διάσωσης των τραπεζών με το συνακόλουθο δημοσιονομικό βάρος που αυτή συνεπαγόταν είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση της ανεργίας σε πολύ μεγαλύτερα ποσοστά σε σύγκριση με την Ισλανδία, η οποία ακολούθησε την «ανορθόδοξη» λύση για την έξοδο από την κρίση.

Η Ισλανδία όμως φαίνεται ότι το 2011, τρία χρόνια μετά την εκδήλωση της κρίσης, τα πήγε πολύ καλύτερα συγκριτικά με την Ιρλανδία και όσον αφορά στις εξαγωγές της, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 19. Παρατηρούμε ότι στο τρίτο τρίμηνο

του 2009 ξεπερνούν ακόμη και το 40% του ΑΕΠ, ενώ το ίδιο διάστημα οι ιρλανδικές βρίσκονται λίγο πάνω από το 15%.

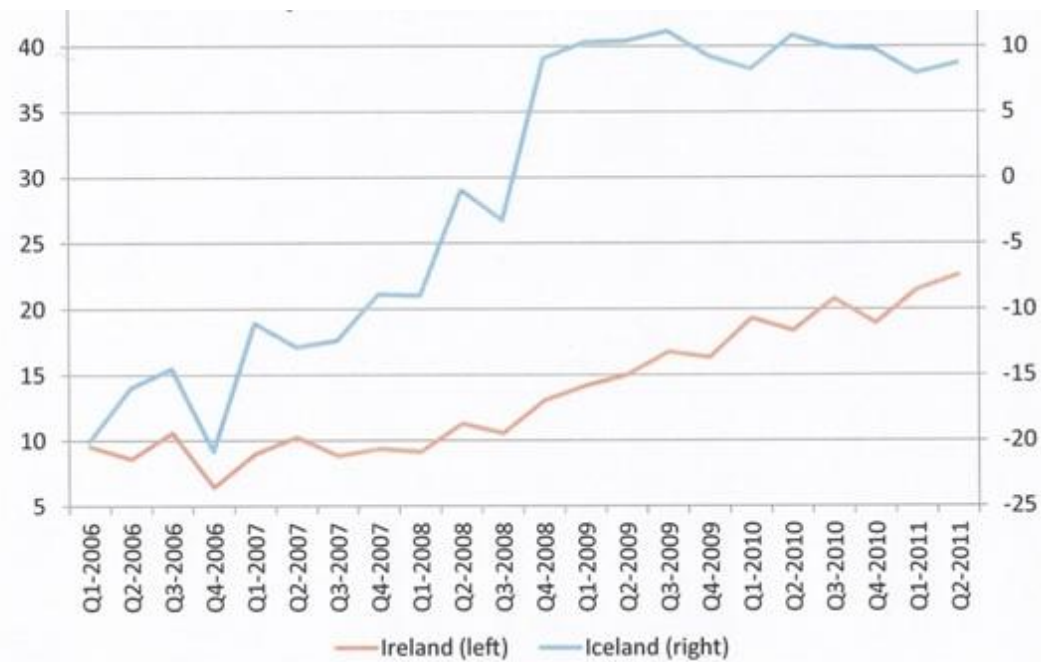
**Διάγραμμα 22 Ποσοστό ανεργίας Ιρλανδία-Ισλανδία 2007-2012.**



Πηγή: A European recovery success story: the case of Iceland, Már Gudmundsson, Governor of Central Bank of Iceland, National Asset Liability Management, London, 15 March 2013.

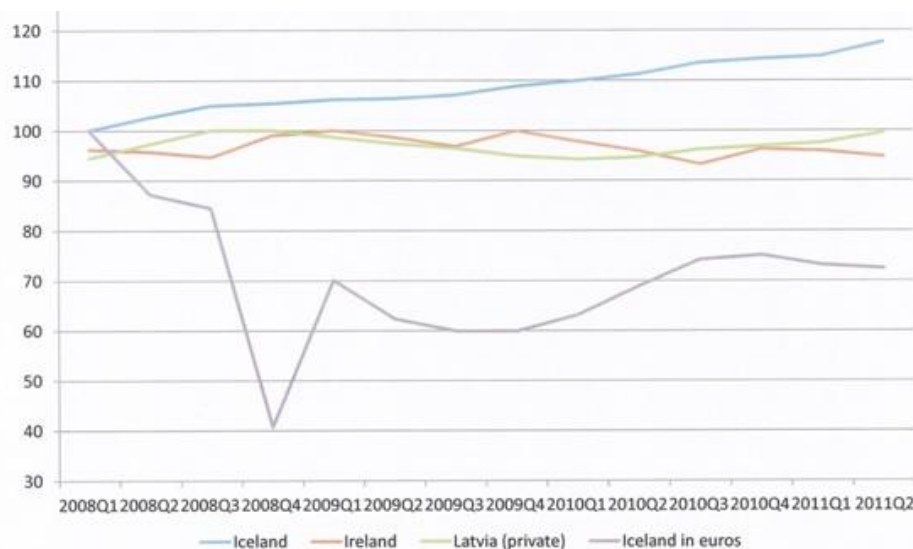
Στο Διάγραμμα 24 που ακολουθεί φαίνεται ότι οι ονομαστικοί μισθοί στην Ισλανδία παρέμειναν υψηλότεροι σε σχέση με τους αντίστοιχους στην Ιρλανδία την περίοδο 2008-2012.

**Διάγραμμα 23 Εξαγωγές ως ποσοστό του ΑΕΠ Ιρλανδία- Ισλανδία 2006-2011**



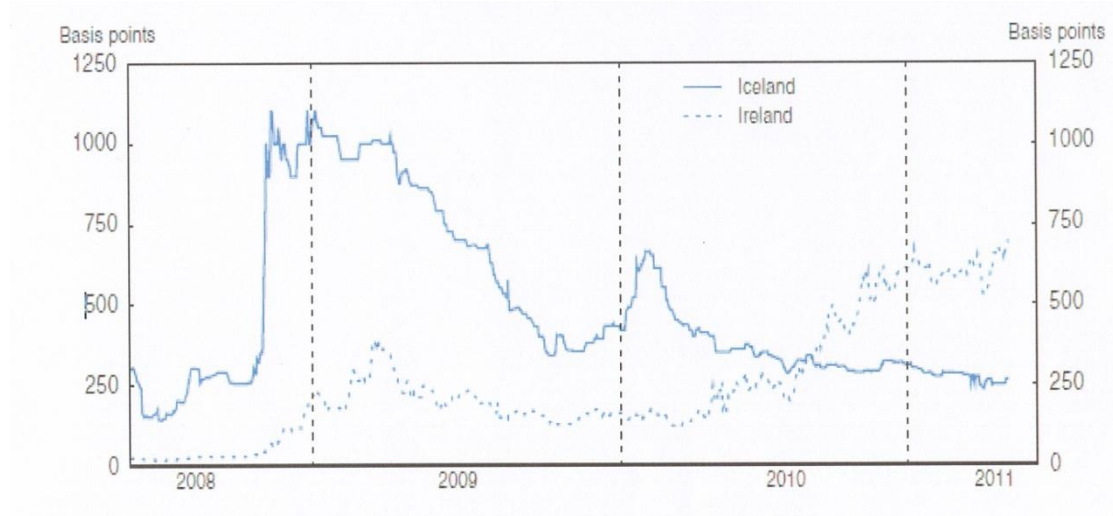
Πηγή: A Song of Ice and Ire: Iceland in context, P. Krugman, Presentation at the Conference Iceland's Recovery—Lessons and Challenges, Organised by IMF, CBI and Government of Iceland, Reykjavk, 27<sup>th</sup> October 2011.

**Διάγραμμα 24 Ονομαστικοί μισθοί Ιρλανδία-Ισλανδία 2008-2012.**



Πηγή: A Song of Ice and Ire: Iceland in context, P. Krugman, Presentation at the Conference Iceland's Recovery—Lessons and Challenges, Reykjavk, 27<sup>th</sup> October 2011.

### Διάγραμμα 25Τα ιρλανδικά και ισλανδικά CDS 2008-2011.



Πηγή: A Song of Ice and Ire: Iceland in context, P. Krugman, Presentation at the Conference Iceland's Recovery—Lessons and Challenges, Organised by IMF, CBI and Government of Iceland, Reykjavik, 27<sup>th</sup> October 2011.

Το Διάγραμμα 25 δείχνει ότι αν και το 2008 (χρονιά της κρίσης και για τις δύο υπό εξέταση χώρες) τα Ιρλανδικά CDS ήταν πολύ χαμηλότερα σε σχέση με τα ισλανδικά, τα δεδομένα άλλαξαν τα επόμενα χρόνια. Έτσι, ενώ τα ισλανδικά CDS ξεπέρασαν τις 1000 μονάδες βάσης τη χρονιά της κρίσης και τα ιρλανδικά βρίσκονταν κάτω από τις 250, το 2011 τα ισλανδικά βρίσκονταν στις 250 και τα ιρλανδικά έφτασαν στις 750 μονάδες βάσης, το υψηλότερο σημείο τους από την εκδήλωση της κρίσης. Γίνεται λοιπόν κατανοητό ότι η Ισλανδία κέρδισε την εμπιστοσύνη των αγορών. Το «ανορθόδοξο» ισλανδικό μοντέλο επιβραβεύτηκε.

Για την ιρλανδική οικονομία, σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΟΟΣΑ, αναμένεται ότι οι εξαγωγές θα συνεχίσουν να αποτελούν τον κινητήριο μοχλό της σταδιακής ανάκαμψης, κάτι που σημαίνει ότι αυτή είναι συνάρτηση της οικονομικής ανάπτυξης των βασικών εμπορικών εταίρων της.<sup>349</sup> Πρόκληση παραμένει η μείωση του υψηλού ποσοστού ανεργίας, το οποίο δεν προβλέπεται να υποχωρήσει παρά μόνο ελαφρά λόγω της αργής ανάκαμψης των τομέων εντάσεως εργασίας της εγχώριας οικονομίας.<sup>350</sup> Οι επενδύσεις αναμένεται ότι θα αυξηθούν, δεδομένου ότι οι πολυεθνικές επιχειρήσεις θα διατηρήσουν και θα επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους στη χώρα.<sup>351</sup> Σε ό, τι αφορά στις εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό τομέα, το κλίμα για τον δανεισμό νοικοκυριών κι επιχειρήσεων συνεχίζει να είναι δυσμενές, την ώρα

<sup>349</sup> Βλ. Economic Forecast Summary (May 2013), OECD Economic Outlook, Ireland.

<sup>350</sup> Στο ίδιο.

<sup>351</sup> Στο ίδιο.

που η πρόκληση των μη εξυπηρετούμενων δανείων παραμένει.<sup>352</sup> Τέλος, προκειμένου να μειωθούν τα υψηλά ποσοστά της μακροχρόνιας ανεργίας (κυρίως των νέων) απαιτούνται μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας.<sup>353</sup>

Όσον αφορά στην Ισλανδία, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, προβλέπεται ότι η οικονομική ανάπτυξη θα είναι μέτρια.<sup>354</sup> Υπό την προϋπόθεση ότι θα πραγματοποιηθούν σημαντικές επενδύσεις στον τομέα της ενέργειας, η ανάπτυξη στη χώρα αναμένεται να αυξηθεί κατά 2,5% το 2014.<sup>355</sup> Η ανεργία αναμένεται να πέσει κάτω από το 5%, ενώ ο πληθωρισμός αν και προβλέπεται ότι θα μειωθεί (λόγω της σφιχτής δημοσιονομικής πολιτικής και της ανατίμησης), θα παραμείνει πάνω από το στόχο και το 2014.<sup>356</sup> Για την μείωση του δημοσίου χρέους που αγγίζει το 130% του ΑΕΠ, θα πρέπει η περαιτέρω δημοσιονομική προσαρμογή να συνεχιστεί.<sup>357</sup>

Τον Αύγουστο του 2013, κατά την ολοκλήρωση των συζητήσεων του με την ισλανδική κυβέρνηση, το ΔΝΤ δημοσιοποίησε τις προβλέψεις του για την πορεία της οικονομίας. Παρά το γεγονός ότι η αύξηση του ΑΕΠ -2,9% το 2011- γνώρισε κάμψη -1,6 το 2012- αναγνωρίζει τη σημαντική μείωση της ανεργίας (5,1% τον Μάιο του 2013 από 9,2 τον Σεπτέμβριο του 2010).<sup>358</sup> Αξιοσημείωτη είναι και η μείωση του πληθωρισμού (από 18,6% τον Ιανουάριο του 2009 σε 3,3% τον Ιούνιο του 2013), αν και αυτός εξακολουθεί να παραμένει πάνω από τον στόχο της Κεντρικής Τράπεζας (2,5%).<sup>359</sup>

Σύμφωνα με το ΔΝΤ, δύο προκλήσεις παραμένουν: η άρση των ελέγχων στις κινήσεις κεφαλαίων και η επίτευξη ισοσκελισμένου προϋπολογισμού για το 2014.<sup>360</sup> Ιδιαίτερης μνείας αξίζει η αναγνώριση εκ μέρους του ΔΝΤ ότι το τραπεζικό σύστημα της χώρας είναι πλέον υγιές, χωρίς να αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας, ενώ και ο αριθμός των μη εξυπηρετούμενων δανείων έχει μειωθεί σημαντικά.<sup>361</sup>

Στα Διαγράμματα που ακολουθούν (27-36) συγκρίνονται βασικά οικονομικά μεγέθη των δύο υπό εξέταση χωρών κατά τα προηγούμενα έτη. Υπάρχουν επίσης προβλέψεις του ΟΟΣΑ για το πώς αυτά αναμένεται να κινηθούν κατά τα έτη 2013 και

<sup>352</sup> Βλ. Economic Forecast Summary (May 2013), OECD Economic Outlook, Ireland.

<sup>353</sup> Στο ίδιο.

<sup>354</sup> Στο ίδιο.

<sup>355</sup> Στο ίδιο.

<sup>356</sup> Στο ίδιο.

<sup>357</sup> Στο ίδιο.

<sup>358</sup> Βλ. IMF Executive Board Concludes 2013 Article IV Consultation and Third Post Program Monitoring Discussions with Iceland, Press Release No.13/300, 7 August 2013.

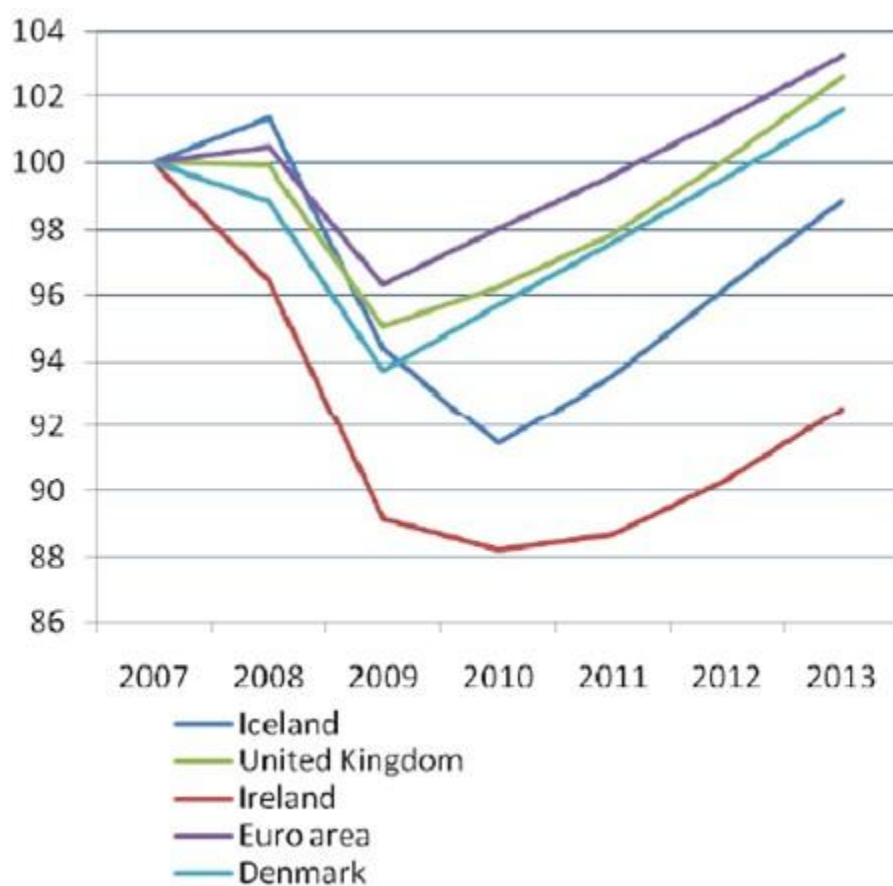
<sup>359</sup> Στο ίδιο.

<sup>360</sup> Στο ίδιο.

<sup>361</sup> Στο ίδιο.

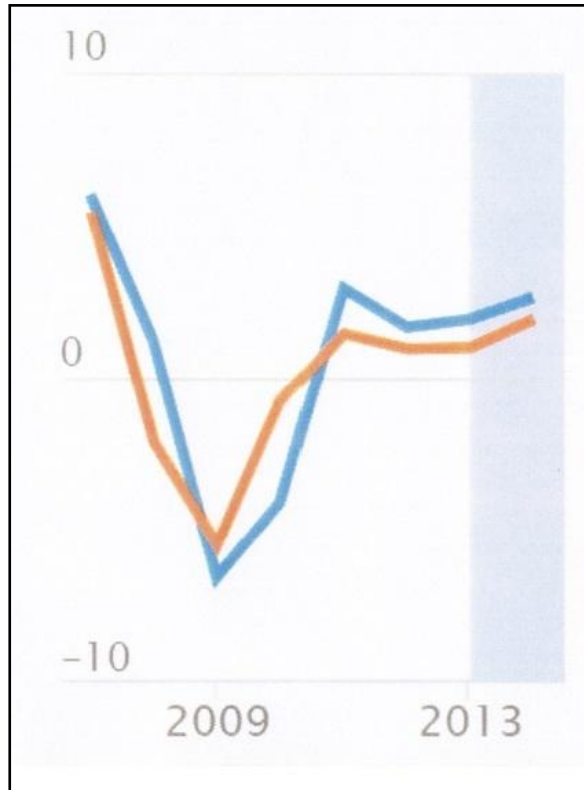
2014. Στο Διάγραμμα 26, όπου φαίνεται η πορεία των δύο χωρών προς την ανάκαμψη, αποδεικνύεται ότι η Ισλανδία είχε συνολικά καλύτερες οικονομικές επιδόσεις σε σχέση με την Ιρλανδία.

**Διάγραμμα 26 Πορεία προς την ανάκαμψη 2007-2013**



Πηγή: Gudmundsson Már, The Financial Crisis in Iceland: Reflections on causes, consequences and lessons to be learnt. Presentation Bank Of England, 11 May 2011.

Διάγραμμα 27 Αύξηση του ΑΕΠ

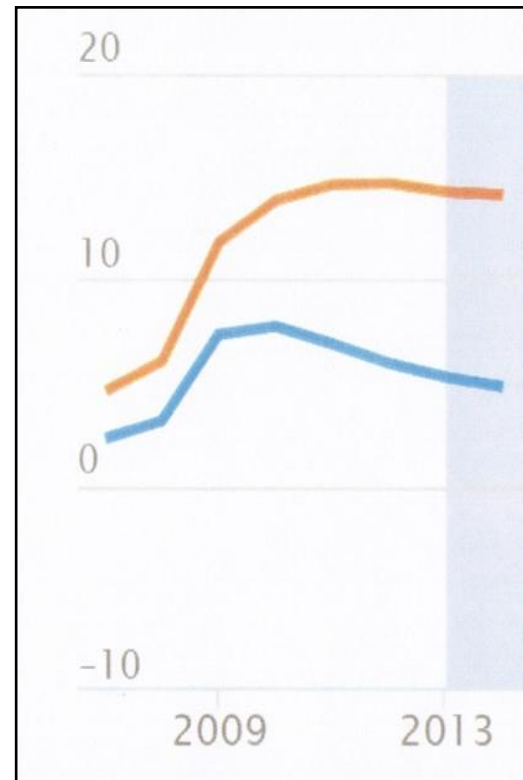


2012  
Iceland: 1.6%  
Ireland: 0.9%

2013  
Iceland: 1.9%  
Ireland: 1.0%

2014  
Iceland: 2.6%  
Ireland: 1.9%

Διάγραμμα 28 Ποσοστό Ανεργίας



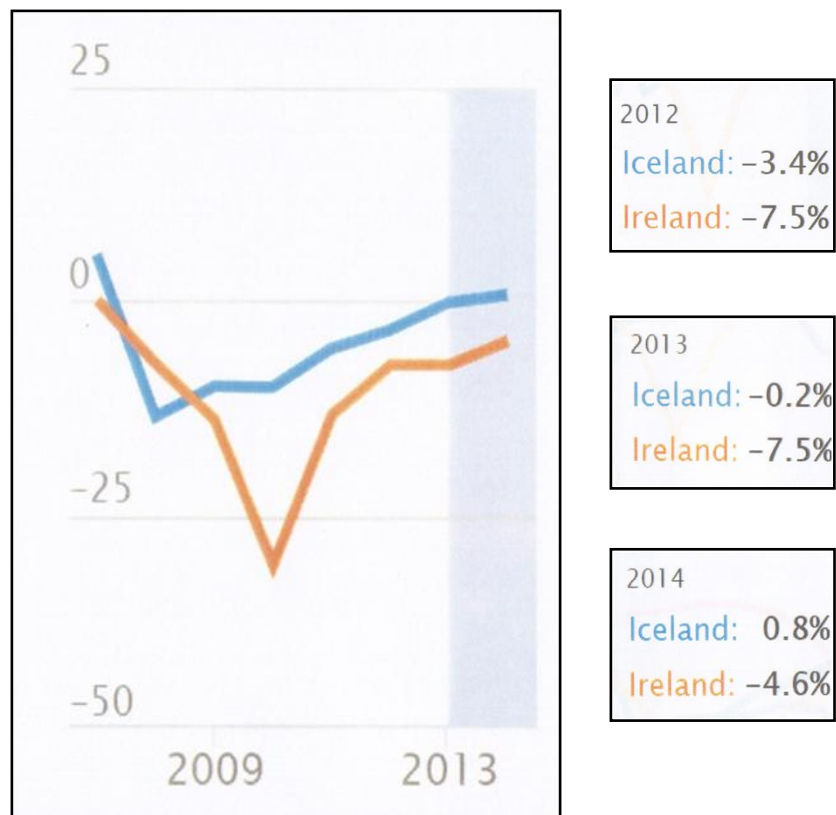
2012  
Iceland: 5.9%  
Ireland: 14.7%

2013  
Iceland: 5.3%  
Ireland: 14.3%

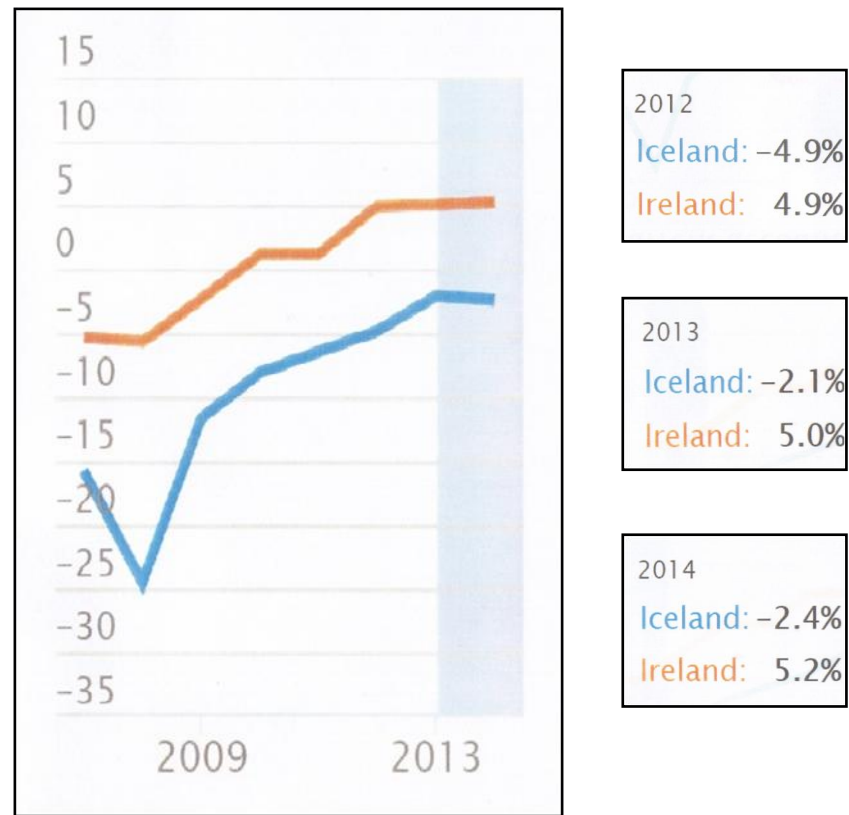
2014  
Iceland: 4.8%  
Ireland: 14.1%

Πηγή: OECD Economic Outlook

Διάγραμμα 29 Δημοσιονομικό ισοζύγιο

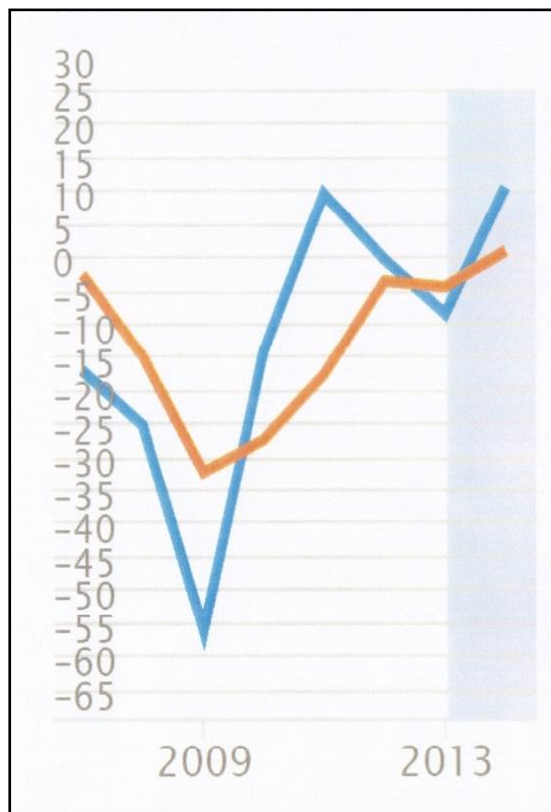


Διάγραμμα 30 Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών



Πηγή: OECD Economic Outlook

Διάγραμμα 31 Επένδυση

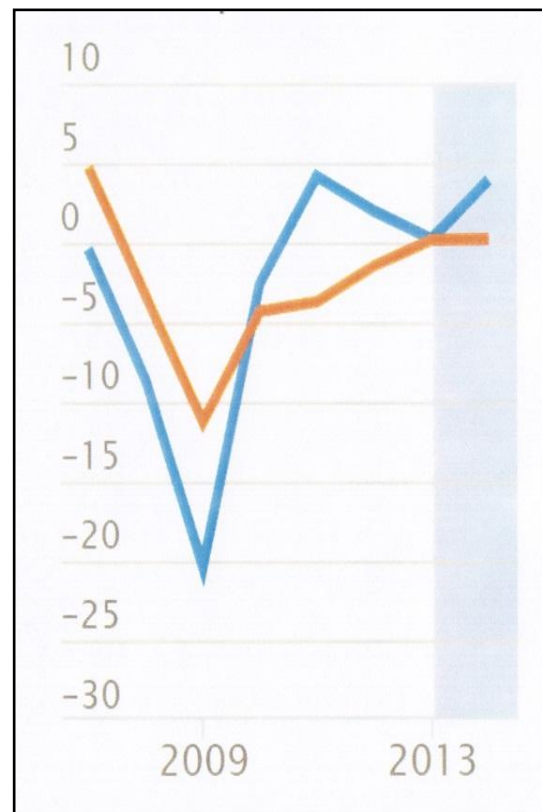


2012  
Iceland: 4.4%  
Ireland: 1.1%

2013  
Iceland: -3.7%  
Ireland: 0.3%

2014  
Iceland: 15.3%  
Ireland: 5.7%

Διάγραμμα 32 Κατανάλωση



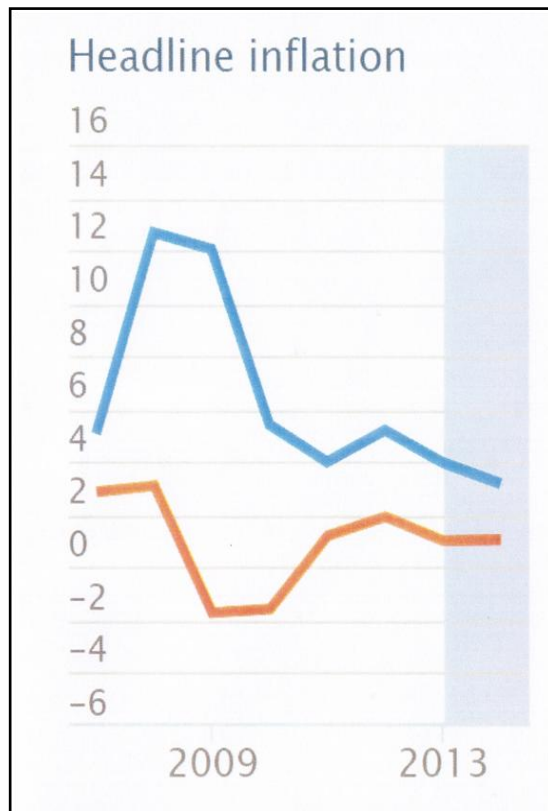
2012  
Iceland: 1.9%  
Ireland: -1.5%

2013  
Iceland: 0.2%  
Ireland: 0.1%

2014  
Iceland: 3.9%  
Ireland: 0.2%

Πηγή: OECD Economic Outlook

Διάγραμμα 33

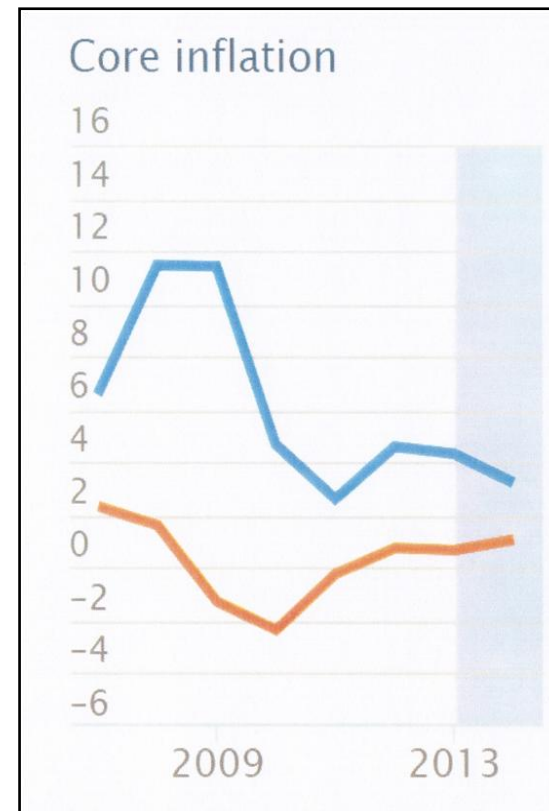


2012  
Iceland: 5.2%  
Ireland: 1.9%

2013  
Iceland: 4.0%  
Ireland: 1.0%

2014  
Iceland: 3.2%  
Ireland: 1.1%

Διάγραμμα 34



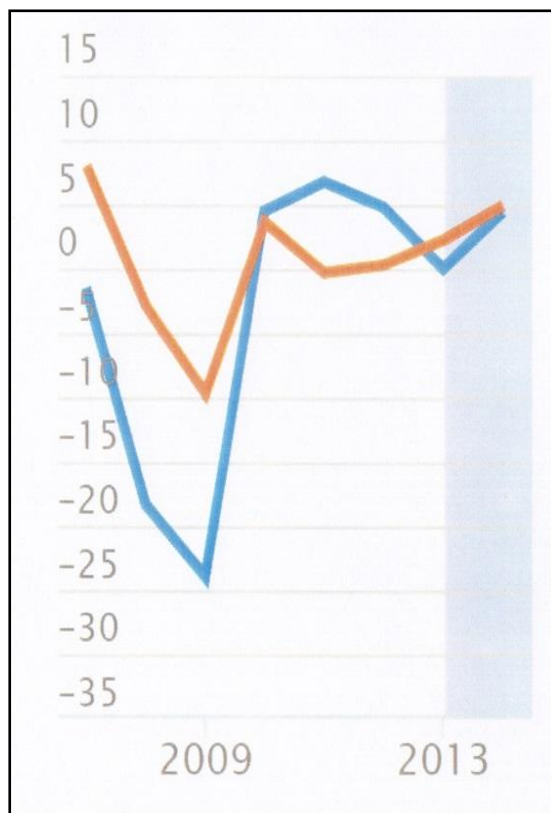
2012  
Iceland: 4.6%  
Ireland: 0.7%

2013  
Iceland: 4.3%  
Ireland: 0.7%

2014  
Iceland: 3.2%  
Ireland: 1.1%

Πηγή: OECD Economic Outlook

**Διάγραμμα 35 Αύξηση όγκου εισαγωγών**



2012  
Iceland: 4.8%  
Ireland: 0.3%

2013  
Iceland: 0.0%  
Ireland: 2.2%

2014  
Iceland: 4.5%  
Ireland: 4.9%

**Διάγραμμα 36 Αύξηση όγκου εξαγωγών**



2012  
Iceland: 3.9%  
Ireland: 2.9%

2013  
Iceland: 2.0%  
Ireland: 2.8%

2014  
Iceland: 2.1%  
Ireland: 5.4%

Πηγή: OECD Economic Outlook

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σκοπός της εργασίας ήταν να επιχειρηθεί μια πρώτη συγκριτική προσέγγιση των αιτιών που προκάλεσαν τις τραπεζικές κρίσεις στην Ιρλανδία και την Ισλανδία, αλλά και των τρόπων αντιμετώπισής τους. Το θεωρητικό πλαίσιο –η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας του Minsky- σε συνδυασμό με την κλασική θεωρία για τον δανειστή έσχατης ανάγκης (και πώς αυτός πρέπει να δρα σε περιπτώσεις χρηματοπιστωτικών κρίσεων), όπως αυτή αποκρυσταλλώθηκε από τον Walter Bagehot το 1873, βοήθησε στην ανάδειξη των δύο εναλλακτικών πολιτικών επιλογών: διάσωση των προβληματικών τραπεζών με κρατική βοήθεια (επιλογή bailout) ή στήριξη μόνο των υγιών τραπεζών από το κράτος και χρεοκοπία για τις υπόλοιπες (επιλογή Bagehot).

Δεδομένου ότι οι δύο υπό εξέταση χώρες –Ιρλανδία και Ισλανδία- ακολούθησαν πολύ διαφορετικά μονοπάτια για την αντιμετώπιση του ίδιου προβλήματος (την κατάρρευση του τραπεζικού τους τομέα την επαύριον της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008), επιχειρήσαμε να απαντήσουμε στο βασικό ερώτημα της παρούσας εργασίας: με κριτήριο τις επιδόσεις τους στη δύσκολη πορεία προς την ανάκαμψη, ήταν σωστότερη η επιλογή της Ιρλανδίας για την έξοδο από την κρίση (επιλογή bailout) ή αυτή της Ισλανδίας (επιλογή Bagehot);

Λαμβάνοντας υπόψιν ότι προκειμένου να καταφέρουμε να φτάσουμε όσο το δυνατόν πιο κοντά σε ένα ασφαλές συμπέρασμα, επιστρατεύτηκαν στοιχεία για τις οικονομικές επιδόσεις των δύο χωρών τόσο από τα πρώτα χρόνια μετά την εκδήλωση των κρίσεων, αλλά και στοιχεία που αφορούν προβλέψεις για τα επόμενα έτη, θεωρούμε στο σημείο αυτό χρήσιμο να επισημάνουμε τον «προσωρινό» χαρακτήρα των συμπερασματικών σκέψεών μας. Οπωσδήποτε, μια αντίστοιχη μελέτη στο μέλλον θα μπορέσει να παράσχει ασφαλέστερα συμπεράσματα.

Ποιά από τις δύο χώρες λοιπόν φαίνεται προς το παρόν να έχει καλύτερες επιδόσεις; Η Ιρλανδία επέλεξε την συνήθη πρακτική που ακολουθείται διεθνώς σε περιπτώσεις τραπεζικών κρίσεων, διασώζοντας τον τραπεζικό της τομέα. Θα λέγαμε λοιπόν ότι έπραξε το «ορθόδοξο» για τις αγορές. Επιβραβεύτηκε όμως για την επιλογή της αυτή; Όπως ίσως έγινε κατανοητό από τα στοιχεία που παρατέθηκαν, η Ιρλανδία δε φαίνεται (πέντε χρόνια μετά την εκδήλωση των κρίσεων) να τα πήγε συνολικά καλύτερα από την Ισλανδία, η οποία αποφάσισε να ακολουθήσει έναν αντισυμβατικό, «ανορθόδοξο» δρόμο για την έξοδο από την κρίση. Οι προβλέψεις του ΟΟΣΑ για έλλειμμα στο δημοσιονομικό ισοζύγιο, η μείωση της κατανάλωσης και της επένδυσης, η συρρίκνωση του ΑΕΠ το 2012 που αποδεικνύεται μεγαλύτερη από

τις αρχικές προβλέψεις, τα πολύ υψηλά ποσοστά ανεργίας είναι μερικά μόνο από τα στοιχεία που επιβεβαιώνουν την άποψη αυτή.

Η Ισλανδία από την άλλη πλευρά γνώρισε ήδη από το 2012 αύξηση του ΑΕΠ, ενώ ο ΟΟΣΑ προβλέπει ότι τόσο το 2013 όσο και το 2014 το ΑΕΠ της χώρας θα συνεχίσει να αυξάνεται. Σε αντίθεση με την Ιρλανδία, για την οποία όπως αναφέρθηκε τα ελλείμματα στο δημοσιονομικό της ισοζύγιο θα συνεχιστούν και για το 2014, η Ισλανδία φαίνεται να έχει απαλλαγεί από αυτά, ενώ και οι σχετικές προβλέψεις του ΟΟΣΑ συνηγορούν προς την κατεύθυνση αυτή. Αξιοσημείωτο είναι επίσης ότι τα ποσοστά ανεργίας στη χώρα είναι πολύ χαμηλότερα από τα αντίστοιχα διψήφια της Ιρλανδίας (βλ. παραπάνω)

Δε θα πρέπει βέβαια να θεωρηθεί ότι τα προβλήματα για την Ισλανδία εκλείπουν. Ας μην ξεχνάμε ότι οι έλεγχοι στις κινήσεις των κεφαλαίων που αποτελούσαν βασική συνισταμένη του προγράμματος που συμφωνήθηκε με το ΔΝΤ το Νοέμβριο του 2008, δεν έχουν ακόμη αρθεί όπως αρχικά είχε συμφωνηθεί. Η ισλανδική κυβέρνηση αποφάσισε να τους παρατείνει μέχρι και το 2015. Πρόκληση εξακολουθεί να παραμένει για τη χώρα η αντιμετώπιση των υψηλών ποσοστών πληθωρισμού.

Παρά τις προκλήσεις αυτές που παραμένουν για την Ισλανδία, η Ιρλανδία βρίσκεται αντιμέτωπη με τον δικό της «Γολγοθά», καθώς η οικονομία φαίνεται να έχει εισέλθει σε μια νέα περίοδο ύφεσης, σύμφωνα με πρόσφατο δημοσίευμα του Reuters.<sup>362</sup> Το Ιρλανδικό Μνημόνιο αποδείχτηκε αναμφίβολα αντιαναπτυξιακό, καθώς σύμφωνα με το δημοσίευμα η ιρλανδική οικονομία βρίσκεται σε νέα ύφεση από το τελευταίο τρίμηνο του 2012. Αποθαρρυντικά είναι όμως τα στοιχεία και για το 2013, καθώς το ΑΕΠ της συρρικνώθηκε κατά 0,6% στο πρώτο τρίμηνο του έτους (διαψεύδοντας με τον χειρότερο τρόπο τις εκτιμήσεις για ανάπτυξη της τάξης του 0,3%).

Συνοπτικά θα λέγαμε ότι ο αντισυμβατικός δρόμος που επέλεξε η Ισλανδία να ακολουθήσει για την έξοδο από την κρίση δεν είχε τα «καταστροφικά αποτελέσματα» που προοιωνίζονται από καιρού εις καιρόν οι θιασώτες του δόγματος της διάσωσης των τραπεζών με κάθε κόστος. Για την ακρίβεια, όπως προαναφέρθηκε, η Ισλανδία φαίνεται να έχει καλύτερες επιδόσεις σε μια σειρά από μεγέθη σε σχέση με την Ιρλανδία, η οποία βρίσκεται εκ νέου σε ύφεση.

Σε κάθε περίπτωση, δε θα πρέπει να παραγνωρίζουμε το γεγονός ότι πέρα από τα κοινά σημεία που έχουν οι δύο αυτές εμπειρίες χωρών (μικρές ανοιχτές οικονομίες που γνώρισαν την κατάρρευση του διογκωμένου σε σχέση με το ΑΕΠ

---

<sup>362</sup> Βλ. παραπάνω.

τους τραπεζικού τομέα), υπάρχουν και αρκετά διαφορετικά στοιχεία. Εκτός από τους εκ διαμέτρου αντίθετους τρόπους αντιμετώπισης των κρίσεων που υιοθέτησαν, η Ιρλανδία αποτελεί μέλος της ΕΕ και της ΟΝΕ, ενώ στην Ισλανδία κυριαρχεί παραδοσιακά πνεύμα ευρωσκεπτικισμού. Η εμπειρία της Ιρλανδίας κατέδειξε ότι η ΕΚΤ δε λειτούργησε ως δανειστής έσχατης ανάγκης για τις προβληματικές ιρλανδικές τράπεζες. Παρά το γεγονός ότι παρότρυνε την ιρλανδική κυβέρνηση να υιοθετήσει μια πολιτική εκτεταμένης εγγύησης των καταθέσεων, στην συνέχεια δεν ανέλαβε το μερίδιο της ευθύνης της και το δημοσιονομικό κόστος για τη διάσωση των τραπεζών κατέστη δυσβάστακτο. Η πολιτική της ΕΚΤ έπρεπε να «χαλαρώσει». Κάτι τέτοιο όμως δεν έγινε παρά μόνο τέσσερα ολόκληρα χρόνια μετά, όταν ο διοικητής της, Μάριο Ντράγκι, ανακοίνωσε τον Μάρτιο του 2012 τη δυνατότητα αγοράς ομολόγων των «προβληματικών» χωρών από την πρωτογενή αγορά.

Θα λέγαμε ότι ούτε η ΕΕ και η ΟΝΕ συνολικότερα λειτούργησε τελικά ως «καταφύγιο» για την Ιρλανδία. Υπό τον φόβο της διάχυσης της κρίσης στα υπόλοιπα κράτη της ευρωζώνης, η Ιρλανδία βρέθηκε απομονωμένη από τους εταίρους της (όπως ακριβώς είχε βρεθεί νωρίτερα και η Ελλάδα) και η συμφωνία της υπογραφής ενός Μνημονίου (βασικός άξονας του οποίου ήταν η σκληρή δημοσιονομική προσαρμογή και οι μεταρρυθμίσεις στην αγορά εργασίας) με την Τρόικα θεωρήθηκε η ενδεδειγμένη λύση. Η «συνταγή» της πολιτικής λιτότητας που λίγο νωρίτερα είχε υποδειχθεί στην Ελλάδα επιβλήθηκε και στην Ιρλανδία.

Οι πολέμιοι της «ανορθόδοξης» πολιτικής που υιοθέτησε η Ισλανδία ισχυρίζονται συχνά ότι βασική αιτία της κατάρρευσης των τραπεζών της ήταν η απουσία δανειστή έσχατης ανάγκης. Πράγματι, όπως έγινε κατανοητό από την ανάλυση που προηγήθηκε, η δυνατότητα της Κεντρικής Τράπεζας να δράσει με την ιδιότητα του δανειστή έσχατης ανάγκης είχε προ πολλού εξαντληθεί λόγω του υπερδιογκωμένου τραπεζικού τομέα. Θα είχε αποφευχθεί η κατάρρευση, αν η Ισλανδία ήταν μέλος της ΟΝΕ; Η απάντηση είναι μάλλον αρνητική. Όπως φάνηκε στην περίπτωση της Ιρλανδίας, αλλά και της Κύπρου πιο πρόσφατα η ΕΚΤ δεν υιοθέτησε επουδενί τον ρόλο του δανειστή έσχατης ανάγκης. Η εμπειρία της Κύπρου απέδειξε με τον χειρότερο τρόπο ότι όχι μόνο η ΕΚΤ δεν ήταν διατεθειμένη να συνδράμει, αλλά συνηγόρησε και στην υιοθέτηση μιας πρωτοφανούς λύσης: της διάσωσης των κυπριακών τραπεζών όχι με κρατική βοήθεια, αλλά με τις καταθέσεις των πολιτών, ανοίγοντας προφανώς το δρόμο για παρόμοιες πολιτικές στο μέλλον.

Η «εύθραυστη» ανάπτυξη (αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,3%)<sup>363</sup>, η οποία καταγράφηκε από την Eurostat στην ευρωζώνη κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2013 είναι μεν ένας ενθαρρυντικός οιωμός, δεν εξαλείφει δε τα υποβόσκοντα προβλήματα. Οι αντιθέσεις ανάμεσα στον Βορρά και το Νότο της ευρωζώνης παραμένουν: αν και Γαλλία, Γερμανία, Φινλανδία, αλλά και Πορτογαλία βρίσκονται και επισήμως, σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat, σε τροχιά ανάπτυξης, η Ιταλία και η Ισπανία εξακολουθούν να βρίσκονται βυθισμένες στην ύφεση.<sup>364</sup> Για άλλα μέλη της ευρωζώνης, όπως η Ελλάδα και η Κύπρος, τα στοιχεία δεν είναι ενθαρρυντικά καθώς δεν παρουσιάζουν ιδιαίτερη βελτίωση.<sup>365</sup> Για την Ιρλανδία όμως φαίνεται ότι το μέλλον σκιαγραφείται δυσοίωνο, καθώς «είναι μια από τις ελάχιστες χώρες που δεν παρέδωσαν οικονομικά στοιχεία».<sup>366</sup>

Τα βασικά λοιπόν συμπεράσματα, στα οποία καταλήγουμε (αν και βασισμένα σε «προσωρινά» στοιχεία) είναι κατά βάση δύο: αφ' ενός μεν ότι, όπως έδειξε η εμπειρία της Ισλανδίας, η κατάρρευση του τραπεζικού τομέα μιας χώρας και η χρεοκοπία των τραπεζών της δεν συνεπάγεται απαραίτητα την καταστροφή. Αφ' ετέρου, ότι όπως έδειξε η εμπειρία της Ιρλανδίας, η συμμετοχή στην ΟΝΕ δεν αποτελεί κατ' ανάγκη πανάκεια.

---

<sup>363</sup> Βλ. «Εύθραυστη ανάπτυξη», El Pais. Αναδημοσίευση στην «Καθημερινή», 17 Αυγούστου 2013.

<sup>364</sup> Βλ. «Τοπίο με αντιθέσεις», Le Figaro. Αναδημοσίευση στην «Καθημερινή», 17 Αυγούστου 2013.

<sup>365</sup> Στο ίδιο.

<sup>366</sup> Στο ίδιο.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Baldursson Friðrik Már, “Iceland’s programme with the IMF 2008–11”, voxeu.org, 8 November 2011.

Calomiris Charles and Gorton Gary, “The Origins of Banking Panics: Models, Facts and Bank Regulation” in Hubbard Glenn, *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press, 1991.

Carey David, “Economic and Financial Issues of Iceland’s Accession to the EU”, Speech at the Committee on Foreign Affairs at the European Parliament in Brussels, Workshop - Iceland in the EU: Challenges and Prospects, 13 January 2011.

Carsten Valgreen-Lars, Christensen-Peter, Andersen Rene, “Iceland: Geyser Crisis”, Research Danske Bank, March 2006.

Castiglionesi Fabio and Wagner Wolf, “Turning Bagehot on His Head: Lending at Penalty Rates When Banks Can Become Insolvent”, March 2011.

Connor Gregory, Flavin, Thomas, and O’Kelly Brian, “The U.S. and Irish Credit Crises: Their Distinctive Differences and Common Features”, *Irish Economy Note*, No. 10, March 2010.

Daly Frank, “National Asset Management Agency”, Association of European Journalists, 21st February 2013.

Danielsson Jon, “The first casualty of the crisis: Iceland”, in *The First Global Financial Crisis of the 21<sup>st</sup> Century Part II*, June-December 2008, VoxEU.org Report.

Danielsson Jon and Zoega Gylfi, “Lessons from a Collapse of a Financial System”, *Economic Policy*, 6 October 2010.

Danielsson Jon and Zoega Gylfi, “The collapse of a country”, Institute Of Economic Studies, Working Paper Series W09:03, March 2009.

Demirgüç-Kunt Asli and Detragiache Enrica, “Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey”, IMF Working Paper, May 2005.

Diamond Douglas and Dybvig Philip, “Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity”, *Journal of Political Economy* Vol. 91, Issue 3, June 1983.

Economic Forecast Summary (May 2013), OECD Economic Outlook, Ireland.

“Financial stability in Iceland. Capital controls”. Financial Stability Department, Seðlabanki Íslands, 29 November 2012.

Gilpin Robert, *Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία, Η διεθνής οικονομική τάξη*, Εκδόσεις Ποιότητα, Αθήνα 2007.

Glick Reuven and Hutchison Michael, “Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?”, presented at the Federal Reserve Bank of San Francisco. Pacific Basin Conference "Financial Markets in Emerging Markets", September 23-24, 1999.

Grossman Emiliano and Woll Cornelia, “Saving the Banks: The Political Economy of Bailouts”. Open Forum CES Paper Series, 8, 2012.

Guðmundsson Már, “The Fault Lines in Cross-border Banking: Lessons from the Icelandic Case”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Volume 2011, Issue 2.

Guðmundsson Már, “The Financial crisis in Iceland and the fault lines in cross-border banking”, speech at FIBE, Bergen, 7 January 2010.

Gurdgiv Constantin, Lucey Brian, Mac An Bhairst Ciaran and Roche-Kelly Lorcan. “The Irish Economy: Three Strikes and You’re Out?” March 2011.

Gylfason Thorvaldur, “Houston, we have a problem: Iceland’s capital controls”. Διαθέσιμο στο <http://voxeu.org/index.php?q=node/6597>, 1 June 2011.

Honohan Patrick and Klingebiel Daniela, “Controlling Fiscal Costs of Banking Crises”, The World Bank, May 2000.

Honohan Patrick, “What went wrong in Ireland?” Trinity College Dublin, May 2009.

Howden David, “The Iceland and Ireland Banking crises: Lessons for the Future”, Working Paper No.12-22, Mercatus Center, George Mason University, July 2012.

Humphrey Thomas, “The Classical Concept of the Lender of Last Resort”, *Economic Review*, January/February 1975.

Iceland: Request for Stand-By Arrangement—Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Iceland, IMF Country Report No. 08/362, November 2008.

IMF Country Report No. 10/366, Ireland: Request for an Extended Arrangement—Staff Report; Staff Supplement; Staff Statement; and Press Release on the Executive Board Discussion, December 2010

IMF, Staff Report: Iceland, July 13, 2006.

IMF Executive Board Concludes 2013 Article IV Consultation and Third Post Program Monitoring Discussions with Iceland, Press Release No.13/300, 7 August 2013.

Ingimundur Fridriksson, “The Banking Crisis in Iceland in 2008”, Central Bank of Iceland, February 2009.

Jeffrey Frankel and Andrew Rose, “Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment”, *Journal of International Economics*, Vol. 41, 1996.

Kaminsky Graciela and Reinhart Carmen, “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”, *The American Economic Review*, Vol. 89. No.3, June 1999.

Kelly Morgan, “The Irish Credit Bubble, Centre For Economic Research”, University College Dublin, WP09/32, December 2009.

Krugman Paul, *Τέλος στην ύφεση τώρα!* Εκδόσεις Πόλις, 2<sup>η</sup> έκδοση, Αθήνα 2012.

Krugman Paul, *Eating the Irish*, *The New York Times*, 25 November 2010.

Krugman Paul, *Lands of Ice and Ire*, διαθέσιμο στο <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/11/24/lands-of-ice-and-ire>, 24 November 2010.

Krugman Paul, *The Times Does Iceland*, *New York Times*. 8 July 2012.

Laidler David, "Two Views of the Lender of Last Resort: Thornton and Bagehot", presented at a conference on the "Lender of Last Resort", organized by University of Paris 10, University of Paris 8, September 23-24, 2002.

Luc Laeven and Fabián Valencia, "Systemic Banking Crises Database: An Update", IMF Working Paper, June 2012.

McGowan Adalet, "Overcoming the Banking Crisis in Ireland", OECD Economics Department Working Papers, No. 907, OECD Publishing, 2011.

Minsky Hyman, "The Financial Instability Hypothesis", The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, May 1992.

Minsky Hyman, "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement". Thames Papers in Political Economy, 1978.

Murphy Antoin, "The "Celtic Tiger"-An Analysis of Ireland's Economic Growth Performance". Robert Schuman Center for Advanced Studies, European University Institute, Italy, April 2000.

OECD Economic Surveys, Iceland Overview, June 2011.

Ó Gráda Cormac and O'Rourke Kevin, "The Economy Of Ireland: Policy And Performance Of a European Region in Living standards and growth", University College, Dublin, April 2000.

Ólafsson Thorvaldur and Pétursson Thórarinn, "Weathering the financial storm: The importance of fundamentals and flexibility", Central Bank of Iceland, Working paper Series No. 51, October 2010.

Palley Thomas, "The Limits of Minsky's Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis", New America Foundation, Revised November 18, 2009.

Powell Benjamin, "Economic Freedom And Growth: The Case Of The Celtic Tiger", *Cato Journal*, Vol. 22, No. 3, Winter 2003.

Regling Karl and Watson Max, "A Preliminary Report on The Sources of Ireland's Banking Crisis, Banking Inquiry", Government Publications, 2010.

State aid NN 48/2008 – Ireland. Guarantee scheme for banks in Ireland. European Commission, 2008.

Stephen Kinsella, "Is Ireland really the role model for austerity?" Geary Institute, University College Dublin, WP2011/22, September 2011.

"The Irish Economy in Perspective", Department of Finance, June 2011.

“The Irish Banking Crisis, Regulatory and Financial Stability Policy 2003-2008”, A Report to the Minister for Finance by the Governor of the Central Bank, May 2010.

Thorgeirsson Thorsteinn and Van den Noord Paul, “The Icelandic banking collapse: was the optimal policy path chosen?” Working Paper No. 62, Central Bank Of Iceland, March 2013.

Thorhallsson Baldur and Kirby Peadar, “Financial crises in Iceland and Ireland: Does EU and Euro membership matter?”, Institute of International Affairs, Centre For Small State Studies, University of Iceland, November 2011.

Thorp Arabella, Townsend Ian and Edmonds Tim, “Iceland’s financial Crisis”, Library House of Commons, March 2009.

Throstur Olaf Sigurjonsson, “The Icelandic Bank Collapse: Challenges to Governance and Risk Management”, in *Rethinking Governance for Sustainability*, CERES, 2009.

Vilhelmína Markúsdóttir Eva, “Ireland's Too Big to Fail vs. Iceland's Too Big to Bail”, Reykjavick University, 2011.

Wade Robert and Sigurgeirsdottir Silla, “Iceland’s meltdown: The rise and fall of international banking in the North Atlantic”, *Real-world Economics review*, Issue no. 56, 2011.

Wade Robert, “The Crisis; Iceland as Icarus”, *Challenge*, Vol. 52, no. 3, May/June 2009.

Whelan Karl, “Ireland’s Sovereign Debt Crisis”, Centre For Economic Research, University College Dublin, WP11/09, May 2011.

Yngvi Örn Kristinsson, “Icelandic banks.Rebuilding a financial system”, Icelandic Financial Service Association.

Zoega Gylfi, “Iceland faces the music”, in *The First Global Financial Crisis of the 21<sup>st</sup> Century Part II*, June-December 2008, VoxEU.org Report.

